

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)

38.04.01 Экономика

(код и наименование направления подготовки)

Корпоративные финансы и оценка стоимости бизнеса

(направленность (профиль))

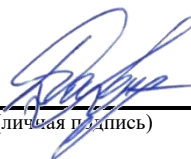
ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА (МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ)

на тему: «Методы оценки стоимости акций»

Обучающийся

Д.Н. Майпиль

(Инициалы Фамилия)



(личная подпись)

Научный
руководитель

д-р экон. наук, доцент А.А. Курилова

(ученая степень (при наличии), ученое звание (при наличии), Инициалы Фамилия)

Тольятти 2025

Оглавление

Введение.....	3
Глава 1 Теоретические основы оценки справедливой стоимости акций.....	10
1.1 Исследование теоретических основ оценки справедливой стоимости акций.....	10
1.2 Анализ содержания понятия «справедливая стоимость акции» на основе анализа научных подходов.....	20
1.3 Характеристика основных методов оценки справедливой стоимости акций.....	33
1.4 Анализ основных ошибок при оценке справедливой стоимости акций.....	52
Глава 2 Оценка справедливой стоимости акций на примере компании строительной отрасли ПАО «Пик СЗ».....	65
2.1 Фундаментальный и технический анализ ПАО «Пик СЗ».....	65
2.2. Оценка справедливой стоимости акций строительной компании ПАО «Пик СЗ» затратным и сравнительным подходом.....	68
2.3 Оценка справедливой стоимости акций строительной компании ПАО «Пик СЗ» методами доходного подхода	78
Глава 3 Совершенствование методов оценки справедливой стоимости акций	85
3.1 Методика комплексной оценки стоимости акций ПАО «Пик СЗ» с учетом рекомендаций по согласованию результатов.....	85
3.2 Рекомендации к расчету справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ» с учетом взимания налогов с дивидендных выплат.....	88
3.3 Разработка возможных мероприятий по повышению справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ»	92
Заключение.....	99
Список используемой литературы и используемых источников	101
Приложение А Бухгалтерский баланс ПАО «Пик СЗ» (2024 г.).....	114

Введение

Определение фактической стоимости организаций, в том числе стоимости их ценных бумаг, а, в частности, акций, интересовало большое количество исследователей из разных областей и институциональных инвесторов, а также обычных граждан. Рыночная стоимость акций меняется многократно в течение дня. При этом необходимо отделять краткосрочные (в течение фондового дня) и долгосрочные тренды по изменению показателя рыночной стоимости акций. На стоимость акций оказывают влияние как внешние (специальная военная операция), так и внутренние факторы (изменение финансовых показателей, презентация новых продуктов).

Также не стоит забывать, что одним из таких факторов может служить манипулирование рынком, что может привести к надуванию так называемого «рыночного пузыря», когда рыночная стоимость акций намного превышает их реальную стоимость, или наоборот, к значительному снижению цен. Здесь можно привести такой пример из практики. с начала военной операции в Украине стоимость российских акций, на примере Сбербанка, упала с 350 рублей за обыкновенную акцию до 1 рубля 30 коп., т.е. на 99,6%.

Необходимо также учесть, что у большого количества российских и зарубежных институциональных инвесторов были сформированы большие инвест-портфели из российских акций, которые фактически нуждаются в переоценке. По настоящее время Центральный Банк России разрешил не публиковать в открытом доступе отчетность финансовых институтов (банков, страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов) ввиду сохранения макроэкономической стабильности в России и недопущения паники.

Современная методика оценки стоимости акций на практике зачастую не могут выдать объективный результат, используется цена, которая выставлена в открытом доступе на фондовом рынке, но тогда встает вопрос о том, зачем же нужны эксперты-оценщики, и насколько та цена соответствует

действительности. К тому же потенциальные инвесторы хотят получить прогнозную стоимость акций, которые хотят приобрести.

Это происходит еще в связи с проведением военной операции в Украине и последующими санкциями. Многие компании прекратили выплачивать дивиденды, например, что сказалось на показателе дивидендной доходности. Методы определения стоимости показывают результаты оценки с существенными различиями, что также осложняет процедуру принятия инвестиционного решения.

Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена необходимостью совершенствования современных методов определения стоимости ценных бумаг (в частности, акций) во время становления нового экономического цикла в России с целью обеспечения экономической безопасности ее граждан. Все вышеперечисленное обусловило выбор темы диссертационного исследования – «Оценка стоимости акций российских компаний».

Объект исследования – российские фондовые рынки, представленные биржей и рынком ценных бумаг Российской Федерации. Предмет исследования – процесс оценки стоимости акций российских компаний, исследованный на конкретном примере компании строительной отрасли – ПАО «Пик СЗ».

Целью диссертационного исследования является изучение теоретических основ и практических подходов к оценке стоимости акций российских компаний, выявление особенностей и проблем современного этапа, а также разработка рекомендаций по усовершенствованию методов оценки и повышению их эффективности.

Гипотеза исследования состоит в том, что процесс оценки акций можно усовершенствовать, если:

- выявить имеющиеся недостатки и потенциальные ошибки в существующем процессе оценки стоимости акций;

- создать универсальный алгоритм оценки, предусматривающий устранение выявленных ошибок и включающий комбинацию нескольких методов оценки стоимости ценных бумаг;
- предусмотреть корректировку стоимости акций с учетом налогообложения дивидендов и других значимых факторов, влияющих на реальную доходность акций;
- разработать рекомендации по согласованию результатов, полученных различными методами оценки, для достижения единого и достоверного результата;
- предложить конкретные мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности акций компании, направленные на достижение оптимальной рыночной стоимости.

Таким образом, подтверждение данной гипотезы приведет к разработке эффективной и надежной методики оценки стоимости акций, что позволит повысить качество и точность принимаемых инвестиционных решений.

Для достижения цели исследования необходимо решить следующие задачи:

- изучить теоретические основы оценки рыночной стоимости акций;
- рассмотреть понятие «рыночная стоимость акции» с позиций разных научных подходов;
- дать характеристику основных методов оценки рыночной стоимости акций;
- описать методику проведения оценки рыночной стоимости акций российских компаний (на примере отчета об оценке);
- провести анализ основных ошибок при оценке рыночной стоимости акций;
- дать рекомендации по совершенствованию процесса оценки стоимости акций в виде комплексной оценки с использованием методических

рекомендаций по согласованию результатов оценки методами разных подходов;

- обосновать необходимость определения стоимости акций с учетом налога на дивиденды;

- разработать мероприятия по повышению стоимости акций ПАО «Пик СЗ».

Теоретико-методологическую основу исследования составили работы ведущих российских ученых, таких как Е.А. Хромов, Я.М. Миркин, и многих других, чьи труды внесли значительный вклад в разработку вопросов оценки стоимости акций и инвестиционных стратегий. Среди зарубежных исследователей особо выделяются труды А. Дамодарана, Т. Коупленда, М. Адамчика и других авторитетных специалистов в области корпоративных финансов и оценки бизнеса.

Базовыми для настоящего исследования явились также классические учебники и монографии, посвященные финансовым рынкам, оценке стоимости компаний и управлению инвестициями. В частности, особое внимание уделяется работам, освещающим принципы построения доходного, затратного и сравнительного подходов, а также комплексные подходы к оценке стоимости акций.

