Федеральное государственное бюджетное

образовательное учреждение высшего образования

Санкт-Петербургский государственный университет

**ОЦЕНКА ЦЕННОСТИ КОМПАНИИ МЕТОДОМ ДОСТИГНУТОЙ СТОИМОСТИ: СРАВНЕНИЕ С ОЦЕНКОЙ МЕТОДОМ DCF**

Выпускная квалификационная работа студентки 4 курса, направления 38.03.02 — Менеджмент, шифр образовательной программы СВ.5070.2016.

**МАЛОЯРОСЛАВЦЕВОЙ Алины Сергеевны**

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Научный руководитель

к.ф-м.н, доцент

**Лукьянова Анна Евгеньевна**

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(подпись научного руководителя)

«\_\_\_» \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ 2020 г.

Санкт-Петербург

2020

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Малоярославцева Алина Сергеевна, студентка 4 курса Высшей школы менеджмента СПбГУ (направление «Менеджмент», профиль «Финансовый менеджмент) подтверждаю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Оценка ценности компании методом достигнутой стоимости: сравнение с оценкой методом DCF» представленной для публичной защиты в июне 2020 г, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Я ознакомлена с действующим в Высшей школе менеджмента СПбГУ регламентом учебного процесса, согласно которому обнаружение плагиата (прямых заимствований из других источников без соответствующих ссылок) является основанием для выставления за годовую курсовую работу оценки «неудовлетворительно».

(Подпись студента с расшифровкой)

(Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

[Введение 5](#_Toc41822227)

[Глава 1. АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ЦЕННОСТИ КОМПАНИИ 7](#_Toc41822228)

[1.1. Определение оценки ценности предприятий и её целей 7](#_Toc41822229)

[1.2. Анализ классических подходов оценки ценности компании и их преимущества 9](#_Toc41822230)

[1.3. Анализ недостатков классического доходного подхода 13](#_Toc41822231)

[1.4. Современные методы оценки ценности компаний 16](#_Toc41822232)

[Выводы по главе 1 21](#_Toc41822233)

[Глава 2. АЛГОРИТМ ОЦЕНКИ ЦЕННОСТИ БИЗНЕСА МЕТОДАМИ DCF И ДОСТИГНУТОЙ СТОИМОСТИ 23](#_Toc41822234)

[2.1. Методика расчета ценности компании дисконтированием денежных потоков 23](#_Toc41822235)

[2.2. Модели для расчета ставки дисконтирования 26](#_Toc41822236)

[2.3. Методика расчета ценности компании на основе достигнутой стоимости 30](#_Toc41822237)

[2.4. Сравнение методов дисконтирования денежных потоков и достигнутой стоимости 34](#_Toc41822238)

[Выводы по главе 2 36](#_Toc41822239)

[Глава 3. ОЦЕНКА ЦЕННОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ МЕТОДАМИ DCF И ДОСТИГНУТОЙ СТОИМОСТИ 37](#_Toc41822240)

[3.1. Характеристика выборки компаний и гипотезы исследования 37](#_Toc41822241)

[3.2. Анализ финансово-экономической деятельности выбранных компаний 39](#_Toc41822242)

[3.2.1. Анализ финансово-экономической деятельности ПАО «НКХП» 39](#_Toc41822243)

[3.2.2. Анализ финансово-экономической деятельности ПАО «Новатэк» 41](#_Toc41822244)

[3.2.3. Анализ финансово-экономической деятельности АК «АЛРОСА» 43](#_Toc41822245)

[3.2.4. Анализ финансово-экономической деятельности ПАО «АКРОН» 45](#_Toc41822246)

[3.2.5. Анализ финансово-экономической деятельности HeadHunter Group 47](#_Toc41822247)

[3.3. Апробация методик оценки ценности компании на примере российских компаний 50](#_Toc41822248)

[Выводы по главе 3 56](#_Toc41822249)

[Заключение 58](#_Toc41822250)

[Список использованной литературы 60](#_Toc41822251)

[Приложения 67](#_Toc41822252)

# Введение

Оценка ценности компании является неотъемлемым элементом управления — понимание справедливой стоимости бизнеса необходимо для дальнейшего развития фирмы. Данный инструмент применяется для различных целей: для оценки при инвестировании, при слияниях и поглощениях, при кредитовании, при первичном размещении акций на фондовой бирже, а также для оперативного управления компанией.

Компании используют оценку бизнеса для решения возникающих проблем: на основе результатов оценки ценности строится концепция Value-based management (VBM), применение которой позволяет существенно увеличить стоимость компании (по данным McKinsey, на 30%-200% в зависимости от отрасли).[[1]](#footnote-1) По данным исследования E&Y, VBM для страховых компаний предоставляет возможность увеличения возврата капитала на 2.3 процента.[[2]](#footnote-2) Преимущества и результаты VBM увеличивают потребность в оценке ценности компании, анализе существующих методов и рекомендаций по их применению.

Актуальность темы квалификационной работы заключается в потребности компаний проводить надежную и корректную оценку для дальнейшего управления бизнесом. В то же время методы оценки ценности компании эволюционируют: совершенствуются классические подходы и разрабатываются новые — что делает выбранную тему еще более значимой для исследования.

Целью данной работы является сравнение особенностей классических и современных методов оценки ценности бизнеса, а также их применение на примере российских компаний.

Для достижения поставленной цели работы были поставлены следующие задачи:

1. Обзор оценки ценности бизнеса, её целей и преимуществ применения в компаниях,
2. Анализ классических и усовершенствованных подходов оценки ценности бизнеса,
3. Формирование гипотез исследования и на их основе выборки компаний,
4. Анализ деятельности выбранных для оценки компаний, расчет их ценности различными методами,
5. Сравнение методов оценки ценности бизнеса на примере оценке российских компаний,
6. Интерпретация полученных результатов и формулирование выводов.

Цель и поставленные задачи ВКР определили структуру работы. Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трёх глав и заключения. Введение посвящено проблематики оценки ценности бизнеса в современных условиях: обосновывается применение концепции Value-Based Management, что определяет актуальность работы. Во введении ставится цель и задачи проведения исследования.

В первой главе проводится теоретический анализ существующих методов, их недостатки и проблемные аспекты классических подходов, которые влияют на компанию и из-за чего, впоследствии, могут возникать финансовые скандалы. Отдельно рассматриваются современные методы оценки ценности бизнеса и их применение.

Вторая глава посвящена анализу методологий проведения оценки ценности компаний двумя способами: дисконтирование денежных потоков и достигнутой стоимости — их отличительные черты и сходства. В данной главе отдельно сравниваются модели ставки дисконтирования, условия выбора конкретных способов расчета и применимость в различных ситуациях.

Третья глава направлена на практическое применение классического и современного методов оценки ценности бизнеса. Данная глава основывается на российских компаниях: проводится анализ финансово-хозяйственного состояния, особенностей ведения бизнеса и других характеристик компании, на основе чего вычисляются ценности компаний двумя методами. В заключении сравниваются методы оценки ценности бизнеса, их применимость на основе проведенных расчетов компаний.

Для проведения исследования использованы следующие форматы информационных источников: современные учебные пособия, научные статьи на рассмотренную тематику зарубежных и российских авторов, информационные базы данных Спарк, Thomson Reuters, MarketLine и новостные публикации в деловых источниках СМИ. Также для проведения практического исследования были использованы бухгалтерские отчетности компаний НКХП, Новатэк, Алроса, Акрон и HeadHunter.

# Глава 1. АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ЦЕННОСТИ КОМПАНИИ

## 1.1. Определение оценки ценности предприятий и её целей

Оценка ценности предприятия — это упорядоченный процесс расчета величины стоимости объекта в денежном выражении на конкретную дату. На мировом рынке вопрос оценки стоимости предприятия давно обсуждается в компаниях — инвесторам, менеджерам и владельцам крайне важна информация о ценности фирмы.

Под стоимостью фирмы определяется её справедливая рыночная цена — наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие - либо чрезвычайные обстоятельства. Установление ценности объекта возможно в отношении её рыночной, кадастровой, ликвидационной или инвестиционной стоимости.[[3]](#footnote-3)

В российских условиях при определение рыночной стоимости возникают трудности построения экономических, отраслевых прогнозов, в силу неразвитости национального фондового рынка, что приводит к чрезмерной субъективности расчетов оценки.[[4]](#footnote-4) Фактор рыночной конъюнктуры влияет на корректность применения методов расчета ценности компаний. В силу нестабильности финансовой информации, постоянного обновления и добавления новых деталей изменяется величина стоимости предприятия.

Оценка стоимости предприятия имеет свойство быстро устаревать — расчет ценности фирмы, сделанный сегодня, будет неактуальным и некорректным завтра, поэтому требуется постоянная переоценка стоимости. Обновление результатов ценности требуется при изменении финансовой информации на рынке или в компании, что позволяет менеджерам, инвесторам или владельцам эффективно и грамотно принимать решения по управлению бизнесом.

Оценка бизнеса является обязательной с законодательной точки зрения в некоторых случаях. К таким ситуациям относится осуществление оценки в случае вовлечения в сделку объектов, полностью или частично принадлежащим Российской Федерации или её субъектам. Цели оценки стоимости предприятий определялись в рамках приватизации, продажи или ином отчуждении объекта, его передачи в уставные капиталы или фонды юридических лиц.[[5]](#footnote-5)

В современном мире оценка бизнеса проводится не только в качестве обязательного требования со стороны государства, но и как добровольное желание компании. Менеджеры осознают необходимость проведения оценки ценности предприятия и понимания справедливой стоимости компании, вне зависимости от сферы деятельности, отрасли или других отличительных черт. Существуют три основных блока определения ценности компаний: оценка в корпоративных финансах, при слиянии и поглощении других фирм и при управлении портфелем.[[6]](#footnote-6) Однако можно выделить несколько конкретных целей для осуществления оценки бизнеса:[[7]](#footnote-7)

1. Совершенствование методов управления организацией,
2. Разработка корректных и актуальных бизнес-планов,
3. Обоснование инвестиционной политики,
4. Проведение сделок купли-продажи на выгодных условиях,
5. Оценка кредитоспособности компании,
6. Принятия управленческих решений.

Оценка стоимости компании помогает решать большое количество задач и часто используется менеджерами для достижения целей организации и применения концепции Value-based Management. Однако для определения качественной и достоверной ценности предприятия необходима предварительная постановка цели самой оценки, так как, к примеру, результат для ликвидационной компании, будет отличаться от действующей. В силу таких различий определение целей является необходимым первоначальным этапом в проведении оценки ценности.

Вторым этапом для корректной оценки бизнеса является выбор вида ценности, то есть определение основы для денежных потоков — по какому принципу будет рассчитываться свободный денежный поток. Далее определяется подход и метод оценки, которые определяются целями и причинами проведения оценки.

## 1.2. Анализ классических подходов оценки ценности компании и их преимущества

Оценка стоимости компаний — это анализ не только финансовых отчетностей и показателей, но и всех компонентов бизнеса.[[8]](#footnote-8) Существует три основных классических подхода к оценке ценности компаний: доходный, затратный и сравнительный. Методы оценки стоимости в доходном подходе основаны на определении ожидаемых денежных потоков компании в будущем. В затратном подходе методы определяют ценность компании по понесённым затратам для реализации бизнеса. В сравнительном подходе методы оценки заключаются в сопоставлении доступной информации о стоимости аналоговых предприятий с оцениваемой компанией.

1. Методы расчета стоимости

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Доходный подход | Затратный подход | Сравнительный подход |
| * Метод капитализации доходов * Метод дисконтирования денежных потоков * Метод расчета экономической добавленной прибыли * Метод реальных опционов | * Метод стоимости чистых активов * Метод ликвидационной стоимости | * Метод рынка капитала * Метод сделок * Метод отраслевых коэффициентов |

*Источник: [Составлено автором]*

При доходном подходе оценка ценности основывается на реальной стоимости будущих прибылей, которая будет генерировать компания. Доходный подход оценивает возможную прибыль в будущем: методом прямой капитализация или используя ставку дисконтирования для денежных потоков, через расчет экономической добавленной прибыли или методом реальных опционов.[[9]](#footnote-9) Общая сущность данных методов основывается на прогнозировании доходов организации и приведение их к текущему моменту времени.

Главным преимуществом доходного подхода является то, что оценка ценности основывается на финансовых показателях компании. Таким образом, оценивается внутренняя ценность компании, которая исходит из реальной бизнес-модели предприятия[[10]](#footnote-10), благодаря использованию внутренней информации и учету многих факторов. Преимуществом оценки ценности компании доходным подходом является отражение перспективы развития предприятия и учет будущих ожиданий собственника.

Затратный подход, в отличии от доходного, не учитывает будущие денежные потоки, то есть не рассматривает компанию с точки зрения возможности генерирования прибыли. Оценка ценности компании при затратном подходе заключается в определении стоимости издержек, необходимых для реализации оцениваемого бизнеса. Владелец бизнеса должен полностью компенсировать свои расходы по созданию, изменению, восстановлению, замещению или утилизации предприятия.[[11]](#footnote-11) Подход учитывает понесенные затраты по информации балансового отчета, поэтому фактором изменения стоимости оцениваемого объекта может служить использование разных методов балансового учета.[[12]](#footnote-12)

Затратный подход определяет ценность бизнеса по понесенным издержкам двумя методами: методом стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости. Данный подход в большей мере основан на том, что рациональный покупатель не приобретет объект по цене выше, чем затраты на осуществление данного бизнеса.[[13]](#footnote-13) При определении ценности бизнеса затратным подходом важно, что стоимость объекта не превысит суммарные издержки на полное воспроизведение предприятия.

Основное преимущество данного подхода заключается в том, что затратный подход учитывает влияние производственных факторов на изменение цены активов: он основан на реальном воспроизведении объекта оценки, то есть полученный результат ценности является обоснованным, использующим существующие данные по различным факторам бизнеса. Также, затратный подход достаточно прост в оценке ценности, он не требует детального финансового анализа компании, поэтому многие оценщики используют его в качестве предварительного или начального этапа.

Сравнительный подход оценки ценности компаний основан на сопоставлении стоимости бизнеса с аналогичной компанией. Для определения ценности бизнеса данным подходом можно использовать анализ продаж пакетов акций аналогичных открытых акционерных обществ.[[14]](#footnote-14) Популярность сравнительного подхода в оценке стоимости мировых компаний заключается в том, что используется полностью рыночная информация, следовательно, результаты опираются на обоснованные данные. Таким образом, компании не могут влиять и намеренно корректировать результат оценки внутренними краткосрочными методами.

В данном подходе существуют три метода: метод рынка капитала, метод сделок и отраслевых коэффициентов.[[15]](#footnote-15) Во всех трех методах основная идея заключается в определении стоимости на текущий момент, так как суть сравнительных методов заключается в том, что одинаковые активы должны иметь одинаковую ценность в каждый момент времени.[[16]](#footnote-16) Данные методы основаны на том, что ценность капитала компании формируется по сумме денежных средств, за которую она может быть продана на сформированном рынке.

Сравнительный подход ограничивает оценку реальной ретроинформацией на рынке, а значит предоставляет фактическую стоимость компании. Данное «ограничение» является преимуществом сравнительного подхода: учитывая реальные цены акций формируется обоснованная оценка, полностью отвечающая не только предложению, но и спросу.[[17]](#footnote-17) Сравнительный подход обладает таким преимуществом, как отражение имеющейся информации по продаже и покупке ценных бумаг на фондовом рынке. Оценщик, используя данный подход, учитывает реальные цены купли-продажи аналогичных компаний, вся применимая информация определяется рынком.

Следующее преимущество сравнительного подхода — оценка с учетом воздействия отраслевых факторов на ценность предприятия. Данный подход единственный использует для оценки отраслевые мультипликаторы и получает корректировку стоимости компании в зависимости от рассматриваемой отрасли.[[18]](#footnote-18)

Рассмотренные классические подходы в оценке ценности компании и их преимущества представлены в таблице ниже.

1. Преимущества классических подходов

|  |  |
| --- | --- |
| **Преимущества подходов** | |
| *Доходный подход* | * Основывается на финансовых показателях компании * Учитывает интересы инвесторов и собственника * Учитывает перспективы развития компании и степень риска |
| *Затратный подход* | * Учет влияния производственных факторов на изменение цены актива компании * Официально утвержденный стандарт оценки стоимости компаний * Учет существующих активов как обоснованность результатов |
| *Сравнительный (рыночный) подход* | * Использование реальных рыночных показателей и получение фактической стоимости * Отражение имеющейся информации о купли-продажи акций аналогичных компаний * Учет влияния отраслевых факторов на ценность компании |

*Составлено автором по: [Hooke, Jeffrey C. Security analysis and business valuation on Wall Street: a comprehensive guide to today’s valuation methods, Синичкин П.В., Мичурин Е.А. Анализ основных подходов к оценке стоимости компаний]*

Несмотря на преимущества трёх подходов, наиболее распространенным является доходный. Рыночный подход вовсе не рассматривается в качестве основного и самостоятельного: в литературе он часто упоминается как тест для обоснования доходного подхода. В затратном подходе же не учитываются перспективы компании и конъюнктура рынка.[[19]](#footnote-19) В силу того, что подход ориентирован на оценку материальных активов, он не подходит для компаний, обладающих большой ценностью бренда и репутацией.[[20]](#footnote-20) В условиях цифровизации, данное ограничение влияет на корректность оценки. Таким образом, компаниями обосновывается применение доходного подхода для оценки ценности бизнеса.

Анализируя отдельно доходный подход, можно прийти к выводу, что на практике компании используют конкретно метод дисконтирования денежных потоков (DCF). По данным проведенного исследования Льюиса Е., компании чаще применяют метод DCF для оценки ценности бизнеса.[[21]](#footnote-21) Несмотря на развитие экономики и совершенствование новых методов, оценщики считают DCF наиболее надежным и релевантным даже при нестабильной экономике. Основываясь на данные McKinsey, в современном мире метод дисконтирования денежных потоков остается наиболее распространенным для применения даже в high-tech компаниях.[[22]](#footnote-22)

Таким образом, в основном для оценки ценности компаний применяется метод дисконтирования денежных потоков, который входит в классический доходный подход. Однако несмотря на распространенность и универсальность данного способа, подход является одним из самых трудоемких и сложных, при этом полученные результаты ценности бизнеса могут быть ошибочными, увеличивая риск при принятии управленческих решений.

## 1.3. Анализ недостатков классического доходного подхода

Определение результатов деятельности компании в классическом доходном подходе в значительной мере основывается на генерируемых денежных потоках.[[23]](#footnote-23) В то время как использование бухгалтерской информации для прогнозирования будущих доходов сопровождается потенциальными сложностями. Существует проблема фальсификации бухгалтерской информации: менеджмент компании может скрывать реальные показатели, использовать инсайдерскую информацию для собственных целей и предоставлять совершенно ложные данные для оценки.[[24]](#footnote-24) Далее приведены широко известные примеры последствий использования некорректных результатов оценки компаний для управления бизнесом.

