

Бянкин Владислав Максимович
Vyankin Vladislav Maksimovich
Кириченко Антон Олегович
Kirichenko Anton Olegovich

Студенты
Students

Финансовый университет при Правительстве РФ
Financial University under the Government of the Russian Federation

СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ В ОЦЕНКЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

CONTEMPORARY ISSUES IN THE ASSESSMENT OF RUSSIAN COMPANIES

Аннотация на русском языке: Во время выбора метода оценки компании очень важно выбрать приемлемую модель, ведь выбор непригодной модели оценки может привести к переоценке или недооценке бизнеса, что, в частности, обусловлено особенностями функционирования самой компании, негативными изменениями рынка, а также неправильным формулировкой назначения оценки. В статье рассмотрены основные подходы к оценке бизнеса: затратный, доходный и рыночный. Исследованы основные методы в рамках каждого подхода, выявлены их основные преимущества и недостатки. На примере выбранной компании осуществлен анализ практической применимости ряда моделей и проверена их адекватность. Также были проанализированы причины неравномерности полученных результатов, были устранены недостатки, связанные с этим и рассчитано взвешенное по всем моделям значение, которое можно использовать для определения стоимости компании при слиянии и поглощения, выкупа акций, определение величины премий акционерам поглощаемой тому подобное.

The summary in English: When choosing a valuation method for a company, it is very important to choose an acceptable model, because the choice of an unfavorable valuation model can lead to a reassessment or undervaluation of the business, which is due in particular to the company's own functioning, negative changes in the market, and the incorrect formulation of the valuation purpose. The article considers the main approaches to business valuation: cost, revenue and market. The main methods within each approach are investigated, their main advantages and disadvantages are revealed. On the example of the selected company, the practical applicability of a number of models was analyzed and their adequacy checked. The reasons for the unevenness of the results were also analyzed, the shortcomings associated with this were eliminated and the weighted for all models was calculated, which can be used to determine the value of the company in mergers and acquisitions, share repurchases, and determine the amount of premiums to shareholders absorbed by the like.

Ключевые слова: оценка, российские компании, возможность развития, структура.
Key words: valuation, Russian companies, possibility of development, structure.

Введение. Определение стоимости компании является одной из наиболее важных задач в области корпоративного управления, ведь это дает возможность оценить уровень конкурентоспособности и успешности фирмы

на рынке. Сам процесс определение стоимости осуществляется с конкретной целью (вычисление цены продажи, страхования имущества, получения кредита и т. д), что и обуславливает выбор метода оценки стоимости [11, с. 379].

Мировой опыт определения стоимости бизнеса предлагает нам множество методов к оценке стоимости компании, однако несмотря на это, данный вопрос исследован не в полной мере. В частности, необходимо отметить, что при оценке стоимости предприятий на современном этапе большинство из разработанных подходов не используются, или используются очень редко, в результате чего формируется неполная и не соответствующая рыночным условиям стоимость капитала [15, с. 142].

На сегодня уже финансовыми аналитиками приобретен положительный опыт в обеспечении адекватной рыночным условиям оценки бизнеса, определении затрат на инвестиции. Именно оценка стоимости компании становится инструментом, который создает условия для своевременного принятия и корректировки управленческих действий при колебания рыночной конъюнктуры. Также вопрос правильной оценки стоимости компании может быть решающим в ситуации решения проблемы проводить финансовую санацию или прекращать его деятельность [3, с. 10]. Для России актуальность этой тематики связана с тем, что оценить стоимость предприятия в стране с трансформирующейся экономикой очень сложно [8, с. 145].

На практике применяют четко определенную классификацию подходов к определению стоимости компании с предварительно определенными исходными данными, при этом компания как бизнес и компания как имущественный комплекс оцениваются практически одинаковыми подходами, однако содержание методов в рамках подходов существенно различается [14, с. 804].

Анализ последних исследований и публикаций. В современной научной литературе достаточно подробно проведен анализ методических подходов к применению методов определения стоимости бизнеса, о чем свидетельствуют работы отечественных и зарубежных авторов по выбранной проблематике, которые исследуют наряду с традиционными методами (рыночный (сравнительный), доходный, затратный) и применения других методик.

Исследование особенностей применения вышеперечисленных подходов к оценке стоимости бизнеса отражена в научных трудах таких авторов, как: К. Мерсер, Т.В. Хармс, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин, Дж. Пинто, И. Генри, Дж. Д. Стоу, В.Е. Есипов, Т.А. Ерофеева, Б.М.Голодец, А.П. Ларченко.

