

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Тольяттинский государственный университет»

Институт финансов, экономики и управления  
(наименование института полностью)

Департамент бакалавриата (экономических и управленческих программ)  
(наименование департамента)

38.03.01 «Экономика»  
(код и наименование направления подготовки, специальности)

«Финансы и кредит»  
(направленность (профиль)/специализация)

## БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА

на тему «Модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса (на примере ПАО «Ростелеком»)»

Студент

А.В. Шевчук

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

Руководитель

Я.С. Митрофанова

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

**Допустить к защите**

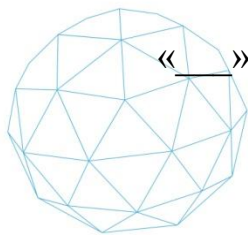
Руководитель департамента, канд. экон. наук, С.Е. Васильева

(ученая степень, звание, И.О. Фамилия )

(личная подпись)

«    » \_\_\_\_\_ 20\_\_ г.

Тольятти 2019



**Росдистант**

ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ ДИСТАНЦИОННО

## Аннотация

Бакалаврскую работу выполнила: А.В. Шевчук.

Тема работы: «Модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса (на примере ПАО «Ростелеком»)»

Научный руководитель: канд. экон. наук, доцент, доцент Я.С. Митрофанова.

Цель исследования – выбор модели определения ставки дисконтирования для оценки стоимости российской компании и разработка направлений снижения величины ставки дисконтирования с целью повышения стоимости компании.

Объект исследования – ПАО «Ростелеком», основным видом деятельности которого является деятельность в области связи на базе проводных технологий.

Предмет исследования – факторы, влияющие на ставку дисконтирования и определяющие стоимость компании.

Методы исследования – методы вертикального и горизонтального анализа, коэффициентный метод, метод сравнения.

Краткие выводы по бакалаврской работе: в результате проведения анализа была определена модель и рассчитана ставка дисконтирования, на основании которой была рассчитана стоимость ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков; далее в третьей главе были представлены рекомендации по снижению ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком».

Практическая значимость работы заключается в том, что отдельные её положения в виде материала подразделов 2.2, 2.3, 3.1, 3.2 могут быть использованы специалистами ПАО «Ростелеком».

Структура и объем работы. Работа состоит из введения, 3-х разделов, заключения, списка используемой литературы из 48 источников и 3 приложений. Общий объем работы, без приложений, 54 страницы машинописного текста, в том числе таблиц – 20, рисунков – 12.

## Содержание

Введение.....	4
1 Теоретические основы определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса .....	7
1.1Экономическая сущность и методы оценки стоимости компании .....	7
1.2Метод дисконтирования денежных потоков при оценке российского бизнеса.....	13
1.3Модели определения ставки дисконтирования при оценке стоимости российского бизнеса .....	17
2 Выбор модели определения ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «Ростелеком» .....	22
2.1Технико-экономическая характеристика ПАО «Ростелеком» .....	22
2.2Выбор модели и расчёт ставки дисконтирования для оценки ПАО «Ростелеком» .....	28
2.3Оценка стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков.....	34
3 Направления снижения ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком» .....	38
3.1Рекомендации по снижению ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком».....	38
3.2Обоснование экономической эффективности предлагаемых рекомендаций.....	41
Заключение .....	47
Список используемой литературы .....	50
Приложения .....	55

## Введение

Любой актив, как финансовый, так и реальный, обладает определенной ценностью. Оценка стоимости актива находится в основе любого инвестиционного решения, независимо от того, связано ли это решение с покупкой, продажей или хранением активов. То же касается в оценки стоимости бизнеса в целом.

Оценка стоимости компании играет сегодня важную роль в развитии рыночных отношений, поскольку предоставляет контрагентам инструменты для принятия взвешенных инвестиционных решений, которые позволяют увеличивать эффективность производственного процесса.

Сегодня оценка бизнеса приобретает особое значение, поскольку представляет интерес для разных участников финансовых отношений. Оценка стоимости компании выступает основой для принятия решений в таких областях, как кредитование, инвестирование, передача и/или переуступка прав, слияние и поглощение и тому подобное.

Существует множество методов и подходов к оценке стоимости компании, одним из которых выступает метод дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода. Основной данного метода выступает ставка дисконтирования, от которой напрямую зависит стоимость компании. В связи с этим выбор модели определения ставки дисконтирования при оценке стоимости компании выступает важнейшим этапом в проведении оценки компании. Это определяет актуальность данной бакалаврской работы.

Цель бакалаврской работы состоит в выборе модели определения ставки дисконтирования для оценки стоимости российской компании и разработке направлений снижения величины ставки дисконтирования с целью повышения стоимости компании.

Задачи бакалаврской работы определены её целью. Так, основными задачами бакалаврской работы является:

- изучить теоретические основы определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса;

- обосновать выбор модели определения ставки дисконтирования и провести оценку стоимости ПАО «Ростелеком»;

- разработать направления снижения ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком».

Объектом исследования выступает ПАО «Ростелеком». Предметом исследования выступают факторы, влияющие на ставку дисконтирования и определяющие стоимость компании.

Методологической базой исследования послужили положения, содержащиеся в работах отечественных ученых по вопросам оценки стоимости компании, периодическая литература, нормативно-правовые акты.

Информационной базой исследования выступила бухгалтерская (финансовая) отчетность, а также данные годовых отчетов анализируемой компании, статистические данные, данные сети Интернет.

Исследование проводится за три года – с 2016 по 2018 годы.

В качестве методов исследования были использованы методы вертикального и горизонтального анализа, коэффициентный метод, метод сравнения.

Теоретическая значимость исследования состоит в систематизации методических подходов к выбору моделей определения ставки дисконтирования и оценке стоимости компании.

Практическая значимость исследования состоит в том, что содержащиеся в работе выводы и рекомендации могут быть использованы для повышения стоимости анализируемой компании, а также компаний телекоммуникационной отрасли в целом.

Бакалаврская работа включает в себя следующие элементы: введение, три главы, заключение, список используемой литературы, приложения.

В первой главе раскрываются теоретические основы определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса. В рамках первой главы раскрывается экономическая сущность и методы оценки стоимости компании, раскрывается метод дисконтирования денежных потоков при

оценке российского бизнеса, а также изучаются модели определения ставки дисконтирования при оценке стоимости российского бизнеса.

Во второй главе проводится выбор модели определения ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «Ростелеком». В рамках второй главы представлена технико-экономическая характеристика ПАО «Ростелеком», обосновывается выбор модели определения ставки дисконтирования, рассчитывается ставка дисконтирования для оценки ПАО «Ростелеком», а также проводится оценка стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков.

В третьей главе раскрываются направления снижения ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком». В рамках третьей главы даются рекомендации по снижению ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком», а также обосновывается экономическая эффективность предлагаемых рекомендаций.

# 1 Теоретические основы определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса

## 1.1 Экономическая сущность и методы оценки стоимости компании

Рассмотрим экономическую сущность и необходимость оценки стоимости компании.

В целом понятие стоимости бизнеса – это:

- показатель, который определяет эффективность и успешность функционирования бизнеса, так как оценка стоимости позволяет определить тенденции развития бизнеса, его нынешнее положение на рынке;

- комплексный анализ финансового состояния предприятия, анализ организации в различных сферах деятельности, анализ технического оснащения и т.д.;

- показатель, демонстрирующий, насколько предприятие выгодно для вложений инвесторов, какие у бизнеса дальнейшие перспективы и возможности [5].

Как отмечает А. Дамодаран, оценка полезна при решении широкого круга задач. Тем не менее роль, которую она играет, зависит от той области, где она применяется. А. Дамодаран рассматривает использование оценки в таких областях, как: управление портфелем активов, анализ с целью приобретения и корпоративные финансы. «Оценка играет ключевую роль во многих сегментах финансовой сферы: в корпоративных финансах, при слиянии и приобретении фирм, а также при управлении портфелями» [10].

Основные (сущностные) черты, которые присущи процессу оценки стоимости предприятия, заключаются в следующем:

- оценка стоимости предприятия представляет собой процесс, т.е., чтобы получить результат, оценщик должен произвести последовательность операций, на содержание которых влияют цели оценки, характеристики объекта и выбранные методы;

- этот процесс является упорядоченным, т.е. все действия производятся в определенном порядке;
- оценка стоимости является процессом целенаправленным, и оценщик в своей деятельности всегда следует конкретным целям;
- это процесс количественной оценки, таким образом, все стоимостные характеристики должны быть выражены количественно;
- процесс оценки стоимости предприятия имеет рыночный характер [36].

Этапы процесс проведения оценки состоит из этапов, которые представлены в таблице 1.1.

Таблица 1.1 – Этапы проведения оценки

Этап	Описание этапа
Подготовительный этап	Определение объекта, задач и цели оценки, составление плана оценки, решение организационных вопросов
Аналитический этап	Сбор, проверка, корректировка и анализ информации, оценка воздействия экзо- и эндогенных факторов на объект оценки
Методический этап	Выбор подходов и методов оценки, расчёт стоимости объекта.
Результирующий этап	Внесение поправок, определение итоговой величины стоимости, составление отчета об оценке, защита отчета.

Подход к оценке – это разработанная на основании некоторой экономической модели совокупность методов и методик оценки с конкретным способом расчетов. Основные подходы представлены на рисунке 1.1.



Рисунок 1.1 – Подходы к оценке стоимости



Все подходы несут в себе определённые методологические основы, учитывающих особенности объекта оценки и целей оценки.

Краткая характеристика подходов представлена в таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Основные подходы к оценке стоимости и их описание

Подход	Особенности	Описание подхода
Доходный подход	Оценка будущих результатов	Основывается на оценке будущих поступлений, то есть на определении будущих доходов, которые предприятие может принести собственнику. При этом оценка предусматривает приведение будущих денежных потоков в текущему моменту времени.
Затратный (имущественный) подход	Оценка прошлых результатов	Основывается на определении стоимости активов предприятия за вычетом обязательств предприятия.
Рыночный (сравнительный) подход	Оценка настоящих результатов	Основывается на методе замещения, главной концепцией является позиция о том, что покупатель не приобретет компанию при условии наличия схожего по своим характеристикам объекта, требующего при приобретении меньшего количества затрат. Аналоги для сравнения и оценки – предприятия, имеющие сходные характеристики, определяющие стоимость объекта, то есть экономические, технические, материальные

Каждый из подходов предполагает применение определённых методов, которые представлены на рисунке 1.2.

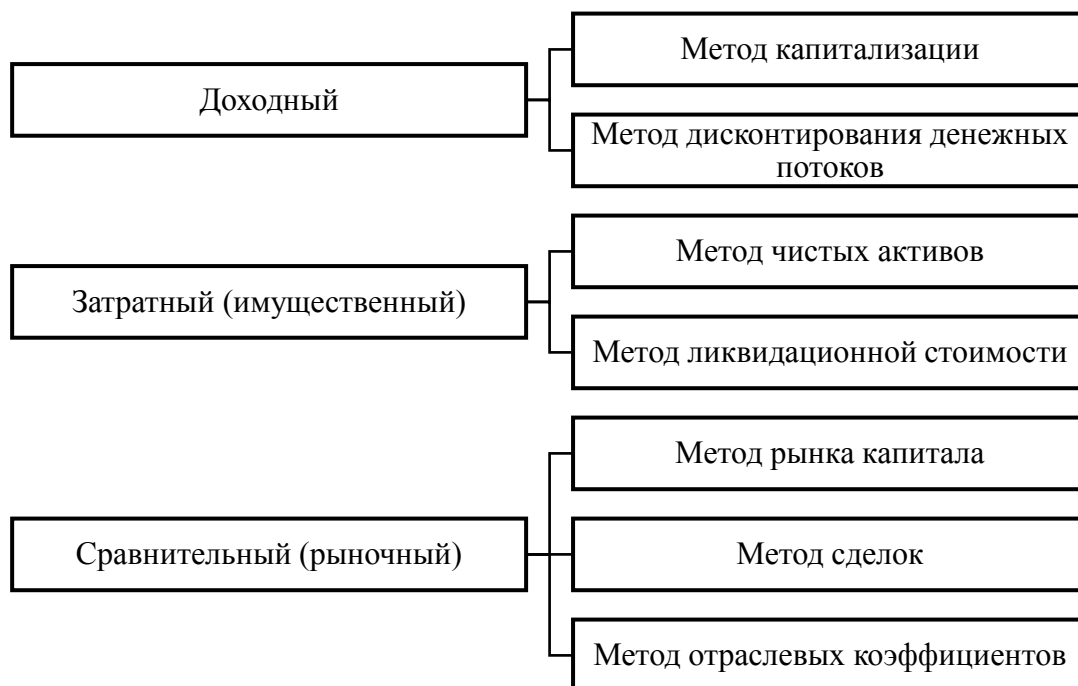


Рисунок 1.2 – Методы оценки стоимости

Представим характеристику основных методов оценки стоимости компании.

### 1. Доходный подход

1.1. Метод капитализации. Метод применяется, когда величина прогнозируемого дохода ожидается неизменной. Формула определения стоимости компании данным подходом представлена ниже (формула 1).

$$C = \frac{NOI}{R_k} \quad (1)$$

где  $C$  – стоимость компании;

$NOI$  - чистый операционный доход;

$R_k$  - коэффициент капитализации.

1.2. Метод дисконтирования денежных потоков. Метод применяется, когда будущие доходы будут изменяться за каждый год прогнозного периода. Формула определения стоимости компании данным подходом представлена ниже (формула 2).

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (2)$$

где  $DCF$  – дисконтированный денежный поток;

$CF_i$  - денежный поток в  $i$ -й период времени;

$r$  - ставка дисконтирования;

$n$  - количество временных периодов.