Нашумевшая история с компанией Enron Corporation стала основным примером использования инсайдерской информации и черной бухгалтерии. Стоимость компании составляла более чем 50 миллиардов долларов, а выручка за год до банкротства была равна 101 миллиарду долларов. Компания использовала офшорные зоны, и тем самым вводила в заблуждение инвесторов (было зарегистрировано около 700 дочерних компаний по одному юридическому адресу).[[25]](#footnote-25) Enron скрывали убытки компании, в отличии от Российской практики, где частой аферой является уменьшение доходов. Однако важно отметить, что предоставленная оценка компании была осуществлена на недостоверной информации, о которой заведомо знал аудитор — компания Arthur Andersen. Предоставленные ошибочные результаты привели к неожиданному для инвесторов банкротству, которые потеряли свои вложения.

Несмотря на историю компании Enron, сегодня их опыт повторяется в крупных компаниях. Многие эксперты предупреждают о возможных трудностях компании Boeing, и называют его «скандалом Enron нашего времени».[[26]](#footnote-26) Сейчас авиакомпания приостанавливает производство 737 Max после двух катастрофических аварий, в которых погибли 346 человек.[[27]](#footnote-27) Кевин Смит, финансовый аналитик компании Grescat Capital, высказался, что «цифры Boeing не выглядят правильно»: методы учета в компании нестандартные и очень рискованные, особенно после кейса 737 Max предоставляемая информация от Boeing становится неправдоподобной.

Недостоверность информации и последующая оценка на некорректных данных приводит не только к ошибочному управлению компанией, но и проблематичности выхода на IPO. Ярким примером возникающих проблем оценки ценности является прошлогодняя история выхода на IPO компании Wework. Её стоимость прямо перед первичным размещением акций упала практически в 5 раза: с $47 млрд до менее, чем $10 млрд.[[28]](#footnote-28) Такое резкое изменение стоимости произошло из-за того, что аналитики раскритиковали корпоративное управление компании и её прогнозы развития: неоправданный рост выручки и быстрый скачок расходов стали факторами для сомнений инвесторов в будущем бизнеса. Таким образом, компания WeWork столкнулась с затруднениями, и выход на IPO был отложен.[[29]](#footnote-29) Важно отметить, что одной из целей оценки ценности компании является использование результатов для эмиссии акций, и в таком случае основная ценность расчетов не достигается.

Корректная оценка стоимости бизнеса необходима при слияниях и поглощениях. Известный кейс компании Cendant явно отражает проблемы оценки ценности фирмы при неправильном предоставлении прибыли с целью мошенничества. Компания была образована в 1997 года при слиянии HFS и CUC International, при этом в 1998 было обнаружено, что доходы второй организации были намерено завышены для повышения цены. Преднамеренное искажение финансовых показателей при поглощении имеет эффект «ночного кошмара»,[[30]](#footnote-30) что, впоследствии, оказывает влияние на цену акций. До публичного сообщения о том, что прибыли были раздуты, акции компании котировались по 40 долларов, а в марте 1998 года цена снизилась до 15 долларов с последующим падением до 5 долларов. В данном примере была ошибочно оценена не только эффективность проведения слияния, но и его результативность.

Таким образом, рассмотренные кейсы демонстрируют последствия недостатков классических подходов: возможное манипулирование отчетностью и субъективность проведения оценки приводит к краху компаний и финансовым скандалам.

Расчеты дисконтированного денежного потока и чистой ценности проекта провоцируют оценщиков завышать доходы компании для того, чтобы достичь окупаемости инноваций. Происходит сознательное «мошенничество на ожиданиях»,[[31]](#footnote-31) так как в противном случае инновационные проекты при оценке доходным подходом считаются убыточными и бесперспективными. Новые проекты оцениваются с ожидаемой эффективность ниже, чем старые, что влияет на ставку дисконтирования, при этом искажая итоговую стоимость компании.

Следующим недостатком доходного подхода, можно выделить, существование нескольких норм доходностей, влияющих на достоверность результата. Оценщику достаточно проблематично определить реальный доход многих компаний, в силу разных методик бухгалтерского учета. Компании могут преднамеренно искажать имеющуюся информации в бухгалтерских отчетностях для различных целей.

Доходный подход основывается на информации и данных финансовых отчётов: при расчете будущих денежных потоков используется номинальная стоимость активов. Бухгалтерская отчетность не предназначена для инвесторов: у кредиторов и бухгалтеров, в отличии от акционеров, другие приоритеты, поэтому использование финансовой информации может привести к ошибочности расчетов ценности компании. Например, компании с высоким кредитным рейтингом, которые вовремя и стабильно оплачивают свои долги, оцениваются низко рынком. Стоимость компании может разниться с представлениями бухгалтеров или кредиторов: организация может исправно оплачивать проценты по долгам, однако это не показатель роста, а значит не имеет прямого влияния на цену акции. Более того, оценка эффективности возврата инвестиций, что определяет ценность новых компаний/проектов, основывается на преобразовании финансовых данных в величину NPV. Возникает проблема непонимания отличия понятия бухгалтерского учета и логики Net Present Value.[[32]](#footnote-32)

Важно отметить, что при оценке ценности методом DCF строится прогнозный период — в развитых странах длина прогноза около 5-10 лет.[[33]](#footnote-33) При прогнозировании на пятилетний период необходимо учитывать динамику поэтапного развития компании, соответствующую долгосрочным стратегическим целям. Построение будущих денежных потоков часто приводит к субъективным оценкам, полностью зависящих от определения факторов роста финансовых показателей.

Более того, прогнозирование будущего основывается на исторических данных и экспертных мнениях об изменении внутренних факторов. В методе DCF не учитываются поведение инвесторов и их ожидания, как итог отсутствует изменения ROI и отношения инвесторов к риску.[[34]](#footnote-34) Данный подход не отражает в оценке внешние факторы и не отвечает целям акционеров. Проведение расчетов методом дисконтирования денежных потоков является затруднительным, в силу необходимости построения прогноза. Будущие денежные потоки заведомо могут быть ошибочными и некорректными, так как результат компании во многом зависит от неучтенных внешних факторов и интересов акционеров.

Таким образом, классический доходный подход обладает следующими недостатками: недостоверность информации (возможная фальсификация отчетности и манипулирование ею), трудность проведения прогнозов в условиях непредсказуемой и нестабильной экономики, отсутствие учета поведения инвесторов и их ожиданий. Трудности данного подхода отражаются на результатах оценки ценности компании. Важно отметить, что возможные ошибочные аспекты доходного подхода невозможно проверить или проконтролировать, а применение некорректных результатов в управленческих решениях может приводить к финансовым и другим проблемам компании.

## 1.4. Современные методы оценки ценности компаний

В современном мире экономика и бизнес развиваются с быстрой скоростью — в настоящих условиях недостатки классических подходов влияют на корректность результата и увеличиваются риски, связанные с управлением компанией. Как следствие, развиваются новые способы оценки ценности компаний для нивелирования проблем использования классических подходов и упрощения процесса проведения оценки ценности бизнесов.

Современным инструментом для оценки ценности компаний можно выделить метод КОНОК — метод корпоративных оценок на основе клиента. Данный подход основывается на том, что генерируемые компанией денежные средства приходят от её потребителей.[[35]](#footnote-35) Главный принцип метода КОНОК заключается в том, что планирование выручки фирмы необходимо производить «снизу – вверх», то есть исходя из поведения клиентов к генерированию прибыли, а не от предложения или производственных мощностей компании.[[36]](#footnote-36) Общую структуру метода можно представить в виде двух составляющих: существующая финансовая корпоративная система оценки и включение поведения клиентов в расчеты.

Метод Конок позволяет оценить будущие доходы компании через анализ и прогноз действий потребителей, таким образом в стандартную модель оценки денежных потоков включается дополнительный элемент — обслуживание клиентов. В данном подходе в сочетании с традиционными финансовыми данными используются четыре подмодели. Прогноз денежных потоков происходит с учетом построения покупок от новых клиентов: их сумма, продолжительность и частота.

Учет обслуживания клиентов в модели доходов происходит за счет разложения поведения на пять процессов за время жизни клиента в фирме[[37]](#footnote-37): потенциальный клиент, привлеченный, действующий клиент, покупки и сумма трат. Прогнозирование поведения потребителей происходит за счет построения матричной модели по всем стадиям жизни клиента и дальнейшее использование данной информации в будущих денежных потоках компании.

В случае если компания предвидит поведение клиентов: сколько они будут тратить, какой будет отток потребителей и на какое время клиенты будут оставаться в фирме — у неё есть возможность эффективного корпоративного управления. Во-первых, корректное исследование поведения клиентов позволяет рентабельно проводить маркетинговые кампании и повышать лояльность к бренду фирмы. Более того, данный анализ предоставляет оценку недостатков и возможных проблем, связанных с оттоком потребителей, что позволяет вовремя отреагировать и предотвратить убытки. Во-вторых, использование информации о клиентах способствует более точной и корректной оценки стоимости компании, благодаря более обоснованному построению денежных потоков. В отличии от стандартных методов прогноза будущих доходов, в которых анализируются только исторические данные, при методе КОНОК учитываются все подмодели, связанные с обслуживанием клиентов.

КОНОК является косвенным методом построения денежных потоков компании, который используется в ограниченности предоставленных для оценки данных и позволяет рассчитать сложные модели FCF. Таким образом, прогнозные значения, основанные на данном подходе, учитывают ситуацию не только компании, но и контрагентов и на рынке в целом, в силу чего модель DCF рассчитывается более обоснованно и надежно, обеспечивая точность модели.

Следующим методом оценки стоимости современных компаний можно выделить использование модели Ольсона, который был впервые упомянут в 1961 году и в дальнейшем видоизменялся. Первоначально модель была разработана Эдвардсом и Беллом.[[38]](#footnote-38) Основным предположением авторы приняли отсутствие нераспределенной прибыли в компании, то есть очищенность счетов прибылей компании. Исходная формула стоимости выглядит следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

*где bt — балансовая стоимость компании или чистые активы,*

*xt — анормальный прибыль текущего года,*

*r — ставка дисконтирования,*

*g — ожидаемый темп роста.*

В данном методе применяются элементы затратного и доходного подходов,[[39]](#footnote-39) так как модель учитывает как показатели финансовой отчетности, так и динамику анормальных доходов. В 1995 году модель Эдвардса-Белла была усовершенствована Ольсоном[[40]](#footnote-40), который предполагал, что стоимость компании зависит не только от изменений балансовой цены и будущего денежного потока, но и от процесса «информационной динамики», то есть от условия получения компанией анормальных доходов.[[41]](#footnote-41) Стоимость компании в данной модели рассчитывается по формуле:

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

*где, a1 = ω / (1 + r – ω),*

*a2 = (1 + r) / (1 +r – ω)\*(1 + r – γ),*

*— параметр, характеризующий прогноз анормальных доходов,*

*bt — балансовая стоимость компании или чистые активы,*

*xt — анормальный прибыль текущего года,*

*r — ставка дисконтирования.*

Главная идея данного подхода заключается в том, что, когда конкурентные преимущества компании ухудшаются, анормальные доходы стремятся к нулевой величине, и денежные потоки становятся практически равными среднерыночной норме доходности.[[42]](#footnote-42) Предполагается, что на деятельность компании влияют неявные внешние факторы, которые отражаются в анормальных доходах, и, по итогу, изменяется стоимость бизнеса.

Эмпирические параметры *ω и γ* отражают стадию жизненного цикла компании и отрасли и позволяют учитывать специфику рассматриваемого бизнеса. Данные коэффициенты значимы в пределах от 0 до 1: если *ω* стремится к нулю, то анормальных доходов нет и будущие потоки равны нулю, и наоборот, при ω равному 1 анормальные доходы присутствуют.[[43]](#footnote-43) Также в данной модели учитывается рыночная стоимость активов и обязательств, это отражается в показатели bt. Данный показатель основан на особенностях расчета затратного подхода. Таким образом, модель Ольсона позволяет нивелировать риски ошибочности прогнозов, так как базой стоимости компании являются её чистые активы. При оценке ценности бизнеса данным методом происходит разделение реальных и нематериальных активов как частей рыночной стоимости компании, поэтому модель даёт более точные результаты.

Исследования, тестирующие модель Ольсона, также подтверждают её значимость и состоятельность для применения в оценки ценности компаний как в развитых, так и в развивающихся странах.[[44]](#footnote-44) Более того, по сравнению с классическим методом дисконтирования денежных потоков, модель Ольсона основывается на информации о стоимости активов на момент проведения оценки, а в DCF стоимость активов преобразуется во вклад в будущий поток денежных средств.[[45]](#footnote-45)

Оценка ценности на основе достигнутой стоимости является еще одним современным методом. Данный способ основан на принципе стационарности — предполагается, что значения результатов компании в отчетном периоде останутся неизменными в дальнейшем, то есть не ухудшатся и не улучшатся. Ценность бизнеса данным методом рассчитывается на основе предыдущих результатов, которые компания получила в рассматриваемом годовом периоде. Данный метод строится на том, что вложенные инвестиции в будущем останутся неизменными, все активы амортизируются и в будущем будут восстановлены — все показатели сохраняются неизменными.

Учитывая необходимое условие стационарности бухгалтерских показателей и достигнутых результатов компании, формулу (3)[[46]](#footnote-46) стоимости компании в данном методе можно представить следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

*Где EVe – стоимость компании на конец отчетного периода,*

*ROAA – достигнутая эффективность инвестиций,*

*PACT – объем активов,*

*r – рассчитанный WACC,*

*q = 1/(1+r)T*

*τ – средневзвешенное время существования активов.*

Оценка ценности бизнеса методом достигнутой стоимости определяет истинную стоимость компании на конкретный момент времени, то есть то, чего компания смогла достичь за год. Достигнутую стоимость определяют как фактическую при соблюдении условия стационарности. Ценность компании в данном методе определяется как некий рубеж, достигнутый организацией в отчетном периоде.[[47]](#footnote-47)

Достигнутая стоимость не учитывает перспективы будущего и возможные изменения компании и её рост. Прогнозные значения являются субъективными, а, значит, некорректными для использования в управлении компанией и определении стоимости. Для эффективного управления бизнесом необходимо учитывать текущее состояние компании, которое в полной мере определяет подход достигнутой стоимости. Оценка ценности компании данным подходом полностью нивелирует проблемы субъективности и некорректности прогнозных значений, которые возникают в методе DCF.

Определение ценности бизнеса по достигнутой стоимости отражает результат работы менеджеров, на основе чего можно управлять компанией. По данному значению понятно, насколько успешно управлялся бизнес: чем выше величина достигнутой стоимости, тем лучше работала компания в рассматриваемом периоде. Кроме того, для того чтобы понимать ситуацию на рынке и иметь возможность корректно и оперативно управлять компанией, необходимо анализировать текущий момент времени — достигнутая стоимость выявляет действительное положение компании на рынке в настоящее время.

При расчете стоимости данным способом не учитываются в явном виде перспективы развития компании. Однако идея данного метода заключается в том, что оценка ценности компании должна быть периодической и постоянно пересчитываться. Таким образом, все изменения на рынке, развитие и рост компании будут отражаться в новых результатах оценки. Более того, новый расчет ценности будет показывать результат деятельности менеджеров и успешность компании. Таким образом, подход достигнутой стоимости учитывает изменения бизнеса, её развитие и позволяет корректно и оперативно управлять компанией.

Также, рассматриваемый подход учитывает основную цель бизнеса — получение прибыли. Тем самым рассчитанная ценность компании по достигнутой стоимости полностью отвечает запросам инвесторов и собственников. Достигнутая стоимость выражает все закономерности компании и отражает результаты деятельности менеджеров.[[48]](#footnote-48)

## Выводы по главе 1

Оценка ценности компаний становится всё более актуальной и востребованной в компаниях, в силу проявление положительных результатов применения концепции Value-based management. В данной главе рассмотрены существующие методы оценки ценности бизнеса: классические и современные — их особенности и недостатки.

Метод дисконтирования денежных потоков, относящийся к стандартному доходному подходу, является самым распространенным для оценки ценности бизнеса. Несмотря на трудоемкость и возникающие проблемы, по данным экспертов компании McKinsey, данный метод остается наиболее надежным даже для оценки инновационных стартапов. Метод DCF считается основным способом расчета ценности и применяется в большинстве крупных российских и зарубежных организаций.

Оценка на основе достигнутой стоимости является современным математическим подходом, который позволяет нивелировать главные недостатки классических подходов: субъективность, необходимость корректировки данных, отсутствие некорректного учета перспектив бизнеса и сложность расчетов. Достигнутая стоимость отражает эффективность деятельности компании в виде достижения основной цели — максимизации ценности.

Метод достигнутой стоимости представляется интересным для исследования в сравнении с наиболее распространенным методом — дисконтирования денежных потоков. Таким образом, в данной работе проводится анализ методов дисконтирования денежных потоков и достигнутой стоимости, сравнение оценок данными подходами на примере российских компаний.

# Глава 2. АЛГОРИТМ ОЦЕНКИ ЦЕННОСТИ БИЗНЕСА МЕТОДАМИ DCF И ДОСТИГНУТОЙ СТОИМОСТИ

## 2.1. Методика расчета ценности компании дисконтированием денежных потоков

Метод дисконтирования денежных потоков является наиболее часто встречающимся в оценке ценности компании. Раньше применение данного подхода считалось корректным для организаций, в которых большая доля активов генерирует денежный поток.

Оценка на основе дисконтирования денежных потоков является наиболее точной для компаний при следующих условиях[[49]](#footnote-49). Во-первых, если компания находится в периоде значительного роста. Под этим ограничением понимается, что рассматриваемый бизнес должен функционировать еще достаточно долгое время, и особенно важно, что в будущем её генерируемая прибыль будет увеличиваться. Во-вторых, если денежные потоки являются цикличными или сезонными, то есть все изменения происходят в краткосрочные периоды. Метод не применим для компаний, которые терпят убытки. В-третьих, если у компании заранее известна продолжительность работы на рынке, например, сферы с краткосрочным лицензированием или временная деятельность, связанная с добычей природных ископаемых.[[50]](#footnote-50) В таком случае период прогноза будет обоснованным и приближенным к реальным значениям.

Данный метод рассчитывает стоимость как суммарные выгоды от бизнеса, приведенные к текущему моменту по ставке дисконтирования. В оценке ценности бизнеса по методу DCF важно, что текущая стоимость складывается из двух периодов: прогнозного и постпрогнозного. В DCF денежный поток изменяется с течением времени прогнозного периода, а далее становится стабильным. При использовании метода DCF важно корректно определить конечный год, когда коэффициент роста выручки выровняется, и по которому будет рассчитан постпрогнозный период.