Также значительную роль играли публикации, касающиеся проблематики оценки акций в условиях политической и экономической нестабильности, анализа ошибок, возникающих при оценке, и методов повышения точности и надежности оценки. Эти работы послужили основой для разработки оригинальных рекомендаций и подходов, изложенных в исследовании.

Методы исследования: анализ научной литературы, анализ и синтез, наблюдение, моделирование.

Научная новизна исследования заключается в:

- проведении комплексного исследования проблем и трудностей, возникающих при оценке стоимости акций в условиях специальной военной операции, выявляющих уникальные характеристики современной российской экономики и рынков;
- представлении оригинальных результатов анализа типичных ошибок, совершаемых специалистами при оценке стоимости акций на современном этапе, в частности, выявлены недостатки существующих подходов, в том числе, существенное различие в результатах оценки акций одной компании, в частности, ПАО «Пик СЗ»;
- разработке практических рекомендаций по комплексному применению затратного, сравнительного и доходного подходов к оценке стоимости акций ПАО «Пик СЗ», продемонстрировавших существенные отличия в результатах и вызвавших необходимость разработки специальных процедур согласования;
- проведении комплексной оценки стоимости акций ПАО «Пик СЗ», включающая интеграцию результатов различных методов оценки с учетом разработанных рекомендаций по гармонизации результатов и применения методических рекомендаций, предусмотренных законодательством РФ;
- составлении рекомендаций по определению стоимости акции с учетом налога на дивиденды, позволивший предложить новый подход к определению действительной стоимости акций, учитывающий налоговые последствия для инвесторов;
- разработке мероприятий по повышению справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ», направленные на улучшение финансового состояния компании, усиление инвестиционной привлекательности и повышение прозрачности и открытости компании для инвесторов.

Опытно-экспериментальная база исследования представляла собой совокупность аналитических и расчетных экспериментов, проводимых на

материалах ПАО «Пик СЗ» и других публичных компаний российского рынка. Исследования проводились на основании анализа открытой финансовой отчетности, бухгалтерских документов, а также статистики биржевых торгов. Теоретическая значимость исследования заключается в:

- разработке оригинального научного подхода к анализу трудностей оценки стоимости акций в условиях политической и экономической нестабильности;
- выявлении и классификации основных ошибок, совершаемых при оценке стоимости акций современными методами;
- совершенствовании методики комплексной оценки стоимости акций с учетом особенностей отечественных и зарубежных подходов;
- создании научно-обоснованной модели оценки справедливой стоимости акций с учетом налогообложения дивидендных выплат.

Практическая значимость исследования заключается в:

- получение инструментария для эффективного использования затратного, сравнительного и доходного подходов в условиях неопределенности и нестабильного рынка;
- разработка предложений по повышению справедливости оценки стоимости акций, что актуально для корпораций, банков и управляющих компаний;
- создание рекомендаций по внедрению механизмов повышения инвестиционной привлекательности акций, важных для субъектов хозяйствования и органов государственного регулирования.

Достоверность и обоснованность результатов исследования обеспечивались: проведением глубокого анализа первичной эмпирической информации, собранной автором лично; изучением и критическим переосмыслением отечественной и зарубежной литературы по проблемам оценки стоимости акций; применением количественных и качественных методов исследования, включая анализ финансовых данных.

Личное участие автора в организации и проведении исследования состоит в сборе первичных данных и проведении экспериментальных наблюдений; обработке и анализе полученных данных; написании статей и докладов, направленных на популяризацию и обсуждение полученных результатов.

Апробация и внедрение результатов работы велись в течении всего исследования. Его результаты докладывались на следующих конференциях:

- Современные тенденции развития фундаментальных и прикладных наук (Материалы VIII Всероссийской научно-практической конференции 25 января 2025 г.).

На защиту выносятся:

- научно-теоретическое обоснование нового подхода к решению проблемы трудности оценки стоимости акций в условиях сложной экономической обстановки;
- критический анализ традиционных методов оценки стоимости акций и выявление типичных ошибок при их применении;
- новая методика комплексной оценки стоимости акций ПАО «Пик СЗ», интегрирующая результаты затратного, сравнительного и доходного подходов;
- предлагаемая схема оптимизации налогообложения дивидендных выплат и ее влияние на оценку справедливой стоимости акций;
- разработанный набор мероприятий по повышению справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ» с целью усиления их инвестиционной привлекательности.

Структура магистерской диссертации. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, содержит список использованной литературы (90 источников), приложение. Основной текст работы изложен на 100 страницах.

Глава 1 Теоретические основы оценки рыночной стоимости акций

1.1 Исследование теоретических основ оценки рыночной стоимости акций

Фондовый рынок со дня своего создания и в процессе развития подвергался ряду изменений, в результате чего в настоящее время результаты и процесс оценки реальной рыночной стоимости организации в ряде случаев отличается от результатов и процесса оценки стоимости ее акций. Поэтому актуальной задачей является изучение теоретических основ понятия стоимости акций, т.к. в данной области есть расхождение между понятиями рыночной и справедливой стоимости акций, что затрудняет процесс оценки через стандартные подходы к оценке.

Как справедливо полагает Хромов Е. А., «ключевыми методами оценки инвестиционной привлекательности таких финансовых активов, как акции, выступают фундаментальный и технический анализ» [75]. Однако, если рассматривать данные методы применительно к ситуации, когда объектом оценки являются акции, то можно отметить ряд недостатков. Например, технический анализ хорош в ситуации, когда необходимо определить лучший момент для заключения сделок, его проводят с опорой на различные временные границы, представленные в виде графиков. Однако «он опирается на фундаментальные показатели», как пишут Боровиков Д.Д., Шнюкова А.А., что приводит к некорректным результатам, неприемлемым для большинства инвесторов [14]. Фундаментальный анализ, напротив, позволяет оценить организацию и ее ценные бумаги, с опорой на финансовую и бухгалтерскую отчетность, но при всем многообразии моделей не может конкретизировать уровень привлекательности акций в заданный отрезок времени, так как опирается именно на данные прошлого периода. Ведь потенциальные инвесторы и текущие акционеры организации

придают важное значение именно получению дивидендов от акций. Потенциальные инвесторы и текущие акционеры, как правило приобретают ценные бумаги (акции, в том числе), чтобы в дальнейшем получить прибыль на бирже. Такая прибыль может быть получена в нескольких вариантах. Первый – получить прибыль от организации в виде дивидендов, так как являясь владельцем ценных бумаг, они могут претендовать на доход от них. Во втором варианте существует разветвление:

- можно купить и продать акцию по более высокой цене, и эта разница будет представлять собой полученную прибыль;
- более рискованный вариант: взять ценные бумаги «в долг», дожидаться повышения цены, продать то, чем не владеешь в настоящее время, а после, когда эти же акции упадут в цене, выкупить их и вернуть брокеру. Разница между продажей и последующей покупкой так же составит полученную прибыль.

Однако при любом варианте необходимо проконсультироваться со специалистом, экспертом в области оценки акций и прочих ценных бумаг. При этом, как утверждает Коупленд Т., «перед покупкой акций той или иной организации, инвестору необходимо сформировать четкое представление о том, насколько может измениться рыночная стоимость покупаемых акций в будущем» [36].