## 2. Затратный (имущественный) подход

2.1 Метод чистых активов. Метод применяется, когда доходы невозможно предсказать, при этом предприятие имеет значительные финансовые и материальные активы. Формула определения стоимости компании данным подходом представлена ниже (формула 3).

$$Vb = Vta + Vfa + Via + G - O \quad (3)$$

где  $Vb$  – стоимость бизнеса;

$Vfa$  - стоимость материальных активов;

$Via$  - стоимость нематериальных активов;

$Vfa$  - стоимость финансовых активов;

$G$  – оценка гудвила;

$O$  - стоимость обязательств предприятия.

2.2. Метод ликвидационной стоимости. Метод применяется для оценки стоимости компании при банкротстве. Формула определения стоимости компании данным подходом представлена ниже (формула 4).

$$VI = Va - CI \quad (4)$$

где  $VI$  – ликвидационная стоимость предприятия;

$Va$  – стоимость активов;

$CI$  – затраты на ликвидацию.

## 3. Сравнительный (рыночный) подход

3.1. Метод рынка капитала (метод компании-аналога). Метод применяется для оценки неконтрольного пакета акций.

3.2. Метод сделок (метод продаж). Метод применяется для оценки контрольного пакета акций.

Расчёт стоимости предприятия в рамках данных двух методов осуществляется по формуле 5.

$$S = H * P2 \quad (5)$$

где  $S$  – стоимость предприятия;

$P_2$  – ожидаемое к желательному моменту перепродажи значение чистой прибыли предприятия.

Расчет мультипликатора «цена / чистая прибыль» осуществляется по формуле 6.

$$H = P * N / P_1 \quad (6)$$

где  $P$  – рыночная цена одной акции предприятия-аналога (при использовании метода рынка капитала); цена контрольного пакета, включающую премию за элементы контроля (при использовании метода сделок);

$P_1$  – чистая прибыль предприятия-аналога;

$N$  – количество акций предприятия-аналога.

3.3. Метод отраслевых коэффициентов. Метод применяется для ориентировочной оценки стоимости предприятия. Расчет осуществляется на основе длительных статистических наблюдений.

Описанные выше методы не являются взаимоисключающими, а, наоборот, дополняют друг друга. Поэтому в практической деятельности часто применяют несколько методических подходов, которые дают полный ответ на поставленные вопросы и отвечают целям оценки стоимости предприятия, наличию и достоверности информационных источников для ее проведения.

На современном этапе недостаточно решена проблема отсутствия комплексного сбалансированного подхода к оценке стоимости хозяйствующих субъектов, осуществляющих свою деятельность в различных организационно-правовых формах. Современное нестабильное состояние экономики России, вызванное главным образом, заостренной политической ситуацией в нашей стране, требует от менеджеров предприятий, организаций, лиц, занимающихся оценочным бизнесом, быть гибкими, легко приспосабливаться к внешним условиям при постоянных рыночных колебаниях. Также им необходимо знать методические основы подходов к

оценке стоимости предприятия, в связи с этим исследование основных характеристик к подходам оценки стоимости предприятия является сегодня актуальной проблемой.

На сегодняшний день накоплен определенный положительный опыт при проведении рыночной оценки стоимости предприятия, определении затрат на инвестиции и т.п. В то же время, вопросам оценки все еще уделено явно недостаточно внимания. Здесь особенно следует отметить то, что при осуществлении оценочных работ на российских предприятиях многими существующими подходами или вообще не пользуются, либо пользуются чрезвычайно редко, вследствие чего, на практике не всегда обеспечивается всесторонняя и объективная оценка величины капитала.

Необходимо отметить, что использование того или иного подхода на отечественных предприятиях осложняется невозможностью точного прогноза и недостатком информации для расчета необходимых показателей.

Изучив теоретические основы оценки стоимости предприятия и рассмотрев основные подходы и методы оценки, рассмотрим более подробно один из методов в рамках доходного подхода – метод дисконтирования денежных потоков.

## 1.2 Метод дисконтирования денежных потоков при оценке российского бизнеса

Одним из фундаментальных законов экономики является постоянное обесценивание во времени ценности или покупательной способности денег. Базой для расчётов стоимости денег с учётом фактора времени является дисконтирование, то есть процесс приведения стоимости всех выплат денежного потока к определённом моменту времени.

В связи с этим наиболее применимым методом, который позволяет провести оценку стоимости предприятия, исходя из ретроспективного анализа, выступает метод дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода. Именно данный метод признан во всем мире как

наиболее теоретически обоснованный метод оценки бизнеса действующих предприятий. Как отмечает М.А. Федотова, «в странах с развитой экономикой этот метод применяется в 80 - 90% случаев при покупке предприятий крупного и среднего бизнеса и в наибольшей степени отвечает интересам инвесторов. Метод дисконтирования денежных потоков не стоит применять к оценке бизнеса убыточных предприятий. Кроме того, его можно с осторожностью использовать при оценке бизнеса новых предприятий» [41].

Основные этапы оценки стоимости компании методов дисконтирования денежных потоков представим на рисунке 1.3.

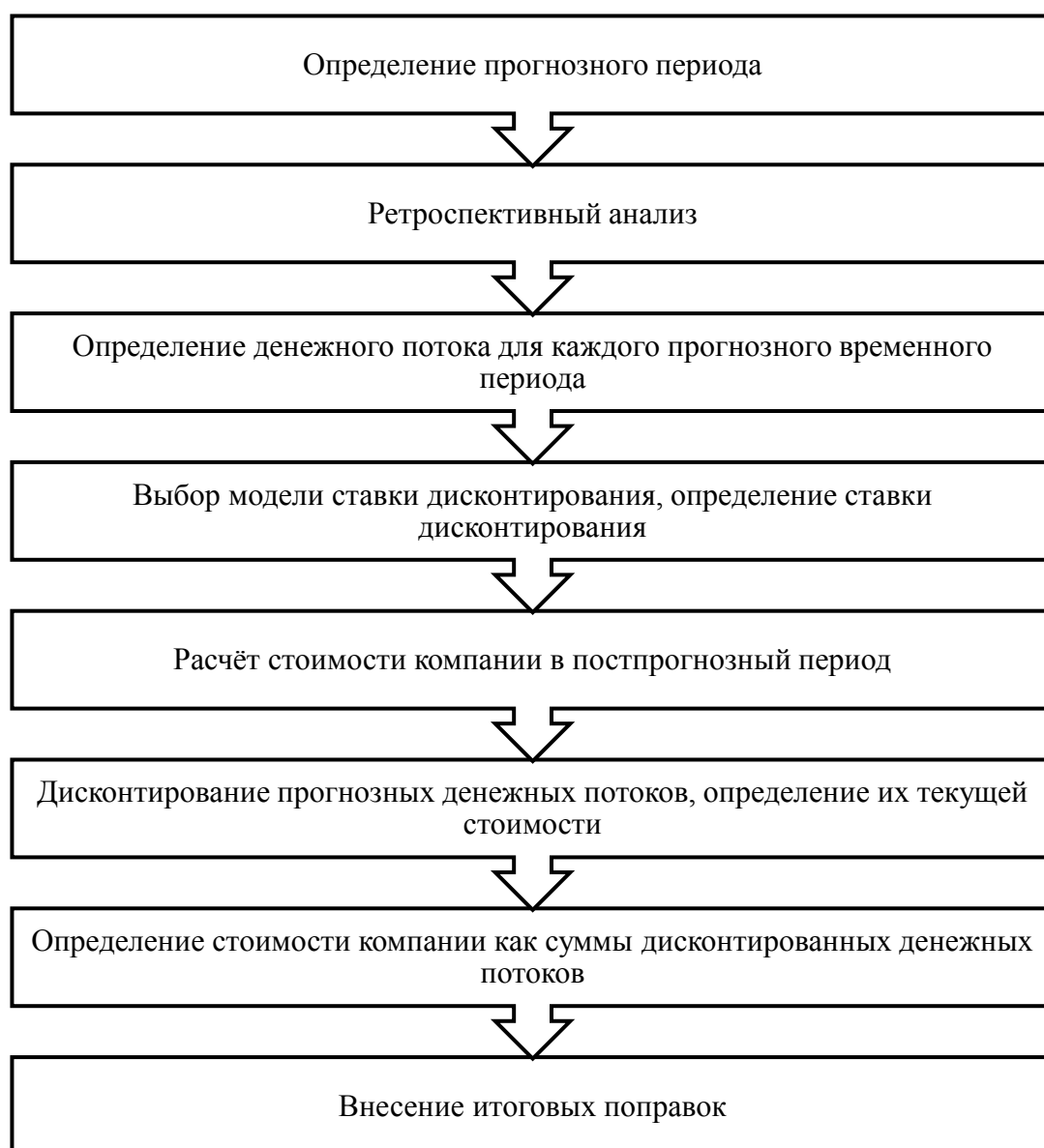


Рисунок 1.3 – Этапы оценки стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков

Рассмотрим данные этапы более подробно.

Первый этап - определение прогнозного периода, то есть периода для прогнозирования.

Как правило, прогнозируется предсказуемый отрезок времени со стабильными темпами роста экономики. В государствах с хорошо развитой рыночной экономикой он составляет 5-10 лет. В отечественной практике традиционно рассматривается период в 3-5 лет.

Следующий этап – проведение ретроспективного анализа с целью прогнозирования денежных потоков. В данном случае проводится анализ за предыдущие отчётные периоды.

Так, например, прогнозирование выручки от реализации может осуществляться как укрупнённым, так и детальным подходами. Укрупнённый подход включает в себя прогнозирование роста выручки в зависимости от темпов роста предыдущих лет (компании или отрасли, в которой действует компания). Детальный подход подразумевает использование большего массива информации.

Что касается прогнозирования расходов, то в данном случае также возможны как укрупнённый, так и детальный подход. Укрупнённый подход подразумевает анализ доли переменных затрат в выручке, а также условно-фиксированной величины постоянных затрат. Рост постоянных затрат также возможен в зависимости от перспектив деятельности компании. Что касается детального подхода, то в данном случае проводится анализ по отдельным статьям затрат.

Таким образом на основе ретроспективного анализа определяется денежный поток для каждого прогнозного года.

Следующий этап – это выбор модели определения ставки дисконтирования и расчёт ставки дисконтирования. Она определяет норму прибыли, которую следует ожидать инвестору, вкладывающему деньги в проект.

Далее рассчитывается стоимость компании в постпрогнозный период. Стоимость может определяться различными способами.

«Для стабильного бизнеса с большими материальными активами используется метод расчета по стоимости чистых активов.

Метод расчета по ликвидационной стоимости используется, если предполагается банкротство фирмы в постпрогнозный период.

Метод предполагаемой продажи состоит из пересчета в текущую стоимость прогнозируемого денежного потока от продаж.

Предполагается (согласно модели Гордона), что доход первого постпрогнозного года капитализируется в показатели стоимости с помощью коэффициента капитализации, который рассчитывается как разность между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста» [36].

Следующий этап – это дисконтирование прогнозных денежных потоков, определение их текущей стоимости. На данном этапе осуществляется приведение полученных потоков к первоначальному периоду путём умножения их на показатель коэффициента дисконтирования (то есть деление на единицу плюс ставка дисконтирования).

Так, все будущие денежные потоки дисконтируются по выбранной ставке, то есть приводятся к текущему моменту времени, а затем суммируются. Сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный периоды – это и есть стоимость компании, определённая методом дисконтирования денежных потоков.

И, наконец, последний этап – это внесение итоговых поправок.

Методика дисконтированных денежных потоков позволяет применять следующие способы создания стоимости:

- увеличивать денежные потоки, генерируемые активами организации, либо путём роста посленалоговых доходов от активов, либо посредством уменьшения потребностей в инвестировании в основной и оборотный капитал;



- увеличивать ожидаемый темп роста денежных потоков посредством увеличения доли реинвестированной прибыли или посредством увеличения отдачи инвестированного капитала, то есть качества инвестиций;

- увеличивать продолжительность периода высокого темпа роста;

- принимать меры по уменьшению стоимости капитала посредством снижения операционного риска инвестированного капитала, изменения пропорций долгового финансирования капитала либо изменения финансовых условий привлечения кредитов.

Итак, инструментом приведения будущих денежных потоков к текущему времени является ставка дисконтирования. А так как любая ценность объекта всегда относительна, следовательно, ставка дисконтирования выступает тем самым базовым критерием, с помощью которого производят расчет эффективности вложения.

Далее рассмотрим основные модели определения ставки дисконтирования при оценке стоимости российского бизнеса.

### 1.3 Модели определения ставки дисконтирования при оценке стоимости российского бизнеса

Как было отмечено выше, ставка дисконтирования выступает одним из ключевых элементов, от которого будет зависеть стоимость компании при оценке методом дисконтирования денежных потоков. То есть результат оценки стоимости компании будет напрямую зависеть от выбранной ставки дисконтирования.

Следовательно, необходимо рассмотреть основные модели определения ставки дисконтирования и выявить факторы, от которых зависит ставка дисконтирования.

Факторы, от которых зависит ставка дисконтирования, - это средневзвешенная стоимость капитала, инфляционная составляющая, дополнительная норма прибыли за риск, доходность по безрисковым активам

и многое другое. В целом факторы определяются в зависимости от выбранной модели.

Модели определения ставки дисконтирования отличаются различными подходами, каждый из которых характеризуется специфическими достоинствами и недостатками.

Несмотря на разнообразие методов расчета ставки дисконтирования, все они могут быть объединены в четыре группы, представленные на рисунке 1.4.



Рисунок 1.4 – Группы методов определения ставки дисконтирования

Итак, рассмотрим эти группы более подробно:

- 1 группа – интуитивные методы основаны на опыте инвестора, его психологических мотивах, личном убеждении и ожидании;

- 2 группа – экспертные – основаны на мнении одного или нескольких специалистов;

- 3 группа – аналитические, за базу расчета в которых принимаются бухгалтерские и финансовые показатели компании (метод на основе рентабельности капитала, на основе постоянного роста дивидендов);

- 4 группа – математические или количественного анализа. Данная группа методов требует знания инструментов математического моделирования и навыков статистического анализа (модель CAPM, WACC, модель кумулятивного построения).