Несмотря на корректность применения DCF при рассмотренных условиях, метод считается одним из самых сложных и трудоемких в силу того, что для оценки данным способом требуется финансовая подготовленность. Данный подход проводится в несколько этапов.

Во-первых, необходимо выбрать модель денежного потока и длительность прогнозируемого периода.[[51]](#footnote-51) Выбор вида денежного потока влияет на способ его вычисления и на расчет ставки дисконтирования. Существует денежный поток для инвестированного капитала (FCF) или для собственного капитала (FCFE), так называемый бездолговой денежный поток (FCFE). В дальнейшем при дисконтировании FCFE результатом является рыночная стоимость собственного капитала, а в случае дисконтирования всего капитала — ценность всей компании. Главное отличие заключается в том, что при расчете FCFE вычитаются долговые обязательства. Таким образом, денежный поток для собственного капитала не учитывает изменения в кредиторской задолженности, поэтому он используется для определения эффективности инвестиций. В то время как денежный поток для инвестируемого капитала отражает условия финансирования не только за счет собственных средств, но и заемных.

Во-вторых, важным является проведение финансового анализа, прогнозирование доходов и расходов.[[52]](#footnote-52) На данном этапе необходимо оценить будущие валовые показатели и после провести расчет прибыли до налогообложения и выплаты процентов. Сначала прогнозируется выручка компании по выбранному оценщиком темпом роста: либо рассчитанному по коэффициентам роста, либо по экспертным данным. Темп роста организации может быть определен через показатели внутреннего (4) или устойчивого (5) роста:

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

*где ROA — чистая рентабельность активов,*

*RR — коэффициент реинвестирования прибыли.*

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

*где ROA — чистая рентабельность собственного капитала.*

Однако развитие организации часто определяется через темп роста отрасли с учетом инфляции. Данный способ применим для компаний-лидеров на рынке с перспективами развития. После определения выручки через доли от неё рассчитываются другие статьи отчетностей, которые напрямую связаны с доходами — таким способом вычисляются себестоимость и другие переменные затраты. Внеоборотные активы рассчитываются через их оборачиваемость в последний отчетный период. Остальные значения зависят от конкретных условий компании: либо делается предположение о неизменности величин статей, либо происходит перерасчет по данным организации.

Выбранный способ расчета темпов роста компании, прогноз статей отчетности являются субъективными значениями, зависящими от мнения оценщика и его опыта. На данном этапе вычисляется чистая прибыль компании, которая является базовой величиной в вычислении свободного денежного потока.[[53]](#footnote-53) Её значение рассчитывается путем сведения всех полученных статей в прогнозируемом отчете о прибылях и убытках.

Далее при необходимости проводится оценка инвестиционных проектов: объем требуемых вложений, прирост собственного капитала. Данный этап важен для обеспечения планируемого развития/расширения предприятия и корректного учета изменений в стоимости компании. Также при реализации инвестиционных проектов важно определение способа привлечения денежных средств — за счет собственного или заемного капитала будет спонсироваться рост компании? Выбранный способ инвестирования необходимо отразить в отчетах баланса и о движении денежных средств для корректного прогнозирования и учета финансовых рисков.

После построения отчетностей в прогнозном и постпрогнозном периодах проводится расчет денежного потока для каждого года в рассматриваемых отрезках. Существует несколько основных методов расчета FCF. Первый способ — свободный денежный поток рассчитывается через первичные данные прогнозируемого отчета о движении денежных средств. Общая формула в данном случае для вычисления FCF:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где OCF — чистые денежные потоки от операционной деятельности,*

*ICF — чистые денежные потоки от инвестиционной деятельности.*

Вторым способом является более подробный расчет свободного денежного потока, который отражает причины изменения. Данный способ можно раскрыть через следующую формулу:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где EBITDA — прибыль до процентов, налогообложения и амортизации,*

*taxes — уплаченный налог на прибыль,*

*CAPEX — капитальные затраты (инвестиции),*

*NWC (Net Working Capital) — изменения в оборотном капитале.*

При проведении оценки ценности компании по свободному денежному потоку для собственного капитала, FCFE исчисляется следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где debt — (долг погашенный – долг выпущенный).*

Выбор метода расчета свободного денежного потока не влияет на правильность результатов оценки ценности компании. FCF может быть вычислен любым методом, соответствующим выбранной цели оценки.

В-третьих, важным этапом является выбор правильной и корректной ставки дисконтирования. Существуют различные способы для расчета ставки — в следующем параграфе подробно разобраны основные методы вычисления и факторы, влияющие на выбор той или иной модели. Важно отметить, что ставка дисконтирования должна полностью соответствовать выбранной модели денежного потока.[[54]](#footnote-54)

Заключительным этапом является вычисление дисконтированной стоимости будущих денежных потоков в прогнозном периоде и стоимости предприятия в постпрогнозном. Сумма двух значений является ценностью всей компании. Общую формулу данного метода (9) можно представить следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где V – текущая стоимость компании,*

*CF – денежный поток компании,*

*Y – ставка дисконтирования,*

*Vterm – ценность компании в постпрогнозный период,*

*n – продолжительность прогнозного периода оценки,*

*i – порядковый номер периода оценки.*

Полученное значение является результатом оценки ценности компании по методу дисконтирования денежных потоков.

## 2.2. Модели для расчета ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования является процентной ставкой, которая корректирует прогнозируемые денежные потоки на величину риска: повышение неопределенности ведет к увеличению ставки. Однако данный показатель должен рассматриваться с точки зрения не менеджеров, а инвесторов, и акцентироваться на ожиданиях рынка о будущих перспективах компании. При завышении ставки дисконта стоимость компании будет недооценена, и, наоборот, при снижении показателя ценность бизнеса будет чрезмерно высокой и может служить риском принятия неэффективных управленческих решений.[[55]](#footnote-55) Корректно выбранный показатель позволяет более точно оценить стоимость компании, что особенно важно в модели DCF, так как в данном способе риск учитывается через ставку дисконтирования.

Величина ставки зависят от многих факторов: от структуры компании, инновационности проекта, экономических, географических и других рисков. Данные условия можно разделить на две группы: внутренние, зависящие от хода развития компании, и внешние, не связанные с реализацией проектов.[[56]](#footnote-56) Приведенные факторы и в том числе цели проведения оценки и специфики компании влияют на выбор подходящей ставки дисконтирования. Для расчета ставки дисконтирования применяются следующие модели: CAPM, WACC, метод кумулятивного построения и рыночной экстракции.

Метод CAPM предполагает анализ информации с фондового рынка, так как имеет самое сильное влияние внешних, рыночных факторов. Расчеты по данной модели основываются на двух рисках: специфическом и рыночным. Формула расчета ставки дисконтирования по модели CAPM можно представить следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где R — ставка дисконтирования,*

*Rf — безрисковая ставка доходности,*

*Rm — доходность рынка,*

*β — бетта-коэффициент.*

В данном расчете бетта-коэффициент отражает волатильность инвестиционного инструмента, поэтому требуется достаточная активность компании на рынке и статистика в течение 5 лет. Данный показатель можно оценить через модель восходящего бетта, то есть через компании-аналоги, или на основе регрессионного анализа доходности. Величина безрисковой ставки характеризуется государственными облигациями за 5 (10) лет.

Можно выделить следующие примеры целей оценки, при которых применение метода CAPM будет обоснованным и подходящим: выпуск акций, проверка котировок ценных бумаг, обоснование проведенных сделок купли-продаже на рынке.[[57]](#footnote-57) Данные цели непосредственно являются подтверждением активной деятельности компании на фондовом рынке. Метод CAPM также используется для определения стоимости собственного капитала компании.

Однако в силу условия рыночных факторов возникает ограничение на применение методики только открытыми акционерными обществами, которые ведут активную деятельность на рынке, так как при расчете необходимо большое количество статистических данных. При несоблюдении данных ограничений результат дисконтирования будет искажен.

Для расчета ставки дисконтирования используется метод средневзвешенной цены капитала (WACC), который строится на соотношении собственного (акционерного) и заемного капитала. Данная модель считается одной из самых универсальных и часто применяется в оценки ценности компании. Однако важно отметить, что модель WACC, как и CAPM, обладает ограничением на применение только для открытых акционерных компаний.[[58]](#footnote-58) В отличии от первой рассмотренной модели, средневзвешенная цена капитала учитывает влияние налоговых выплат и корректирует заемные средства на «налоговой щит», что отражается в формуле:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где Wd и We — доли заемного и собственного капитала, соответственно,*

*Rd и Re — стоимость заемного и собственного капитала, соответственного,*

*T — ставка налога на прибыль.*

При расчете данным методом важным условием является использование привычных, «обычных» источников финансирования для нового проекта компании. В случае если реализация инвестиционного проекта требует привлечения нового источника финансирования, необходимо пересчитать ставку дисконтирования, так как изменяется структура капитала компании. Частой практикой в использовании метода WACC является ежегодное изменение ставки дисконтирования для дальнейшей корректной оценки.

Примерами применения модели WACC могут быть случаи, когда необходимо разработать инвестиционный план компании, провести проверку эффективности вложений или при определении цены покупки с целью инвестиционной политики. Также WACC считается наиболее подходящим для оценки будущих прогнозных денежных потоков.[[59]](#footnote-59)

Метод кумулятивного построения основан на оценке риска недополучения прогнозируемых доходов. В данном способе ставка дисконтирования определяется как сумма безрисковой ставки дохода, инфляции и надбавок в виде премии за риск упущенных прибылей. В отличии от модели CAPM, к безрисковой ставке прибавляются лишь те риски, которые напрямую связаны с рассматриваемым инвестиционным проектом или компании. В общем виде данную модель можно представить следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где Re — доли заемного и собственного капитала, соответственно,*

*rp — премия за риск компании,*

*I — темп инфляции.*

В данной формуле в премию компании входит риск, связанный с размером предприятия, риск качества управления, диверсификации клиентуры, финансовой структуры и прочие риски.

Модель кумулятивного построения не обладает ограничением моделей CAPM и WACC и подходит для оценки закрытых компаний при условии, что на рынке есть открытые акционерные аналоги, по которым можно оценить премию за риск. Однако недостатком данной модели можно выделить высокую степень субъективности при расчете премии за риск; при этом для повышения обоснованности необходимо большое количество статистической информации о компании или аналогах, что в некоторых случаях является затруднительным.

Примерами выбора метода кумулятивного построения для расчета стоимости компании могут быть ситуации, в которых целью оценки является разработка планов компании, проверка эффективности менеджмента или подготовка к государственной приватизации.

Менее распространенным методом является рыночная экстракция, которая относится к моделям мультипликаторов и отражает отраслевые риски компании. В данном способе происходит расчет определенного вида прибыли на одну акцию. При этом сохраняется ограничение на активную деятельность компании на фондовом рынке, так как требуется достаточно информации не только по самой рассматриваемой компании, но и по аналогам. Можно выделить следующие примеры целей, при которых данный способ будет наиболее подходящим для расчета ставки дисконтирования: обоснование цен приобретения компаний или долей в другом бизнесе, проверка обоснованности котировок на фондовом рынке.

Таким образом, метод WACC чаще всего применяется для оценки инвестированного капитала при соблюдении условий организационно-правовой формы компании. Данный метод хорошо подходит для учета особенностей финансирования новых инвестиционных проектов. Метод CAPM применим в достаточно ограниченном количестве ситуаций, так как требуется наличие рассмотренных факторов (открытость информации, эффективность рынка капитала и так далее), достижение и соблюдение которых в российских условиях является затруднительным. Метод кумулятивного построения применяется для оценки малых и закрытых компаний или в случае нехватки информации об аналогах.

## 2.3. Методика расчета ценности компании на основе достигнутой стоимости

Оценка компании на основе достигнутой стоимости представляет собой расчет стоимости свободных денежных потоков и инвестиций, которые обеспечивают постоянный уровень производственных активов. Данный метод подробно изложен в работе В.Т.Битюцких.[[60]](#footnote-60) Оценку ценности компании методом достигнутой стоимости можно разделить на несколько этапов.[[61]](#footnote-61) Первым шагом требуется провести расчеты некоторых показателей, на которых в дальнейшем строится оценка стоимости компании. К данным показателям относится расчет величины операционного рабочего капитала, используемой компанией в своей текущей и основной деятельности. Также необходимо вычислить объем свободных денежных потоков доступных для акционеров компании и ее кредиторов. Важно отметить, что данная величина представляется до вычета инвестиций.

Далее требуется определить объем производственных активов компании по балансовой и первоначальной стоимости (PAC). Данный показатель отражает средние за период активы, которые по предположению являются постоянными в будущем. Более того, производимые инвестиции должны быть направлены на поддержание постоянного объема PAC.

 Вторым этапом, можно выделить, вычисления показателей рентабельности активов ROAA и нормализованной операционной прибыли NOPLAT;

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где NOPLAT — нормализованная операционная прибыль,*

*EBIT — операционная прибыль,*

*Taxes — эффективная ставка налога на прибыль.*

В данном подходе вместо классических показателей: EBITDA, NI — применяется NOPLAT, что показывает доступный объем прибыли для использования в компании. Данный показатель отражает долю операционной прибыли, которая поступает инвесторам. На основе нормализованной прибыли рассчитывается рентабельность активов:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где ROAA — эффективность инвестиций,*

*D— амортизация,*

*PAC — среднее значение производственных активов.*

ROAA можно описать как величину свободного денежного потока, которая аккумулируется производственными активами за отчетный период. Данный показатель учитывает в себе практически все факторы бизнеса, поэтому является устойчивым: для стабильных компаний, можно сказать, ROAA не изменяется. Однако и для развивающихся бизнесов показатель является устойчивым в силу того, что изменение факторов, учитывающихся в ROAA, отрицательно коррелируют друг с другом. К примеру, если компания увеличивает количество продукции, то из-за эффекта масштаба снижаются операционные затраты, и, как следствие, компания уменьшает цены на товар.[[62]](#footnote-62)

В методе достигнутой стоимости свободный денежный поток представляется как произведение эффективности инвестиций и производственных активов. Формула свободного денежного потока выглядит следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
| *,* |  |

*где ROAA — эффективность инвестиций в конце рассматриваемого периода,*

*PAC —значение производственных активов, созданных компанией к концу периода.*

Третьи этап — проведение расчетов приведенной стоимости свободных денежных потоков компании и величины инвестиций, обеспечивающих постоянство производственных активов компании, за отчетный период. Разница данных двух величин представляет собой стоимость компании, оцененную методом достигнутой стоимости. Общая формула (3) вычисления представлена ранее в работе. В данной формуле используется средневзвешенная цена капитала (WACC) для дисконтирования свободного денежного потока в виде произведения возврата инвестиций и среднего значения производственных активов. Использование ставки дисконтирования является сходством с методом DCF, однако в данном случае WACC применяется не для прогнозных данных, а для приведения существующих реальных значений.

В методе достигнутой стоимости ценность бизнеса представляется как разница приведенной стоимости свободных денежных потоков и приведенной стоимости периодических инвестиций для обеспечения постоянного уровня производственных активов. В данном определении необходимо предположение о том, что все активы остаются неизменными в будущем: износ, амортизация активов нивелируется за счет постоянного уровня инвестиций. На практике в компаниях некоторые активы не подлежат амортизации, ярким примером является гудвилл, данный показатель учитывается в производственных активах, но не подвержен амортизации. В некоторых случаях же амортизируемые активы не восстанавливаются, что значит отсутствие инвестиций в данные статьи, например, нематериальные активы, возникшие при покупке другой компании по цене выше балансовой стоимости чистых активов. Вследствие того, что не все активы подвержены амортизации и восстановлению в будущем, формула (3) ценности компании видоизменяется. Формула стоимости принимает следующий вид:

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

*где EVe – стоимость компании на конец отчетного периода,*

*ROAA – достигнутая эффективность инвестиций,*

*PACT – объем производственных активов,*

*PACT\*– объем производственных активов, подверженных амортизации,*

*r – рассчитанный WACC,*

*q = 1/(1+r)T*

*τ – средневзвешенное время существования активов.*

Условие амортизации части производственных активов изменяет расчет *τ*, применяющейся в общей формуле (16). Расчет средневзвешенного существования активов проводится по формуле:

|  |  |
| --- | --- |
|  |  |

*где Ta = PAC\*/D\*,*

*Dcum — накопленная амортизация активов к концу отчетного периода.*

Применение формулы (16) нивелирует предположение о амортизации и восстановления всех активов компании, учитывая разницу между оборотными активами. Формулы (3) и (16) могут быть использованы в равной степени, выбор определенной модели зависит от финансово-хозяйственной деятельности компании и структуры активов.

Метод достигнутой стоимости можно использовать для оценки не только годовых результатов компании — оценка ценности может быть оперативной и проводиться по необходимости, так как стоимость рассчитывается по бухгалтерской информации за последние 12 месяцев. Данный способ расчета фактических значений по текущим показателям, а не на основе годовых результатов, называется LTM (Last Twelve Months),[[63]](#footnote-63) что позволяет вычислять стоимость для условного года. Таким образом, метод достигнутой стоимости предоставляет возможность пересчета стоимости организации в любой момент времени и управления компанией на обновленных данных.

Рассчитанная стоимость бизнеса для условного года выявляет новые тенденции и изменения положения компании на рынке, при этом не учитывая сезонные (случайные) колебания в некоторых кварталах, так как информация аккумулируется за годовой период. Сравнивая с методом дисконтирования денежных потоков, в котором используется годовые данные и строится прогноз, способ достигнутой стоимости позволяет оперативно управлять бизнесом на основе своевременной информации.

Возможность быстрого обновления значения ценности компании, благодаря оперативному пересчету по методу достигнутой стоимости, позволяет проанализировать потенциал развития компании. Оценщик может провести сравнение полученной стоимости компании на одну акцию с текущей рыночной ценой и прийти к выводу о привлекательности компании.[[64]](#footnote-64) Также своевременный пересчет стоимости организации отражает перспективы развития — управление процессами и деятельностью, происходящих в фирме в настоящее время, позволяет оценить результаты, которые компания сможет достичь в будущем.

Оценка ценности компании по методу достигнутой стоимости позволяет выявить влияние ключевых производственных и финансовых показателей на рыночную стоимость. Данный метод является математически корректным и подходящим целям компании в достижении прибыли: чем выше рассчитанная стоимость, тем лучше было управление в текущем году и тем лучше перспективы организации в будущем.[[65]](#footnote-65)

## 2.4. Сравнение методов дисконтирования денежных потоков и достигнутой стоимости

Методы достигнутой стоимости и дисконтирования денежных потоков обладают существенными отличительными чертами, что демонстрируется как в теоретических предпосылках подходов, так и в способах проведения расчетов оценки компании.