Что касается понятия стоимости акции, то М.М. Трохов выделяет, что «ключевую роль в формировании и использовании финансовых инструментов играет их стоимость» [71]. Именно понятие «стоимость» в современной экономике имеет важное значение, т.к. оно является неотъемлемым элементом всех систем экономических отношений. Его эволюция, если ее отследить поэтапно, совпадает с эволюцией экономической науки в целом. Аргументами к данному утверждению могут выступить основополагающие труды Аристотеля, А. Смита, Д. Рикардо, К.

Маркса, А. Маршалла и других классиков. Терри В. Гриссом, например, пишет, что есть «несколько теорий для определения сущности стоимости:

- теория стоимости (value theory);
- теория оценки стоимости (valuation theory)
- теория проведения оценки (appraisal theory)» [23].

По мнению Гриссома Т.В., «теория стоимости непосредственно анализирует источники и основы стоимости (стоимости) активов» [23]. Если же мы говорим о теории оценки стоимости, то здесь мы имеем дело именно с методикой: то, как проводятся расчеты, как измеряется стоимость и как прогнозируется ее изменение в будущем. Стрижова В.С. пишет о том, что «объектом теории оценки, которая лежит в основе любого оценочного анализа, является логическая взаимосвязь между источниками стоимости и оценкой этого значения» [65]. Таким образом, мы видим прямую взаимосвязь: определение стоимости в качестве цены от продажи является как раз объективной рыночной ценой, которую несмотря на все разночтения этого понятия необходимо определить, используя гипотезы насчет вероятной стоимости и различные теории оценки. Это и приводит нас к понятию справедливой стоимости, о которой речь в нашем исследовании пойдет позже.

В теории ценности бизнеса и корпоративных финансах, как Ю. В. Козырь отмечает, что «денежный эквивалент (продукт или услуга) готов к обмену на любой объект (изделие или услугу), то есть на то, сколько гипотетический покупатель готов заплатить за объект, имеющий какую-либо цену» [33]. Л.Д. Ревуцкий при этом считает, что, «хотя понятия «цена» и «стоимость» в рамках экономических исследований не являются эквивалентными, т.е. имеют различия в определенной, но, если речь идет об акциях, то оба термина могут быть использованы» [59].

Т. В. Алайцева, в свою очередь, считает, что как раз стоимость ценных бумаг (в том числе, и акций) одной из важных параметров [8]. В рамках

нашего исследования мы выделяем несколько видов стоимости акции, про которые упоминает Алайцева Т. В.:

- «номинальная стоимость – отношение размера уставного капитала к количеству выпущенных акций, зафиксированное в Уставе АО;
- балансовая стоимость акции показывает, какая сумма активов, реального имущества в соответствии с бухгалтерским балансом АО приходится на одну акцию;
- эмиссионная стоимость – это стоимость при первичном размещении акции;
- рыночная стоимость ценной бумаги – это стоимость приобретения ценной бумаги, которая бы устроила и продавца, и покупателя;
- ликвидационная стоимость – это стоимость акции при ликвидации акционерного общества» [8].

В нашем исследовании речь идет о российских реалиях, поэтому мы можем говорить о том, что в современной России сформировался класс собственников, которые обладают различным имуществом. Бизнес продается и покупается, поэтому определение рыночной стоимости акций остается актуальной проблемой в экономическом мире, а услуги оценщиков все больше пользуются спросом.

Сама процедура оценки акций, которая после найдет воплощение в виде отчета эксперта должна содержать четкое определение вида стоимости, подлежащего оценке. Согласно закону «Об оценочной деятельности»: «Рыночная стоимость объекта оценки – это наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме» [55].

Хромов Е.А. в своих исследованиях справедливо отмечал, что «формирование цен на реальные и финансовые активы имеет свои особенности и зависит от множества факторов» [80]. Если представить рыночную экономику в качестве системы, то цена будет являться ее системообразующим элементом, поэтому данное понятие имеет отличительные черты и в то же время подвержено влиянию других элементов системы. Сама система рыночной экономики строится на эволюции отношений обмена, которая и стала отражением концепции цены. Концепция цены развивалась одновременно с эволюцией обменных отношений, и само понятие цены трактовалось по-разному представителями разных экономических школ. Среди различных экономико-теоретических трактовок можно выделить два подхода:

- цена детерминирована затратами, которые можно объективно аргументировать;
- цена детерминирована тем, что оцениваемый объект является субъективно полезным.

Эти же теории носят название теории издержек и теории предельной полезности. Так, первую теорию поддерживали А. Смит, У. Петти, Д. Рикардо, К. Маркс. Хотя первая группа исследователей придерживалась выбранной концепции, природа цены все равно вызывала вопросы. Таким образом, как противоречивая двойственная природа цены была выделена представителями

классической политэкономической школы. По их мнению, с одной стороны, цена может быть детерминирована объективными затратами рабочего времени, тем трудом, который был затрачен, в первую очередь. Но так же она может быть детерминирована изменениями в парадигме спроса и предложения, которые, в свою очередь, как факторы отличаются субъективностью. Поэтому теория цены и была разделена на субъективистское и объективистское направление. Давид Рикардо определял данный феномен следующим образом: «... если мы принимаем труд за основу стоимости товаров, то из этого еще не следует, что мы отрицаем случайные и временные отклонения действительной или рыночной цены товаров от их первичной и естественной цены» [59].

Карл Маркс же, напротив, в своих исследованиях в основном выделял, что «объективные факторы, влияющие на стоимость, — общественно-необходимые затраты труда, а также внутри и межотраслевая конкуренция» [18]. Позже данные утверждения выступили основой для новой теории, согласно которой «прибавочная стоимость является возможностью получения прибыли при сохранении принципа эквивалентности и добровольности на всех этапах обмена в экономике» [18]. Таким образом, цена рассматривалась именно с позиции объективных факторов, а не субъективной полезности.

Это касалось объективной оценки цены. Согласно же субъективной оценке цены, которую поддерживал Жан Батист Сэй, «цена стала считаться субъективной оценкой полезности блага, которая строится на личных предпочтениях. По его мнению, цена — это «жертва» со стороны покупателя, денежное выражение альтернативной стоимости («субъективная стоимость»))» [12]. Именно благодаря рассуждениям возник некий образ цены как некой аскезы, которую необходимо соблюдать, пожертвовать некоторым своим имуществом, чтобы обладать другим.

Хромов Е.А., рассмотрев позицию вышеупомянутых экономических школ, обратился в более современным экономическим школам, к которым

относятся монетаризм и кейнсианство. Он считал, что «данные экономические школы переключили усилия с теоретических споров вокруг понятия цены (стоимости) на изучение внешних проблем взаимодействия спроса и предложения, как сил, которые определяют протекающие на рынке процессы в формировании цены» [80].

Если предположить, что основой монетаризма служит количественная теория денег, то, согласно этой теории, изменение уровня цен на товары и услуги прямо пропорциональны той денежной массе, которая находится в обращении в определенный момент времени. Следовательно, именно количественное выражение этой денежной массы влияет на рост или снижение цен. Соответственно, именно денежная масса управляет спросом и, как следствие, хозяйственными процессами, которые подразумевают влияние на такие экономические показатели, как объем производства и занятость населения на этом само производстве.