Значительное внимание на основных условиях определение стоимости компании в своей работе сосредоточивают К. Мерсер, Т. Хармс, используя модель дисконтированного денежного потока и модель Гордона [13, с. 88]. Основная цель такого глубокого исследования – лучшее понимание основных инструментов процесса оценивания и проведения финансово-аналитических расчетов. Авторы доказывают, что данные модели могут быть использованы для обеспечения процесса интегрированного оценивания бизнеса.

Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин (авторы книги "Стоимость компаний: оценка и управление") приводят не только основные подходы к оценке бизнеса, но и указывают на преимущества и недостатки каждой из них, их возможности и ограничения, а также способы комбинирования этих методик с целью получения оптимального результата [2, с. 56].

Цель исследования. В статье исследованы основные модели оценки стоимости компаний на современном этапе, определены преимущества и

недостатки каждой из них, а также рассмотрены особенности применения некоторых из них на практике.

Изложение основного материала. Оценка бизнеса – это определение стоимости бизнеса как имущественного комплекса, способного приносить прибыль его владельцу. При проведении оценочной экспертизы определяется стоимость всех активов компании: недвижимого имущества, машин и оборудования, складских запасов, финансовых вложений, нематериальных активов. Кроме того, отдельно оценивается эффективность работы компании, ее бывшие, современные и будущие доходы, перспективы развития и конкурентная среда на этом рынке, а затем оцениваемая компания сравнивается с предприятиями-аналогами. На основании такого комплексного анализа реально оценивают бизнес, как имущественный комплекс, способный приносить прибыль [13, с. 88].

Выделяют следующие основные подходы к оценке стоимости компании:

1) Доходный – подход, который основан на оценке будущих доходов предприятия, то есть оценка стоимости предприятия, основывается на определении текущей стоимости ожидаемых выгод (доходов, денежных потоков) от владения корпоративными правами предприятия;

2) Затратный (имущественный) подход, основанный на представлении о предприятии как целостный имущественный комплекс, стоимость которого определяется разницей между стоимостью активов предприятия и его обязательствами;

3) Сравнительный (рыночный) подход, который основывается на том, что стоимость предприятия – это реальная цена продажи аналогичного предприятия, то есть расчет стоимости предприятия происходит на основе результатов его сопоставления с другими бизнес-аналогами.

В таблице 1 приведены основные подходы и методы оценки стоимости компании.

Таблица 1. Подходы и методы оценки стоимости компании

Метод	Характеристик метода	Преимущества	Недостатки
Затратный подход			
Метод чистой балансовой стоимости	Самый простой метод оценки активов компании. Чтобы получить чистую балансовую стоимость активов, из значения валюты баланса вычитают все краткосрочные и долгосрочные обязательства предприятия. В итоге определяется стоимость собственного капитала компании, т. е. значение чистой балансовой стоимости активов	Прост в применении	Не отражает потенциальные прибыли активов. Результаты оценивания быстро становятся недействительными в условиях инфляции. Оценка актива может не соответствовать его рыночной стоимости за счет износа
Метод скорректированной балансовой стоимости	Более усовершенствованный метод оценки компании. Содержит результат переоценки, который корректирует остаточную стоимость активов на фактор инфляции. При определении стоимости компании проводится переоценка ее активов с введением полученного результата этой переоценки в баланс: со стороны активов - сумма переоценки, со стороны пассивов - резерв переоценки	Можно применять при высоких темпах инфляции. Адекватно отражает структуру активов относительно рыночных цен, сложившихся на них	Не отражает потенциальных прибылей. Довольно сложный, если данные учета ограничены. Важнейшие активы должны быть переоценены индивидуально на основе различных коэффициентов

<p>Метод чистой стоимости материальных активов</p>	<p>Предусматривает корректировку материальных активов на уровень инфляции</p>	<p>Дает реальную рыночную оценку материальных активов. Наиболее приемлем для предприятий с незначительными нематериальными активами</p>	<p>Не отражает потенциальной прибыли. Не приемлемый для оценки бизнеса предприятий со значительными нематериальными активами и интеллектуальной собственностью</p>
<p>Метод стоимости замещения</p>	<p>Оценивает предприятие исходя из затрат на полное замещение ее активов при сохранении ее хозяйственного профиля. Метод ориентирован только на оценку материальных активов и приемлем для капиталоемких предприятий</p>	<p>Текущая рыночная оценка стоимости затрат на восстановление предприятия</p>	<p>Не отражает потенциальной прибыли. Не дает оценки нематериальных активов</p>
<p>Метод восстановительной стоимости</p>	<p>При использовании этого метода рассчитывают все выиграть, необходимые для создания точной копии оцениваемой фирмы, рассматриваются как восстановительная стоимость (в отличие от предыдущего метода, этот метод учитывает стоимость нематериальных активов, таких как авторские права, патенты, компьютерные программы т.п.)</p>	<p>Текущая рыночная оценка стоимости затрат на восстановление предприятия.</p>	<p>Не отражает потенциальной прибыли. Не отражает максимальную полезность предприятия в условиях применения современного НТП</p>
<p>Метод ликвидационной стоимости</p>	<p>Используется в случае, когда фирма прекращает свои операции, распродает активы и погашает свои обязательства.</p>	<p>Учет стоимости нематериальных активов</p>	<p>Не отражает потенциальной прибыли. Не дает наиболее оптимальной рыночной цены</p>