Анализируя теоретическую базу подходов, стоит отметить, что метод достигнутой стоимости не предполагает построения прогнозной отчетности. В отличии от метода дисконтирования денежных потоков, расчеты строятся только на реальных показателях компании за последний период времени, равному 12 месяцев. В классическом методе DCF необходимо построение прогнозного периода в 5-10 лет в зависимости от компании, сферы деятельности и других факторов. Рассмотренное отличие позволяет в методе достигнутой стоимости нивелировать проблемы, связанные с прогнозными данными: субъективность и ошибочность.

Данное отличие основано на различных предположениях: в методе достигнутой стоимости применяется принцип стационарности бизнеса. Расчеты оценки компании современным методом производятся в соответствии с данным принципом: достигнутое значения ROAA и производственных активов (PAC) сохраняются неизменными в будущем, то есть компания ежегодно производит стабильный уровень свободных денежных потоков. В классическом методе DCF, наоборот, происходит учет будущих изменений и перспектив компании — прогноз свободного денежного потока построен на анализе финансовой отчетности и предполагаемом темпе роста/изменений в компании. Метод достигнутой стоимости позволяет рассчитать действительную стоимость компании на сегодняшний день без субъективного представления оценщика.

В отличии от DCF, метод достигнутой стоимости не требует построения прогнозных значений показателей деятельности компании, и предположений о будущем фирмы. Данный метод основан на доступной официальной информации об организации, что полностью нивелирует субъективность расчетов по DCF и трудности в построении прогнозов. Таким образом, любой инвестор, вне зависимости от доступа к информации компании, может провести независимую оценку стоимости организации, что демонстрирует привлекательность метода достигнутой стоимости как инструмента управления стоимостью компании, в особенности для корпоративного управления бизнесом.

Метод достигнутой стоимости позволяет оценивать компании за последние 12 месяцев, не привязываясь к отчетному годовому периоду, в сравнении с методом DCF, в котором расчеты производятся на основе отчетных периодов. В методе достигнутой стоимости можно рекомендовать проводить оценку на основе квартального периода с применением концепции LTM (Last Twelve Months). Возможность оценки бизнеса в любой промежуток времени позволяет более оперативно обновлять ценность, тем самым управлять стоимостью компании корректнее.

При оценке достигнутой стоимости можно проводить декомпозицию результатов и сравнивать эффективность отдельных сегментов/отделов бизнеса. Для этой цели отчет о прибылях и убытках, производственные активы разделяются по подразделениям и вычисляется достигнутая стоимость для каждого из них, в то время как сегментирование в методе DCF не является корректным. Для целей оценки конкретных проектов в методе дисконтирования денежных потоков производят сравнение значений стоимости компании отдельно и в совокупности с рассматриваемом проектом, что увеличивает затратность метода. Метод достигнутой стоимости является менее трудоемким и позволяет оперативнее и легче проводить расчеты ценности компании.

Метод достигнутой стоимости позволяет проводить оценку ценности закрытых компаний, которые не ведут активной деятельности на фондовом рынке или имеют низкую ликвидность акций. В отличии от классических методов, в данном подходе при вычислениях ценности не используются рыночные показатели, такие как текущая цена или рыночная капитализация, так как для расчета ценности компании требуется только отчетность предприятия. В отличии от метода дисконтирования денежных потоков, в данном подходе вместо классических показателей: EBITDA, NI — применяется NOPLAT, ROAA, что показывает доступный объем прибыли для использования в компании на данный момент времени. Различия в показателях демонстрируют преимущество метода достигнутой стоимости, так как финансовые махинации с производственными активами, нормализованной прибылью сложнее, чем изменение в дисконтированном денежном потоке.

Расчеты оценки двумя методами значительно отличаются: метод достигнутой стоимости представляет ценность компании как приведенную стоимость свободных денежных потоков минус приведенная стоимость периодических инвестиций. В силу того, что в данном методе предполагается стационарность и неизменность активов, но они подвержены амортизации/износу, необходимо периодическое восстановление. Условие сохранения активов в постоянном объеме объясняет необходимость периодических инвестиции. В классическом методе дисконтирования денежных потоков ценность компании равна дисконтированной стоимости будущих денежных потоков в прогнозном периоде и стоимости предприятия в постпрогнозном.

Формулы стоимости компании методами достигнутой стоимости и DCF отличаются также способами расчета свободных денежных потоков. В достигнутой стоимости FCF равен произведению эффективности инвестиций и производственных активов в рассматриваемом периоде, а в дисконтировании денежных потоков FCF равен операционному потоку минус инвестиционному. Различие в способах расчета является значительном фактором, разграничивая классический и современный методы.

Метод достигнутой стоимости является менее трудозатратным, так как в расчетах нет сложности представления отчетностей в будущем, формулы представления ценности компаний проще, чем при дисконтировании денежных потоков.

## Выводы по главе 2

Таким образом, методы дисконтирования денежных потоков и достигнутой стоимости обладают рядом существенных особенностей: отличия в прогнозировании данных, разные базовые величины для расчета, уровень трудоемкости и возможность оперативного пересчета оценки ценности компании. Расчеты методом достигнутой стоимости полностью отличаются от классического способа DCF. В связи с этим, анализ данных двух методов представляется интересным с точки зрения сравнения результатов для компаний.

Для выявления возможных различий в расчетах, их влияние на результат оценки, целесообразным является рассмотрение разных компаний на российском рынке и расчет их ценности методами дисконтирования денежных потоков и достигнутой стоимости.

# Глава 3. ОЦЕНКА ЦЕННОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ МЕТОДАМИ DCF И ДОСТИГНУТОЙ СТОИМОСТИ

## 3.1. Характеристика выборки компаний и гипотезы исследования

Для проверки метода достигнутой стоимости, его релевантности для оценки ценности компаний были выбраны компании как со стабильным, низким темпом роста, которые находятся на стадии зрелости жизненного цикла, так и с высоким темпом роста выручки.

Определение зрелости компании производилось по нескольким критериям. Важным критерием является наличие положительного свободного денежного потока при условии, что операционный денежный поток положительный, а инвестиционный и финансовый — отрицательный. В. Дикинсон в 2007 году рассмотрела жизненный цикл компании и выделила пять стадий ЖЦ, которые можно определить по знакам трех потоков денежных средств.[[66]](#footnote-66) В таблице ниже приведена зависимость стадии жизненного цикла от знака денежного потока по модели В. Дикинсон.

1. Соотношение стадии жизненного цикла организации и знаков денежных потоков от разных видов деятельность

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Денежный поток** | **Стадии жизненного цикла** | | | | | | | |
| Зарождение | Рост | Зрелость | Турбулентность | Турбулентность | турбулентность | Спад | Спад |
| Операционный денежный поток (OCF) | - | + | + | - | + | + | - | - |
| Инвестиционный денежный поток (ICF) | - | - | - | - | + | + | + | + |
| Финансовый денежный поток  (FCF) | + | + | - | - | + | - | + | - |

*Источник: [составлено автором по V. Dickinson Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle, 2007]*

Из приведенной таблицы видно, что на стадии жизненного цикла зрелости OCF>0, ICF <0, FCF <0, что служит одним из критериев для выбора стабильных компаний в данной работе.

Важным критерием для выбора компании по стадии зрелости жизненного цикла является низкая долговая нагрузка компаний. Для анализа долговой нагрузки был выбран показатель чистый долг/EBITDA.[[67]](#footnote-67) Нормативным значением данного коэффициента является величина не более 3. Данный критерий выделен в работах В. Дикинсон, И.В. Ивашковской[[68]](#footnote-68). Важным так же был показатель выплаты дивидендов на одну акцию, его среднее значение.

Для определения стабильных компаний учитывался темп роста выручки, его низкое значение в будущем. Данное условие удовлетворяет предположению о стационарности в методе достигнутой стоимости.

С учетом данных критериев отбора были выбраны 5 компаний из разных отраслей: ПАО «НКХП», ПАО «Новатэк», АК «АЛРОСА», ПАО «АКРОН» и HeadHunter group PLC. Все компании, кроме HeadHunter, удовлетворяют критериям стабильных компаний на стадии зрелости жизненного цикла. HeadHunter обладает существенным темпом роста выручки (20-25% ежегодно с 2016 года), компания и отрасль находится на стадии роста. Выбор данной компании обусловлен сравнением результатов оценки двумя методами для стабильных и быстрорастущих бизнесов, а также демонстрацией разницы в ценности по методу DCF и достигнутой стоимости для организаций с высоким темпом роста.

В рамках данного исследования будут рассмотрены следующие гипотезы:

1. Оценка ценности компании методом достигнутой стоимости соответствует значению оценки стоимости методом дисконтирования денежных потоков для компаний с низким темпом роста;
2. Оценка ценности компании методом достигнутой стоимости соответствует значению оценки стоимости методом дисконтирования денежных потоков для компаний с высоким темпом роста.

В данном исследовании будет рассмотрена применимость метода достигнутой стоимости на практике, так как близкое значение результатов с методом DCF демонстрирует возможность использования альтернативного, менее трудозатратного метода. Соответствие результатов с методом DCF является важным, так как данный метод является одним из самых распространенных в мире.

Для того, чтобы исключить влияние кризиса 2020, вызванного пандемией коронавирусной инфекцией, оценка ценности компаний проводится на конец 2019 отчетного года.

## 3.2. Анализ финансово-экономической деятельности выбранных компаний

Анализ финансово-экономической деятельности компаний построен на бухгалтерских отчетностях по стандарту МСФО за 2016-2019 года. Для проведения оценки ценности компании предварительно необходимо провести анализ финансовой деятельности рассматриваемой компании. В данном разделе приведены расчеты оборачиваемости дебиторской, кредиторской задолженностей и запасов, коэффициенты ликвидности и изменение собственного капитала компаний. Проанализирован рост выручки за последние 4 года.

### 3.2.1. Анализ финансово-экономической деятельности ПАО «НКХП»

ПАО «НКХП», Новороссийский комбинат хлебопродуктов, является одним из крупнейших зерновых терминалов в России. Терминал компании расположен на берегу Черного моря в Краснодарском крае, что позволяет осуществлять деятельность круглогодично, в силу месторасположения в акватории незамерзающего порта.[[69]](#footnote-69)

Основными видами деятельности является переработка, хранение и перевалка зерновых культур, в том числе осуществление перевалки на экспорт водным транспортом. Экспортными регионами поставки готовой продукции являются страны Ближнего Востока, Юго-Восточной Азии и Дальнего Востока. Компания НКХП является лидером на рынке с максимальным объемом поставки зерновых культур.

В 2018 году выручка компании НКХП увеличилась в два раза, по сравнению с 2017 годом, что обусловлено оказанием нового вида услуг — транспортно-экспедиционного обслуживания грузов при осуществлении перевалки.[[70]](#footnote-70) В таблице 4 видно, что в 2018 году выручка составила 13 млрд рублей, а в 2019 году значение увеличилось на 1 млрд рублей, в процентном соотношении темп роста составил 7%. В будущем ожидается замедление темпа роста и не превышение его значение 10%, согласно данным компании и экспертного анализа отрасли.[[71]](#footnote-71)

1. Изменение выручки компании НКХП в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Год** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **Выручка, тыс.руб.** | 4 724 536 | 6 347 614 | 13 596 860 | 14 562 237 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании НКХП]

Оборачиваемость запасов и кредиторской задолженности стабильно на уровне 6 и 7, соответственно. Оборачиваемость дебиторской задолженности за 2018-2019 года снизилась — причиной является рост данного показателя. В 2016 году дебиторская задолженность составляла 111 994 тыс. рублей, а в 2019 году значение превысило 420 000 тыс. рублей, темп роста составил практически 300%, что отражается в оборачиваемости данного показателя. Средние значения оборачиваемости представлены в таблице ниже.

1. Оборачиваемость в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **Среднее** |
| **Оборачиваемость ДЗ** | 42 | 43 | 34 | 34 | 39 |
| **Оборачиваемость запасов** | 5 | 5 | 7 | 6 | 6 |
| **Оборачиваемость КЗ** | 7 | 6 | 7 | 7 | 7 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании НКХП]

Собственный капитал компании НКХП ежегодно увеличивается за счет нераспределенной прибыли. Структура капитала в 2019 году была следующая: 75% заемных средств и 25% собственных средств. По сравнению с предыдущими годами, доля заемных средств уменьшается, так в 2017 году доля собственных средств составила 42%, что обусловлено уменьшением заемных средств в компании и изменение собственности.

1. Изменение собственного капитала компании в 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **Акционерный капитал** | 67 597 | 67 597 | 67 597 | 67 597 |
| **Нераспределенная прибыль** | 3 139 475 | 4 415 963 | 6 234 901 | 9 952 379 |
| **Собственный капитал компании** | **3 207 072** | **4 483 560** | **6 302 498** | **10 019 976** |

Источник: [составлено автором по отчетности компании НКХП]

Рассчитанные коэффициенты ликвидности представлены в таблице ниже. Коэффициенты текущей и абсолютной ликвидности соответствует норме и демонстрируют платежеспособность НКХП. В 2017 году все рассчитанные коэффициенты ликвидности увеличились в несколько раз, так как краткосрочные кредиты уменьшились с 1 433 409 тыс. рублей в 2016 году до 345 955 тыс. рублей в 2017 году, но после 2017 года уровень краткосрочных кредитов возобновился и на протяжении двух лет был приблизительно 1 млрд рублей. В 2019 году все показатели увеличились, в сравнении с 2017 годом, что обусловлено ростом денежных средств и их эквивалентов при стабильности краткосрочных обязательств.

1. Значения коэффициентов ликвидности НКХП в 2016-2019 годах

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Коэффициенты ликвидности** | **Значение коэффициентов ликвидности** | | | |
| **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Коэффициент текущей ликвидности | 0,70 | 3,41 | 1,74 | 2,05 |
| Коэффициент быстрой ликвидности | 0,13 | 2,25 | 0,70 | 0,95 |
| Коэффициент абсолютной ликвидности | 0,07 | 2,08 | 0,55 | 0,78 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании НКХП]

Проведя анализ финансового состояния компании НКХП, стоит отметить замедление темпов роста выручки с 2018 года, при этом остается положительный тренд на всем периоде с 2016 года. Важным является увеличение доли собственных средств в структуре капитала и уменьшение долга компании.

### 3.2.2. Анализ финансово-экономической деятельности ПАО «Новатэк»

ПАО «Новатэк» является одним из крупнейших производителей природного газа в России. Основными видами деятельности является разведка, добыча, переработка и реализация природного газа и жидких углеводородов. Добыча природного газа компанией Новатэк составляет 9% от общероссийской. Основные месторождения находятся в Западной Сибири в Ямало-Ненецком Автономном Округе. Новатэк занимает 3 место по доказанным запасам газа и 8 место по добыче газа среди мировых публичных компаний.[[72]](#footnote-72)

Новатэк в 2018 году запустила производство СПГ на заводе «Ямал СПГ» и реализовала СПГ во многие экспортные страны, что благоприятно повлияло на выручку компании. В 2018 году выручка выросла на 42%, по сравнению с 2017 годом, но высокий скачок выручки связан с указанным новым производством, в дальнейшем рост выручки стабилизируется (в 2019 выручка выросла на 4%).

1. Изменение выручки компании Новатэк в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **Выручка от реализации, млн. рублей** | 537 472 | 583 186 | 831 758 | 862 803 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Новатэк]

Оборачиваемость запасов в период с 2016 по 2018 год уменьшалась, что связано с ежегодным ростом данного показателя, но в 2019 году величина запасов снизилась на 5 млрд рублей. Среднее значение оборачиваемости запасов равно 42. Оборачиваемость дебиторской задолженности снизилось в 2019 году с 15 до 4, причиной является рост показателя на 150 млрд рублей. Оборачиваемость кредиторской задолженности наиболее стабильна.

1. Оборачиваемость в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **Среднее** |
| Оборачиваемость запасов | 43 | 38 | 35 | 52 | 42 |
| Оборачиваемость ДЗ | 13 | 13 | 15 | 4 | 11 |
| Оборачиваемость КЗ | 10 | 9 | 8 | 7 | 8 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Новатэк]

Новатэк ежегодно занимается выкупом части акций из свободного обращения, величина выкупа представлена в таблице ниже. Собственный капитал компании ежегодно увеличивается. В 2019 году компания получила прибыль от выбытия доли владения в дочернем обществе в размере 683 млрд рублей — нераспределенная прибыль увеличилась практически в два раза, что повлияло на рост собственного капитала в 2019 году. Доля собственного капитала ежегодно увеличивается: в 2019 году доля СК составила 92%, а в 2016 году — 80%.

1. Изменение собственного капитала компании в 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Уставный капитал | 393 | 393 | 393 | 393 |
| Выкупленные собственные акции | -6 913 | -8 353 | -10 445 | -12 308 |
| Добавочный капитал | 31 297 | 31 297 | 31 397 | 31 297 |
| Нераспределенная прибыль | 618 680 | 732 168 | 843 094 | 1 618 696 |
| **Собственный капитал компании** | **648 350** | **757 839** | **868 254** | **1 647 509** |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Новатэк]

Все значения коэффициентов ликвидности находятся в рекомендуемом диапазоне и отражают хороший уровень платежеспособности компании Новатэк. В таблице ниже видно, что в 2019 году произошел рост коэффициентов ликвидности, что связано с ростом многих статей текущих активов: дебиторская задолженность увеличилась на 150 млрд рублей, денежные средства — на 10 млрд рублей. Важным является вложение средств в краткосрочные банковские депозиты в 2018 году, которые увеличились до 80 млрд рублей в 2019 году (в 2017 году краткосрочные депозиты были равны 25 млрд рублей).

1. Значения коэффициентов ликвидности Новатэк в 2016-2019 годах

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Коэффициенты ликвидности** | **Значение коэффициентов ликвидности** | | | |
| **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Коэффициент текущей ликвидности | 1,22 | 1,83 | 2,74 | 4,24 |
| Коэффициент быстрой ликвидности | 0,83 | 1,32 | 1,16 | 3,13 |
| Коэффициент абсолютной ликвидности | 0,44 | 0,79 | 0,65 | 1,17 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Новатэк]

Финансовое состояние компании Новатэк можно характеризовать как стабильное и устойчивое, платежеспособность компании находится на высоком уровне. Стоит отметить скачок выручки в 2019 году, не предполагается, что данное изменение приведет к дальнейшему увеличению темпов роста.