Интуитивный метод расчета ставки дисконтирования основывается на мнении инвестора об изменении доходности на фондовом рынке.

Данный подход обладает достаточной долей субъективизма, и применим к вложениям, не чувствительным к ставке дисконтирования.

Подобное замечание характерно и для экспертной модели определения ставки дисконтирования. Эксперт в этом случае должен обладать глубокими знаниями рыночной конъюнктуры и иметь опыт работы на фондовом рынке. Кроме этого, экспертная оценка ставки дисконтирования применяется для венчурных проектов, не имеющих аналогов на рынке. Среди достоинств экспертного метода – возможность учитывать нестандартные факторы риска и тонкая индивидуальная настройка анализа. В числе недостатков – субъективное восприятие ситуации.

Методы третьей и четвертой группы дают более точную оценку ставки дисконтирования, основываясь не только на опыте и знаниях инвестора, но и на аналитическом подходе к расчету показателя. При этом необходимо помнить, что каждая из моделей указанных групп применима к соответствующему денежному потоку.

Рассмотрим данные модели более подробно.

- CAPM-модель оценки капитальных активов.

Сильной стороной модели считается учёт связи рыночного риска и доходности акции. В первоначальной модели этот фактор был единственным учётным. Во внимание не принимались транзакционные затраты, непрозрачность фондового рынка, налоги и другие факторы.

В основе CAPM модели лежит рыночный риск, при этом следует отметить, что в российской практике достаточно часто премия за рыночный риск принимает отрицательное значение, то есть доходность индекса рынка превышает безрисковую ставку.

В данном случае использование данной модели в качестве метода определения ставки дисконтирования нерационально, так как ставка дисконтирования получится неоправданно низкой, тем самым окажет влияние на стоимость компании при расчёте в пользу её завышения. То же

касается выбора коэффициента бета, который в различные периоды времени принимает различные значения.

- Модель WACC – средневзвешенной стоимости капитала.

Данная модель – один из самых популярных методов для демонстрации нормы дохода, которую нужно выплатить за инвестиционную часть капитала. Экономический смысл метода – в вычислении минимально допустимой величины рентабельности (уровня прибыльности).

Модель средневзвешенной цены капитала – модель WACC – учитывает стоимость и собственного, и заёмного капитала.

При этом определение стоимости собственного капитала опять же основывается в большинстве своём на модели оценки капитальных активов CAPM, применение которой не всегда уместно.

Более того, при значительной доли заёмного капитала модель WACC будет недостаточно учитывать безрисковую ставку, а также величину премии за риск.

- Кумулятивная модель.

При использовании кумулятивной модели премии за различные факторы риска прибавляются к безрисковой ставке.

В качестве факторов риска учитываются такие, как:

- ключевая фигура, качество и глубина управления;
- размер предприятия;
- финансовая структура (источники финансирования предприятия);
- рентабельность и стабильность доходов;
- товарная и территориальная диверсификация;
- диверсификация клиентуры;
- прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость;
- прочие риски.

За каждый из представленных факторов риска экспертным путём определяется премия за риск, которая будет колебаться в интервале от 0 % до 5 %, где 0% - риск несущественен, 5% - риск очень высок.

В методе используются дополнительные критерии риска, не предусмотренные другими моделями. Однако эта оценка субъективна, что относится к недостаткам метода.

Кумулятивная модель применяется когда сложно оценить методами математической статистики взаимосвязь риска и доходности инвестиций в анализируемый бизнес.

Данная модель предполагает добавление рисков премий к безрисковому уровню доходности, что позволяет учитывать риски отраслевого и странового характера.

Кумулятивная модель кроме этого, к уровню рыночного риска присоединяет еще риски, характерные для конкретного предприятия, что делает данную модель более объективной с точки зрения будущей доходности от инвестиций.

Важно заметить, что выбор ставки дисконтирования выступает важнейшим этапом при проведении оценки, так как применение того или иного метода могут привести к значительной разнице в расчётах [41].

Также следует отметить, что для менеджмента организации очень важно найти подходящий способ для определения уровня финансового риска, чтобы в дальнейшем правильно проводить расчёты по оценке стоимости бизнеса, так как основные модели определения ставки дисконтирования основываются на количественной мере различных факторов риска, присущих деятельности компании.

Изучив теоретические основы выбора модели определения ставки дисконтирования, а также методы проведения оценки стоимости компании, определим ставку дисконтирования и проведём оценку стоимости компании ПАО «Ростелеком».

2 Выбор модели определения ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «Ростелеком»

### 2.1 Технико-экономическая характеристика ПАО «Ростелеком»

Публичное акционерное общество «Ростелеком» (ПАО «Ростелеком») зарегистрировано 23 сентября 1993 года. Общество зарегистрировано по адресу: г. Санкт-Петербург, ул. Достоевского, д. 15. Президент ПАО «Ростелеком» находится по адресу: г. Москва, ул. Гончарная, д. 30.

В состав ПАО «Ростелеком» входят:

- корпоративный центр,
- представительство,
- макрорегиональные филиалы,
- региональные филиалы, находящиеся в функциональном и/или административном подчинении макрорегиональных филиалов,
- филиалы (филиал общего центра обслуживания и учебно-производственный центр).

Акции ПАО «Ростелеком» торгуются на «Московской бирже».

На зарубежных торговых площадках и фондовых биржах вне листинга торгуются обыкновенные акции ПАО «Ростелеком» в виде Американских депозитарных расписок. Одна депозитарная расписка представлена шестью обыкновенными акциями ПАО «Ростелеком». Банком-депозитарием программы является JPMorgan Chase Bank, N.A. Также АДР ПАО «Ростелеком» торгуются вне листинга на внебиржевом рынке США OTC Markets Group (на торговой площадке OTCQX), Лондонской, Франкфуртской и иных зарубежных фондовых биржах.

Представим основные показатели деятельности ПАО «Ростелеком», проанализировав данные бухгалтерского баланса за 2018 год (Приложение А) и данные отчёта о финансовых результатах за 2018 год (Приложение Б) и за 2017 год (Приложение В).

Анализ динамики показателей бухгалтерского баланса ПАО

«Ростелеком» представлен в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Анализ динамики показателей бухгалтерского баланса ПАО «Ростелеком» за 2016-2018 годы

Показатель	Значение по годам, тыс. руб.			2017 г. / 2016 г.		2018 г. / 2017 г.	
	2016 г.	2017 г.	2018 г.	Абс. изм., тыс. руб.	Темп прироста, %	Абс. изм., тыс. руб.	Темп прироста, %
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Актив</b>							
I. Внеоборотные активы	496032506	500299846	519927063	4267340	0,86	19627217	3,92
Нематериальные активы	2227224	2844349	2683571	617125	27,71	-160778	-5,65
Результаты исследований и разработок	1083368	848582	272213	-234786	-21,67	-576369	-67,92
Основные средства	319368541	320311470	339087786	942929	0,30	18776316	5,86
Доходные вложения в материальные ценности	1198920	1237789	1700154	38869	3,24	462365	37,35
Финансовые вложения	144514100	143059993	142762150	-1454107	-1,01	-297843	-0,21
Прочие внеоборотные активы	27640353	31997663	33421189	4357310	15,76	1423526	4,45
II. Оборотные активы	66462777	68574703	82758393	2111926	3,18	14183690	20,68
Запасы	5891839	5995857	7131701	104018	1,77	1135844	18,94
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1717001	2180922	2159335	463921	27,02	-21587	-0,99
Дебиторская задолженность	48559457	51696338	57659044	3136881	6,46	5962706	11,53
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	6193518	4223439	3514946	-1970079	-31,81	-708493	-16,78
Денежные средства и денежные эквиваленты	3388221	3765630	11328718	377409	11,14	7563088	200,85
Прочие оборотные активы	712741	712517	964649	-224	-0,03	252132	35,39
Баланс	562495283	568874549	602685456	6379266	1,13	33810907	5,94
<b>Пассив</b>							
III. Капитал и резервы	263983111	262759780	247451585	-1223331	-0,46	-15308195	-5,83
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	6961	6961	6961	0	0,00	0	0,00
Переоценка внеоборотных активов	3008653	2861093	2699608	-147560	-4,90	-161485	-5,64
Добавочный капитал (без переоценки)	129886253	134586253	134886253	4700000	3,62	300000	0,22
Резервный капитал	1044	1044	1044	0	0,00	0	0,00
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	131080200	125304429	109857719	-5775771	-4,41	-15446710	-12,33
IV. Долгосрочные обязательства	162245491	201815155	211407350	39569664	24,39	9592195	4,75
Заемные средства	125562445	165781443	173991884	40218998	32,03	8210441	4,95
Отложенные налоговые обязательства	31333312	30834106	32102634	-499206	-1,59	1268528	4,11

## Окончание таблицы 2.1

1	2	3	4	5	6	7	8
Прочие долгосрочные обязательства	5349734	5199606	5312832	-150128	-2,81	113226	2,18
V. Краткосрочные обязательства	136266681	104299614	143826521	-31967067	-23,46	39526907	37,90
Заемные средства	68295109	32709276	42367211	-35585833	-52,11	9657935	29,53
Кредиторская задолженность	56461482	57426453	80846609	964971	1,71	23420156	40,78
Доходы будущих периодов	410643	1113012	4345373	702369	171,04	3232361	290,42
Оценочные обязательства	11099447	13050873	16267328	1951426	17,58	3216455	24,65
Баланс	562495283	568874549	602685456	6379266	1,13	33810907	5,94

Рост валюты баланса составил с 2016 год по 2017 год на 1,13%, с 2017 год по 2018 год 5,94%. Так, за два года валюта баланса увеличилась на 7,14%, или на 40190173 тысяч рублей в абсолютном выражении.

Анализ активов показал, что оборотные активы за 2017 и 2018 годы увеличились на 0,86% и 3,92% соответственно, внеоборотные активы выросли на 3,18% и 20,68% соответственно. За анализируемый период продемонстрировали положительную динамику такие статьи баланса, как нематериальные активы, доходные вложения в материальные ценности, прочие внеоборотные активы, запасы, налог на добавленную стоимость по приобретённым ценностям, дебиторская задолженность, денежные средства и денежные эквиваленты, прочие оборотные активы. Отрицательная динамика наблюдается по таким статьям актива бухгалтерского баланса, как результаты исследований и разработок, а также финансовые вложения.

Что касается пассивов, то анализ показал рост долгосрочных и краткосрочных обязательств (на 30,3% и 5,55% соответственно), а также снижение собственного капитала (на 6,26%). Это выступает неблагоприятным фактором. Положительная динамика прослеживается по таким статьям, как добавочный капитал, долгосрочные заёмные средства, кредиторская задолженность, доходы будущих периодов, оценочные обязательства. Отрицательная динамика – по статьям переоценка внеоборотных активов, нераспределённая прибыль, прочие долгосрочные обязательства, краткосрочные заёмные средства.



Далее на рисунках 2.1, 2.2 представлена структура активов и пассивов бухгалтерского баланса.

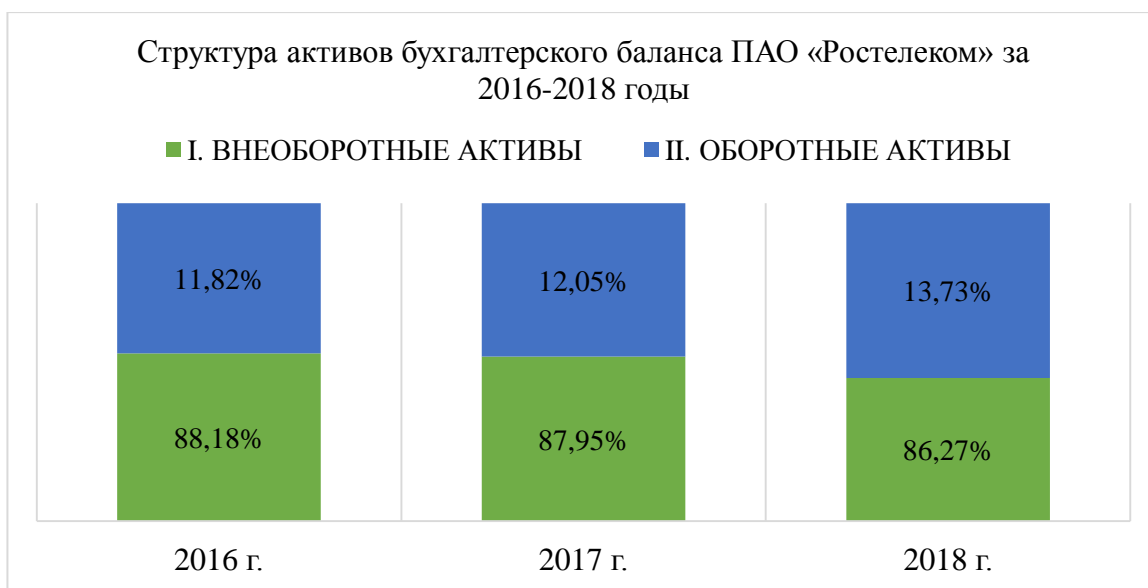


Рисунок 2.1 – Структура активов бухгалтерского баланса ПАО «Ростелеком» за 2016-2018 годы