	Метод дает самую низкую цифру оценки и позволяет определить нижний уровень стоимости бизнеса		
Доходный подход			
Метод капитализации чистого дохода	Определяет поток дохода и преобразует его в текущую стоимость путем применения нормы капитализации. Норма капитализации - это по сути несколько упрощенный коэффициент дисконтирования. Его, как правило, применяют при условии, что доход поступает равномерно	Учитывает будущий доход. Простота в расчетах. Возможность определения стоимости предприятия в зависимости от изменения ставки капитализации	Возможны ошибки в расчетах. Невозможность применения при определении оценки предприятий, не получающих доход
Метод дисконтирования дивидендов	Применяется для оценки компании, акции которой котируются на фондовом рынке.	Учитывает будущий доход. Удобство для оценки предприятий, публикующих финансовые отчеты по дивидендам	Возможны ошибки в расчетах. Невозможность применения при определении оценки предприятий, не получающих доход
Метод остаточного дохода	Метод основывается на получении дополнительной прибыли от гудвилла	Отражает будущие доходы в оцененной стоимости. Позволяет определить стоимость нематериальных активов. Можно применять при неустойчивых доходах в будущем	Ориентирован на оценку интеллектуальной собственности (специализированный метод), не является универсальным
Метод дисконтирования денежного потока	Метод позволяет более реально оценить будущий потенциал предприятия. Как дисконтированный доход используется	Позволяет более реально оценить будущий потенциал предприятия. Универсальный	Возможны ошибки в прогнозах. Возможные ошибки при выборе коэффициента дисконтирования

	либо чистый доход, либо денежный поток. Стоимость предприятия равна стоимости чистых активов, сумме стоимостей всех его активов (материальных и нематериальных) за вычетом обязательств	метод. Рассматривает конкретный период и динамику изменения доходов. Рассматривает интересы и собственника и кредитора	
Рыночный (сравнительный) подход			
Метод отраслевых коэффициентов	Применяется при наличии данных по отрасли. Базируется на использовании рекомендуемых соотношений между ценой бизнеса предприятия и финансовыми параметрами.	Дает реальную рыночную оценку, исходя из информации, получаемой с рынка аналогичных компаний. Позволяет превентивно подготовить информационную базу реализации метода	Получения ошибочного результата при определенных стратегиях компании
Метод сравнения продаж	Основывается на использовании цены приобретения предприятия - аналога в целом или его контрольного пакета акций	Аналогично методу отраслевых коэффициентов	Трудоемкий. Невозможно использовать, если нет информации об операции куче в ли-продажи фирм-аналогов или не развит рынок купли-продажи предприятий
Метод мультипликаторов (метод рынка капиталов)	Целесообразно использовать для оценки закрытых компаний, акции которых котируют на бирже. Для них используют данные о прибылях и ценах на акции аналогичных компаний	Хорошие результаты при оценке крупных акционерных обществ	Возможен неопределенный результат для оценки закрытых акционерных обществ

Рассмотрим некоторые из описанных выше методов на практике. Одной из наиболее распространенных групп методов, применяемых к оценке стоимости компании по доходным подходам, является группа методов дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF). Эта группа методов рассматривает стоимость компании как сумму генерируемых ею денежных потоков в течение прогнозного периода инвестирования. Инвестору такая группа методов позволяет рассчитать стоимость будущих доходов компании и оценить целесообразность вложений в ее акции.

В зависимости от того, какие денежные потоки будут рассматриваться выделяют следующие методы:

- метод свободных денежных потоком для фирмы (Free cash flow to the firm (FCFF));
- метод остаточного дохода (Residual income);
- модель дисконтированных дивидендных выплат (Dividend discount model).

Основные этапы оценки стоимости компании по методу дисконтированных свободных денежных потоков для фирмы (FCFF) предусматривают [1, с. 109]:

1. Определяется прогнозный период инвестирования в акции анализируемой компании (как правило – 5 лет).
2. Анализируются перспективы компании и темпы ее дальнейшего роста (growth rate- g) в прогнозный (в течение 5 лет) период.
3. Оцениваются риски вложений и определяется требуемая инвестору норма доходности или ставка дисконтирования (discount rate) (обычно для этого используется модель оценки стоимости активов CAPM (Capital Asset Pricing Model) или модель арбитражного ценообразования (APT)).