### 3.2.3. Анализ финансово-экономической деятельности АК «АЛРОСА»

«АЛРОСА» — российская государственная горнорудная компания, занимающаяся алмазодобывающей деятельностью. Компания занимается разведкой месторождений, добычей, обработкой и продажей алмазного сырья. АЛРОСА владеет собственным бриллиантовым производством и торговыми брендами. Основная продукция компании — природные алмазы, а также бриллианты. АЛРОСА является лидером на рынке[[73]](#footnote-73) и представлена в десяти странах мира.

Выручка компании АЛРОСА в 2016 – 2018 годах составляла приблизительно 300 миллиардов рублей, при этом значение снизилось в 2017 году и вновь выросло в 2018 году. Анализируя снижение выручки в 2019 году до 232 миллиардов рублей, можно выделить основную причину в высоком уровне запасов у ритейлеров. Стоит отметить, что спрос на ювелирные украшения у конечных потребителей вырос, при этом высокий уровень запасов ритейлеров повлиял на активность добывающих компаний. Компания ожидает стабилизацию активности у ритейлеров после сокращения запасов и рост выручки в дальнейшем.

1. Изменение выручки компании Алроса в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **Выручка, млн. рублей** | 314 336 | 269 706 | 293 870 | 232 856 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Алроса]

Средняя оборачиваемость запасов компании составляет 1,28 — с 2017 года показатель ежегодно снижается, что обусловлено увеличением уровня запасов в компании. В 2019 году запасы составили 121 миллиард рублей, в 2017 году — 91 миллиард рублей, в процентном соотношении запасы увеличились на 30%. Оборачиваемость дебиторской задолженности увеличивается с 2017 года, так как уровень ДЗ снижается. В 2017 году был рост дебиторской задолженности, после чего заметно постепенное снижение до уровня 2016 года (в 2016 году дебиторская задолженность составила 15 179 миллионов рублей, а в 2019 году — 15 161 миллионов рублей). Оборачиваемость кредиторской задолженности наиболее стабильна, среднее значение равно 5,63.

1. Оборачиваемость в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **Среднее** |
| Оборачиваемость запасов | 1,32 | 1,46 | 1,37 | 0,98 | 1,28 |
| Оборачиваемость ДЗ | 20,71 | 9,10 | 13,20 | 15,36 | 14,59 |
| Оборачиваемость КЗ | 5,09 | 6,02 | 5,80 | 5,62 | 5,63 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Алроса]

Структура капитала в компании непостоянна, в 2016 году доля собственного капитала составляла 64%, а в 2017 году — 82%, что обусловлено ростом нераспределенной прибыли. В 2018 году нераспределенная прибыль снизилась, так как в компании было принято решение о нераспределенной прибыли по итогам 2018 года равной 0 рублей, а часть нераспределенной прибыли прошлых лет была направлена на вознаграждение членам Ревизионной комиссии, выплату дивидендов.[[74]](#footnote-74) В 2019 году структура капитала была следующая: доля заемного капитала равна 25%, а доля собственного капитала — 75%.

1. Изменение собственного капитала компании в 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Акционерный капитал | 12 473 | 12 473 | 12 473 | 12 473 |
| Добавочный капитал | 10 431 | 10 431 | 10 431 | 10 431 |
| Нераспределенная прибыль | 234 298 | 243 921 | 224 976 | 230 737 |
| **Собственный капитал компании** | 257 202 | 266 825 | 247 880 | 253 641 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Алроса]

Коэффициенты ликвидности в 2017 году снизились, по сравнению с 2016 годом, причиной является увеличение краткосрочных обязательств (краткосрочные кредиты в 2016 году составляли 666 млн рублей, а в 2017 году — 34 миллиарда рублей). В дальнейшем уровень краткосрочных кредитов и займов была в диапазоне 35 миллиардом рублей. Величина коэффициента быстрой ликвидности в 2018 и 2019 году оставалась постоянной, а значение показателя текущей и абсолютной ликвидности выросло. Оборотные активы суммарно увеличились, при этом денежные средства снизились на 10 миллиардов рублей, компенсируя которые, краткосрочные финансовые вложения увеличились на ту же сумму.

1. Значения коэффициентов ликвидности Алроса в 2016-2019 годах

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Коэффициенты ликвидности** | **Значение коэффициентов ликвидности** | | | |
| **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Коэффициент текущей ликвидности | 4,75 | 2,23 | 2,07 | 2,78 |
| Коэффициент быстрой ликвидности | 2,04 | 0,49 | 0,82 | 0,82 |
| Коэффициент абсолютной ликвидности | 1,62 | 0,10 | 0,53 | 0,59 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Алроса]

Выручка компании ежегодно изменялась как в положительную, так и в отрицательную сторону, при этом в компании АЛРОСА ожидается низкий темп роста в дальнейшем, этап сезонного спада активности ритейлеров пройден в 2019 году. Так как темп роста ожидается положительным и низким, компания АЛРОСА представляется интересной для оценки методами DCF и достигнутой стоимости, несмотря на колебание выручки в периоде 2016-2019 годы. Коэффициенты ликвидности демонстрируют платежеспособность компании и отсутствие риска ликвидности.

### 3.2.4. Анализ финансово-экономической деятельности ПАО «АКРОН»

ПАО «АКРОН» является крупнейшим производителем сложных удобрений в России. В ассортимент компании входят не только сложные удобрения, но и азотные удобрения. АКРОН поставляет продукцию на экспорт, основными экспортными регионами являются Китай, Бразилия, Евросоюз и США, во многих из которых работают собственные трейдинговые компании. АКРОН входит в десятку мировых лидеров по производственным мощностям — суммарная мощность на химических заводах и горно-обогатительном комбинате составляет свыше 7 млн тонн конечной продукции.[[75]](#footnote-75)

Выручка компании Акрон ежегодно увеличивается: в 2017 году темп роста составил 6%, в 2018 — 14%, а в 2019 — 6%. Средний уровень темпа роста составил 10% в периоде 2016-2019 годы. В таблице ниже представлены значения выручки компании в миллионах рублей.

1. Изменение выручки компании Акрон в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **Выручка, млн. руб.** | 89 359 | 94 342 | 108 062 | 114 835 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Акрон]

Оборачиваемость запасов, дебиторской и кредиторской задолженностей практически не изменяется в периоде 2016-2019 годов. Среднее значение оборачиваемости запасов составляет 3,38; дебиторской задолженности — 10,12; кредиторской задолженности — 7,14. Запасы и дебиторская задолженность ежегодно росли на 8% и 12%, соответственно. В 2019 году уровень запасов и дебиторской задолженности практически соответствует значениям 2018 года, при этом выручка и себестоимость выросли на 6%. Оборачиваемость кредиторской задолженности в 2017 году вырос на 3, так как величина КЗ снизилась на 2 миллиарда рублей.

1. Оборачиваемость в период 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **Среднее** |
| **Оборачиваемость запасов** | 3,14 | 3,47 | 3,26 | 3,65 | 3,38 |
| **Оборачиваемость ДЗ** | 10,43 | 9,49 | 9,99 | 10,56 | 10,12 |
| **Оборачиваемость КЗ** | 6,22 | 9,11 | 7,53 | 5,68 | 7,14 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Акрон]

В 2018 году величина нераспределенной прибыли снизилась на 3 млрд рублей, так как компания приняла решение о выплате дивидендов из нераспределенной прибыли прошлых лет, что повлияло на уровень собственного капитала. Доля собственного капитала в 2018 году была равна 53%, в то время как в 2017 году — 62%. Структура капитала АКРОН в 2019 году была распределена на 47% заемного капитала и 53% собственного капитала.

1. Изменение собственного капитала компании в 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Акционерный капитал | 3 046 | 3 046 | 3 046 | 3 046 |
| Нераспределенная прибыль | 68 439 | 68 035 | 65 253 | 73 157 |
| **Собственный капитал компании** | **71 485** | **71 081** | **68 299** | **76 203** |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Акрон]

Коэффициент текущей ликвидности увеличивается на временном промежутке с 2016 года — показатель был равен 1,06 в 2016 году и 1,27 в 2019 году. Коэффициенты быстрой и абсолютной ликвидности в этом периоде уменьшались, что обусловлено снижением величины денежных средств и их эквивалентов. Коэффициенты текущей и абсолютной ликвидности находятся в нормативном значении, демонстрируя платежеспособность компании АКРОН. Коэффициент быстрой ликвидности ниже 1, но не является критическим.

1. Значения коэффициентов ликвидности Акрон в 2016-2019 годах

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Коэффициенты ликвидности** | **Значение коэффициентов ликвидности** | | | |
| **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Коэффициент текущей ликвидности | 1,06 | 1,17 | 1,21 | 1,27 |
| Коэффициент быстрой ликвидности | 0,77 | 0,71 | 0,66 | 0,75 |
| Коэффициент абсолютной ликвидности | 0,61 | 0,42 | 0,32 | 0,43 |

Источник: [составлено автором по отчетности компании Акрон]

При анализе финансового состояния компании Акрон был выделен стабильный темп роста компании в среднем в 10%. Стоит отметить непостоянство структуры капитала, при этом доля заемного капитала находилась в диапазоне 37-47%. Оборачиваемость статей баланса демонстрировала стабильность показателей в 2016-2019 годах.

### 3.2.5. Анализ финансово-экономической деятельности HeadHunter Group

Компания HeadHunter является крупнейшей интернет-рекрутинговой платформой, занимающейся подбором персонала в России и странах СНГ: Белоруссии, Казахстане и Украине. Основными видами деятельности компании являются: предоставление доступа к базе резюме, публикация вакансий и комплексные подписки.[[76]](#footnote-76) Компания HeadHunter является лидером на рынке онлайн-рекрутинга в России и странах СНГ. Компания обладает самой большой базой данных в силу исторического успеха на рынке — на декабрь 2019 года количество резюме равно 41,8 миллионов.

Выручка компании HeadHunter в последние годы существенно выросла, в 2018 году рост доходов от основных видов деятельности составил порядка 30%, что обосновывается как изменениями в отрасли рекрутмента, так и лидирующей позиции компании. Доходы компании с 2006 года были в основном направлены на рост бизнеса, с тех пор развитие компании осуществлялось за счет собственных средств. На рисунке 4 представлена динамика выручки компании HeadHunter с 2014 по 2018 годы.

1. Изменение выручки компании HeadHunter в период с 2016-2019 годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **Выручка, тыс.руб.** | 3 739 596,26 | 4 732 539,35 | 6 117 772,83 | 7 788 741,00 |

*Источник: [составлено автором по отчетности компании HeadHunter]*

Показатели оборачиваемости запасов, дебиторской и кредиторской задолженности стабильны в компании HeadHunter. В таблице ниже представлены значения оборачиваемости по годам с 2016 по 2019, средние значения равны: 435,69;146,24;3,40 для оборачиваемости запасов, дебиторской задолженности и кредиторской задолженности, соответственно. Запасы и кредиторская задолженность увеличивались пропорционально себестоимости, в 2016 году величина запасов составляла 4 750 тыс. рублей, а в 2019 — 9 886 тыс. рублей. Кредиторская задолженность увеличилась на 400 млн. рублей. Оборачиваемость дебиторской задолженности в 2017 году снизилось на 15, так как сумма ДЗ уменьшилась на 40 млн рублей. Важно отметить, что резких изменений оборачиваемости не было.

1. Оборачиваемость в период 2016-2019

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **Среднее** |
| Оборачиваемость запасов | 434,97 | 434,97 | 434,97 | 437,83 | 435,69 |
| Оборачиваемость ДЗ | 150,25 | 134,50 | 150,25 | 149,97 | 146,24 |
| Оборачиваемость КЗ | 4,40 | 3,03 | 3,03 | 3,14 | 3,40 |

*Источник: [составлено автором по отчетности компании HeadHunter]*

Собственный капитал компании значительно снизился в 2018 году в силу изменения структуры капитала компании: HeadHunter увеличил долю займов компании практически в 2 раза, снизив финансирование собственными средствами. На 31 декабря 2018 года была следующая структура капитала организации: 66% собственного капитала и 34% краткосрочных обязательств, в то время как в 2017 году — 87% и 12%, соответственно. В таблице ниже представлено изменение собственного капитала компании HeadHunter в тысячах рублей.

1. Изменение собственного капитала компании в 2016-2019 гг.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Уставный капитал | 8 547 | 8 547 | 8 547 | 8 547 |
| Нераспределенная прибыль | 2 741 746 | 3 066 265 | 2 476 759 | 2 924 284 |
| **Собственный капитал компании** | **2 750 293** | **3 074 812** | **2 485 306** | **2 932 831** |

*Источник: [составлено автором по отчетности компании HeadHunter]*

Были рассчитаны коэффициенты ликвидности: текущей, быстрой и абсолютный — результаты представлены в таблице ниже. Все значения компании HeadHunter соответствуют норме, что демонстрирует хороший уровень платежеспособности. В период с 2014 по 2017 годы все три показателя существенно увеличились практически в 2 раза, но в 2018 году значения вернулись на уровень 2016 года. Данный скачок в 2017 году обусловлен приобретением краткосрочных финансовых вложений (КФВ): около 2 миллиардов рублей было вложено в данные бумаги, что отразилось на коэффициентах ликвидности. В 2018 году КФВ уменьшились до уровня в 600 миллионов рублей. Изменение денежных средств и краткосрочных обязательств в 2018 году сбалансировали друг друга, компенсировав значительное увеличение показателей.

Несмотря на снижение коэффициентов ликвидности, все значения находятся в диапазоне рекомендуемых значений. Изменение показателей обоснованное и не влечет за собой негативных последствий.

1. Значения коэффициентов ликвидности компании в 2016-2019 годах

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Коэффициенты ликвидности** | **Значение коэффициентов ликвидности** | | | |
| **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| Коэффициент текущей ликвидности | 0,85 | 0,55 | 0,73 | 0,55 |
| Коэффициент быстрой ликвидности | 0,31 | 0,54 | 0,73 | 0,55 |
| Коэффициент абсолютной ликвидности | 0,27 | 0,53 | 0,72 | 0,54 |

*Источник: [составлено автором по отчетности компании HeadHunter]*

В ходе анализа финансового состояние компании HeadHunter были выделены следующие важные изменения показателей. Выручка компании имеет положительный тренд на протяжении рассматриваемого периода, а в 2018 году был существенный рост данного показателя на 30%. Значения коэффициентов ликвидности компании HeadHunter находятся в рекомендуемом диапазоне, при этом в 2018 году было снижение данных показателей в силу изменения политики компании.

## 3.3. Апробация методик оценки ценности компании на примере российских компаний

Анализ деятельности компаний позволил провести расчеты оценки ценности двумя методами: дисконтированием денежных потоков и достигнутой стоимости. В первую очередь был рассмотрен классический метод DCF, входящий в доходный подход.

Для расчета стоимости компаний была выбрана модель денежного потока Free Cash Flow, которая была рассчитана как разность между операционным денежным потоком и инвестиционным. Прогнозный период был выбран в пять лет до 2024 года (оценка производилась на конец 2019 года). Для построения денежных потоков необходимо сделать несколько допущений: определить темп роста, долю себестоимости, уровень инвестиций в активы и выплачиваемые дивиденды.

Темп роста для всех выбранных компаний оценивался по историческим данным, учитывая экспертное мнение аналитиков об отрасли и конкретной организации. Компания НКХП ведет свою деятельность на рынке зерновых культур, рост отрасли которой предполагается в 4-5%. Принимая во внимание фактор лидирующей позиции компании, данный темп роста был использован для темпа роста выручки, учитывая инфляцию в 4%.

Выручка компании Новатэк в 2019 году выросла на 4%, несмотря на скачок в 2018 году, исторический рост был на уровне 7-9%. Дальнейший темп роста был определен на уровне 9%.

В компания Алроса в силу причин низкой активности ритейлеров замедлился рост выручки, но предполагается, что в будущем при сокращении запасов продавцов спрос на продукцию компании возобновится. Учитывая перенасыщении на рынке ритейлеров, темп роста определен на уровне 2% для компании Алроса.

Рост выручки компании Акрон был наиболее стабилен и составил в среднем 10% на протяжении рассматриваемого исторического периода. Темп роста до 2024 года принят в 10% без изменений.

Компания HeadHunter обладает значительным ростом выручки в 20% из-за существенного роста отрасли и перспектив компании[[77]](#footnote-77) (исторический рост составил 27-29%). Стабильный темп роста отрасли и переход многих hr-услуги в онлайн сектор обосновывает высокий темп роста в 20% до 2024 года. Прогнозный темп роста для каждой компании представлен в таблице ниже.

1. Прогнозные темпы роста для выбранных компаний

|  |  |
| --- | --- |
| **Название компании** | **Прогнозный темп роста** |
| ПАО «НКХП» | 8% |
| ПАО «Новатэк» | 9% |
| АК «АЛРОСА» | 2% |
| ПАО «АКРОН» | 10% |
| HeadHunter group PLC | 20% |

*Источник: [расчеты автора]*

Постпрогнозный темп роста выбран на уровне оценок выбранных компаний: НКХП — 4%, Новатэк — 3,1%, Алроса — 1%, Акрон — 4%, HeadHunter — 4%. Темп роста после 2024 года соответствует расчетам компаний в официальных документах для инвесторов.

Себестоимость и другие переменные затраты принимаются как стабильная доля от выручки компаний. Для всех выбранных компаний доли затрат остаются неизменными на всем рассматриваемом периоде. Доля переменных затрат, включая себестоимость, в компании НКХП составила 63%, Новатэк — 68%, Алроса — 46%, Акрон — 68%, HeadHunter — 55%. Для отсутствия неточности данных был проведен расчет доли затрат с 2016 года и определен средний уровень, который использовался для построения прогноза.

Основные средства всех компаний ежегодно увеличивались за счет постоянных инвестиций, принимается допущение о сохранении уровня инвестиций в основные средства и нематериальные активы. Уровень инвестиций определялся как разница между балансовой стоимостью основных средств по годам, учитывая амортизацию и износ активов. Средняя величина за период 2016-2019 годов принималась неизменной, предполагалось сохранение стабильного уровня инвестиций на прогнозном периоде. Амортизация в представленных компаниях рассчитывается линейным методом, доля амортизации активов стабильна на всем историческом периоде — принимается допущении о сохранении доли для прогнозных данных.

Статьи кредиторской и дебиторской задолженности и запасов были вычислены через коэффициент оборачиваемости. Показатель был рассчитан на данных 2016-2019 годов, среднее значение принималося неизменным в прогнозном периоде для всех компаний.

Собственный капитал компаний увеличивается только на величину нераспределенной прибыли, предполагается, что никаких изменений в акционерном капитале не будет на прогнозном периоде. Стоит отметить, что собственный капитал компании HeadHunter не изменятся, независимо от реализации IPO в 2019 году, так как средства не были направлены в компанию из-за полного финансового контроля инвесторов Эльбрус и Goldman Sachs.[[78]](#footnote-78) Важным является сохранение уровня выкупа собственных акций в компании Новатэк (в 2019 году стоимость выкупленный акций составила 12 308 млн рублей, величина сохраняется на период 2020-2024 годов).