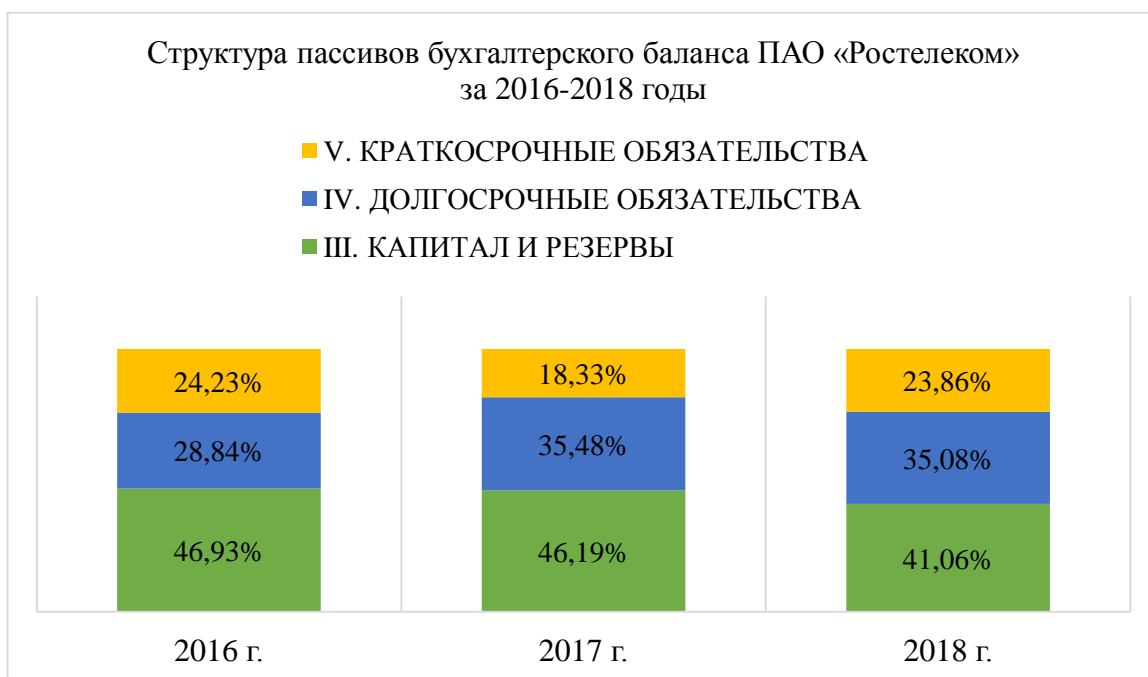


Рисунок 2.2 – Структура пассивов бухгалтерского баланса ПАО «Ростелеком» за 2016-2018 годы

Доля внеоборотных активов в 2016 году составила 88,18%, в 2017 году 87,95%, в 2018 году 86,27%, наблюдается незначительное снижение доли внеоборотных активов. Внеоборотные активы представлены в основном

основными средствами, доля которых на конец 2018 года составила 56,26% к валюте баланса, и финансовыми вложениями с долей 23,69% к валюте баланса.

Доля оборотных активов соответственно выросла с 11,82% до 12,05% к 2017 году и до 13,73% к 2018 году. Оборотные активы представлены в основном дебиторской задолженностью, доля которой на конец анализируемого периода составила 9,57%.

Что касается структуры пассивов, то наблюдается снижение доли собственного капитала с 46,93% в 2016 году до 46,19% в 2017 году и до 41,06% в 2018 году. Это выступает неблагоприятным фактором. При этом доля долгосрочных обязательств выросла за два года с 28,84% до 35,08%. Доля краткосрочных обязательств за два года снизилась с 24,23% до 23,86%.

Изучив структуру и динамику бухгалтерского баланса ПАО «Ростелеком», проведём анализ динамики финансовых результатов деятельности компании за анализируемый период, то есть за 2016-2018 годы. Представим результаты анализа в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Анализ динамики показателей отчёта о финансовых результатах ПАО «Ростелеком» за 2016-2018 годы

Показатель	Значение по годам, тыс. руб.			2017 г. / 2016 г.		2018 г. / 2017 г.	
	2016 г.	Абс. изм., тыс. руб.	Темп прироста, %	Абс. изм., тыс. руб.	Темп прироста, %	Абс. изм., тыс. руб.	Темп прироста, %
1	2	3	4	5	6	7	8
Выручка	282684864	291037118	305939185	8352254	2,95	14902067	5,12
Себестоимость продаж	254601492	266191296	281897666	11589804	4,55	15706370	5,90
Валовая прибыль (убыток)	28083372	24845822	24041519	-3237550	-11,53	-804303	-3,24
Коммерческие расходы	0	0	0	0	0	0	0
Управленческие расходы	0	0	0	0	0	0	0
Прибыль (убыток) от продаж	28083372	24845822	24041519	-3237550	-11,53	-804303	-3,24
Доходы от участия в других организациях	4095678	870703	964186	-3224975	-78,74	93483	10,74
Проценты к получению	1941795	2324886	2566513	383091	19,73	241627	10,39
Проценты к уплате	16749521	16154316	15189564	-595205	-3,55	-964752	-5,97
Прочие доходы	20642955	26782476	21169694	6139521	29,74	-5612782	-20,96
Прочие расходы	23275233	26177220	26036480	2901987	12,47	-140740	-0,54
Прибыль (убыток) до налогообложения	14739046	12492351	7515868	-2246695	-15,24	-4976483	-39,84
Текущий налог на прибыль	3049416	5555317	3193548	2505901	82,18	-2361769	-42,51
Изменение отложенных налоговых обязательств	-6382266	499206	-1268528	6881472	-107,82	-1767734	-354,11

## Окончание таблицы 2.2

1	2	3	4	5	7	6	8
Изменение отложенных налоговых активов	0	0	0	0	0	0	0
Прочее	5537931	1582531	2327581	-3955400	-71,42	745050	47,08
Чистая прибыль (убыток)	10845295	9018771	5381373	-1826524	-16,84	-3637398	-40,33

Более наглядно динамика выручки и чистой прибыли представлена на рисунке 2.3.



Рисунок 2.3 – Финансовые результаты деятельности ПАО «Ростелеком» за 2016-2018 годы

Анализ показал, что выручка с каждым годом растёт. Так, в 2017 году выручка на 2,95% превысила показатель 2016 года, а в 2018 году ещё увеличилась на 5,12%.

При этом себестоимость увеличивалась с большими темпами, что привело к снижению прибыли от продаж.

Так, в 2017 году прибыль от продаж снизилась на 11,53%, а в 2018 году – ещё на 3,24%.

Также наблюдается отрицательная динамика в показателях прибыли до налогообложения и чистой прибыли.

Так, чистая прибыль снизилась в 2017 году на 16,84%, в 2018 году – ещё на 40,33%. За анализируемый период чистая прибыль снизилась на 50,38%, или на 5463922 тысяч рублей в абсолютном выражении.

Представив характеристику основных экономических показателей ПАО «Ростелеком», выберем модель определения ставки дисконтирования, рассчитаем ставку дисконтирования, на основании которой проведём оценку стоимости компании.

## 2.2 Выбор модели и расчёт ставки дисконтирования для оценки ПАО «Ростелеком»

Для оценки стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков необходимо определить ставку дисконтирования.

Как было отмечено в первой главе, наиболее объективной моделью определения ставки дисконтирования, которая учитывает все факторы риска, присущие деятельности компании, выступает кумулятивная модель.

Поэтому в качестве модели определения ставки дисконтирования выберем именно кумулятивную модель, это позволит наиболее объективно оценить стоимость компании.

При использовании кумулятивной модель премии за различные факторы риска прибавляются к безрисковой ставке.

За безрисковую ставку примем доходность по государственным облигациям. Данные возьмём с официального сайта Банка России.

На 29 декабря 2018 года доходность по бескупонным десятилетним облигациям составила 8,78%. Данное значение примем в качестве безрисковой ставки. Данное значение безрисковой ставки уже учитывает премию за страновой риск, в связи с этим корректировку за страновой риск производить не будем.

Безрисковую ставку скорректируем на премию за риск, которая согласно кумулятивной модели будет складываться из составляющих, представленных в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Факторы для расчёта премии за риск

Фактор	Премия за фактор риска
Ключевая фигура, качество и глубина управления	от 0% до 5%
Размер предприятия	от 0% до 5%
Финансовая структура (источники финансирования компании)	от 0% до 5%
Рентабельность и стабильность доходов	от 0% до 5%
Товарная и территориальная диверсификация	от 0% до 5%
Диверсификация клиентуры	от 0% до 5%
Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	от 0% до 5%
Прочие риски	от 0% до 5%

Итак, за каждый из представленных факторов риска экспертным путём определим премию за риск, которая будет колебаться в интервале от 0 % до 5 %, где 0% - риск несущественен, 5% - риск очень высок.

1. Ключевая фигура, качество и глубина управления.

Президентом ПАО «Ростелеком» выступает М.Э. Осеевский, возглавляет компанию с 3 марта 2017 года. Имеет многолетний опыт управленческой деятельности в государственных структурах, в кредитных организациях. Имеет учёную степень доктора экономических наук. Председателем Совета директоров ПАО «Ростелеком» является С.Б. Иванов – специальный представитель Президента Российской Федерации по вопросам природоохранной деятельности, экологии и транспорта, в совете директоров с 2015 года.

Рассчитаем премию за фактор риска, связанный с ключевой фигурой, с качеством и глубиной управления (таблица 2.4).

Таблица 2.4 – Расчет премии за риск по фактору ключевой фигуры в руководстве, качеством и глубиной управления

Фактор риска	Значение, %
Профильное образование топ-менеджеров	0
Опыт работы топ-менеджеров в данной области более 3 лет	0
Опыт работы руководителя в данной области более 5 лет	0
Время работы руководителя на должности более 2-х лет	0
Имеется достаточный внутренний резерв кадров	2
Сумма значений	2
Количество составляющих факторов	5
Итоговое значение надбавки за риск	0,4

В связи с этим премия за риск, связанный с ключевой фигурой в руководстве, качеством и глубиной управления, составляет для ПАО «Ростелеком» 0,4%.

## 2. Размер предприятия.

Суть заключается в том, что чем крупнее предприятие, тем ниже риск инвестиций в него.

ПАО «Ростелеком» - крупнейшая российская телекоммуникационная компания с государственным участием. Численность персонала на 31 декабря 2018 года – 110466 человек. В связи с этим риск размера предприятия можно оценить как 0%.

## 3. Финансовая структура, то есть источники финансирования компании.

Анализ структуры источников финансирования деятельности ПАО «Ростелеком» показал, что компания зависит от заёмных средств, доля собственного капитала недостаточна.

В дополнение проведём анализ финансовой устойчивости по величине излишка/недостатка собственных оборотных средств и определим тип финансовой устойчивости ПАО «Ростелеком» (таблица 2.5).

Таблица 2.5 - Анализ финансовой устойчивости ПАО «Ростелеком» по величине излишка/недостатка собственных оборотных средств г.

Показатель	Значение показателя на 31.12.2018 г.	Излишек (недостаток) - разница между собственными оборотными средствами и величиной запасов и затрат	Тип фин. устойчивости
Собственные оборотные средства (без учета долгосрочных и краткосрочных пассивов)	-272475478	-279607179	(0; 0; 0) Кризисное финансовое состояние
Собственные оборотные средства (с учетом долгосрочных пассивов)	-61068128	-68199829	
Собственные оборотные средства (с учетом долгосрочных пассивов и краткосрочной задолженности по кредитам и займам)	-18700917	-25832618	

Как можем видеть, у ПАО «Ростелеком» на 31.12.2018 года наблюдается недостаток собственных оборотных средств, финансовое положение ПАО «Ростелеком» по данному признаку можно считать неудовлетворительным.

Таким образом, структура источников финансирования деятельности компании недостаточно эффективна и рациональна. Следовательно, по фактору риска «Финансовая структура» премия за риск примет максимальное значение и составит 5%.

#### 4. Рентабельность и стабильность доходов.

Премия за этот фактор риска оценивается, исходя из значения показателя рентабельности продаж.

Показатели рентабельности представлены в таблице 2.6.

Таблица 2.6 – Показатели рентабельности деятельности ПАО «Ростелеком» за 2016-2018 годы

Показатель	ПАО «Ростелеком»		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
1. Рентабельность продаж (норма 7%)	9,9	8,5	7,9
2. Рентабельность продаж по EBIT	11,1	9,8	7,4
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли (норма 5%)	3,8	3,1	1,8

Положительное значение всех представленных показателей связано с положительными показателями финансовых результатов деятельности анализируемых компаний.

Для ПАО «Ростелеком» на конец анализируемого периода первые два показателя рентабельности продаж находятся в пределах нормы, а рентабельность продаж по чистой прибыли достаточно низкая, принимает значение 1,8% при норме для отрасли телекоммуникаций более 5%.

Показатели рентабельности использования вложенного капитала представлены в таблице 2.7.

Таблица 2.7 – Показатели рентабельности вложенного капитала ПАО «Ростелеком» за 2016-2018 годы

Показатель	ПАО «Ростелеком»	
	2017 г.	2018 г.
Рентабельность собственного капитала (ROE)	3,4	2,1
Рентабельность активов (ROA)	1,6	0,9
Прибыль на задействованный капитал (ROCE)	6,4	4,9
Рентабельность производственных фондов	7,6	7,1

Все представленные выше показатели хоть и принимают положительные значения, но некоторые находятся значительно ниже нормы. Так, например, за 2018 годы каждый рубль собственного капитала ПАО «Ростелеком» обеспечил 0,021 руб. чистой прибыли, что является очень низким значением.

На основе проведённого анализа примем значение премии за данный фактор риска для ПАО «Ростелеком» как 3%.

#### 5. Товарная и территориальная диверсификация.

ПАО «Ростелеком» представляет свои услуги на всей территории Российской Федерации, доля компании среди операторов телекоммуникационного рынка – 17%. Что касается товарной диверсификации, то следует отметить, что компания предлагает весь спектр услуг в области телекоммуникаций, включая доступ к сети Интернет, телевидение, мобильную связь, домашнюю телефонию, видеонаблюдение. Несомненно, премия за данный фактор риска составляет 0%.

#### 6. Диверсификация клиентуры.

Данный фактор риска оценим как 0%, так как целевая аудитория разнообразна.

#### 7. Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость.

Несмотря на то, что ПАО «Ростелеком» демонстрирует стабильно положительный финансовый результат на протяжении анализируемого периода, у ПАО «Ростелеком» следует отметить неопределённую динамику.



Более того, успехи в прошлом не гарантируют получение прибыли в будущем. В связи с этим премию за данный фактор риска примем для ПАО «Ростелеком» как 5%.