Стоимость капитала по модели CAPM рассчитывается по следующей формуле (данную модель будем использовать для наших расчетов):

$$E(R_{1ewuity}) = R_1f + \beta_1i \times [E(R_iM) - R_1f] \quad (1)$$

где $E(R_{1ewuity})$ – ожидаемая ставка доходности на актив;

R_1 – безрисковая ставка доходности;

β_1 – коэффициент чувствительности актива к изменениям рыночной доходности;

$E(R_iM)$ – ожидаемая доходность рыночного портфеля.

Далее рассчитывается средневзвешенная стоимость капитала компании (Weighted average cost of capital (WACC)):

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times R_{equity} + \frac{D}{D+E} \times k_{debt} \times (1 - Tax\ rate) \quad (2)$$

где E – собственный капитал компании;

D – заемные средства компании;

R_{equity} – ожидаемая доходность собственного капитала;

k_{debt} – стоимость заемных средств;

$Tax\ rate$ – ставка налога на прибыль.

4. По результатам отчетов компании оценивается величина свободного денежного потока (Free Cash Flow to the firm, FCFF):

$$FCFF = NI + NCC + Int(1 - Tax\ rate) - FCInv - WCInv \quad (3)$$

где NI – чистая прибыль, доступная для акционеров;

NCC – чистые безналичные затраты (например, амортизационные отчисления);

$Int(1 - Tax\ rate)$ – расходы на процентные платежи, скорректированные на налог на прибыль;

$FCInv$ – инвестиції в основний капітал;

$WCInv$ – инвестиції в робочий капітал;

5. Исходя из полученного свободного денежного потока на собственный капитал (FCFE) и ожидаемых темпов их роста, рассчитывают

приведенную стоимость будущих денежных потоков компании для каждого года прогнозного периода (в течение 5 лет):

$$\sum_{i=1}^n DCF F_i = \sum_{i=1}^n \frac{DCF F_i}{(1+WACC)^i} \quad (4)$$

и приведенную терминальную или конечную стоимость бизнеса (Discounted Terminal Value):

$$Discounted\ Terminal\ Value = \frac{FCFF_n(1+g)}{(WACC-g)(1+WACC)^n} \quad (5)$$

6. Стоимость компании (Firm Value) вычисляется по формуле:

$$Firm\ value = \sum_{i=1}^n DCF F_i + Discounted\ Terminal\ Value \quad (6)$$

7. Однако поскольку данная стоимость включает и размер долга компании, то для оценки стоимости капитала уменьшить ее на рыночную стоимость долга (Market value of debt):

$$Equity\ value = Firm\ value - Market\ value\ of\ debt \quad (7)$$

Рассмотрим особенности применения данной модели на примере оценки стоимости российского филиала компании Лукойл, основная область деятельности добыча нефти и газа.

Рассчитаем стоимость капитала по модели CAPM по формуле (1) и средневзвешенную стоимость капитала по формуле (2), при этом за безрисковую ставку доходности (R_1) принимаем доходность по 10-летним американским облигациям [5, с. 1212], а стоимость заемных средств (k_{debt}) – это доходность по корпоративным облигациям Лукойл (табл. 2).

Таблица 2. Вычисление средневзвешенной стоимости капитала для компании Лукойл (2014-2018 гг)

Показатель	Обозначение в формуле	2014	2015	2016	2017	2018
Стоимость заемных средств, %	k_{debt}	3.191	3.188	3,188	3,190	3.190
Ставка налога, %	$Tax\ rate$	40	40	40	40	40
Стоимость заемных средств,	$k_{debt}(1 - Tax\ rate)$	1.782	1.913	1,913	1,914	1.914

взвешенных на налоговую ставку, %						
Безрисковая ставка доходности, %	R_f	2.66	2.66	2,66	2,66	2,66
Ожидаемая рыночная доходность (1950-2014 гг.), %	$E(R_M)$	7.00	7.00	7,00	7,00	7,00
Коэффициент чувствительности актива	β_1	1.12	1.16	1.1	1.06	1,14
Стоимость капитала, % (1)	R_{equity}	7.52	7.69	7,43	7.26	7.61
Рыночная стоимость долга, млрд долл. США	D	108.581	123.004	137.947	150.865	163.920
Рыночная стоимость капитала, млрд долл. США	E	237.956	182.556	202.057	222.240	243.340
Общая сумма капитала	$D + E$	346.537	305.560	340.004	373.105	407.260
Средневзвешенная стоимость капитала, % (2)	$WACC$	6.164	5,880	5.711	5.615	5.830

Рассчитаем значение свободных денежных потоков для фирмы (FCFF), учитывая, что ожидаемый среднесрочный темп роста составляет 1% ($g=1\%$), что обусловлено особенностями функционирования нефтегазовой отрасли, расчет прогнозных данных осуществляем на основе построенных самостоятельно прогнозов баланса и отчета о финансовый результат (табл. 3).