Про кейнсианство можно было сказать, что оно как направление придерживалось взглядов монетаризма, если бы не одно существенное отличие, ведь, в отличие от кейнсианства, монетаристы считали рынок системой, которая сама себя регулирует. Таким образом, Дж. Кейнс полагал, что «в данной системе государство выступало элементом, который управлял денежно-кредитной политикой. Непосредственно кейнсианцы утверждали, что рынок является зависимым от склонности населения к сбережению, что приводит в несопоставимости предложения и спроса. именно бюджетно-налоговые механизмы, как инструменты политики государству, нужны для роста рынка» [31].

В настоящее время подход к понятию цены в экономических отношениях претерпел значительные изменения. Современная экономическая наука рассматривает стоимость с учетом различных факторов, влияющих на ее формирование, что позволяет более глубоко понять процесс ценообразования.

Под ценообразованием Хромов Е.А. понимал «процесс установления цены на товар во взаимодействии различных факторов, к которым относятся:

- ценность товара, т.е. его востребованность в рамках процесса производства и потребления;
- затраты — денежная стоимость ресурсов, использованных в процессе хозяйственной деятельности;
- спрос, предложение и их эластичность;
- конкуренция и монополия, т.е. уровень борьбы за более выгодные условия производства и сбыта товаров;
- государственное влияние, т.е. комплекс мер, действий, применяемых государством для коррекций и установления основ экономических процессов;
- спекулятивное манипулирование ценами, которое имеет место быть в нерыночных экономических отношениях» [80].

Как мы видим, список ценообразующих факторов отличается вариабельностью, поэтому цена товара в различные периоды времени могла носить существенные различия. Так же, по мнению некоторых ученых, на цены влияет появление так называемых рыночных пузырей. Так, по мнению Роберта Бреннера, который описал подобный феномен в своей монографии, «рыночный пузырь начинает надуваться, когда рыночная цена становится слишком высокой относительно ее приемлемого уровня, который, в свою очередь складывается из затрат на производство и достаточного уровня маржи (прибыли) для развития» [15]. Кузнецов В. Д., Трегуб И. В. В своих работах писали о том, что «основным показателем, детерминирующим надувание «рыночных пузырей», является несоизмеримая величина денежного предложения и товарного предложения в различные моменты времени» [37]. Данное утверждение привело к тому, что последователи макроэкономической теории говорили о том, как и Хромов Е.А., что «показатель количества денежной массы в обращении и есть главный детерминант развития

экономики государства в целом, пришли к следующей пропорции: денежное предложение увеличивается с такой же скоростью, как растет показатель реального ВВП. Иными словами, последователи монетаризма видели решение проблемы именно в росте ВВП, так как это не спровоцирует рост инфляции, но при этом денежное предложение будет увеличиваться и оказывать поддержку экспансии роста на рынке» [80].

Хромов Е.А. отмечал, что «Кейнсианцы, с другой стороны, утверждали, что прекращение активной кредитно-денежной политики не является разумным шагом, поскольку скорость обращения денег в экономике не является стабильной. Постоянное увеличение денежного предложения может привести к значительным колебаниям совокупных расходов и дестабилизировать экономическую ситуацию в целом. Это, в свою очередь, приведет к несоответствиям между спросом и предложением на товары, что может стать причиной возникновения рыночных пузырей» [80].

Углицких О.Н., Клишина Ю.Е., Горбова Е.А. пришли к выводу, что «Рыночный пузырь (также определяемый как «спекулятивный», «экономический», «ценовой», «финансовый») представляет собой не что иное, как отрыв рыночных цен от реальной стоимости товаров в результате манипулирования ценами и объемами продаж товаров или ценных бумаг» [72]. Необходимо отметить, что пузыри обладают несколькими особенностями:

- ситуации с ними возникают тогда, когда количество частных инвесторов начинает доминировать;
- чаще всего образуются в бумагах с низкой ликвидностью, когда отдельные участники могут инициировать сильное движение, а потом подключаются спекулятивные трейдеры.

Для инвесторов такие ситуации опасны тем, что через какое-то количество времени цены на акции все равно возвращается к своему резонному уровню, а по причине низкой ликвидности избавиться от таких

ценных бумаг достаточно трудно. Примером таких финансовых пузырей можно назвать ситуацию, когда в 2023 году они были замечены в третьем эшелоне акций Московской биржи, в частности в энергетическом секторе.

Сам факт существования таких рыночных пузырей существенно осложняет процесс оценки стоимости различных организаций. Стоимость организации, если она является акционерным обществом, можно получить в форме произведения рыночной цены на количество размещенных акций. Проблема заключается в том, что первую оценку акция получает при создании акционерного общества, т.е. приобретает первоначально назначенную стоимость. Далее это же акционерное общество может разместить акции на бирже, и тогда именно биржа может проявить свою основную функцию в качестве инструмента определения не просто рыночной, а справедливой стоимости акций, что возвращает нас к вопросу о справедливой стоимости акций как ценных бумаг, о чем пойдет речь в следующем параграфе, потому что именно справедливая стоимость позволяет оценить акции с точки зрения из привлекательности для потенциального инвестора.

Таким образом, в рамках темы нашего исследования проанализировать также понятие рыночной стоимости акций ввиду различий значений, получаемых в процессе оценки стоимости акций той или иной компании.

1.2 Анализ содержания понятия «рыночная стоимость акции» на основе анализа научных подходов

Как пишет Хромов Е. А., «механизм ценообразования на финансовые активы является идентичным общему процессу ценообразования, но, в свою очередь, имеет ряд определенных особенностей, которые заключаются в специфическом объекте ценообразования — ценные бумаги» [80]. Поскольку акция представляет собой не что иное, как особый вид ценных бумаг, ценность которых заключается в наделении собственника правом на получение доли прибыли эмитента, а также возможностью непосредственного участия в процессе управления акционерным обществом.

Статья 142 ГК РФ предоставляет следующее юридическое определение ценной бумаги: «ценная бумага — это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении» [55].

Разные авторы предлагают свои формулировки термина «ценная бумага», учитывая как юридические, так и экономические аспекты.

Ценные бумаги является своего рода титулами собственности, которые представляют собой капитал. Однако следует помнить, что, как и считал К. Маркс, «данный капитал не существует в двойне, — один раз как капитальная стоимость титула собственности, акций, и другой раз как капитал, действительно вложенный или подлежащий вложению, т.е. материальный. Капитал может существовать лишь в этой последней форме, т.е. он есть лишь титул собственности, выдаваемый на реализуемую прибавочную стоимость» [43].

Ценные бумаги определяются в «Политической экономии» как «фиктивный капитал — этому способствует тот факт, что они не имеют

стоимости, хотя продаются и покупаются на фондовых рынках, а их цены носят иррациональный характер» [44].

Как отмечает Хромов Е.А., «ценная бумага может представлять собой право на ресурсы, которые отделились от своей основы и могут иметь самостоятельную материальную форму, например, в виде бумажного сертификата или записи на счету. Помимо этого, ценная бумага является именно формой существования капитала, которую можно дифференцировать от его товарной, производственной и денежной формы, т.к. она может быть передана вместо непосредственно самого капитала, обращаться на рынке как товар и приносить доход» [80].