Все компании являются публичными акционерными обществами, которые выплачивают дивиденды. Уровень дивидендов признается стабильным либо в процентном соотношении от чистой прибыли, либо в денежном значении. В компании НКХП платится 40-50% чистой прибыли в качестве дивидендов два раза в год — за 9 месяцев и год.

Дивиденды Новатэк на историческом периоде составляли около 20% в год от чистой прибыли, соответствующий процент применялся для дивидендов в 2020-2024 годах. В компании Алроса процент чистой прибыли на дивиденды ежегодно изменялся, например, в 2016 году доля дивидендов составила 12% от чистой прибыли, а в 2019 — 91%. При этом в денежном соотношении дивиденды были приблизительно одинаковыми (в 2017 году — 65 706 млн рублей, в 2019 — 57 246 млн рублей), средняя величина дивидендов составила 54 768 млн рублей, данный уровень дивидендов принимается на прогнозном периоде.

В компании Акрон дивидендные выплаты ежегодно увеличились на 2% в среднем, принимается допущении о росте дивидендов на указанный процент в 2020-2024 годах. HeadHunter реализовала IPO только в 2019 году, поэтому исторические сведения о дивидендах не релевантно использовать для прогнозного периода. Компания HeadHunter в 2019 году объявила дивиденды в размере 0,5$ на акцию. Было принято допущение, что выплаты дивидендов в компании HeadHunter с 2020 года будут стабильными и равными $0,5 на акцию.

Указанные допущения использовались для построения прогнозных отчетов ОПУ, баланса и о движении денежных средств для всех компаний в период 2020-2024 годы. В отчете о движении денежных средств был рассчитан операционный денежный поток (OCF) как разница EBITDA и изменения оборотного капитала за вычетом налога на прибыль и финансовых расходов. Денежный поток по инвестиционной деятельности (ICF) был получен как сумма инвестиций в основные средства и нематериальные активы.

Далее был проведен расчет ставки дисконтирования. Стоимость собственного капитала была вычислена по модели CAPM: безрисковая ставка была принята в размере доходности государственных 10-летних облигаций (RUGBITR10Y) равной 6,39%[[79]](#footnote-79) для всех компаний. Премия за рыночный риск рассчитана по оценкам экспертов компаний: для НКХП — 7%, Новатэк —10%, Алроса — 10%, Акрон — 10%, HeadHunter — 15%. Бета-коэффициент, по данным Асвата Дамодарана, для НКХП по отрасли Агро/фарминг равен 0,89; для Новатэк по отрасли газового производства равен 1,07; для компании Алроса по отрасли горнодобывающей промышленности равен 1,11; для компании Акрон по отрасли агрокультур равен 0,5; а для компании Headhunter признан как для отрасли бизнес услуг, равным в 1,01[[80]](#footnote-80). Таким образом, стоимость собственного капитала по формуле (10) равна для НКХП — 12,73%, Новатэк —17,09%, Алроса — 17,49%, Акрон — 11,39%, HeadHunter — 23,15%.

Для расчета ставки дисконтирования была принята модель WACC с ежегодным изменением, так как доля заемного капитала на протяжении прогнозного периода во всех компаниях изменяется, а собственный капитал увеличивается за счет нераспределенной прибыли. Для корректного результата ставки дисконтирования происходит пересчет для каждого года на прогнозном периоде. Стоимость заемного капитала для всех компаний признана как процентная ставка по долгосрочным кредитам и займам. Налог на прибыль рассматривался на уровне 20% на всем периоде.

В таблице ниже приведен результат средневзвешенной ставки дисконтирования в период 2020-2024 для всех компаний.

1. Ставки дисконтирования (WACC) для 2020-2024 года по компаниям

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **WACC** | **2020** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** |
| **НКХП** | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| **Новатэк** | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% |
| **Алроса** | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| **Акрон** | 9% | 9% | 9% | 9% | 10% |
| **HeadHunter** | 16% | 17% | 19% | 20% | 21% |

*Источник: [расчеты автора]*

После был проведен расчет свободного денежного потока как операционный минус инвестиционный поток и дисконтированный FCF по ставке WACC — в таблице в приложении 3 представлены результаты для 2020-2024 годов по компаниям.

Далее для нахождения стоимости компании были просуммированы полученные дисконтированные свободные денежные потоки по всем компаниям. Полученные значения ценности компаний, рассчитанных методом дисконтирования денежных потоков, следующие: НКХП — 35 982 млн. рублей, Новатэк — 1 423 561 млн. рублей, Алроса — 572 152 млн. рублей, Акрон — 266 776 млн. рублей, HeadHunter — 53 741 млн. рублей.

Оценка ценности компании методом достигнутой стоимости проведена для 2018 и 2019 года для того, чтобы можно было сравнить эффективность и рост стоимости. Расчет ценности компании методом достигнутой стоимости строится либо на предположении о том, что все активы амортизируются, либо на разделении производственных активов. В НКХП и Новатэк все производственные активы подвержены амортизации и износу, поэтому расчет ценности данных компаний производится по формуле (3). Для расчета ценности компаний НКХП и Новатэк вычисляются производственные активы подверженные амортизации на начало, конец года и средние. В таблице 26 представлен расчет производственных активов.

1. Величина производственных активов НКХП и Новатэк

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Компания** | **Показатель, млн.руб.** | **2018** | **2019** |
| **НКХП** | PAC (в конце периода) | 9 675 | 13 392 |
| PAC (в начале периода) | 7 945 | 9 675 |
| PAC (средние) | 8 810 | 11 533 |
| **Новатэк** | PAC (в конце периода) | 632 025 | 1 078 516 |
| PAC (в начале периода) | 393 499 | 445 728 |
| PAC (средние) | 512 762 | 762 122 |

*Источник: [расчеты автора]*

В компаниях Алроса, Акрон и HeadHunter не все производственные активы подвержены амортизации и восстановлению в будущем. В данных компаниях есть статьи goodwill и других нематериальных активов, которые не подлежат износу, таким образом, необходимо проводить расчет ценности компании по формуле (16), разделяя производственные активы на амортизируемые и нет. В таблице ниже приведены значения PAC для указанных компаний.

1. Величина производственных активов Алроса, Акрон, HeadHunter

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Компания** | **Показатель** | **2018** | **2019** |
| **Алроса** | PAC (в конце периода) | 330 988 | 351 596 |
| PAC (в начале периода) | 341 064 | 330 988 |
| **PAC (средние)** | **336 026** | **341 292** |
| PAC (подверженных амортизации в конце периода) | 234 873 | 226 261 |
| PAC (подверженных амортизации в начале периода) | 236 589 | 234 873 |
| **РАС (подверженные амортизации средние)** | **235 731** | **230 567** |
| **Акрон** | PAC (в конце периода) | 141 167 | 155 258 |
| PAC (в начале периода) | 123 925 | 134 448 |
| **PAC (средние)** | **132 546** | **144 853** |
| PAC (подверженные амортизации в конце периода) | 96 624 | 105 381 |
| PAC (подверженные амортизации в начале периода) | 89 524 | 96 624 |
| **РАС (подверженные амортизации средние)** | **93 074** | **101 003** |
| **HeadHunter** | PAC (в конце периода) | 9 203 813 | 8 125 763 |
| PAC (в начале периода) | 9 324 830 | 9 203 813 |
| **PAC (средние)** | **9 264 322** | **8 664 788** |
| PAC (подверженные амортизации в конце периода) | 3 288 415 | 3 163 161 |
| PAC (подверженные амортизации в начале периода) | 3 621 058 | 3 288 415 |
| **РАС (подверженные амортизации средние)** | **3 454 737** | **3 225 788** |

*Источник: [расчеты автора]*

Далее были рассчитаны показатели NOPLAT и ROAA, учитывая все производственные активы компании. Проведен расчет средневзвешенного времени существования активов ( ), средневзвешенный период амортизации активов компаний (Ta).Все значения представлены в приложении 4-8 для каждой компании.

Для проведения расчетов была использована ставка дисконтирования WACC для 2018 и 2019 годов, вычисления соответствуют приведенным для ставки дисконтирования в модели DCF. Таким образом, оценивая ценность компании методом достигнутой стоимости были получены следующие результаты для 2019 года: НКХП — 31 516 млн. рублей, Новатэк — 1 259 896 млн. рублей, Алроса — 759 462 млн. рублей, Акрон — 253 793 млн. рублей, HeadHunter — 12 540 млн. рублей. В таблице ниже представлена результат оценки ценности компаний методами дисконтирования денежных потоков и достигнутой стоимости.

1. Ценность компаний методами дисконтирования денежных потоков и достигнутой стоимости

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Компания** | **Стоимость компании, млн.руб.** | | |
| **Метод DCF, 2019** | **Методом достигнутой стоимости, 2019** | **Методом достигнутой стоимости, 2018** |
| **НКХП** | 35 982 | 31 518 | 32 451 |
| **Новатэк** | 1 423 561 | 1 259 897 | 1 248 230 |
| **Алроса** | 572 152 | 759 463 | 1 031 083 |
| **Акрон** | 266 776 | 253 793 | 186 918 |
| **HeadHunter** | 53 741 | 12 542 | 10 700 |

*Источник: [расчеты автора]*

Оценка компании Акрон достигнутой стоимостью приближена к оценке методом DCF — разница в 12 млрд. рублей, что может быть несущественным при оценке в 260 млрд. рублей (менее 5%). Приближенным результатом оценки компании достигнутой стоимости к дисконтированию денежных потоков является ценность компании НКХП, разница в значениях двумя методами составила около 4 млрд. рублей (в процентном соотношении ошибка составила 12%). Достигнутая стоимость компании Новатэк отличается от DCF на 160 млрд. рублей, но при этом ценность составляет более 1 трлн. рублей.

Интересным является результат оценки компании Алроса: ценность методом достигнутой стоимостью выше, чем при DCF. Причиной такого результата является низкий темп роста компании Алроса в 2% в прогнозном периоде, когда в остальных компаниях в выборке предполагался рост более 8%. Достигнутая стоимость компании HeadHunter отличается от оценки дисконтированием денежных потоков на 41 млрд. рублей, что составляет 77% от ценности методом DCF. В силу того, что HeadHunter является быстроразвивающейся компанией, темп роста высокий, что не учитывается в методе достигнутой стоимости и демонстрирует результат ниже.

## Выводы по главе 3

В результате оценки ценности российских компаний ПАО «НКХП», ПАО «Новатэк», АК «Алроса», ПАО «Акрон» и HeadHunter двумя методами можно сделать вывод, что оценка компаний с низким темпом роста методом достигнутой стоимости сопоставима с результатами дисконтирования денежных потоков.

Прежде всего, результаты оценки ценности были сопоставимы у компаний с темпом роста в 7-9%, при темпе роста выручки ниже и равным 1-2% значения стоимости альтернативным методом выше, чем при DCF. При этом оценка HeadHunter демонстрирует разрыв в результатах двух методов, причиной является высокий темп роста компании и высокотехнологичная, быстроразвивающаяся отрасль. Таким образом, можно сделать вывод, что достигнутая стоимость демонстрирует наиболее точный результат для компаний со средним темпом роста. Для компаний с заниженным темпом роста выручки или высоким результат оценки методом достигнутой стоимостью будет завышенным или заниженным, соответственно.

Оценка методом достигнутой стоимостью позволяет проанализировать компанию на сегодняшний день без учета будущих перспектив, тем самым подходит для компаний стабильных и на стадии зрелости жизненного цикла. Метод достигнутой стоимости демонстрирует динамику прошлого развития компании и повышения эффективности управления. Данный метод позволяет сравнить стоимость бизнеса сегодня с предыдущими значениями, тем самым проанализировать рост компании и достижение поставленных целей. В отличии от метода DCF, в котором пересчет ценности компании ежегодно является трудоемким и затратным процессом, метод достигнутой стоимости можно обновлять в любое время, даже по результатам каждого месяца.

# Заключение

Оценка ценности компании является неотъемлемым элементом управления бизнесом: концепция Value-based management широко применяется во многих крупных организациях. В современных условиях отсутствуют конкретно обозначенные правила и нормы оценки бизнеса — компании в праве применять разные методы для вычисления ценности. Существуют классические подходы к оценке стоимости бизнеса: доходный, затратный и сравнительный — и «новые», усовершенствованные способы, такие как модель Ольсона, КОНОК или метод достигнутой стоимости.

Наиболее распространенным классическим способом оценки является метод дисконтирования денежных потоков, который входит в доходный подход. Затратный и сравнительный подходы рассматриваются как дополнительные и проводятся в качестве дополнения к доходному способу. Несмотря на распространённость классического метод DCF, можно выделить ряд значительных недостатков: субъективность прогнозов, сложность расчетов, недостоверность данных и возможность финансовых махинаций. На основе рассмотренных кейсов компаний и финансовых скандалов, можно сказать, ошибки и негативные аспекты метода DCF приводят к значительным проблемам. В силу потребности в корректной оценке ценности компании, нивелирования проблемных аспектов модернизируются и совершенствуются методы.

В данной работе рассмотрены несколько альтернативных способов оценки ценности компании: модель Ольсона, метод корпоративных оценок на основе клиента и достигнутой стоимости. Модель Ольсона является усовершенствованной версией метода Эдвардса-Белла, КОНОК полностью основывается на концепции DCF, модернизируя способ вычисления денежных потоков. В то время как методика достигнутой стоимости существенно отличается от классического метода DCF и нивелирует проблемы данного метода.

Оценка ценности компании методом достигнутой стоимости не предполагает построения прогнозного периода, основывается на показателях NOPLAT, PAC и ROAA, в отличии от DCF, который базируется на EBITDA, NI. Данный метод позволяет оценить некий рубеж, который компания достигла в отчетном периоде. В то же время, метод достигнутой стоимости не учитывает существенные изменения компании в будущем, но позволяет обновлять ценность компании и демонстрировать достижение компании желаемых результатов для инвесторов.

В данном исследовании была проведена оценка ценности публичных российских компаний: ПАО «НКХП», ПАО «Новатэк», АК «Алроса» (ПАО), ПАО «Акрон» и HeadHunter. Проведенное исследование подтверждает гипотезу, что оценка ценности компании с низким темпом роста методом достигнутой стоимости соответствует результатам дисконтирования денежных потоков. Ценность компании НКХП методом достигнутой стоимости составила около 32 млрд. рублей, в то время как по методу дисконтирования денежных потоков результат был менее 36 млрд. рублей. Важно отметить, что темп роста выручки компании НКХП составил 8% на прогнозном периоде. Достигнутая стоимость компании Новатэк с 9% темпом роста выручки равна 1 300 млрд. рублей (по методу DCF результат составил около 1 400 млрд. рублей). Оценка ценности компании Алроса методом достигнутой стоимости составила 250 млрд. рублей, а методом дисконтирования денежных потоков — 260 млрд. рублей, при этом темп роста выручка был обозначен в 10%. Результат достигнутой стоимости указанных компаний продемонстрировал близкую ценность к величине по методу DCF, при этом процесс оценки альтернативным методом менее затратный, чем классический доходный.

На основе результатов компаний HeadHunter и Алроса с темпом роста выручки в 20% и 1%, соответственно, можно сделать вывод, что метод достигнутой стоимости не предназначен для оценки компаний с высокими перспективами развития или негативными ожиданиями. Таким образом, чем стабильнее компании, тем ближе результат оценки ценности методом достигнутой стоимости к DCF. Для компаний с высоким темпом роста (как HeadHunter) метод достигнутой стоимости можно быть применен в качестве начальной оценки и расчета ценности на сегодняшний день. При оценке ценности методом дисконтирования денежных потоков, сравнение с результатом достигнутой стоимости, будет наглядно отображать ожидаемый рост компании и позволять оперативно управлять компанией.

С практической точки зрения результаты данного исследования применимы для определения компаниями корректного метода оценки ценности. Так, крупным, быстроразвивающимся компаниям не стоит отказываться от классического метода дисконтирования денежных потоков в надежде нивелировать ошибки субъективности прогнозов и трудоемкости процесса оценки. Согласно полученному результату, метод достигнутой стоимости позволяет быстро и оперативно оценить ценность стабильных компании и получить близкий результат к методу дисконтирования денежных потоков. Метод достигнутой стоимости может быть использован на практике для оценки роста компании и эффективности управления благодаря возможности сравнения результатов ценности с прошлыми отчетными периодами.