Таблица 3. Расчет свободных денежных потоков для компании
Лукойл (2014-2018 гг), млн долл. США

Показатели	Показатель в формуле	2014	2015	016	017	018	2
Чистый доход, доступный акционерам	NI	24714	27386	0482	002	5096	3
Амортизационные отчисления	$+NCC$	15415	16672	7885	070	0213	2
	$+ Int(l - Tax$	127	185				4

	<i>rate)</i>			56	8	99	
Расходы на процентные платежи, скорректированные на налог на прибыль	<i>- FCInv</i>	38365	38748	9463	857	0256	4
Инвестиции в основной капитал	<i>- WCI_m</i>	2017	1568	801	87	141	3
Инвестиции в рабочий капитал	<i>FCFF</i>	-127	3927	359	386	2412	1
Свободные денежные потоки для фирмы	<i>DFCFF</i>	-120	3517	403	70	475	9
Дисконтированные свободные денежные потоки (ставка дисконтирования=WACC)	<i>Discounted Terminal Value</i>					95435	1
Дисконтированная терминальная стоимость фирмы	<i>Finn Value</i>					40473	2
Стоимость фирмы	<i>Market value of debt</i>					826	3
Рыночная стоимость долга	<i>Equity Value</i>					36647	2

Если разделим полученное значение на количество акций, которые сейчас размещены на фондовом рынке (1,9 млрд), то получим стоимость акции в размере 115,13 долл. США. Сравнив данное значение с рыночным 114,41 долл. США, можем увидеть, что стоимость компании является недооцененной, однако в незначительной мере, лишь на 0,632 %, поэтому в случае предоставления инвестиционных рекомендаций можно посоветовать владельцу данной акции не продавать ее, поскольку по сути расчетная и рыночная стоимость компании фактически совпадают.

Для проверки адекватности полученных результатов применим также метод остаточного дохода [7, с. 162]. Традиционные финансовые отчеты о прибылях и убытках предназначены для отражения доходов, доступных владельцам, как результат, чистая прибыль включает затраты на капитал (дивиденды и другие расходы на капитал не вычитаются). Экономическая концепция остаточного дохода, с другой стороны, уменьшает доход на

расходы на капитал, данный метод измеряет потенциальные затраты акционеров. Метод остаточного дохода была предложена как модель решения проблемы неучета гудвилла стандартами бухгалтерского учета [7, с. 162].

Для расчета стоимости компании по методу остаточного дохода используется та же теория дисконтирования денежных потоков, что и в предыдущей модели, однако остаточный доход вычисляется другим способом:

$$RI = Netincome - Equity\ charge \quad (8)$$

где RI – остаточный доход;

$Netincome$ – чистая прибыль;

$Equity\ charge$ – расходы на капитал.

Затраты на капитал в свою очередь можно рассчитать по формуле:

$$Equity\ charge = Book\ value_{per\ share} \times R_{equity} \quad (9)$$

где $Book\ value_{per\ share}$ – балансовая стоимость собственного капитала;

R_{equity} – стоимость капитала.

Стоимость компании будет рассчитываться по следующей формуле:

$$Equity\ value = \sum_{i=1}^n DRI_t + Book\ value_0 +$$

$$Discounted\ Terminal\ Value = \sum_{i=1}^n \frac{RI_i}{(1+R_{equity})^n} + Book\ value_0 +$$

$$\frac{RI_n(1+g)}{(R_{equity}-g)(1+R_{equity})^n} \quad (10)$$

где $\sum_{i=1}^n DRI_t$ – сумма дисконтированных остаточных доходов за 5 лет прогнозного периода;

$Book\ value$ – балансовая стоимость капитала фирмы за предшествующий прогнозируемому период.

Рассмотрим расчет данного метода для компании Лукойл (табл. 4).