Как пишет Борисов Е.Ф., «ценные бумаги, таким образом, которые входят в фиктивный капитал, служат, по сути дела, лишь знаком, титулом (основанием права на имущество) собственности на денежный капитал. Титул собственности же предоставляет его владельцу право присваивать часть прибыли в форме процента или дивиденда» [13].

Поэтому мы можем сделать вывод, что ценные бумаги (акции) действительно являются титулом собственности, потому что являются удостоверением права на имущество своего владельца, в том числе и правом собственности. В частности, они фиксируют право на капитал и являются свидетельством о том, какую именно долю эти акции вносят в уставный капитал акционерного общества. Исходя из этого, акции ценны именно тем, что являются этим правом. Следовательно, их ценность заключается в тех правах, которые она дает своему владельцу. Благодаря такой специфической характеристике цены на ценные бумаги (акции) устанавливаются тоже специфически. Из этого вытекает еще одна проблема: как объект оценки акции тоже не отличаются однообразностью трактовок, их трудно подвести под общепринятые стандарты, потому что существует несколько видов, зависящих как раз от специфики того вида имущественных отношений, титулом которых они являются.

Под данным видами некоторые ученые, например, Хромов Е. А. подразумевают:

- «номинальная стоимость обозначена в проспекте эмиссии при выпуске в обращение ценных бумаг. В некоторой степени это условная величина, поскольку даже на первичном рынке ценные бумаги могут продаваться не по номинальной стоимости. Номинал информирует о том, какая часть стоимости уставного капитала приходилась на одну акцию в момент формирования акционерного общества или решения вопроса о размере уставного капитала в случае его изменения;
- эмиссионная стоимость — цена продажи ценной бумаги при ее первичном размещении через финансовых посредников с определенным дисконтом от рыночной цены;
- балансовая стоимость определяется на основе финансовой отчетности предприятия, как стоимость имущества акционерного общества, образованного за счет собственных источников, деленная на количество выпущенных акций;
- балансовая стоимость также может быть определена как истинная стоимость акции (Intrinsic Value of a Share), которая демонстрирует, какая доля всех капитальных ресурсов компании, включая акционерный капитал, резервный фонд и нераспределенные резервы, приходится на одну выпущенную акцию, основываясь на учетной стоимости активов, а не на их рыночной цене. Этот показатель не всегда точно отражает реальную стоимость активов компании, что связано с различиями в бухгалтерской отчетности в разных странах;
- учетная стоимость — стоимость, по которой числятся приобретенные ценные бумаги на балансе предприятия в данный момент времени с учетом затрат на их приобретение;
- рыночная стоимость — текущая стоимость, по которой ценные бумаги продаются на бирже или во внебиржевом обороте;

- справедливая стоимость — стоимость, которую акции должны были бы иметь, если бы вся финансовая информация об оцениваемой организации была известна и рациональным образом учтена участниками рынка. Она может быть определена в результате проведения процесса сбора, обработки и систематизации информации о деятельности организации с целью определения доходности и стоимости бизнеса» [80].

Рыночная цена акции, таким образом, представляет собой цену, которая формируется под влиянием спроса и предложения на фондовом рынке, или бирже. Это же явление носит название курс ценной бумаги. Так как курс ценной бумаги, таким образом, отражением реальных трендов в отношении спроса и предложения, то именно рыночная цена становится ключевым понятием в процессе оценки ценных бумаг, т.к. именно это отражение действительности приводит к равновесию в отношении формирования цены.

Таким образом, механизм определения рыночной цены акции компаний заключается в интеракции как общих факторов ценообразования, так и специфических факторов. Что касается российского рынка ценных бумаг можно выделить следующие группы специфических факторов:

а) Факторы, оказывающие влияние на российский фондовый рынок. Наиболее адекватная классификация факторов, по нашему мнению, оказывающих влияние на российский фондовый рынок представлена Я. Миркиным, к которой он относит:

- «влияние длительных циклов, в рамках которых функционируют мировые финансовые рынки,
- воздействие цены на нефть,
- принадлежность к развитым или формирующимся рынкам ценных бумаг,
- влияние рынков — лидеров и взаимозависимость формирующихся рынков,

- конкурентоспособность национальных рынков и уход торговой активности на западные фондовые рынки» [46,

Данное представление факторов является наиболее адекватным, на наш взгляд, так как практически полностью описывает влияние внешних факторов на фондовый рынок России.

б) факторы инвестиционных рисков. К данной группе факторов, по мнению профессора Б. Мильнера и профессора Ф. Лииса, необходимо относить « всю совокупность хозяйственных рисков » [73]. Их, согласно Мильнеру Б. и Лиису Ф., можно разделить на следующие подгруппы:

1) «к внешним рискам, которые возникают во внешней среде организации, относятся:

- политические - связаны с политической обстановкой в стране и деятельностью органов государственной власти (революция, военные действия, национализация частной собственности, конфискация имущества и др.);
- законодательные: предполагают изменение действующих норм с выходом новых законодательных и нормативных актов, например, ухудшающих положение компании (введение новых налогов, отмена налоговых льгот, повышение налоговых ставок и др.);
- природные: связаны с возможными стихийными бедствиями и загрязнением окружающей среды (наводнения, пожары, землетрясения и т. п.);
- региональные: обусловлены состоянием отдельных регионов, их законодательством и т. д.;
- отраслевые: зависят от тенденций развития отрасли;
- макроэкономические: детерминированы развитием экономических процессов в стране и в мире в целом

(включают инфляционные (дефляционные), валютные, процентные и структурные риски).

2) к внутренним рискам, возникающим в среде внутри организации, относятся:

- производственные, связанные с особенностями технологического процесса на конкретном предприятии, уровнем квалификации работников, организацией поставок сырья и материалов и осуществлением транспортных перевозок;
- инвестиционные, несущие потенциальную угрозу неполучения запланированного результата;
- коммерческие, обусловленные обычно неправильно проведенными маркетинговыми исследованиями, в результате которых компания не может реализовать весь объем произведенной продукции, недооценкой конкурентов на товарном рынке, ошибочной ценовой политикой и др» [73].

Мы согласны с мнением Хромова Е. А., что «система классификации рисков профессора Б. Мильнера и профессора Ф. Лииса представляется наиболее оптимальной и удобной, так как позволяет систематизировать их относительно источника происхождения» [80]. Данный способ классификации позволяет потенциальным инвесторам или экспертам-оценщикам предвидеть и определять, какие именно факторы будут влиять на рыночную стоимость всей организации, какие меры предприняты руководством для стабилизации показателей, что в конечном итоге либо увеличит стоимость акций этой организации на бирже, либо снизит ее. Такой подход аналогичен STEP-анализу в менеджменте организации. Однако данная классификация рисков не отличается полнотой, потому что не учитывает,

например, внешние и внутренние угрозы (опять же по аналогии со STEP-анализом).