# Список использованной литературы

1. Аллавердян В.В. Оценка информации (знаний) // Деловая и научная литература, 2019. — 60 с.
2. Бабичева Н.В., Попова И.В. Особенности оценки стоимости предприятия методом ликвидационной стоимости // Аллея науки. — 2017. — Т.3, №9. — с. 18-22.
3. Битюцких В.Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний. / В.Т. Битюцких. — 1-е изд. — М.: Олимп-Бизнес, 2016. — 216 с.
4. Бобиенко О. А. Подходы и методы оценки стоимости компании в современных условиях // Вестник ТИСБИ. — Казань, 2018. — №3. — С.157-161.
5. Буга А.В., Канова А.К. Методические аспекты формирования и дисконтирования денежных потоков при реализации доходного подхода к оценке предприятий // Экономика и управление народным хозяйством (Санкт-Петербург), №7 (9) — 2019 г. — 99-111 с.
6. Буга А.В., Кудряшов В.С., Иванова Е.А. Определение стоимости объекта оценки: сравнительный подход // Экономика и управление народным хозяйством. — СПБ, 2019. — №8(10). — с. 79-91.
7. Бухонов С.М. Определение коэффициента дисконтирования в российских условиях, параметры ставки дисконтирования // Вестник БГТУ им. В.Г.Щухова — №4, 2013г. — 116-120с.
8. Владельцы HeadHunter рассчитывают получить $220 млн в ходе IPO // Ведомости [Электронный ресурс] — Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2019/05/09/801097-headhunter, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
9. Грабилина А.С. Использование метода отраслевых коэффициентов в антикризисном управлении // Молодежный научный потенциал XXI века: ступени познания. — Новосибирск, 2017. — с. 125-129.
10. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. — 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. — 1316 с.
11. Дорофеев М.Л. Альтернативная концепция дисконтирования денежных потоков // Финансовая аналитика: проблемы и решения — №7 (241) — 2015г. — 21-36с.
12. Захаров Н.В. Метод ликвидационной стоимости в оценке бизнеса: теория и практика // Имущественные отношения в Российской Федерации. — Москва, 2016. — №5(176). — с. 37-55.
13. Злотникова Г.К. Оценка организации по справедливой стоимости – необходимое условие развития малого бизнеса // «Хроноэкономика» №4 (12). — Москва, июль 2018. — 4 с.
14. Ивахно О.Е., Симонова Н.Ю. Методы определения ставки дисконтирования при принятии инвестиционных решений в современных условиях // Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации — 2015г. — 376с.
15. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста / И.В.Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2006. − С. 60-67.
16. Изотова З.А., Стаценко Н.Р. Пути преодоления ограничений методов расчета ставки дисконтирования при оценке бизнеса // Научно-практическая конференция «Молодая наука»
17. История компании HeadHunter // TAdviser [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.tadviser.ru/index.php/%D0%9A%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F:HeadHunter>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
18. Козырь Ю.В. Отражение влияния налогообложения доходов в моделях дисконтирования денежных потоков / Ю.В. Козырь // Имущественные отношения в РФ. Оценка всех видов собственности — №10 (109) 2010г. — 31-46 с.
19. Корниенко Б.И. Оценка стоимости предприятия с использованием метода дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода / Корниенко Б.И. // Концепт. Научно-методический электронный журнал. — 2015г. — №7. — 6с.
20. Лейфер Л.А. Ставка дисконтирования для оценивания недвижимости в условиях кризиса / Л.А.Лейфер // Общероссийский информационно-аналитический и научно-практический журнал «Имущественные отношения в РФ» — №2 (101) 2010г. — 47-53 с.
21. Ленченко В.В. Методы расчета ставки дисконтирования: сущность, значение и области применения // Статья в сборнике трудов международной научно-практической конференции «Актуальные мировые тренды развития социально-гуманитарного знания» — 2017г. — 119-125с.
22. Лукашов В. Н., Н. В. Лукашов Определение величины ставки дисконтирования для инвестиционного проектирования и оценки бизнеса: о различии подходов к исчислению и применению // Вестник СПбГУ. Экономика. 2019. Т. 35. Вып. 1 — 83-109 с.
23. Лытнев О.Н. Финансовый риск, денежные потоки и ставки дисконтирования // Управление корпоративными финансами №1 (25) — 2008г. — 24с.
24. Метод капитализации доходов для оценки бизнеса [Электронный ресурс] // Финансово-инвестиционный блог Жданова Василия и Жданова Ивана — Режим доступа: <https://finzz.ru/metod-kapitalizacii-doxodov.html>, свободный. (Дата обращения: 27.12.2019)
25. Методика осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «РВК» // Российская Венчурная компания — г. Москва, 2019 – 151 с.
26. Михаил Жуков: «Через HeadHunter нанимают и уборщицу, и гендиректора» / Интервью с генеральным директором HeadHunter // Ведомости [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/technology/characters/2019/11/20/816781-gendirektor-headhunter>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
27. Нурбацин А.С. Оценка стоимости бизнеса: метод корпоративных оценок на основе клиента // Международный научный журнал «Вестник науки» №6 (15) Т.1 — июнь 2019 г. — 170-173с.
28. О группе «АКРОН» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании АКРОН— Режим доступа: <https://www.acron.ru/about-acron-group/about/>, свободный. — (Дата обращения: 20.05.2020)
29. О компании «АЛРОСА» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании АЛРОСА — Режим доступа: <http://www.alrosa.ru/о-нас/>, свободный. — (Дата обращения: 20.05.2020)
30. О компании ПАО «НКХП» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании НКХП — Режим доступа: <https://novoroskhp.ru/o-kompanii/biznes.html>, свободный. — (Дата обращения: 20.05.2020)
31. О компании ПАО «НОВАТЭК» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании НОВАТЭК — Режим доступа: <http://www.novatek.ru/ru/about/company/>, свободный. — (Дата обращения: 20.05.2020)
32. Об оценочной деятельности в Российской Федерации. Статья 3. Понятие оценочной деятельности: Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ: ред. от 28.11.2018 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/e1cc1a2466ed060fcaf283706ea933816eed7ace/>, свободный. (Дата обращения: 23.11.2019)
33. Об оценочной деятельности в Российской Федерации. Статья 8. Обязательность проведения оценки объектов оценки: Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ: ред. от 28.11.2018 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_19586/37ca272d51042a5a3d5fd61b11ea7ba2cf336c11/, свободный. (Дата обращения: 23.11.2019)
34. Отчетность компании HeadHunter // СПАРК. Международная информационная группа Интерфакс [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/>, закрытый. (Дата обращения: 16.03.2020)
35. Потапейко Д.А. Основные понятия и определения в применении доходного подхода к оценке стоимости бизнеса // Инновационные технологии в экономике как фактор развития современного общества — 2017. – 99-102 с.
36. Пронина О.В. Проблемные аспекты оценки стоимости компании // Инновационная наука — №11 — Москва, 2018. — 4 с.
37. Прудникова Ю.А. Традиционные подходы и методы оценки стоимости бизнеса // Наука XXI века: актуальные направления развития. — 2016. — №1-1. — с. 495-499.
38. Путь карьеристов: история HeadHunter от плотника до IPO // IncRussia [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://incrussia.ru/fly/put-kareristov-istoriya-headhunter-ot-plotnika-do-ipo/>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
39. Решения совета директоров (наблюдательного совета) АК «АЛРОСА» (ПАО) [Электронный ресурс] // Центр раскрытия корпоративной информации E-disclosure — Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=DAAWzJ2LCkauJAezOjGWEA-B-B>, свободный. — (Дата обращения: 24.05.2020)
40. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса // 2-е издание, Издательство: Маросейка, 2008 г. — 432 стр.
41. Сбербанк купил онлайн-рекрутера Rabota.ru // Ведомости [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2019/04/01/797968-sberbank>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
42. Синицын Е.В., Стерхов А.В. К вопросу об оценке инвестиционной привлекательности предприятий электроэнергетики (на примере оптовых генерирующих компаний) // Экономический анализ: теория и практика. Инвестиционная политика — №21 (150) — 2009г. — 9с.
43. Синицын Е.В., Стерхов А.В. Некоторые вопросы моделирования и оценки слияний и поглощений (на примере оптовых генерирующих компаний) // Экономический анализ: теория и практика, №18 (183) — 2010 г. — 7с.
44. Синичкин П.В., Мичурин Е.А. Анализ основных подходов к оценке стоимости компаний. // Сборник статей Всероссийской научно-практической конференции. — 2015. — с. 179-186
45. Среднемесячная доходность индекса 5–10-летних государственных облигаций (RUGBITR10Y) // Conomy [Электронный ресурс] — Режим доступа: https://www.conomy.ru/stavki-gko, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
46. Стаценко А. К. Подходы и методы оценки стоимости предприятия / А.К. Стаценко // Economics — 2018. — №4(36). — с. 22-26.
47. Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу Искусство слияний и поглощений // Альпина Паблишер, 2014 г. — 957с.
48. Татаринцева Я.П. Подходы, принципы оценки стоимости компании и факторы, влияющие на точность оценки // Сборник статей победителей международной научно-практической конференции — 2017. — с.89-92.
49. Татарова А.В. Оценка недвижимости и управление собственностью / Татарова А.В. — учебное пособие. Изд-во ТРТУ, 2003. — с.70.
50. Федотова М.А., Будицкий А.Е. Новые методы оценки стоимости бизнеса и возможность их применения в отношении банков // Вестник ФА №3 (2007)
51. Хасанов А.Б. Оценка стоимости на основе модели Ольсона на примере развитых рынков Европы // Финансы и кредит. — 2019. — Т.25, №5. — С. 1205 — 1226.
52. Царев В.В., Кантарович А.А. Оценка стоимости бизнеса // М.:ЮНИТИ-ДАНА, 2015. - 575 с.
53. Церкозенко О.В., Барышникова Н.С. Затратный подход в оценке стоимости бизнеса // Материал XV международной научно-практической конференции — 2018. — с.84-86. ‘I Honestly Don’t Trust Many People at Boeing’: A Broken Culture Exposed // The New York Times, feb.10, 2020 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.nytimes.com/2020/01/10/business/boeing-737-employees-messages.html, свободный. (Дата обращения: 27.02.2020)
54. Что посеем. Общая посевная площадь в 2020 году составит около 80,3 млн гектаров [Электронный ресурс] // Журнал «Агроинвестор» — Режим доступа: <https://www.agroinvestor.ru/analytics/article/33319-chto-poseem-obshchaya-posevnaya-ploshchad-v-2020-godu-sostavit-okolo-80-3-mln-gektarov/>, свободный. (Дата обращения: 22.05.2020)
55. Banuta Mariana, Gadoiu Mihaela Aspects concerning the determination of the company value using the DCF method // Scientific Bulletin — Economic Sciences, Volume 15/Special Issue ETAEc 2016 — 123p.
56. Betas by sectors // Damodaran Online [Электронный ресурс] — Режим доступа: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\_Home\_Page/datafile/Betas.html, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
57. Boeing ‘Could Be the Enron Scandal of Our Day’: Hedge Fund Manager // CCN [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.ccn.com/boeing-could-be-the-enron-scandal-of-our-day-hedge-fund-manager/, свободный. (Дата обращения: 27.02.2020)
58. Christensen C.M., Kaufman S.P., Shih W.C. Innovation killers: How Financial Tools Destroy Your Capacity to Do New Things // Harvard Business Review. – January 2008. – p. p. 98 – 107.
59. Daniel McCarthy, Peter Fader How to value a company by analyzing its customers / Harvard Business Review — January-February 2020. — 51-55 p.
60. Dickinson V. Cash Flow as Proxy for Firm Life Cycle; PhD; CPA. Fisher School of Accounting Warrington. College of Business. University of Florida — 2007 г.
61. Durham, Catherine J. “Understanding the Basic Business Valuation Methods.” Control Engineering, vol. 63, no. 12, Dec. 2016, p. 24.
62. Edwards E., Bell P. The Theory and Measurement of Business Income //University of California Press, 1st Edition, 1961, 342 p.
63. European Solvency II survey 2014 // Ernst&Young [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.eycom.ch/en/Publications/20130530-European-Solvency-2-survey/download>, свободный. (Дата обращения: 23.03.2020)
64. Florin Turcaș, Florin Cornel Dumiter, Petre Brezeanu, Marius Boiță Forecasting, valuation and portfolio returns of stock market evolution: problems, paradoxes and efficient information. Worldwide implications and romanian evidence // Journal of Business Economics and Management — 2020 Volume 21 Issue 1 — 87-114 p.
65. HeadHunter выплатит дивиденды в 2020 году в $0,50 на акцию // Агентство экономической информацией Прайм [Электронный ресурс] — Режим доступа: https://1prime.ru/business/20200313/831073789.html, свободный. (Дата обращения: 01.04.2020)
66. HeadHunter закрепила успех на NASDAQ // РБК [Электронный ресурс] — Режим доступа:<https://www.rbc.ru/technology_and_media/09/05/2019/5cd2b2f89a794749e03752b2>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020)
67. HHR: NASDAQ // Bloomberg [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.bloomberg.com/quote/HHR:US>, свободный. (Режим доступа: 27.03.2020)
68. Hooke, Jeffrey C. Security analysis and business valuation on Wall Street: a comprehensive guide to today’s valuation methods — 2nd ed., Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2010. – 431 p
69. Koller Timothy What is value-based management? // An excerpt from Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Second Edition, p.87
70. Luis E. Pereiro Valuation of companies in emerging markets: A practical approach // John Wiley & Sons, New York, 2002 — 85-102 p.
71. Marc Goedhart, Tim Koller, David Wessels Valuing high-tech companies // Strategy & Corporate Finance. Book Excerpt, February 2016
72. Nick Antill, Kenneth Lee Company Valuation Under IFRS: Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards / Antill N., Lee K. // Harriman House Publishing, 2nd edition, 2008 — 430p.
73. Ohlson, James A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, Vol. 11, 1995
74. Olga Almabekova, Roman Kuzmich, Elena Antosik Income Approach to Business Valuation: Russian Perspective // Zagreb International Review of Economics & Business, Vol. 21, No. 2, pp. 115-128, 2018
75. Steven C. Applying income-approach business valuation methods to professional practices. // Journal of Financial Service Professionals. — 2004. — P. 91-99.
76. The WeWork fiasco of 2019, explained in 30 seconds // Business Insider — Режим доступа: https://www.businessinsider.com/wework-ipo-fiasco-adam-neumann-explained-events-timeline-2019-9, свободный. (Дата обращения: 05.03.2020)
77. Thomas, Rawley, Gup, Benton E..; The Valuation Handbook: Valuation Techniques From Today's Top Practitioners — Wiley; 1 edition. — Nov.2009. — 630 p.
78. WeWork Delays $20 Billion IPO As Valuation Plunges // Forbes — Режим доступа: https://www.forbes.com/sites/carlieporterfield/2019/09/17/wework-delays-20-billion-ipo-as-valuation-plunges/#5dd39c0758ff, свободный. (Дата обращения: 05.03.2020)
79. WeWork Delays I.P.O. After Chilly Reception From Investors // The New York Times [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2019/09/17/business/dealbook/wework-ipo.html>, свободный. — (Дата обращения: 11.03.2020)

# Приложения

**Приложение 1**

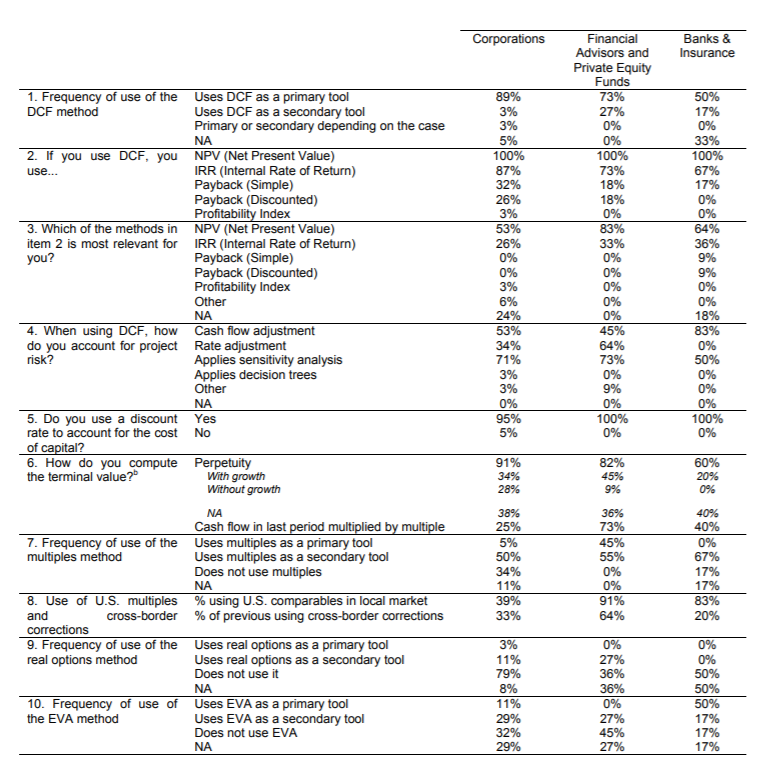
Влияние применения концепции Value-based Management (VBM) в разных отраслях

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Отрасль | Изменения в деятельности | Влияние VBM |
| Розничная торговля | Сдвиг акцент программы роста с национальных масштабов на региональные | Увеличение потенциальной стоимости на 30-40% |
| Страхование | Изменение продуктового портфеля с целью выделить услуги, приносящие большую ценность | Увеличение потенциальной стоимости на 25% |
| Нефтяная отрасль | Использование нового планирования и процесса управления | Значительное сокращение издержек планирования |
| Банковская отрасль | Акцент на рост отрасли вместо стратегии сбора урожая | Увеличение потенциальной стоимости на 124% |
| Телекоммуникационная отрасль | Выявлены новые тенденции и сгенерированы новые идеи для ценности компаний | Увеличение потенциальной стоимости на 240% (246%) |

*Источник: [переведено автором: Koller Timothy What is value-based management? // The McKinsey Quartely]*

**Приложение 2**

Результат исследования применения компаниями разных методов оценки



*Источник: [Luis E. Pereiro Valuation of companies in emerging markets: A practical approach]*

**Приложение 3**

Значение FCF и DFCF в 2020-2024 годах по компаниям

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Компания** | **2020** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** | **PP** |
| НКХП (FCF), тыс.руб. | 2 061 032 | 2 522 408 | 3 025 147 | 3 568 607 | 4 156 088 | 45 303 636 |
| НКХП (DFCF), тыс.руб. | 1 844 434 | 2 012 882 | 2 148 291 | 2 252 416 | 2 329 631 | 25 394 251 |
| Новатэк (FCF), млн. руб. | 278 967 | 119 036 | 152 067 | 185 610 | 221 010 | 1 703 670 |
| Новатэк (DFCF), млн. руб. | 240 099 | 88 038 | 96 537 | 101 046 | 103 099 | 794 743 |
| Алроса (FCF), млн. руб. | 111 064 | 77 710 | 78 579 | 79 472 | 80 388 | 569 500 |
| Алроса (DFCF), млн. руб. | 96 802 | 58 914 | 51 675 | 45 234 | 39 524 | 280 004 |
| Акрон (FCF), млн.руб. | 3 840 | 10 171 | 12 828 | 15 764 | 19 008 | 351 283 |
| Акрон (DFCF), млн. руб. | 3 528 | 8 557 | 9 844 | 10 993 | 12 005 | 221 850 |
| HeadHunter (FCF), тыс. руб. | 3 917 992 | 5 391 143 | 7 909 543 | 11 561 223 | 16 856 163 | 75 469 148 |
| HeadHunter (DFCF), тыс. руб. | 3 387 364 | 3 915 069 | 4 687 978 | 5 502 958 | 6 409 919 | 29 837 334 |

*Источник: [расчеты автора]*

**Приложение 4**

Расчет ценности компании НКХП методом достигнутой стоимости

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатели** | **2018** | **2019** |
| PAC (в конце периода) | 9 675 214,00 | 13 392 691,78 |
| PAC (в начале периода) | 7 945 133 | 9 675 214 |
| PAC (средние) | 8 810 174 | 11 533 953 |
| NOPLAT | 3 656 953,58 | 3 724 462,88 |
| TAXES | 0,19 | 0,20 |
| ROAA | 0,44 | 0,34 |
| **Стоимость компании, тыс.руб.** | **32 451 289,49** | **31 516 891,79** |
|  | *8,23* | *8,21* |
| *Ta* | *9,00* | *9,00* |
| *Dcum* | *755 913,00* | *1 007 884,00* |
| *q* | *0,39* | *0,38* |