Таблица 4. Расчет стоимости фирмы Лукойл по методу остаточных доходов (2014-2018 гг), млн долл. США

Показатель	Обозначения в формуле	2014	2015	2016	2017	2018
Балансовая стоимость капитала	<i>Book value</i>	165.02307	182,55553	202.05701	222,23976	243,33969
Чистая прибыль	<i>Net income</i>	18.71402	17,38625	20,48265	23,62340	26,63212
Стоимость капитала, %	<i>R equity</i>	7.52	7,69	7,43	7,26	7,61
Затраты на капитал (9)	<i>Equity charge</i>	12.41106	14,04655	15.02092	16,13550	18,51231
Остаточный доход (8)	<i>Rl</i>	6.30296	3,33970	5.46173	7,48790	8.11981
Дисконтированный остаточный доход	<i>DRI</i>	5862,09	2884.17	4390,39	5611,69	5655,05
Сумма дисконтированных остаточных доходов	<i>TDRl</i>					24403,39
Балансовая стоимость капитала 2013 года	<i>Book value 2013</i>					149113,00
Дисконтированная терминальная стоимость	<i>Discounted Terminal value</i>					86439,80
Стоимость капитала	<i>Equity value</i>					259956,19

Разделив полученное значение на количество акций, которые сейчас размещены на фондовом рынке (1,9 млрд долл. США), получим стоимость акции в размере 129,98 долл. США. Если сравним данное значение с рыночной стоимостью акции 114,41 долл. США, можем увидеть, что стоимость компании являются недооцененной на 13,61 %, поэтому если следовать теории, что цена со временем достигнет своей справедливой стоимости, то необходимо покупать акции данной компании, поскольку со временем ее стоимость будет только расти до момента достижения рассчитанного нами уровня.

Не менее важной моделью концепции дисконтированных денежных потоков является модель дисконтирования дивидендов (*Dividend discount model*). Данная модель по оценкам экспертов является очень актуальной и

необходимой для адекватной оценки стоимости компании и входит в топ - 5 используемых моделей по итогам 2003 – 2013 гг.

Если компания платит разные по размеру дивиденды в течение прогнозного периода, то необходимо применить следующую формулу:

$$Equity\ value = \frac{D_1}{(1+R_{equity})} + \frac{D_2}{(1+R_{equity})^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+R_{equity})^n} + Terminal\ value \quad (11)$$

где D_n – дивиденды, уплаченные компанией за соответствующий период.

Если же компания предполагает, что ее дивидендные выплаты будут расти в соответствии с определенным заложенным коэффициентом роста g , то формула приобретет следующий вид (модель Гордона):

$$Equity\ value = \frac{D_0(1+g)}{(1+R_{equity})} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+R_{equity})^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+R_{equity})^n} + Discounted\ Terminal\ value \quad (12)$$

Если компания предполагает различные темпы роста для краткосрочного (g_s) и долгосрочного периодов (g_L):

$$Equity\ value = \sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+R_{equity})} + \frac{D_0(1+g_s)^n(1+g_L)}{(1+R_{equity})^n(R_{equity}-g_L)} \quad (13)$$

Рассмотрим применение модели дисконтирования дивидендов на примере компании Лукойл, для расчета стоимости капитала компании используем формулу 11 (табл. 5).

Таблица 5. Расчет модели дисконтирования дивидендов на примере компании Лукойл (2014-2018 гг)

Показатель	Обозначение в формуле	2014	2015	2016	2017	2018
Дивидендные выплаты, млн долл. США	D	7376,24	8173,84	9097.82	9850,00	10475,02
Стоимость капитала, %	R_{equity}	7,09	7,00	6,96	7,04	7,04

Дисконтированные дивидендные выплаты, млн долл. США	<i>Discounted dividends</i>	6888,094	7133,561	7423,520	7508.427	7459,467
Сумма дисконтированных дивидендов, млн долл. США						36413,069
Дисконтированная терминальная стоимость, млн долл. США	<i>Discounted Terminal value</i>					124665,947
Стоимость капитала фирмы, млн долл. США	<i>Equity value</i>					161079.017

Если разделить полученное значение на количество акций, которые сейчас размещены на фондовом рынке (1,9 млрд долл. США), получим стоимость акции в размере 82,54 долл. США. Если сравним данное значение с рыночной стоимостью акции 114,41 долл. США, можем увидеть, что стоимость компании являются переоцененной на 27,86%, поэтому если следовать теории, что цена со временем достигнет своей справедливой стоимости, то необходимо продавать акции данной компании, поскольку со временем ее стоимость будет снижаться до момента достижения рассчитанного нами уровня [10, с. 37].

Однако данную модель нельзя применять, когда компания не осуществляет дивидендных выплат [12, с. 90].

Для получения данных, скорректированных на переменную конъюнктуру рынка используют наиболее эффективен на современном этапе метод рыночного подхода – метод мультипликаторов (метод рынка капиталов) – multiples. Расчет рыночной стоимости капитала компании сравнительным подходом основано на использовании ценовых мультипликаторов – коэффициентов, которые отражают соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база мультипликатора является измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только

прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие [6, с. 114].