Например, А. Грин выделяет группы рисков в зависимости от разреза их применения:

а) «прямые риски:

- 1) макроэкономическая обстановка - риски, связанные с циклами экономического развития;
- 2) отраслевые особенности - риски, связанные с нормативно-правовым регулированием отрасли и ее технологическом развитии;
- 3) финансы организации - риски, связанные с ценовой политикой организации и ее долговой нагрузкой;

б) спекулятивные риски:

- 1) текущие тенденции развития инвестирования и выбор «модной отрасли» - в основном обусловлено циклом экономического развития и стоимостью рыночного займа;
- 2) спекулятивное ожидание макроэкономических/отраслевых событий - краткосрочные риски, направленные на высокий приток/отток денежных средств по покупке/продаже акций компании в целом на рынке и отдельных компаний в частности;
- 3) фаза роста фондового рынка: зарождение, зрелая, спекулятивная, коррекция» [22].

В нашем исследовании мы приходим к выводу, что классификация рисков на прямые и внутренние является наиболее предпочтительной, так как позволяет инвестору (оценщику) оценить характер их влияния (краткосрочное или долгосрочное) на рыночную стоимость акций организации, что является важнейшей составляющей для принятия верного инвестиционного решения.

С другой стороны, рассмотренные способы классификации и систематизации факторов рыночного ценообразования на акции компаний не

позволяют выделить механизм образования спекулятивного (рыночного) пузыря фондовом рынке.

Таким образом, ни одна из приведенных выше классификаций специфических ценообразующих факторов не являются полностью удовлетворяющей, приходится при анализе рисков пользоваться сразу несколькими видами, в зависимости от специфики конкретной организации. Так же не стоит забывать, что в данный момент благодаря проведению СВО и санкциям, введенным другими странами, политика Центрального Банка России относительно денежного обращения постоянно претерпевает изменения, что так же влияет на процесс формирования цены на акции. Данные факторы, помимо вышеперечисленных могут спровоцировать дисбаланс спроса и предложения, что может, в свою очередь, привести к возникновению рыночных пузырей и спекуляции капиталом.

Основной причиной возникновения фиктивной составляющей (спекулятивного пузыря) в рыночной цене является современная экономическая ситуация, когда появляются и популяризируются такие виды капитала, как криптовалюта, биткоины и пр., которые характеризуются большим вливанием денежных средств в экономику, не обеспеченных произведенным товаром, выпущенной продукцией или оказанными услугами.

Такие экономические пузыри, по мнению большинства, являются вредоносными для экономики в целом, т.к. их появление приводит к необоснованному распределению и расходованию ресурсов. Цена становится все выше, потому что большинство считает, что стоимость так и будет повышаться. Многие люди готовы заплатить большую цену, рассчитывая, что впоследствии так же продадут приобретенные активы еще дороже. Как результат, происходит «лопание» такого пузыря.

Таким образом, ввиду зависимости рыночной цены акций от спекулятивных факторов становится очень сложно определить справедливую стоимость акций организации, как ее активов, что дестабилизирует рынок и

негативно отражается на его экономической безопасности. Само определение справедливой стоимости организации (через которое впоследствии можно выйти на стоимость одной акции путем деления стоимости организации в целом на их количество), на наш взгляд, необходимо, прежде всего, для отслеживания трендов потенциального появления спекулятивного пузыря и принятия необходимых мер по его нивелированию.

На современном этапе развития отечественного фондового рынка применяются различные методы оценки справедливой стоимости акций, в основе которых лежит фундаментальный анализ. Так, по мнению Томсетта М., «фундаментальный анализ, как процесс, представляет собой исследование состояния экономики, отрасли и финансового положения компании с целью определения ее справедливой стоимости» [6]. Под современным этапом развития отечественного фондового рынка мы понимаем временной промежуток, начавшийся после распада СССР и становления рыночных отношений в Российской Федерации.

Как пишет в своих работах Хромов Е.А., «определение справедливой (рыночной) стоимости акций играет ключевую роль как для разработки эффективных инвестиционных стратегий на бирже, так и для регулирования ценообразования с целью борьбы со спекуляциями и манипуляциями в отношении цены на активы. Главной причиной необходимости оценки справедливой стоимости акций является значительный дисбаланс на фондовом рынке, когда стоимость ценных бумаг (особенно акций) варьируется в разные периоды, что приводит к притоку спекулятивного капитала. Ситуация усугубляется высокой мобильностью спекулятивного капитала, что может вызвать как резкие падения рыночной стоимости акций, так и неуправляемый ажиотаж на покупку в условиях роста рынка. Этот механизм работы фондового рынка создает значительные риски для экономики в целом и может дестабилизировать экономическое развитие в различных секторах. Таким образом, для инвесторов важно определять

справедливую стоимость акций, чтобы защитить свой капитал в периоды резкого падения рынка, в том числе, в ситуациях, когда речь идет о надувании спекулятивных пузырей, а для экономики в целом это необходимо для стабилизации ценообразования и функционирования рынка ценных бумаг» [80].

В научной, специальной литературе даются разные определения справедливой стоимости акций компаний. Согласно международным стандартам финансовой отчетности под справедливой стоимостью акций организаций понимается «сумма, на которую можно обменять актив при совершении сделки между хорошо осведомленными, желающими совершить такую операцию сторонами, осуществленной на общих условиях» [73]. Согласно статье Кучмезова Х. Х., «справедливая стоимость представляет собой наиболее вероятную цену, по которой акция может быть обменена между информированным и готовым к покупке покупателем и информированным и готовым к продаже продавцом. При этом обе стороны располагают всей необходимой информацией о акции и действуют добровольно, без какого-либо давления» [38]. С другой стороны, В. Карбовский и И. Нуждин в книге «Новый подход к инвестированию на рынке акций» утверждают, что «для российского фондового рынка понятие справедливой стоимости акции напрямую зависит от стоимости компании-эмитента, которая базируется на прогнозировании ее выручки, с учетом вероятностного изменения ее цены» [30].

По нашему мнению, приведенные выше определения справедливой стоимости акции содержат в себе противоречие, не позволяющее прийти к общему знаменателю в этом вопросе. Согласно первым двум определениям под справедливой стоимостью акции понимается стоимость купли - продажи или рыночная цена. Такое определение, которое дает Хромов Е.А., как раз «подчеркивает зависимость справедливой стоимости акции от производственно-финансовой деятельности организации эмитента» [80]. На

наш взгляд, данное определение отражает суть и является более адекватным ввиду того, что преследует цель снизить влияние спекулятивной составляющей в процессе оценки стоимости акций какой-либо организации.

По мнению авторов книги «Анализ ценных бумаг Грэмма и Додда» С. Коттла, Р.Ф. Мюррей и Ф.Е. Блока, «процесс оценки справедливой стоимости акций компании сопряжен со сбором, систематизацией и обработкой экономической и финансовой информации, к которой относятся показатели, оказывающие влияние на производственно- финансовую деятельность компании» [3]. В качестве источников информации С. Коттл, Р.Ф. Мюррей и Ф.Е. Блок предлагают использовать четыре типа информации:

- «первый и второй источник информации авторы объединяют в единый и причисляют к нему: информацию, рассылаемую компаниями своим акционерам и в прессу, и материалы, подготовленные для регулирующих органов, прежде всего Комиссии по ценным бумагам и Биржам США (SEC). В Российской действительности аналогом SEC является ФСФР.
- третьим источником информации является такие службы финансовой информации, как Moody и Standart & Poog, которые воспроизводят в прямом или обобщенном виде почти всю появляющуюся информацию.
- четвертым источником информации являются компьютерные базы данных» [34].