#### 8. Прочие риски.

Сюда следует отнести прочие факторы риска, в том числе связанные с эффективностью построения системы риск-менеджмента в компании. Следует отметить, что система управления рисками в анализируемых компаниях в целом недостаточно эффективна. В связи с этим за прочие факторы риска прибавим премию за риск 5%.

Итак, мы определили безрисковую ставку, а также премии за различные факторы риска. Результаты проведённой оценки представим в таблице 2.8.

Таблица 2.8 - Расчёт ставки дисконтирования

Составляющая ставки дисконтирования	Величина ставки, %
1. Безрисковая ставка	8,78
2. Премия за риск	18,4
- Ключевая фигура, качество и глубина управления	0,4
- Размер предприятия	0
- Финансовая структура (источники финансирования компании)	5
- Рентабельность и стабильность доходов	3
- Товарная и территориальная диверсификация	0
- Диверсификация клиентуры	0
- Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	5
- Прочие риски	5
Итого величина ставки дисконтирования	27,18

Более наглядно основные составляющие ставки дисконтирования отразим на рисунке 2.4.

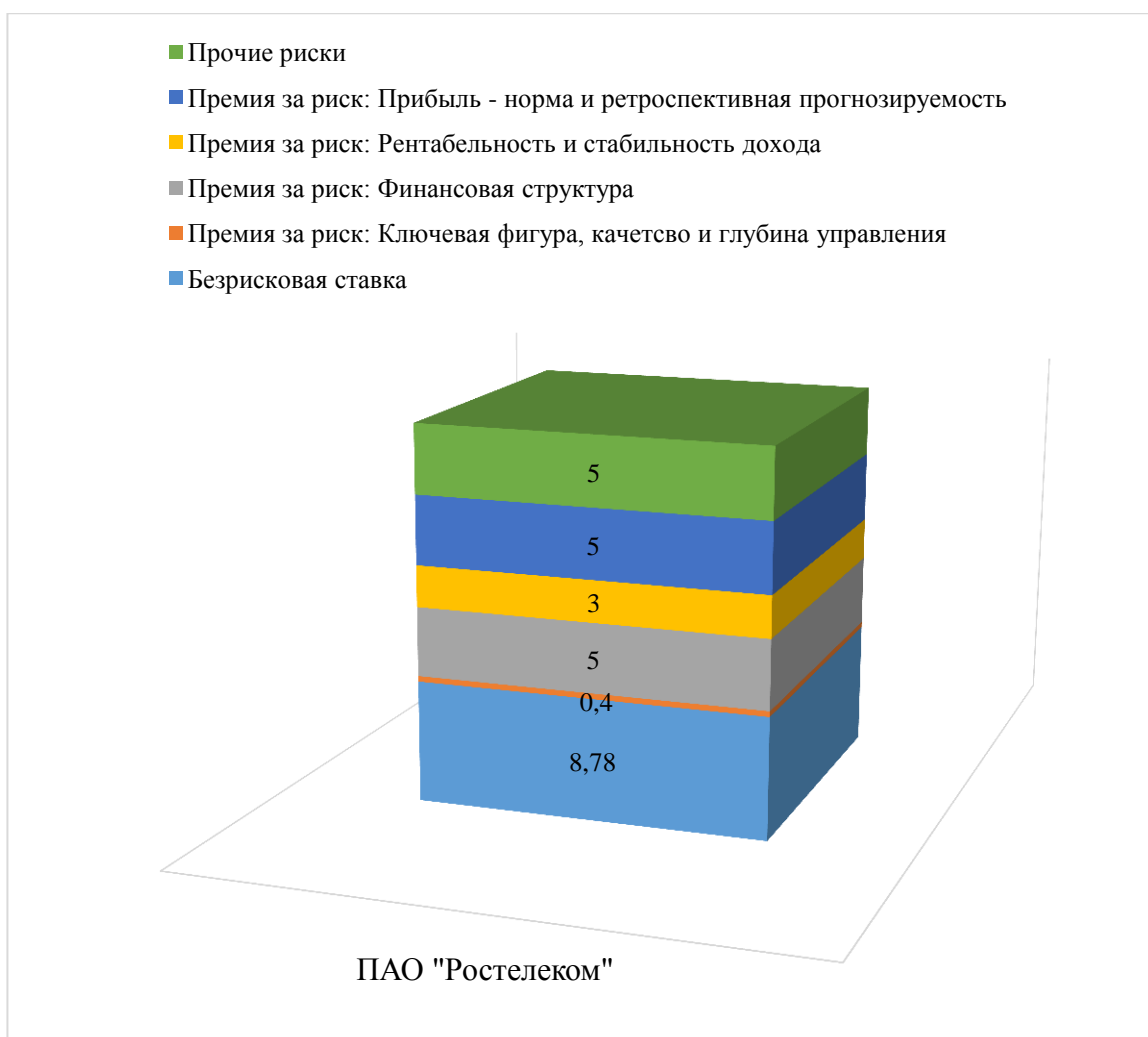


Рисунок 2.4 - Расчёт ставки дисконтирования

Итак, ставка дисконтирования, которую будем использовать для оценки стоимости ПАО «Ростелеком», составила 27,18%.

### 2.3 Оценка стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков

Итак, проведём оценку стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков.

Для начала необходимо спрогнозировать будущие денежные потоки, исходя из ретроспективного анализа.

Для этого рассчитаем среднюю величину выручки и определим среднегодовой темп прироста выручки (таблица 2.9).

Таблица 2.9 – Определение среднегодовой выручки и темпа прироста выручки ПАО «Ростелеком»

Показатель	Значение по годам				Среднегодовое значение
	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	
Выручка, тыс. руб.	283181344	282684864	291037118	305939185	290710627,8
Темп прироста выручки, %		-0,18	2,95	5,12	2,63

Таким образом, мы определили среднегодовое значение выручки (на основе данных за четыре года), а также среднегодовой темп прироста выручки (на основе данных за три года).

На основании полученных данных спрогнозируем выручку ПАО «Ростелеком» (таблица 2.10).

Прогнозный период составит 5 лет, данные за 2024 год используем в качестве постпрогнозного периода.

Таблица 2.10 – Прогноз выручки ПАО «Ростелеком» на 2019-2024 гг.

Показатель	Значение по годам					
	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Выручка ПАО «Ростелеком», тыс. руб.	313995203	322263352	330749219	339458537	348397189	357571214

Далее для каждой компании рассчитаем долю чистой прибыли по отношению к выручке за 2018 год (таблица 2.11).

Таблица 2.11 – Анализ доли чистой прибыли ПАО «Ростелеком» по отношению к выручке за 2018 год

Показатель	ПАО «Ростелеком»	
	Величина за 2018 г., тыс. руб.	Доля к выручке, %
Выручка	305939185	100,00
Чистая прибыль (убыток)	5381373	1,76

Итак, по результатам 2018 года величина чистой прибыли составляет 1,76% от выручки.

На основании проведённого анализа спрогнозируем чистую прибыль за прогнозный период (таблица 2.12).

Таблица 2.12 – Прогноз чистой прибыли ПАО «Ростелеком» на 2019-2024 гг.

Показатель	Значение по годам					
	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Выручка, тыс. руб.	313995203	322263352	330749219	339458537	348397189	357571214
Чистая прибыль, тыс. руб.	5523076	5668510	5817774	5970968	6128196	6289564

Таким образом, мы определили прогнозируемые денежные потоки за 2019-2024 годы.

Для расчёта денежного потока в постпрогнозный период используем уравнение Гордона.

Результаты расчётов представим в таблице 2.13.

Таблица 2.13 – Расчёт денежного потока ПАО «Ростелеком» в постпрогнозный период

	Чистая прибыль за 2024 г.	Ставка дисконтирования, %	Долгосрочные темпы прироста денежного потока	Денежный поток в постпрогнозный период
Значение показателя	6289564 тыс. руб.	27,18	2,63	$6289564 / (0,2718 - 0,0263) = 25619405$ тыс. руб.

Таким образом, капитализированный доход постпрогнозного периода (то есть суммарный доход за все будущие периоды, начиная с 2024 года) принимает значения 25619405 тысяч рублей,

Итак, мы определили прогнозные и постпрогнозный денежные потоки для оценки стоимости компании, теперь продисконтируем будущие денежные потоки. В качестве ставки дисконтирования для оценки прогнозного периода возьмём рассчитанную ранее ставку.

Для оценки денежного потока за постпрогнозный период к величине рассчитанной ставки дисконтирования прибавим прогнозируемый темп инфляции, который по прогнозам составляет в среднем 4%.

Расчёты представим в таблице 2.14.

Таблица 2.14 – Расчёт стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков на 31.12.2018 года

Показатель	Значение по годам					Постпрогнозный период
	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	
Значение денежного потока по годам, тыс. руб.	5523076	5668510	5817774	5970968	6128196	25619405
Коэффициент дисконтирования	1/1,27181	1/1,27182	1/1,27183	1/1,27184	1/1,27185	1/1,31186
Значение дисконтированного денежного потока по годам, тыс. руб.	4342724	3504542	2828137	2282283	1841783	5027630

Сложив значения дисконтированных денежных потоков за все годы прогнозного периода и постпрогнозный период, получим стоимость ПАО «Ростелеком» 19827098 тысяч рублей,

Оценив стоимость ПАО «Ростелеком», определим пути максимизации стоимости путём изменения ставки дисконтирования.

3 Направления снижения ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком»

3.1 Рекомендации по снижению ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком»

Любое предприятие стремится к увеличению своей рыночной капитализации, к росту своей рыночной стоимости.

Как было отмечено выше, ключевым фактором, оказывающим влияние на стоимость компаний при оценке методом дисконтирования денежных потоков – это ставка дисконтирования, уменьшая которую, можно существенно повысить стоимости компании. При этом снижение ставки дисконтирования должно быть объективным и основываться на снижении различных факторов риска.

Выявим основные факторы, которые увеличивают ставку дисконтирования, на которые можно воздействовать с целью снижения величины ставки дисконтирования.

Таблица 3.1 – Возможности для снижения ставки дисконтирования ПАО «Ростелеком»

Составляющая ставки дисконтирования	Значение	Возможность снижения
1. Безрисковая ставка	8,78	Отсутствует
2. Премия за риск	18,4	
- Ключевая фигура, качество и глубина управления	0,4	Нет необходимости
- Размер предприятия	0	Нет необходимости
- Финансовая структура (источники финансирования компании)	5	Повысить финансовую устойчивость за счёт изменения структуры капитала
- Рентабельность и стабильность доходов	3	Внедрить модель управления стоимостью
- Товарная и территориальная диверсификация	0	Нет необходимости
- Диверсификация клиентуры	0	Нет необходимости
- Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	5	Внедрить модель управления стоимостью
- Прочие риски	5	Внедрить модель управления стоимостью
Итого величина ставки дисконтирования	27,18	

Итак, мы выявили возможности для снижения ставки дисконтирования ПАО «Ростелеком»:

1. Повышение финансовой устойчивости за счёт изменения структуры капитала.

2. Повышение стабильности доходов, ретроспективной прогнозируемости прибыли, снижение прочих рисков за внедрения модели управления стоимостью.

Рассмотрим данные возможности более подробно.

1. Мы рекомендуем изменить структуру источников финансирования деятельности ПАО «Ростелеком».

С целью совершенствования финансовой структуры компании мы рекомендуем увеличить долю собственного капитала с целью обеспечения достаточной финансовой независимости компании. Это можно сделать за счёт увеличения нераспределённой прибыли. Для анализируемой отрасли соотношение оборотных и внеоборотных активов достаточно специфичное, в связи с этим для телекоммуникационных компаний нормальным является доля собственного капитала не менее 50% (желательно – 60%). Это связано с тем, что чем выше доля внеоборотных активов, тем больше необходимо для работы основных средств, тем больше должна быть доля собственного капитала. Соотношение оборотных и внеоборотных активов ПАО «Ростелеком» на конец анализируемого периода – 14% и 86% соответственно, в данном случае рекомендуем ориентироваться на оптимальную долю собственного капитала, равную 88% (минимум – 78%).

2. Мы предлагаем снизить риски компании посредством внедрения модели управления стоимостью компании.

Мы предлагаем ПАО «Ростелеком» внедрить концепцию управления стоимостью с целью регулярного мониторинга текущей деятельности, поскольку величина стоимости компании принимает во внимание практически всю информацию, сопряжённую с ее функционированием. Принимая то или иное управленческое решение, руководство компании

обязано сопоставлять последствия его воздействия на деятельность организации, итоговым критерием которой считается стоимость.

Предлагаемую модель управления стоимостью компании представим на рисунке 3.1.



Рисунок 3.1 – Модель управления стоимостью ПАО «Ростелеком»

С целью совершенствования системы планирования и прогнозирования денежных потоков, а также снижения рисков рекомендуем внедрить продукт «ПРОГНОЗ. Моделирование и прогнозирование».

Решение «ПРОГНОЗ. Моделирование и прогнозирование» обеспечивает выполнение прогнозных расчетов и проведение многовариантного ситуационного анализа влияния внутренних и внешних факторов на показатели эффективности компании, в том числе с многопрофильной деятельностью и разветвленной организационной структурой.

В частности, учитываются сценарные управляющие воздействия (показатели маркетинговой и инвестиционной программ предприятия) и основные влияющие факторы внешней среды (макроэкономическая



ситуация, налоговая политика, тарифно-квотные ограничения на внешних и внутренних рынках сбыта, динамики финансовых и валютных рынков и др.).

Построенные модели финансово-хозяйственных и производственных процессов позволяют прогнозировать такие основные показатели деятельности компании, как объемы производства, выручка от реализации, производственные затраты, себестоимость производства и реализации, прибыль, налоги, поступления, выплаты, задолженность, остатки денежных средств и др.

Наряду с выполнением прогнозных расчетов показателей деятельности и созданием комплексных динамических моделей финансово-хозяйственных процессов компании программный продукт помогает сформировать стратегический план компании, а также сравнивать результаты прогнозных расчетов при разных сценарных воздействиях. Построенная в рамках данного продукта финансово-экономическая модель может быть использована для решения задач оптимизации планирования.