Метод мультипликаторов предполагает следующие этапы вычислений:

1. Необходимо рассчитать ценовые мультипликаторы для компании.
2. Выбрать 5 компаний – конкурентов, за рыночными характеристиками являются аналогичными выбранной компании.
3. Рассчитать ценовые мультипликаторы для компаний конкурентов и найти среднее значение по каждому из них.
4. Найти произведение ценовых мультипликаторов компании Лукойл на средние значения по 5-ю компаниями - конкурентами.
5. Вычислить среднее значение новых ценовых мультипликаторов.

Выбор наиболее приемлемых ценовых мультипликаторов определяется в соответствии с особенностями функционирования каждой конкретной компании, рассмотрим следующие из них:

- P/E (цена/чистая прибыль) – применяется в том случае, когда прибыль сравнительно высокий и отражает реальное экономическое состояние предприятия;
- P/B (цена/балансовая стоимость собственного капитала) – является наиболее приемлемым для тех компаний, которые имеют на балансе значительные размеры активов, и когда есть прочная связь между показателем балансовой стоимости и доходом, генерируемый компанией;
- P/S (цена/объем продаж) – преимуществом данного коэффициента является то, что он не принимает отрицательных значений и более устойчивым к субъективным факторам и злоупотреблениям менеджмента компаний;

- EV/EBITDA (балансовая стоимость предприятия с учетом всех источников финансирования/прибыль до уплаты амортизационных и процентных отчислений и налогов) – создает возможность оценить компании с разным финансовым левериджем и разным уровнем амортизационных отчислений, а также может применяться в убыточных компаниях;

- EV/S (балансовая стоимость предприятия с учетом всех источников финансирования/объем продаж) – данный показатель полезен тем, что в нем учитывается стоимость только инвестированных активов (находящихся в обороте) и исключаются свободные денежные средства;

- EV/EBIT (балансовая стоимость предприятия с учетом всех источников финансирования/прибыль до уплаты процентных отчислений и налогов) – может применяться при ограниченной информации о компании-аналоги.

Розглянемо використання методу мультиплікаторів на прикладі компанії Лукойл (табл. 6), обравши такі компанії-конкуренти, як Exxon Mobil Corporation, Conoco Philips, Philips 66, Hess Corporation.

Таблица 6. Метод мультипликаторов для компании Лукойл (2013-2015 гг.)

Компания / Показатель	P/E			P/B			P/S		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Лукойл	12,25	9,72	8,78	1,61	1,46	1,32	1,09	1,10	0,98
<i>Лукойл/Средние значения</i>	<i>0,86</i>	<i>0,69</i>	<i>0,65</i>	<i>0,85</i>	<i>0,76</i>	<i>0,67</i>	<i>0,87</i>	<i>0,92</i>	<i>0,86</i>
Exxon Mobil Corporation	13,82	13,74	13,16	2,38	2,46	2,56	1,14	1,01	0,86
Conoco Philips	14,57	12,53	13,02	1,68	1,84	1,85	1,76	1,66	1,64
Philips 66	16,78	11,03	10,01	2,28	2,20	2,26	0,32	0,29	0,28
Hess Corp.	12,13	18,84	17,89	1,22	1,17	1,16	1,81	1,82	1,79
Среднее значение	14,32	14,04	13,52	1,89	1,92	1,96	1,26	1,20	1,14
Цена акции Лукойл	146,4	180,8	192,9	146,9	164,7	186,1	144,3	136,7	145,8
Среднее значение цены акции, долл. США									161,0

Стоимость капитала Лукойл, млн дат. США		322080
---	--	--------

По результатам проведенных расчетов в таблице 5, можем увидеть, что исчисленная цена акции компании Лукойл составляет 161,04 долл. США и выше, чем рыночная цена акции 114,41 долл. США на 40,76%, следовательно, стоимость компании на рынке недооценена и, учитывая такие результаты стоило бы вкладывать средства в данную компанию.

С целью получения среднего значения стоимости акций и компании предоставим каждой модели вес=25% и рассчитаем среднее значение (табл. 7).

Таблица 7. Итоговые значения моделей

Модель	Удельный вес, %	Цена акции, долл. США
FCFF	25	115.13
Residual income	25	129.98
Dividend discount model	25	82.54
Multiples	25	161.04
Среднее значение цены акции с учетом долей, долл. США	122,17	
Стоимость капитала компании, млн долл. США	244345	

Итак, как видим, выбранные модели доходного метода оценки стоимости компании демонстрируют разные результаты, но если взвесить их с равными долями, то получим значение, что демонстрирует недооценку компании на рынке на 6,35%.