*Источник: [расчеты автора]*

**Приложение 5**

Расчет ценности компании Новатэк методом достигнутой стоимости

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатели** | **2018** | **2019** |
| PAC (в конце периода) | 632 025,00 | 1 078 516,00 |
| PAC (в начале периода) | 393 499 | 445 728 |
| PAC (средние) | 512 762 | 762 122 |
| NOPLAT | 152 134,22 | 157 265,61 |
| TAXES | 0,23 | 0,23 |
| ROAA | *0,36* | *0,25* |
| **Стоимость компании, тыс.руб.** | **1 248 230,35** | **1 259 896,60** |
|  | 8,01 | 8,24 |
| *Ta* | 10,00 | 10,00 |
| *Dcum* | 102 230,00 | 134 460,00 |
| *q* | 0,25 | 0,23 |

*Источник: [расчеты автора]*

**Приложение 6**

Расчет ценности компании Алроса методом достигнутой стоимости

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатели** | **2018** | **2019** |
| PAC (в конце периода) | 330 988,00 | 351 596,00 |
| PAC (в начале периода) | 341 064,00 | 330 988,00 |
| PAC (средние) | 336 026 | 341 292 |
| PAC (подверженных амортизации в конце периода) | 234 873,00 | 226 261,00 |
| PAC (подверженных амортизации в начале периода) | 236 589,00 | 234 873,00 |
| РАС (подверженных амортизации средние) | 235 731,00 | 230 567,00 |
| NOPLAT | 100 250,38 | 57 868,30 |
| TAXES | *0,21* | *0,23* |
| ROAA | *0,51* | *0,37* |
| **Стоимость компании, млн.руб.** | **1 031 083** | **759 462** |
|  | *7,90* | *7,23* |
| *Ta* | *10,00* | *10,00* |
| *Dcum* | *70 506,00* | *94 595,00* |
| *q* | *0,25* | *0,26* |

*Источник: [расчеты автора]*

**Приложение 7**

Расчет ценности компании Акрон методом достигнутой стоимости

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатели** | **2018** | **2019** |
| PAC (в конце периода) | 141 167,00 | 155 258,00 |
| PAC (в начале периода) | 123 925 | 134 448 |
| PAC (средние) | 132 546 | 144 853 |
| PAC (подверженных амортизации в конце периода) | 96 624,00 | 105 381,00 |
| PAC (подверженных амортизации в начале периода) | 89 524,00 | 96 624,00 |
| РАС (подверженных амортизации средние) | 93 074,00 | 101 002,50 |
| NOPLAT | 14 978,24 | 22 787,56 |
| *TAXES* | *0,18* | *0,26* |
| ROAA | *0,18* | *0,22* |
| **Стоимость компании, млн.руб.** | **186 918,39** | **253 793,49** |
|  | 7,75 | 5,87 |
| Ta | 10,31 | 8,90 |
| Dcum | 23 078,00 | 34 422,00 |
| q | 0,42 | 0,48 |

*Источник: [расчеты автора]*

**Приложение 8**

Расчет ценности компании HeadHunter методом достигнутой стоимости

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатели** | **2018** | **2019** |
| PAC (в конце периода) | 9 203 813,16 | 8 125 763,48 |
| PAC (в начале периода) | 9 324 830 | 9 203 813 |
| PAC (средние) | 9 264 322 | 8 664 788 |
| PAC (подверженных амортизации в конце периода) | 3 288 415,00 | 3 163 161,00 |
| PAC (подверженных амортизации в начале периода) | 3 621 058,00 | 3 288 415,00 |
| РАС (подверженных амортизации средние) | 3 454 736,50 | 3 225 788,00 |
| NOPLAT | 1 405 375,41 | 1 992 871,76 |
| *TAXES* | *0,33* | *0,29* |
| ROAA | *0,21* | *0,31* |
| **Стоимость компании, тыс.руб.** | **10 700 035,17** | **12 540 537,96** |
|  | *2,87* | *1,50* |
| *Ta* | *5,89* | *6,00* |
| *Dcum* | *1 687 843,00* | *2 371 160,00* |
| *q* | *0,49* | *0,44* |

*Источник: [расчеты автора]*

1. См. Приложение 1 [↑](#footnote-ref-1)
2. European Solvency II survey 2014 // Ernst&Young [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.eycom.ch/en/Publications/20130530-European-Solvency-2-survey/download>, свободный. (Дата обращения: 23.03.2020) [↑](#footnote-ref-2)
3. Об оценочной деятельности в Российской Федерации. Статья 3. Понятие оценочной деятельности: Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ: ред. от 28.11.2018 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/e1cc1a2466ed060fcaf283706ea933816eed7ace/>, свободный. (Дата обращения: 23.11.2019) [↑](#footnote-ref-3)
4. Бобиенко О. А. Подходы и методы оценки стоимости компании в современных условиях // Вестник ТИСБИ. — Казань, 2018. — №3. — С.157-161. [↑](#footnote-ref-4)
5. Об оценочной деятельности в Российской Федерации. Статья 8. Обязательность проведения оценки объектов оценки: Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ: ред. от 28.11.2018 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_19586/37ca272d51042a5a3d5fd61b11ea7ba2cf336c11/, свободный. (Дата обращения: 23.11.2019) [↑](#footnote-ref-5)
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. — 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. — 1316 с. [↑](#footnote-ref-6)
7. Оценка бизнеса: цели, подходы и методы определения стоимости предприятия [Электро ]// Саморегулируемая организация ассоциация оценщиков «Сообщество профессионалов оценки» <https://cpa-russia.org/news-spo/1413/> [↑](#footnote-ref-7)
8. Durham, Catherine J. “Understanding the Basic Business Valuation Methods.” Control Engineering, vol. 63, no. 12, Dec. 2016, p. 24. [↑](#footnote-ref-8)
9. Steven C. Applying income-approach business valuation methods to professional practices. // Journal of Financial Service Professionals. — 2004. — P. 91-99. [↑](#footnote-ref-9)
10. Синичкин П.В., Мичурин Е.А. Анализ основных подходов к оценке стоимости компаний. [↑](#footnote-ref-10)
11. Церкозенко О.В., Барышникова Н.С. Затратный подход в оценке стоимости бизнеса // Материал XV международной научно-практической конференции — 2018. — с.84-86. [↑](#footnote-ref-11)
12. Татаринцева Я.П. Подходы, принципы оценки стоимости компании и факторы, влияющие на точность оценки // Сборник статей победителей международной научно-практической конференции — 2017. — с.89-92. [↑](#footnote-ref-12)
13. Татарова А.В. Оценка недвижимости и управление собственностью / Татарова А.В. — учебное пособие. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2003. — с.70. [↑](#footnote-ref-13)
14. Бобиенко О.А. Подходы и методы оценки стоимости компании в современных условиях // Вестник ТИСБИ. — Казань, 2018. — №3. — С.157-161. [↑](#footnote-ref-14)
15. Бобиенко О.А. Подходы и методы оценки стоимости компании в современных условиях [↑](#footnote-ref-15)
16. Синичкин П.В., Мичурин Е.А. Анализ основных подходов к оценке стоимости компаний. // Сборник статей Всероссийской научно-практической конференции. — 2015. — с. 179-186 [↑](#footnote-ref-16)
17. Буга А.В., Кудряшов В.С., Иванова Е.А. Определение стоимости объекта оценки: сравнительный подход // Экономика и управление народным хозяйством. — СПБ, 2019. — №8(10). — с. 79-91. [↑](#footnote-ref-17)
18. Hooke, Jeffrey C. Security analysis and business valuation on Wall Street: a comprehensive guide to today’s valuation methods — 2nd ed., Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2010. – 431 p [↑](#footnote-ref-18)
19. Синичкин П.В., Мичурин Е.А. Анализ основных подходов к оценке стоимости компаний. [↑](#footnote-ref-19)
20. Durham, Catherine J. “Understanding the Basic Business Valuation Methods.” Control Engineering, vol. 63, no. 12, Dec. 2016, p. 24. [↑](#footnote-ref-20)
21. В приложении 3 представлены результаты исследования применения инструментов оценки ценности на развивающихся рынках [↑](#footnote-ref-21)
22. Marc Goedhart, Tim Koller, David Wessels Valuing high-tech companies // Strategy & Corporate Finance. Book Excerpt, February 2016 [↑](#footnote-ref-22)
23. Nick Antill, Kenneth Lee Company Valuation Under IFRS: Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards / Antill N., Lee K. // Harriman House Publishing, 2nd edition, 2008 — 430p. [↑](#footnote-ref-23)
24. В.В.Аллавердян Оценка информации (знаний) — Деловая и научная литература, 2019. — 60 с. [↑](#footnote-ref-24)
25. Г.К. Злотникова Оценка организации по справедливой стоимости – необходимое условие развития малого бизнеса // «Хроноэкономика» №4 (12). — Москва, июль 2018. — 4 с. [↑](#footnote-ref-25)
26. Boeing ‘Could Be the Enron Scandal of Our Day’: Hedge Fund Manager // CCN [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.ccn.com/boeing-could-be-the-enron-scandal-of-our-day-hedge-fund-manager/>, свободный. (Дата обращения: 27.02.2020) [↑](#footnote-ref-26)
27. ‘I Honestly Don’t Trust Many People at Boeing’: A Broken Culture Exposed // The New York Times, feb.10, 2020 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2020/01/10/business/boeing-737-employees-messages.html>, свободный. (Дата обращения: 27.02.2020) [↑](#footnote-ref-27)
28. The WeWork fiasco of 2019, explained in 30 seconds // Business Insider [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.businessinsider.com/wework-ipo-fiasco-adam-neumann-explained-events-timeline-2019-9>, свободный. (Дата обращения: 05.03.2020) [↑](#footnote-ref-28)
29. WeWork Delays I.P.O. After Chilly Reception From Investors // The New York Times [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2019/09/17/business/dealbook/wework-ipo.html>, свободный. — (Дата обращения: 11.03.2020) [↑](#footnote-ref-29)
30. Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу Искусство слияний и поглощений // Альпина Паблишер, 2014 г. — 957с. [↑](#footnote-ref-30)
31. Christensen C.M., Kaufman S.P., Shih W.C. Innovation killers: How Financial Tools Destroy Your Capacity to Do New Things // Harvard Business Review. – January 2008. – p. p. 98 – 107. [↑](#footnote-ref-31)
32. Битюцких В.Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний. / В.Т. Битюцких. — М.: Олимп-Бизнес, 2016. — 216 с. [↑](#footnote-ref-32)
33. О.В.Пронина Проблемные аспекты оценки стоимости компании // Инновационная наука — №11 — Москва, 2018. — 4 с. [↑](#footnote-ref-33)
34. Florin Turcaș, Florin Cornel Dumiter, Petre Brezeanu, Marius Boiță Forecasting, valuation and portfolio returns of stock market evolution: problems, paradoxes and efficient information. Worldwide implications and romanian evidence // Journal of Business Economics and Management — 2020 Volume 21 Issue 1 — 87-114 p. [↑](#footnote-ref-34)
35. Нурбацин А.С. Оценка стоимости бизнеса: метод корпоративных оценок на основе клиента // Международный научный журнал «Вестник науки» №6 (15) Т.1 — июнь 2019 г. — 170-173с. [↑](#footnote-ref-35)
36. Daniel McCarthy, Peter Fader How to value a company by analyzing its customers / Harvard Business Review — January-February 2020. — 51-55 p. [↑](#footnote-ref-36)
37. Нурбацин А.С. Оценка стоимости бизнеса: метод корпоративных оценок на основе клиента [↑](#footnote-ref-37)
38. Edwards E., Bell P. The Theory and Measurement of Business Income //University of California Press, 1st Edition, 1961, 342 p. [↑](#footnote-ref-38)
39. Федотова М.А., Будицкий А.Е. Новые методы оценки стоимости бизнеса и возможность их применения в отношении банков // Вестник ФА №3 (2007) [↑](#footnote-ref-39)
40. Ohlson, James A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, Vol. 11, 1995 [↑](#footnote-ref-40)
41. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса // 2-е издание, Издательство: Маросейка, 2008 г. — 432 стр. [↑](#footnote-ref-41)
42. Там же [↑](#footnote-ref-42)
43. Там же [↑](#footnote-ref-43)
44. Хасанов А.Б. Оценка стоимости на основе модели Ольсона на примере развитых рынков Европы // Финансы и кредит. — 2019. — Т.25, №5. — С. 1205 — 1226. [↑](#footnote-ref-44)
45. Царев В.В., Кантарович А.А. Оценка стоимости бизнеса // М.:ЮНИТИ-ДАНА, 2015. - 575 с. [↑](#footnote-ref-45)
46. Там же [↑](#footnote-ref-46)
47. Битюцких В.Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний. / В.Т. Битюцких. — 1-е изд. — М.: Олимп-Бизнес, 2016. — 216 с. [↑](#footnote-ref-47)
48. Там же [↑](#footnote-ref-48)
49. International Valuation Standards Council (IVSC) — Valuation Guide: Discounted Cash Flow, pp.5-6, p.7, 2012 [↑](#footnote-ref-49)
50. Banuta Mariana, Gadoiu Mihaela Aspects concerning the determination of the company value using the DCF method // Scientific Bulletin — Economic Sciences, Volume 15/Special Issue ETAEc 2016 — 123p. [↑](#footnote-ref-50)
51. Буга А.В., Канова А.К. Методические аспекты формирования и дисконтирования денежных потоков при реализации доходного подхода к оценке предприятий // Экономика и управление народным хозяйством (Санкт-Петербург), №7 (9) — 2019 г. — 99-111 с. [↑](#footnote-ref-51)
52. Там же [↑](#footnote-ref-52)
53. Корниенко Б.И. Оценка стоимости предприятия с использованием метода дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода // Концепт. Научно-методический электронный журнал. — 2015г. — №7. — 6с. [↑](#footnote-ref-53)
54. Козырь Ю.В. Отражение влияния налогообложения доходов в моделях дисконтирования денежных потоков / Ю.В. Козырь // Имущественные отношения в РФ. Оценка всех видов собственности — №10 (109) 2010г. — 31-46 с. [↑](#footnote-ref-54)
55. Изотова З.А., Стаценко Н.Р. Пути преодоления ограничений методов расчета ставки дисконтирования при оценке бизнеса // Научно-практическая конференция «Молодая наука» [↑](#footnote-ref-55)
56. Бухонов С.М. Определение коэффициента дисконтирования в российских условиях, параметры ставки дисконтирования // Вестник БГТУ им. В.Г.Щухова — №4, 2013г. — 116-120с. [↑](#footnote-ref-56)
57. Дорофеев М.Л. Альтернативная концепция дисконтирования денежных потоков [↑](#footnote-ref-57)
58. Ивахно О.Е., Симонова Н.Ю. Методы определения ставки дисконтирования при принятии инвестиционных решений в современных условиях // Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации — 2015г. — 376с. [↑](#footnote-ref-58)
59. Лытнев О.Н. Финансовый риск, денежные потоки и ставки дисконтирования // Управление корпоративными финансами №1 (25) — 2008г. — 24с. [↑](#footnote-ref-59)
60. Битюцких В.Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний. / В.Т. Битюцких. — М.: Олимп-Бизнес, 2016. — 216 с. [↑](#footnote-ref-60)
61. Синицын Е.В., Стерхов А.В. Некоторые вопросы моделирования и оценки слияний и поглощений (на примере оптовых генерирующих компаний) // Экономический анализ: теория и практика, №18 (183) — 2010 г. — 7с. [↑](#footnote-ref-61)
62. Битюцких В.Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний [↑](#footnote-ref-62)
63. Методика осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «РВК» // Российская Венчурная компания — г. Москва, 2019 – 151 с. [↑](#footnote-ref-63)
64. Синицын Е.В., Стерхов А.В. К вопросу об оценке инвестиционной привлекательности предприятий электроэнергетики (на примере оптовых генерирующих компаний) // Экономический анализ: теория и практика. Инвестиционная политика — №21 (150) — 2009г. — 9с. [↑](#footnote-ref-64)
65. Битюцких В.Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний [↑](#footnote-ref-65)
66. Dickinson V. Cash Flow as Proxy for Firm Life Cycle; PhD; CPA. Fisher School of Accounting Warrington. College of Business. University of Florida. 2007. [↑](#footnote-ref-66)
67. Чистый долг рассчитывался как долгосрочные обязательства плюс краткосрочные обязательства минус денежные средства и их эквиваленты [↑](#footnote-ref-67)
68. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста / И.В.Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2006. − С. 60-67. [↑](#footnote-ref-68)
69. О компании ПАО «НКХП» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании НКХП — Режим доступа: <https://novoroskhp.ru/o-kompanii/biznes.html>, свободный. (Дата обращения: 20.05.2020) [↑](#footnote-ref-69)
70. Официальный сайт компании НКХП [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://novoroskhp.ru/o-kompanii/biznes.html>, свободный. (Дата обращения: 20.05.2020) [↑](#footnote-ref-70)
71. Что посеем. Общая посевная площадь в 2020 году составит около 80,3 млн гектаров » [Электронный ресурс] // Журнал «Агроинвестор» — Режим доступа: <https://www.agroinvestor.ru/analytics/article/33319-chto-poseem-obshchaya-posevnaya-ploshchad-v-2020-godu-sostavit-okolo-80-3-mln-gektarov/>, свободный. (Дата обращения: 22.05.2020) [↑](#footnote-ref-71)
72. О компании ПАО «НОВАТЭК» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании НОВАТЭК — Режим доступа: <http://www.novatek.ru/ru/about/company/>, свободный. — (Дата обращения: 20.05.2020) [↑](#footnote-ref-72)
73. О компании «АЛРОСА» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании АЛРОСА — Режим доступа: <http://www.alrosa.ru/о-нас/>, свободный. — (Дата обращения: 20.05.2020) [↑](#footnote-ref-73)
74. Решения совета директоров (наблюдательного совета) АК «АЛРОСА» (ПАО) [Электронный ресурс] // Центр раскрытия корпоративной информации E-disclosure — Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=DAAWzJ2LCkauJAezOjGWEA-B-B>, свободный. — (Дата обращения: 24.05.2020) [↑](#footnote-ref-74)
75. О группе «АКРОН» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании АКРОН— Режим доступа: <https://www.acron.ru/about-acron-group/about/>, свободный. — (Дата обращения: 20.05.2020) [↑](#footnote-ref-75)
76. About the company. Strategy // официальный информационный сайт [Электронный ресурс] — Режим доступа: https://investor.hh.ru/our-company/strategy, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020) [↑](#footnote-ref-76)
77. По данным оценки J’son & Partners и TalentTech [↑](#footnote-ref-77)
78. Владельцы HeadHunter рассчитывают получить $220 млн в ходе IPO // Ведомости [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2019/05/09/801097-headhunter>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020) [↑](#footnote-ref-78)
79. Среднемесячная доходность индекса 5–10-летних государственных облигаций (RUGBITR10Y) // Conomy [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.conomy.ru/stavki-gko>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020) [↑](#footnote-ref-79)
80. Betas by sectors // Damodaran Online [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>, свободный. (Дата обращения: 27.03.2020) [↑](#footnote-ref-80)