Таким образом, предлагаемые рекомендации позволят снизить отдельные факторы риска. Это будет способствовать снижению ставки дисконтирования при оценке стоимости компании, тем самым повысит стоимость компании.

Далее рассчитаем, как предложенные рекомендации повлияют на стоимость ПАО «Ростелеком».

### 3.2 Обоснование экономической эффективности предлагаемых рекомендаций

Рассчитаем экономический эффект от предлагаемых мероприятий.

Итак, рассчитаем ставку дисконтирования после внедрения предлагаемых мероприятий.

Величина премии, определяющей влияние ключевой фигуры, качества и глубины управления, не изменится и составит также для ПАО «Ростелеком» 0,4%.

Размер премии, характеризующей размер предприятия, также останется неизменной и составит 0%.

Что касается третьего фактора риска, финансовой структуры, то есть источников финансирования компании, то здесь величина премии будет ниже. Это связано с тем, что изменение структуры капитала позволит улучшить показатели финансовой устойчивости ПАО «Ростелеком». В связи с этим величина премии за данный фактор риска снизится и составит для ПАО «Ростелеком» 2%.

Премия за риск за четвёртый фактор риска – рентабельность и стабильность доходов – останется неизменной – 3%.

Премия за фактор риска, связанный с товарной и территориальной диверсификацией, также останется неизменной и составит для ПАО «Ростелеком» 0%.

То же касается и премии за фактор риска, связанный с диверсификацией клиентуры. Она также останется на уровне 0%.

Премия за фактор прибыли, который характеризует норму и ретроспективную прогнозируемость данного показателя, снизится. Это связано с внедрением модели управления стоимостью компании, которая позволит в том числе снизить риски и увеличить прогнозируемость данного показателя. В связи с этим премию за данный фактор риска примем как 2,5%.

Премия за прочие факторы риска также снизится 2,5% за счёт внедрения модели управления стоимостью компании.

Результаты проведённой оценки величины ставки дисконтирования после внедрения мероприятий представим в таблице 3.2.

Таблица 3.2 - Расчёт ставки дисконтирования после внедрения мероприятий

Составляющая ставки дисконтирования	Величина ставки после внедрения мероприятий, %
1	2
1. Безрисковая ставка	8,78
2. Премия за риск	10,4
- Ключевая фигура, качество и глубина управления	0,4

### Окончание таблицы 3.2

1	2
- Размер предприятия	0
- Финансовая структура (источники финансирования компании)	2
- Рентабельность и стабильность доходов	3
- Товарная и территориальная диверсификация	0
- Диверсификация клиентуры	0
- Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	2,5
- Прочие риски	2,5
Итого величина ставки дисконтирования	19,18

Более наглядно основные составляющие ставки дисконтирования отразим на рисунке 3.2.

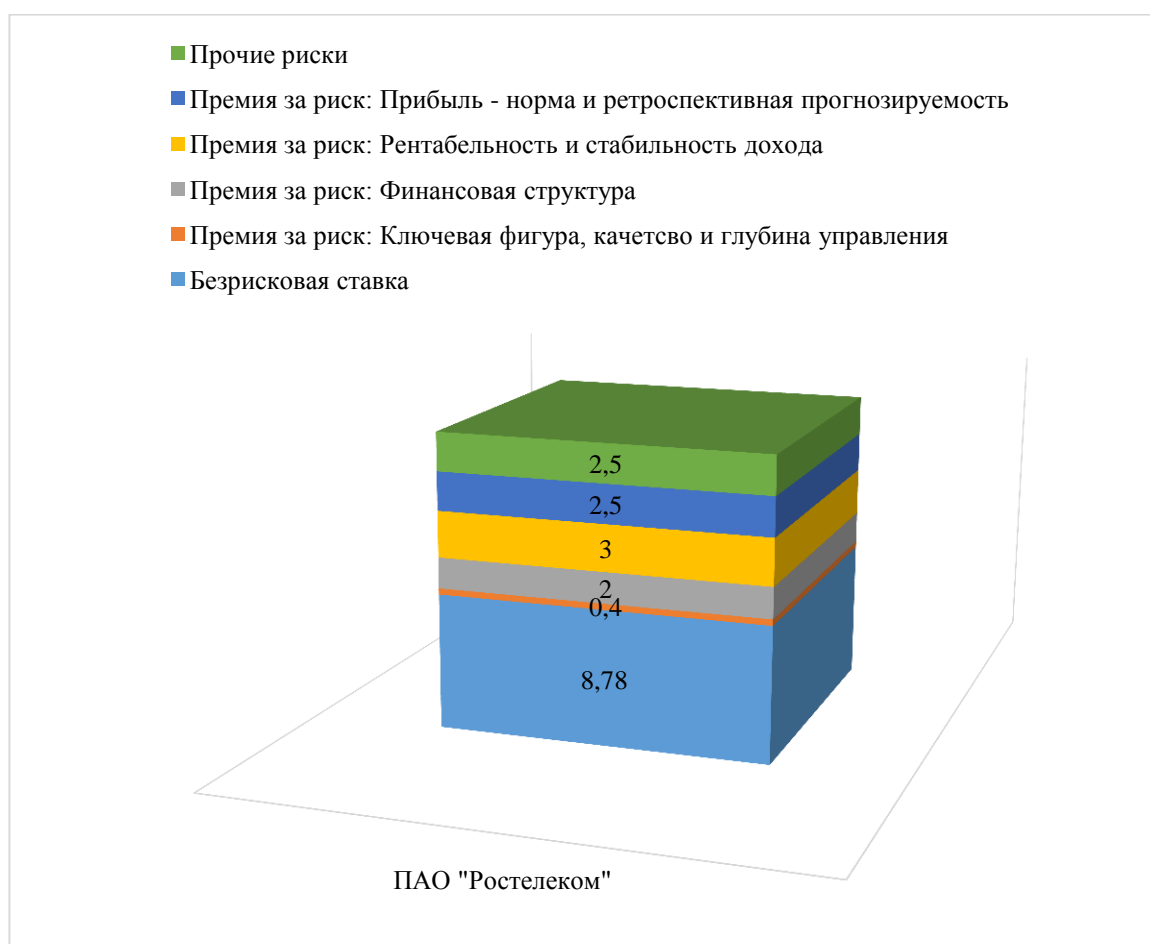


Рисунок 3.2 - Расчёт ставки дисконтирования после внедрения мероприятий

Итак, ставка дисконтирования после внедрения мероприятий составит 19,18%. На снижение ставки дисконтирования окажет влияние снижение премии за такие факторы риска, как:

- финансовая структура (источники финансирования компании);
- прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость;
- прочие риски.

Отразим изменение ставки дисконтирования после внедрения мероприятий на рисунке 3.3.

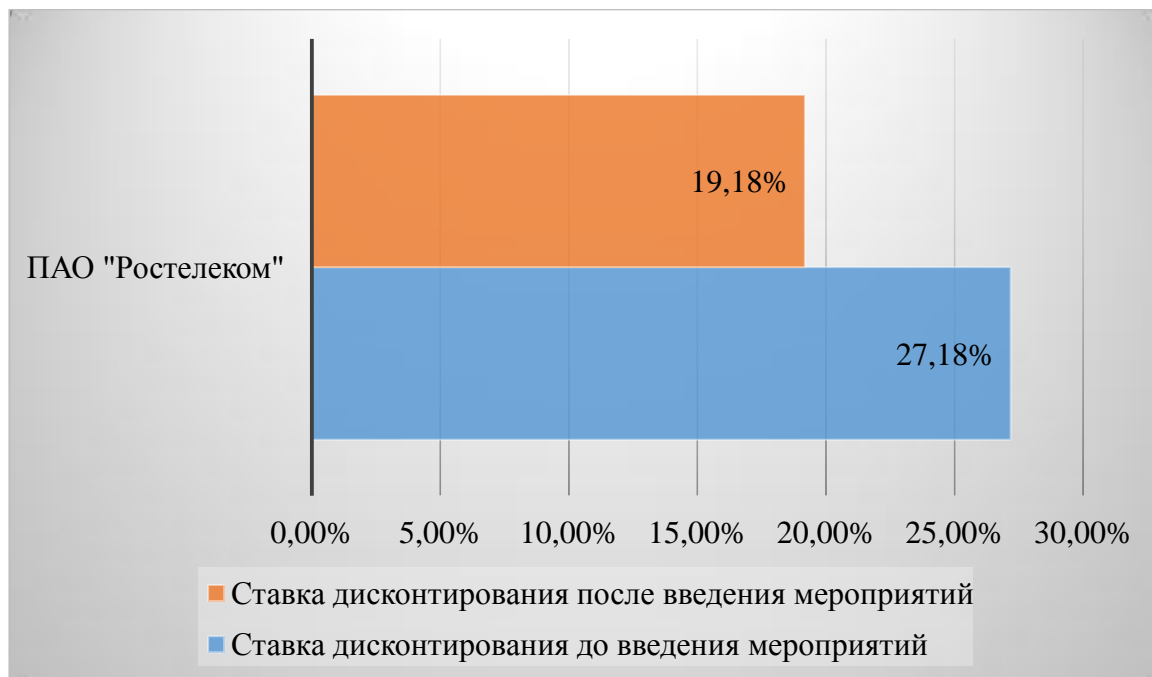


Рисунок 3.3 – Изменение ставки дисконтирования после внедрения мероприятий

Итак, рассчитаем стоимость ПАО «Ростелеком» после внедрения мероприятий.

Денежные потоки в течение прогнозного периода останутся неизменными.

Рассчитаем денежный поток в постпрогнозный период, используя уравнение Гордона, при этом применяя новую ставку дисконтирования. Результаты расчётов представим в таблице 3.3.

Таблица 3.3 – Расчёт денежного потока в постпрогнозный период

	Чистая прибыль за 2024 г.	Ставка дисконтирования после внедрения мероприятий, %	Долгосрочные темпы прироста денежного потока	Денежный поток в постпрогнозный период после внедрения мероприятий
Значение показателя	6289564 тыс. руб.	19,18	2,63	$6289564 / (0,1918 - 0,0263) = 38003408$ тыс. руб.

Таким образом, денежный поток в постпрогнозный период увеличится.

Таким образом, капитализированный доход постпрогнозного периода примет значение 38003408 тысяч рублей.

Далее продисконтируем будущие денежные потоки. Для оценки денежного потока за постпрогнозный период к величине рассчитанной ставки дисконтирования прибавим прогнозируемый темп инфляции 4%.

Расчёты представим в таблице 3.4.

Таблица 3.4 – Расчёт стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования денежных потоков на 31.12.2018 года после внедрения мероприятий

Показатель	Значение по годам					Постпрогнозный период
	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	
Значение денежного потока по годам, тыс. руб.	5523076	5668510	5817774	5970968	6128196	38003408
Коэффициент дисконтирования	1/1,1918 <sup>1</sup>	1/1,1918 <sup>2</sup>	1/1,1918 <sup>3</sup>	1/1,1918 <sup>4</sup>	1/1,1918 <sup>5</sup>	1/1,2318 <sup>6</sup>
Значение дисконтированного денежного потока по годам, тыс. руб.	4634231	3990820	3436740	2959588	2548683	10878809

Сложив значения дисконтированных денежных потоков за все годы прогнозного периода и постпрогнозный период, получим стоимость ПАО «Ростелеком» после внедрения мероприятий: 28448870 тысяч рублей,

Таким образом, рыночная стоимость ПАО «Ростелеком», определённая методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода, после внедрения мероприятий увеличится с 19827098 тысяч рублей до 28448870 тысяч рублей, или на 69,7%,

Отразим данные изменения более наглядно на рисунке 3.4.

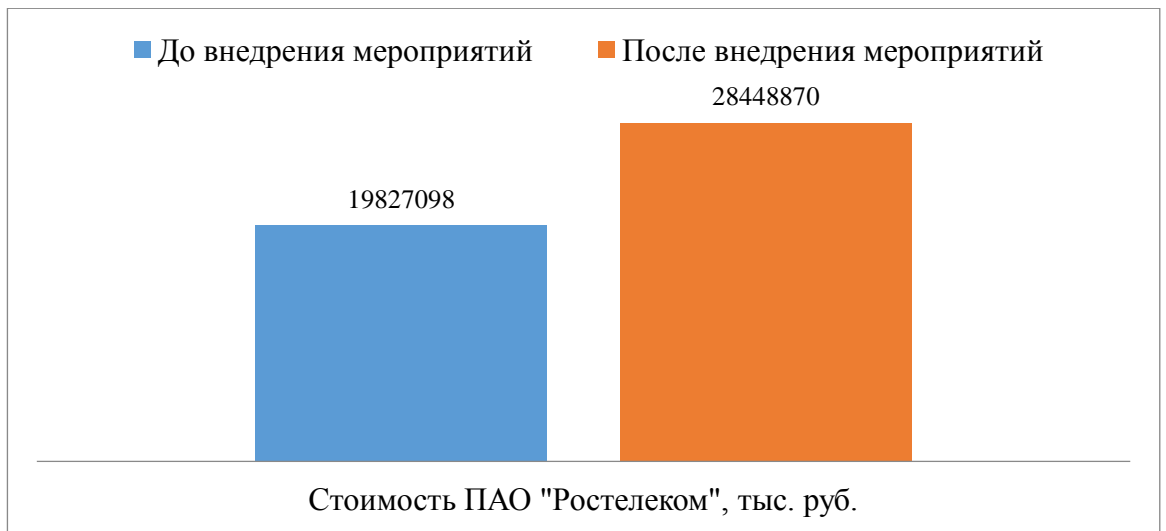


Рисунок 3.4 – Стоимость ПАО «Ростелеком» до и после внедрения мероприятий

Мы наблюдаем рост стоимости компании, что говорит об экономической эффективности предлагаемых мероприятий.

## Заключение

В первой главе бакалаврской работы были изучены теоретические основы выбора модели определения ставки дисконтирования с целью проведения оценки стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков.