Выводы. Таким образом, по результатам проведенного исследования можно сделать следующие выводы:

- методы оценки стоимости предприятия на современном этапе имеет ряд преимуществ и недостатков;
- выбор непригодной модели оценки может привести к переоценке или недооценки бизнеса, что, в частности, обусловлено особенностями функционирования самой компании, негативными изменениями

конъюнктуры рынка, а также неправильным формулировкой назначения оценки;

- ни один из приведенных выше подходов и методов не являются взаимоисключающими, а дополняют друг друга (их сочетание позволяет получить более адекватные данные о стоимости компании);

- применение рассмотренных в ходе исследования моделей является обязательным условием при организации таких мероприятий, как слияние и поглощение, выкуп акций, определение величины премий акционерам поглощаемой тому подобное.

Литература:

1. Алексеев М.А., Савельева М.Ю., Слайковский С.А. Влияние манипулирования финансовой отчетностью на оценку стоимости компании // Сибирская финансовая школа, 2017. – № 1 (120). – 107-110 с.

2. Алимов Д.А. Моделирование влияния долговой нагрузки на оценку стоимости производственной компании // В книге: ЛОМОНОСОВ - 2017 Сборник тезисов XXIV Международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых. Составители Е.И. Атамась, А.И. Месяц, И.Г. Шевцова, 2017. – 54-57 с.

3. Волкова Н.В., Вдовина Н.С. Влияние инфляции на оценку стоимости компании // В сборнике: современная экономика социальные вызовы и финансовые проблемы XXI века сборник статей Международной научно-практической конференции, 2017. – 7-11 с.

4. Дунаева А.И., Истранин А.В. Прогнозное финансовое моделирование при оценке уровня насыщенности рынка и инвестиционной привлекательности компании // Проблемы анализа риска, 2017. – Т. 14. – № 4. 76-81 с.

5. Дуплякин В.М., Болдырев М.А. Эффективность оценок риска неисполнения обязательств по ценным бумагам компаний России и США // Экономика и предпринимательство, 2017. – № 4-1 (81-1). – 1209-1214 с.

6. Лаврова Ж.А., Липницкий Т.В. Особенности применения доходного подхода в оценке стоимости компании в процессе реструктуризации // В сборнике: Наука, бизнес, власть - триада регионального развития сборник статей II Международной научно-практической конференции, 2017. – 111-115 с.

7. Реутова И.М. Доходный подход к оценке страховых компаний // В сборнике: Инновации в науке: вопросы теории и практики Сборник статей Международной научно-практической конференции, 2017. – 159-164 с.

8. Сафронова Ю.И. Зарубежная практика по оценке кредитоспособности компании // В сборнике: Регулирование экономической деятельности и деловая среда: проблемы, перспективы и решения Сборник научных трудов по материалам II Международной научно-практической конференции, 2017. – 142-146 с.

9. Смирнова И.В., Смирнова Е.С. Построение кредитного рейтинга на основе взвешенных оценок для компаний металлургического сектора // В сборнике: Научный форум: экономика и менеджмент сборник статей по материалам VI международной заочной научно-практической конференции, 2017. – 62-76 с.

10. Тарасова Ж.Н. Современные подходы к стоимостной оценке компаний: сходства и различия // Экономика и управление: проблемы, решения, 2017. – Т. 3. – № 9. – 31-38 с.

11. Тарасова Ж.Н. Терминологические проблемы при построении денежного потока в стоимостной оценке компаний // Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии, 2017. – № 10 (57). – 377-380 с.

12. Татаринцева Я.П. Подходы, принципы оценки стоимости компаний и факторы, влияющие на точность оценки // В сборнике: Фундаментальные и прикладные научные исследования: актуальные вопросы, достижения и инновации сборник статей победителей IV Международной научно-практической конференции, 2017. – 89-92 с.

13. Тебекин А.В., Бозров А.Р. К вопросу об оценке эффективности функционирования крупнейших мировых компаний банковской сферы // Маркетинг и логистика, 2017. – № 5 (13). – 83-90 с.

14. Цветкова Л.И. Оценка финансовой устойчивости страховой компании на основе оценки уровня риска недостаточности капитала // Экономика и предпринимательство, 2017. – № 8-4 (85-4). – 803-805 с.

15. Штриккер В.О. К оценке взаимодействия управляющих компаний с администрацией города и населением (по данным опроса) // В сборнике: Лучшая студенческая статья 2017 сборник статей XI Международного научно-практического конкурса: в 3 ч. Пенза, 2017. – 139-143 с.