Также авторы выделяют «достаточно большой массив прочей информации, к которому относят данные от отраслевых журналов до правительственных публикаций и так далее. Для российского рынка ценных бумаг процесс сбора, систематизация и обработка экономической и финансовой информации аналогичен данным источникам» [34].

С учетом подходов, описанных в предыдущем параграфе, мы можем классифицировать такое представление сбора и систематизации информации

как классическое, так как представляет собой фундаментальный анализ, где «предметом анализа выступают финансовые показатели, доходы и дивиденды компании, а также состояние экономики» [3]. Именно подход, представленный фундаментальным анализом, позволяет определять справедливую стоимость акций организации для принятия инвестиционного решения, на основе профессионального суждения специалистов. В основе фундаментального анализа лежит утверждение, что «истинная стоимость организации соотносится с ее финансовыми характеристиками, в случае оценки справедливой стоимости акций компании – с показателями, которые оказывают влияние на производственно-финансовую деятельность организации» [80].

Специфические факторы ценообразования справедливой стоимости акций компании С. Коттл, Р.Ф. Мюррей и Ф.Е. Блок систематизируют по блокам:

а) «финансово-производственные. К данному виду факторов ценообразования справедливой стоимости акций организации относят финансово-производственные показатели деятельности компании, которые напрямую влияют на формирование доходов и расходов компании:

- 1) объем, структуру и цену на выпускаемую продукцию;
- 2) объем, структуру и уровень капитальных вложений компании;
- 3) количество персонала и его норма-час на производство единицы продукции.

б) финансово - отраслевые. К данному виду факторов ценообразования справедливой стоимости акций компании относят:

- 1) государственное регулирование деятельности отрасли, в которой

работает компания;

2) особенность и характер привлечения капитала компаниями из

данной отрасли;

3) макроэкономическая ситуация в регионе, где работает компания;

4) и так далее» [33].

Стоит заметить, что большую часть влияния на конечную справедливую стоимость акций организации оказывает именно первый блок факторов, так как мы говорим именно об оценке активов, которые могут быть проданы. А на эти активы как раз влияют финансовые показатели организации, которые отражают результаты производственной деятельности.

Ввиду того, что при оценке акций оценивается потенциальный доход, который может принести инвестору владение ими, мы можем говорить, что приобретаемые акции являются активами организации и, следовательно, в процессе необходимо определять именно справедливую стоимость организации, которая при делении на количество акций и даст оценщику стоимость одной акции.

Однако для определения справедливой стоимости нам нужны объективные финансовые показатели, отражающие результаты производственно-финансовой деятельности организации, объекта оценки, но ввиду того, что сами организации спекулируют этими данными, чтобы повысить или наоборот в некоторых случаях снизить финансовые показатели, зачастую сложно, а иногда становится невозможным определить объективную справедливую стоимость организации и ее акций только средствами фундаментального анализа, необходимо применять математические формулы. Следовательно, необходимо рассмотреть и проанализировать имеющиеся подходы для определения справедливой

стоимости и практическое их применение в рамках нашего дальнейшего исследования.

1.3 Характеристика основных методов оценки справедливой стоимости акций

В условиях мировой неопределенности и не испытываемого в таком объеме санкционного давления условия внешней и внутренней среды работы многих российских предприятий и некоторых отраслей экономики в целом поменялись кардинальным образом. Если говорить о внешней среде, то здесь угрозы представлены в виде инфляции, ужесточением таможенной и кредитно-денежной политикой государства. Что касается внутренней среды, то здесь риски связаны с нарушением логистики, увеличением издержек на производство товаров и сокращением спроса. Таким образом, актуализируется проблема развития предприятий, а также проблема оценки справедливой стоимости предприятий, а именно реальной стоимости их акций.

В первой главе мы пришли к выводу, что справедливая стоимость акций определяется, в первую очередь, определенными ценообразующими условиями. Согласно этим условиям, стоимость акций зависит от результатов финансовой деятельности организации, а не от фактического положения организации на бирже. Таким образом, по мнению Хромова Е.А., «специфические условия ценообразования рыночной цены акций организации, описанные нами в первой главе, влияют на рыночную стоимость акций организации не прямо (без участия в расчете итогового значения при помощи конкретных методов, в том числе, математических формул), а косвенно (т.е. на основе ожиданий инвесторов)» [80].

Чтобы корректно определить факторы, влияющие на становление цены акций, необходимо провести анализ методов определения стоимости ценных бумаг, к которым относятся и акции. Многие авторы (Хромов Е. А., Кияница

А., Миркин Я., Царихин К.) традиционно выделяют несколько методов, однако мы придерживаемся мнения, что выделяемый ими регрессионный метод не является общеупотребительным, т.к. имеет ряд недостатков: он не подходит для организаций закрытого типа (результат необходимо обязательно корректировать на недостаток ликвидности таких организаций), он не учитывает периоды финансового роста или спада организаций, поэтому может использоваться как дополнительный метод расчета стоимости акций.

Так же мы не можем игнорировать существование еще одного подхода к оценке стоимости организаций в целом – затратный подход. Суть этого подхода заключается в том, чтобы рассчитать стоимость определенной организации путем определения величины расходов на те ресурсы, которые ей необходимы для осуществления успешной операционной деятельности. Так как цена на организацию может меняться на протяжении всего цикла ее жизнедеятельности, поэтому использование данного подхода предполагает использование большого количества разнообразных формул, что приводит к двоякому толкованию и пониманию результатов оценки и методики в целом.

Мы же пришли как выводу, что для определения справедливой стоимости акций необходимо применять следующие подходы [5]. Выбранные методы подходов для оценки стоимости акций представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Методы определения справедливой стоимости акций

	Методы определения справедливой стоимости акций		
Наименование подхода	Доходный подход	Сравнительный подход	Затратный подход
Наименование метода	Метод дисконтированных денежных потоков	Метод оценки продаж акций аналогичных организаций	Метод балансовой стоимости

Сравнительный подход представляет собой совокупность методов оценки, основанных на сравнении объекта оценки с идентичными или

аналогичными объектами (аналогами) [69]. При этом данный подход ориентируется именно на установленные на фондовом рынке цены и имеющиеся финансовые показатели – эти данные вкупе позволяют оценить акции, что и составляет специфическую черту данного подхода.