Далее во второй главе была выбрана модель и определена ставка дисконтирования, на основании которой была проведена оценка стоимости ПАО «Ростелеком».

Первым этапом была представлена общая характеристика финансовой деятельности ПАО «Ростелеком», был проведён анализ бухгалтерского баланса и отчёта о финансовых результатах.

В качестве метода определения ставки дисконтирования был выбран кумулятивный метод, так как он позволяет учесть различные факторы риска, присущие деятельности компании, что позволило наиболее объективно оценить стоимость компаний.

За безрисковую ставку была принята доходность по государственным облигациям, которая составила 8,78%. В качестве факторов риска были выбраны ключевая фигура, качество и глубина управления; размер предприятия; финансовая структура (источники финансирования компании); рентабельность и стабильность доходов; товарная и территориальная диверсификация; диверсификация клиентуры; прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость; прочие риски. За каждый из представленных факторов риска экспертным путём была определена премия за риск в интервале от 0 % до 5 %. Таким образом, была определена ставка дисконтирования, которая составила 27,18%.

Далее мы определили среднегодовой темп прироста выручки (на основе данных за три года). На основании полученных данных была спрогнозирована выручка ПАО «Ростелеком» на 2019-2024 годы. Прогнозный период составил 5 лет, данные за 2024 год были использованы в качестве постпрогнозного периода. Далее для компании была рассчитана

доля чистой прибыли по отношению к выручке за 2018 год. По результатам 2018 года величина чистой прибыли составила 1,76% от выручки. На основании проведённого анализа была спрогнозирована чистая прибыль за прогнозный период. Для расчёта денежного потока в постпрогнозный период была использована модель Гордона. Таким образом, капитализированный доход постпрогнозного периода (то есть суммарный доход за все будущие периоды, начиная с 2024 года) принял значение 25619405 тысяч рублей. Итак, мы определили прогнозные и постпрогнозные денежные потоки для оценки стоимости ПАО «Ростелеком», далее мы осуществили дисконтирование будущих денежных потоков по рассчитанной ставке.

Сложив значения дисконтированных денежных потоков за все годы прогнозного периода и постпрогнозный период, мы получили стоимость ПАО «Ростелеком»: 19827098 тысяч рублей.

В третьей главе были выявлены основные факторы, которые увеличивают ставку дисконтирования, на которые можно воздействовать с целью снижения величины ставки дисконтирования.

Итак, мы выявили возможности для снижения ставки дисконтирования ПАО «Ростелеком»:

1. Повышение финансовой устойчивости за счёт изменения структуры капитала.
2. Повышение стабильности доходов, ретроспективной прогнозируемости прибыли, снижение прочих рисков за внедрения модели управления стоимостью.

С целью совершенствования финансовой структуры компании мы рекомендуем увеличить долю собственного капитала с целью обеспечения достаточной финансовой независимости компании. Это можно сделать за счёт увеличения нераспределённой прибыли. Рекомендуем ориентироваться на оптимальную долю собственного капитала, равную 88% (минимум – 78%).

Мы предлагаем ПАО «Ростелеком» внедрить модель управления стоимостью, которая включает в себя такие элементы, как: улучшение



показателей финансового состояния, стратегическое и оперативное планирование стоимости, мониторинг стоимости, максимизация прогнозируемых денежных потоков, управление рисками, совершенствование системы внутреннего контроля, автоматизация моделирования и прогнозирования. С целью совершенствования системы планирования и прогнозирования денежных потоков, а также снижения рисков рекомендуем внедрить продукт «ПРОГНОЗ. Моделирование и прогнозирование».

Далее был рассчитан экономический эффект от предлагаемых мероприятий. Так, новая ставка дисконтирования после внедрения мероприятий составила 19,18%. На снижение ставки дисконтирования повлияло снижение таких факторов риска, как финансовая структура (источники финансирования компании), прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость, прочие риски.

Рыночная стоимость ПАО «Ростелеком» увеличится с 19827098 тысяч рублей до 28448870 тысяч рублей, или на 69,7%. Мы наблюдаем рост стоимости компании, что говорит об экономической эффективности предлагаемых мероприятий.

## Список используемой литературы

1. Агентство прогнозирования экономики [Электронный ресурс]: - Режим доступа: <https://www.apreson.ru> (дата обращения: 15.02.2019 г.).
2. Алхасова, Р.М. Оценка степени риска и расчёт ставки дисконтирования в оценке бизнеса / Р.М. Алхасова // В сборнике: ЭКОНОМИЧЕСКАЯ НАУКА В 21 ВЕКЕ: ВОПРОСЫ ТЕОРИИ И ПРАКТИКИ сборник материалов X международной научно-практической конференции. НИЦ «Апробация». 2016. С. 10-14.
3. Банк России [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <http://cbr.ru/> (дата обращения: 15.04.2019 г.).
4. Барамия, Н.Э. Основные методы определения ставки дисконтирования при оценке стоимости бизнеса / Н.Э. Барамия // Молодой ученый. 2017. № 21 (155). С. 192-195.
5. Битюцких, В. Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний: учебник / В. Т. Битюцких. – М.: Олимп-Бизнес, 2015. – 216 с.
6. Боев, А. Н. Оценка бизнеса и управление его стоимостью / А.Н. Боев, Т.В. Боева // Научно-методический электронный журнал «Концепт». – 2015. – Т. 13. – С. 3256–3260. – URL: <http://e-koncept.ru/2015/85652.htm>.
7. Генералов, Д.А. Сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости бизнеса / Д.А. Генералов, Ю.А. Герасина // Экономические системы. 2017. Т. 10. № 3 (38). С. 45-49.
8. Григорьев, В. В. Оценка предприятия: теория и практика [Текст] / В. В. Григорьев. // – М.: Норма, 2016. – 320 с.
9. Губер, И. С. Мультипликативный метод оценки стоимости компании / И. С. Губер // Молодой ученый. — 2014. — №3. — С. 401-403.
10. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка [Электронный ресурс] : инструменты и методы оценки любых активов / Дамодаран Асват. — Электрон. текстовые данные. — М. : Альпина Паблишер, 2017. — 1339 с.

11. Демьяненко, М.М. Методы и проблемы сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса / М.М. Демьяненко // Aspectus. 2017. № 1 (14). С. 77-81.
12. Дзагоева, М.Р. Основные подходы к оценке бизнеса корпорации / М.Р. Дзагоева, Ж.Г. Кочиева // Вестник Северо-Осетинского государственного университета имени Коста Левановича Хетагурова. 2017. № 2. С. 113-116.
13. Доводова, А. И. Влияние структуры финансирования на стоимость компании / А. И. Доводова // Молодой ученый. — 2015. — №3. — С. 409-413.
14. Жарикова, А. В. Оценка стоимости предприятия [Текст] : учебное пособие / А. В. Жарикова, А. В. Сорокин. – Рубцовский индустриальный институт. – Рубцовск, 2015. – 78 с.
15. Жигалова, В.Н. Оценка стоимости бизнеса [Электронный ресурс] : учебное пособие / В.Н. Жигалова. — 2-е изд. — Электрон. текстовые данные. — Томск: Томский государственный университет систем управления и радиоэлектроники, Эль Контент, 2015. — 216 с.
16. Задорожная, А. Н. Оценка стоимости активов и обязательств: учебное пособие / А. Н. Задорожная. – Саарбрюккен (Германия): Lambert Academic Publishing, 2013. – 116 с.
17. Изотова, З.А. Пути преодоления ограничений методов расчёта ставки дисконтирования при оценке бизнеса / З.А. Изотова, Н.Р. Стаценко // В сборнике: Молодая наука сборник научных трудов научно-практической конференции для студентов и молодых ученых. 2016. С. 63-64.
18. Ильиных, М.В. Применение сравнительного подхода в оценке бизнеса / М.В. Ильиных // В сборнике: EUROPEAN RESEARCH сборник статей победителей X Международной научно-практической конференции: в 3 частях. 2017. С. 153-156.
19. Исавин, И.В. Анализ существующих подходов к оценке бизнеса корпораций / И.В. Исавин // Economics. 2017. № 5 (26). С. 35-38.

20. Касьяненко, Т. Г. Оценка стоимости бизнеса: учебник для бакалавров / Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова. – М.: Юрайт, 2014. – 411 с.

21. Костина, Е.И. Применение рыночного подхода к оценке бизнеса / Е.И. Костина // В сборнике: Экономика и управление в XXI веке: стратегии устойчивого развития сборник статей победителей II Международной научно-практической конференции. 2017. С. 150-153.

22. Лансине, Б. Актуальные вопросы оценки стоимости компании / Б. Лансине, Е.Р. Синянская // Вестник Уральского финансово-юридического института. 2017. № 2. С. 79-84.

23. Лисовский, А.Л. Оценка стоимости фирмы (бизнеса) [Электронный ресурс] : учебное пособие / А.Л. Лисовский, Т.А. Никерова, Л.А. Шмелева. — Электрон. текстовые данные. — М. : Научный консультант, 2017. — 58 с.

24. Любимова, М.В. Оценка и управление стоимостью бизнеса / М.В. Любимова, В.К. Федорова // Вестник Института экономики и управления Новгородского государственного университета им. Ярослава Мудрого. 2016. № 1 (20). С. 41-45.

25. Молина, Н.А. Подходы и методы к оценке стоимости бизнеса в современных условиях / Н.А. Молина // В сборнике: Актуальные проблемы финансирования и налогообложения АПК в условиях глобализации экономики Сборник статей IV Всероссийской научно-практической конференции. 2017. С. 101-105.

26. Оценка организации (предприятия, бизнеса) [Электронный ресурс] : учебник / А. Н. Асаул, В. Н. Старинский, М. К. Старовойтов, Р. А. Фалтинский. — Электрон. текстовые данные. — СПб. : Институт проблем экономического возрождения, 2014. — 480 с.

27. Оценка стоимости бизнеса инфокоммуникационных компаний [Электронный ресурс] : учебное пособие / Н. Д. Гончарова, Л. А. Сафонова, Г. Н. Смолвик, Ю. С. Терехова. — Электрон. текстовые данные. — Новосибирск : Сибирский государственный университет телекоммуникаций и информатики, 2016. — 71 с. — 2227-8397.

28. ПАО «Ростелеком» [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <https://www.company.rt.ru/> (дата обращения: 15.04.2019 г.).

29. Пирожков, И. Как повысить стоимость компании и управлять ей / И. Пирожков // Финансовый директор. – 2014. – Режим доступа: <https://fd.ru/articles/39317-kak-povysit-stoimost-kompanii-i-upravlyat-ey>

30. Подгорный, В.В. Оценка стоимости бизнеса [Электронный ресурс] : учебное пособие / В.В. Подгорный. — Электрон. текстовые данные. — Донецк: Донецкий государственный университет управления, 2016. — 233 с.

31. Попова, И.В. Анализ некоторых особенностей применения методы чистых активов при оценке бизнеса / И.В. Попова, Н.В. Бабичева // Синергия Наук. 2017. № 12. С. 14-20.

32. Приказ Минфина России от 28.08.2014 N 84н «Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов» (Зарегистрировано в Минюсте России 14.10.2014 N 34299).

33. Свешников, Н. Г. Принятие управленческих решений на основе показателей оценки стоимости бизнеса, основанных на доходном подходе / Н. Г. Свешников // Молодой ученый. — 2014. — №4.2. — С. 146-149.

34. Скоторенко, Л. К. Оценка финансовых результатов деятельности предприятия (применение метода EBITDA) // Всероссийский журнал научных публикаций . 2013. №3 (18).

35. Соколов, Е.В. Прогнозирование и оценка стоимости предприятия [Электронный ресурс] : учебное пособие / Е.В. Соколов, А.В. Пилюгина. — Электрон. текстовые данные. — М. : Московский государственный технический университет имени Н.Э. Баумана, 2011. — 88 с.

36. Соколова, А.А. Оценка стоимости бизнеса [Электронный ресурс] : практикум / А.А. Соколова, В.В. Гарибов. — Электрон. текстовые данные. — Ставрополь: Северо-Кавказский федеральный университет, 2016. — 106 с.

37. Толстихина, Т.Б. Управление бизнесом на основе оценки его стоимости / Т.Б. Толстихина // Гуманитарные научные исследования. 2015. № 6-2 (46). С. 901.

38. Федеральный закон «Об оценочной деятельности Российской Федерации» от 29.07.1998 №135-ФЗ [Электронный ресурс]. - Режим доступа: Консультант Плюс: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19586/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/) (дата обращения 15.10.2018).

39. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ «Об акционерных обществах».

40. Федорина, Ю.В. Оценка справедливой стоимости. Доходный метод / Ю.В. Федорина // Аллея науки. 2018. Т. 2. № 1 (17). С. 590-593.

41. Федотова, М. А. Оценка стоимости бизнеса: актуальные вопросы теории и практики: учебное пособие / М. А. Федотова, Т. В. Тазихина. – М.: Финансовый университет, 2013. – 192 с.

42. Хасиев, А.А. Практика применения доходного подхода к оценке бизнеса: достоинства и недостатки / А.А. Хасиев // Наука в современном мире: приоритеты развития. 2017. № 1 (3). С. 176-179.

43. Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Электронный ресурс] : учебник для бакалавров / Н.Ф. Чеботарев. — Электрон. текстовые данные. — М. : Дашков и К, 2015. — 253 с.

44. Beck U. Risk Society: Towards a New Modernity. – London: Sage Publications, 1992.

45. Covello V.T., Mumpower J. Risk Analysis and Risk Management: An Historical Perspective // Risk Analysis. – 1985. – Vol. 5. – № 2.

46. Francis R., Armstrong F. Ethics as a Risk Management Strategy: The Australian Experience // Journal of Business Ethics. – 2003. – Vol. 45. – № 4. – P. 375–385. Environment. – 1988. – Vol. 7. – P. 213–222.

47. Grolin J. Corporate Legitimacy in Risk Society: The Case of Brent Spar // Business Strategy and the environment. – 1988. – Vol. 7. – P. 213–222

48. Knight F.H. Risk, Uncertainty and Profit. – Boston: Houghton Mifflin, 1921.

# Приложения

## Приложение А

### Бухгалтерский баланс

на 31 декабря 2018 г.  
 Организация ПАО «Ростелеком»  
 Идентификационный номер налогоплательщика  
 Вид экономической деятельности Деятельность в области связи на базе проводных технологий  
 Организационно-правовая форма / форма собственности Публичное акционерное общество / смешанная российская собственность с долей федеральной собственности  
 Единица измерения: тыс. руб.  
 Адрес: 191002, Санкт-Петербург, ул.Достоевского, д.15

Коды	
Форма по ОКУД	0710001
Дата (число, месяц, год)	31/12/2018
по ОКПО	17514186
ИНН	7707049388
по ОКВЭД	61.10
по ОКФС	12247/41
по ОКЕИ	384

Пояснения	АКТИВ	Код	На 31 декабря	На 31 декабря	На 31 декабря
			2018 г.	2017 г.	2016 г.
1	2	3	4	5	6
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>					
5.1.	<b>Нематериальные активы</b>	1110	2 683 571	2 844 349	2 227 224
	Результаты исследований и разработок	1120	272 213	848 582	1 083 368
5.2.	<b>Основные средства</b>	1150	339 087 786	320 311 470	319 368 541
	в том числе:				
	основные средства в эксплуатации	1151	308 015 015	291 984 462	291 337 294
	капитальные вложения	1152	31 072 771	28 327 008	28 031 247
5.3.	<b>Доходные вложения в материальные ценности</b>	1160	1 700 154	1 237 789	1 198 920
5.4.	<b>Финансовые вложения</b>	1170	142 762 150	143 059 993	144 514 100
	в том числе:				
	инвестиции		137 092 863	138 590 325	139 021 402
	инвестиции в дочерние общества	1171	85 397 003	86 506 793	86 926 569
	инвестиции в зависимые общества	1172	51 681 128	52 068 800	52 068 800
	инвестиции в другие организации	1173	14 732	14 732	26 033
	прочие долгосрочные финансовые вложения	1174	5 669 287	4 469 668	5 492 698
	Отложенные налоговые активы	1180	-	-	-
5.5.	<b>Прочие внеоборотные активы</b>	1190	33 421 189	31 997 663	27 640 353
	в том числе:				
	неисключительные права на использования результатов интеллектуальной деятельности или средств индивидуализации	1191	22 382 372	19 344 894	19 698 256
	дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	1192	9 053 162	11 472 441	6 720 084
	прочее	1193	1 985 655	1 180 328	1 222 013
	<b>Итого по разделу I</b>	<b>1100</b>	<b>519 927 063</b>	<b>500 299 846</b>	<b>496 032 506</b>

Форма 0710001 с.2

Пояснения	АКТИВ	Код	На 31 декабря 2018 г.	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2016 г.
1	2	3	4	5	6
	<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>				
<b>5.6.</b>	<b>Запасы</b>	<b>1210</b>	<b>7 131 701</b>	<b>5 995 857</b>	<b>5 891 839</b>
	в том числе:				
	сырье, материалы и другие аналогичные ценности	1211	2 728 180	1 829 054	1 577 680
	затраты в незавершенном производстве (издержках обращения)	1212	-	-	-
	готовая продукция и товары для перепродажи	1213	3 800 510	3 186 934	3 585 882
	прочие запасы и затраты	1214	13 347	13 346	13 347
	основные средства для продажи	1215	589 664	966 523	714 930
	<b>Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям</b>	<b>1220</b>	<b>2 159 335</b>	<b>2 180 922</b>	<b>1 717 001</b>
	<b>Дебиторская задолженность</b>	<b>1230</b>	<b>57 659 044</b>	<b>51 696 338</b>	<b>48 559 457</b>
	в том числе:				
<b>5.7.</b>	покупатели и заказчики	1231	46 263 786	40 492 283	35 808 216
<b>5.8.</b>	авансы выданные	1232	1 623 640	1 512 044	672 154
<b>5.8.</b>	прочие дебиторы	1233	9 771 618	9 692 011	12 079 087
<b>5.4.</b>	<b>Краткосрочные финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)</b>	<b>1240</b>	<b>3 514 946</b>	<b>4 223 439</b>	<b>6 193 518</b>
	<b>Денежные средства и денежные эквиваленты</b>	<b>1250</b>	<b>11 328 718</b>	<b>3 765 630</b>	<b>3 388 221</b>
	в том числе:				
	касса	1251	41 202	11 357	1 637
	расчетные счета	1252	1 185 395	414 412	1 306 735
	валютные счета	1253	85 357	119 109	306 142
	прочие денежные средства	1254	3 648 309	1 871 415	58 602
<b>5.4.</b>	денежные эквиваленты	1255	6 368 455	1 349 337	1 715 105
<b>5.9.</b>	<b>Прочие оборотные активы</b>	<b>1260</b>	<b>964 649</b>	<b>712 517</b>	<b>712 741</b>
	<b>Итого по разделу II</b>	<b>1200</b>	<b>82 758 393</b>	<b>68 574 703</b>	<b>66 462 777</b>
	<b>БАЛАНС</b>	<b>1600</b>	<b>602 685 456</b>	<b>568 874 549</b>	<b>562 495 283</b>



Форма 0710001 с.3

Пояснения	ПАССИВ	Код	На 31 декабря	На 31 декабря	На 31 декабря
			2018 г.	2017 г.	2016 г.
1	2	3	4	5	6
	<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>				
5.10.	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	6 961	6 961	6 961
5.11.	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
5.12.	Переоценка внеоборотных активов	1340	2 699 608	2 861 093	3 008 653
5.12.	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	134 886 253	134 586 253	129 886 253
	Резервный капитал	1360	1 044	1 044	1 044
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	109 857 719	125 304 429	131 080 200
	Итого по разделу III	1300	247 451 585	262 759 780	263 983 111
	<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
5.14.	Заемные средства	1410	173 991 884	165 781 443	125 562 445
	в том числе:				
	кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	1411	136 768 056	122 342 616	90 562 411
	займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	1412	37 223 828	43 438 827	35 000 034
5.15.	Отложенные налоговые обязательства	1420	32 102 634	30 834 106	31 333 312
	Оценочные обязательства	1430	-	-	-
5.16.	Прочие обязательства	1450	5 312 832	5 199 606	5 349 734
	Итого по разделу IV	1400	211 407 350	201 815 155	162 245 491
	<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
5.14.	Заемные средства	1510	42 367 211	32 709 276	68 295 109
	в том числе:				
	кредиты банков, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	1511	12 496 891	10 583 176	38 297 724
	займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	1512	29 870 320	22 126 100	29 997 385
	Кредиторская задолженность	1520	80 846 609	57 426 453	56 461 482
5.17.	в том числе:				
	поставщики и подрядчики	1521	57 633 445	37 586 280	38 885 248
	авансы полученные	1522	6 273 154	7 325 941	5 940 695
	задолженность перед персоналом организации	1523	43 167	23 838	26 323
	задолженность перед государственными внебюджетными фондами	1524	1 227 422	1 191 159	1 153 606
5.17.	задолженность перед бюджетом	1525	5 018 595	7 823 883	6 715 650
5.17.	прочие кредиторы	1526	10 650 826	3 475 352	3 739 960
5.18.	Доходы будущих периодов	1530	4 345 373	1 113 012	410 643
5.19.	Оценочные обязательства	1540	16 267 328	13 050 873	11 099 447
	Прочие обязательства	1550	-	-	-
	Итого по разделу V	1500	143 826 521	104 299 614	136 266 681
	<b>БАЛАНС</b>	<b>1700</b>	<b>602 685 456</b>	<b>568 874 549</b>	<b>562 495 283</b>

Президент  Оссенский М.Э.  
 (подпись) (расшифровка подписи)

Главный бухгалтер  Пересветов Д.О.  
 (подпись) (расшифровка подписи)

" 11 " марта 2019 г.



**Отчет о финансовых результатах**

за	2018 год	Форма по ОКУД	0710002
Организация	ПАО «Ростелеком»	Дата (число, месяц, год)	31/12/2018
Идентификационный номер налогоплательщика		по ОКПО	17514186
Вид деятельности	Деятельность в области связи на базе проводных технологий	ИНН	7707049388
Организационно-правовая форма / форма собственности	Публичное акционерное общество / смешанная российская собственность с долей федеральной собственности	по ОКВЭД	61.10
Единица измерения:	тыс. руб.	по ОКОНФ/ОКФС	12247/41
		по ОКЕИ	384

Пояснения	Наименование показателя	Код	За 2018 год	За 2017 год
1	2	3	4	5
6.1.	Выручка	2110	305 939 185	291 037 118
	в том числе от продажи услуг связи	2111	280 602 334	273 785 264
6.2.	Себестоимость продаж	2120	(281 897 666)	(266 191 296)
	в том числе услуг связи	2121	(274 860 034)	(260 639 974)
	<b>Валовая прибыль (убыток)</b>	<b>2100</b>	<b>24 041 519</b>	<b>24 845 822</b>
	Коммерческие расходы	2210	X	X
	Управленческие расходы	2220	X	X
	<b>Прибыль (убыток) от продаж</b>	<b>2200</b>	<b>24 041 519</b>	<b>24 845 822</b>
6.3.1.	Доходы от участия в других организациях	2310	964 186	870 703
6.3.1.	Проценты к получению	2320	2 566 513	2 324 886
6.3.2.	Проценты к уплате	2330	(15 189 564)	(16 154 316)
6.3.1.	Прочие доходы	2340	21 169 694	26 782 476
	в том числе: финансовое обеспечение, связанное с оказанием универсальных услуг связи	2341	10 983 055	11 473 329
6.3.2.	Прочие расходы	2350	(26 036 480)	(26 177 220)
	в том числе: расходы, связанные с реорганизацией	2351	-	-
	<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>2300</b>	<b>7 515 868</b>	<b>12 492 351</b>
6.4.	Текущий налог на прибыль	2410	(3 193 548)	(5 555 317)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства / (активы)	2421	320 848	1 003 014
6.4.	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	(1 268 528)	499 266
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	-	-
6.4.	Прочее	2460	2 327 581	1 582 531
	<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	<b>2400</b>	<b>5 381 373</b>	<b>9 018 771</b>

Форма 0710002 с.2

Показатели	Наименование показателя	Код	За 2018 год	За 2017 год
1	2	3	4	5
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510	161 485	147 560
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520	(48 917)	23
	<b>Совокупный финансовый результат периода</b>	<b>2500</b>	<b>5 493 941</b>	<b>9 166 354</b>
<b>6.5.</b>	Справочно			
	Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	1.9326	3.2389
	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	2910	1.9326	3.2389

Президент

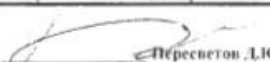


(подпись)

Исаевский М. Э.

(расшифровка подписи)

Главный бухгалтер



(подпись)

Пересветов Д.Ю.

(расшифровка подписи)

" 11 " марта 2019 г.



**Отчет о финансовых результатах**

за	2017 год	Дата (число, месяц, год)	31/12/2017
Организация	ПАО «Ростелеком»	Форма по ОКУД	0710002
Идентификационный номер налогоплательщика		по ОКПО	17514186
Вид деятельности	Деятельность в области связи на базе проводных технологий	ИНН	7707049388
Организационно-правовая форма / форма собственности	Публичное акционерное общество/ смешанная российская собственность с долей федеральной собственности	по ОКВЭД	61.10
Единица измерения:	тыс. руб.	по ОКОПФ/ОКФС	12247/41
		по ОКЕИ	384

Пояснения	Наименование показателя	Код	За 2017 год	За 2016 год
1	2	3	4	5
6.1.	Выручка	2110	291 037 118	282 684 864
	в том числе от продажи услуг связи	2111	273 785 264	269 533 056
6.2.	Себестоимость продаж	2120	(266 117 254)	(254 601 492)
	в том числе услуг связи	2121	(260 565 932)	(250 665 911)
	<b>Валовая прибыль (убыток)</b>	<b>2100</b>	<b>24 919 864</b>	<b>28 083 372</b>
	Коммерческие расходы	2210	X	X
	Управленческие расходы	2220	X	X
	<b>Прибыль (убыток) от продаж</b>	<b>2200</b>	<b>24 919 864</b>	<b>28 083 372</b>
6.3.1.	Доходы от участия в других организациях	2310	870 703	4 095 678
6.3.1.	Проценты к получению	2320	2 324 886	1 941 795
6.3.2.	Проценты к уплате	2330	(16 154 316)	(16 749 521)
6.3.1.	Прочие доходы	2340	26 757 034	20 642 955
	в том числе: финансовое обеспечение, связанное с оказанием универсальных услуг связи	2341	11 473 329	10 400 782
6.3.2.	Прочие расходы	2350	(26 388 053)	(23 275 233)
	<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>2300</b>	<b>12 330 118</b>	<b>14 739 046</b>
6.4.	Текущий налог на прибыль	2410	(5 555 317)	(3 049 416)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства / (активы)	2421	1 003 014	656 077
6.4.	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	531 652	(6 382 266)
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	-	-
6.4.	Прочее	2460	1 582 531	5 537 931
	<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	<b>2400</b>	<b>8 888 984</b>	<b>10 845 295</b>

Форма 0710002 с.2

Пояснения	Наименование показателя	Код	За 2017 год	За 2016 год
1	2	3	4	5
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510	147 560	179 822
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520	23	(7 469)
	<b>Совокупный финансовый результат периода</b>	<b>2500</b>	<b>9 036 567</b>	<b>11 017 648</b>
6.5.	Справочно			
	Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	3,1923	3,8950
	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	2910	3,1923	3,8950

Президент  Осипов М.С.  
(подпись) (расшифровка подписи)

Главный бухгалтер  Персветов Д.Ю.  
(подпись) (расшифровка подписи)

" 05" марта 2018 г.