Теоретическая основа данного метода, согласно Федеральному стандарту оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)», основана на использовании ценовой информации об организациях-аналогах (цены сделок и цены предложений) [76]. При этом оценщик может использовать ценовую информацию об объекте оценки (цены сделок, цена обязывающего предложения, не допускающего отказа от сделки):

- инвестор ориентируется на фактические рыночные цены аналогичных компаний или их акций. Значимость сравнительного подхода тем выше, чем надежнее информация о сделках с аналогами ввиду доступности информации о сделках;
- сравнительный метод основывается на концепции альтернативных инвестиций. Т.к. инвестор при приобретении акций заинтересован в получении будущего дохода, то степень сопоставимости аналогов с объектом оценки (значимость сравнительного подхода тем выше, чем ближе аналоги по своим существенным характеристикам к объекту оценки и чем меньше корректировок требуется вносить в цены аналогов) должна быть достаточно высока, и это положение служит основой для корректировки рыночных цен;
- ввиду того, что стоимость организации отражает её производственный и финансовый потенциал, положение на рынке и перспективы роста, в аналогичных предприятиях соотношение между ценой и ключевыми финансовыми показателями, такими как прибыль, объем продаж и балансовая стоимость собственного капитала, должно быть прямо пропорциональным, от этого зависит доход инвестора, что безусловно

должен учитывать оценщик. Важным аспектом этих финансовых показателей является актуальность рыночной ценовой информации (значимость сравнительного подхода тем выше, чем меньше удалены во времени сделки с аналогами от даты оценки и чем стабильнее рыночные условия были в этом интервале времени).

Оценка стоимости бизнеса и в дальнейшем его акций при помощи методов сравнительного подхода происходит за счет анализа и работы со следующими видами информации: данные о фактических ценах купли-продажи акций организации, сходной с объектом оценки, информация о том, сколько акций в обращении. При этом необходимо помнить, что цена одной акции напрямую зависит от их количества в конкретной организации. Даже если выбраны организации-аналоги в одной отрасли, с примерно аналогичным собственным капиталом, то акции будут дешевле, если их число значительно превышает количество акций подобной организации.

Российский фондовый рынок не всегда может обеспечить объективной, достоверной, а главное – полной и актуальной информацией об организациях-аналогах. Чаще всего приходится работать с закрытыми организациями, в чьих интересах не предоставлять полные и достоверные сведения о своих финансовых результатах, ценах на свои сделки. Как результат, лица, занимающиеся оценкой, просто используют в качестве данных цены спроса и предложений, выставленных на всеобщее обозрение, на акции организаций, которые они выбрали как аналогичные.

Согласно п. 6 Федеральному стандарту оценки «Подходы и методы оценки» ФСО V, методы сравнительного подхода основаны на использовании ценовой информации об аналогах (цены сделок и цены предложений). При этом оценщик может использовать ценовую информацию об объекте оценки (цены сделок, цена обязывающего предложения, не допускающего отказа от сделки) [76].

Финансовая информация включает в себя не только официальные данные за последний год (хотя может включать иной период, как правило, до пяти лет), которые включают в себя бухгалтерскую и финансовую отчетность, которые обязана предоставлять каждая организация. официальная бухгалтерская и финансовая отчетность, но и дополнительные сведения, список которых зависит от конкретных условий, содержащихся в договоре о проведении оценки, которые обговариваются заказчиком и оценщиком заранее. Данные сведения используются при составлении перечня корректировок, которые необходимо применить на дальнейших этапах оценки акций.

К сожалению, метод сравнения организаций-аналогов зачастую оказывается слишком трудоемким и затратным по времени, ведь всю информацию надо собрать не только по организации, чьи акции являются объектом оценки, но и по всем аналогам, что помимо прочего включает в себя дополнительные финансовые затраты. Вдобавок к этому финансовая информация, как мы говорили ранее, может так же не обладать нужной глубиной и полнотой, быть актуальной и достоверной. Все это приводит к необходимости делать дополнительные письменные запросы или даже проводить устные собеседования непосредственно в организациях. И необходимо учитывать, что данный метод может выдать результат, который не удовлетворит ни эксперта-оценщика, ни заказчика-инвестора, и тогда все усилия будут считаться напрасными.

К тому же перечень необходимых данных варьируется в зависимости от стадии процесса отбора организаций-аналогов.

Такой процесс отбора может проходить три стадии.

- стадия определения аналогов: отбираются возможные, потенциальные организации-аналоги. Данный перечень является по сути максимально возможным количеством организаций, которые схожи по характеристикам с организацией, чьи акции являются объектом оценки.

Как правило, поиск таких организаций начинается с подбора основных конкурентов, ознакомления со списком организаций, которые были слиты или приобретены, за последний год. Данную информацию можно взять из открытых электронных баз, но чаще всего оценщику приходится тратить время на поиск дополнительных сведений.

- стадия «прочистки» организаций-аналогов. Так как во время первой стадии становится ясно, что оценщику требуются дополнительные сведения помимо официальных финансовых отчетов, перечень организаций неизбежно сокращается ввиду недостаточности и недостоверности представленной информации. Зачастую оценщику приходится подбирать аналоги в сжатые сроки, основываясь на финансовой отчетности, что приводит к необходимости в реализации третьей стадии.

- стадия составления итогового списка организаций-аналогов.

Составленный на предыдущих стадиях список подвергается жесткой критике и отбору, с учетом таких факторов, как вид производства данных организаций и их положение на рынке.

Необходимо помнить, что все организации-аналоги должны работать и производить продукцию в одной отрасли с объектом оценки. В соответствии с п. 8 Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)» сравнение объекта оценки с аналогами может проводиться с использованием различных количественных параметров измерения объекта оценки, представляющих собой единицы сравнения [76]. Например, единицами сравнения могут являться:

- цена (или арендная ставка) за единицу площади или иную единицу измерения при оценке объектов недвижимости;
- мультипликаторы (коэффициенты, отражающие соотношение между ценой и показателями деятельности организации) при оценке бизнеса;

- цена на единицу производительности или мощности, массы, габаритных размеров при оценке машин и оборудования.

Согласование проводится с учетом положений пункта 3 настоящего федерального стандарта оценки. При этом оценщик может обоснованно выбрать в качестве результата сравнительного подхода показатель стоимости, полученный на основе одного аналога или одной единицы сравнения, либо отказаться от применения показателя, полученного на основе какого-либо аналога или единицы сравнения.

Как говорится в п. 10.1 Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» «аналогичной организацией может быть признана:

- организация, которая осуществляет деятельность в той же сфере, что и объект оценки;
- организация, имеющая сходство с организацией, акции которой оцениваются, с точки зрения количественных и качественных характеристик, которые влияют, в свою очередь, на стоимость объекта оценки» [75].

Таким образом, согласно п. 5 Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)» критериями отбора могут быть (при условии учета объема и качества информации о сделках с организациями, аналогичными той, чьи акции являются объектом оценки):

- активность рынка (значимость сравнительного подхода тем выше, чем больше сделок с аналогами осуществляется на рынке);
- доступность информации о сделках (значимость сравнительного подхода тем выше, чем надежнее информация о сделках с аналогами);
- актуальность рыночной ценовой информации (значимость сравнительного подхода тем выше, чем меньше удалены во времени сделки с аналогами от даты оценки и чем стабильнее рыночные условия были в этом интервале времени);

- степень сопоставимости аналогов с объектом оценки (значимость сравнительного подхода тем выше, чем ближе аналоги по своим существенным характеристикам к объекту оценки и чем меньше корректировок требуется вносить в цены аналогов) [76].

При определении критериев отбора эксперт, проводящий процедуру оценки акций той или иной организации, определяет критерии отбора самостоятельно, опираясь на свой опыт работы в данной сфере, поэтому список критериев может быть расширен и дополнен. По итогу отбора в списке должно остаться не менее трех организаций, которые могут считаться аналогами и могут быть подвержены процедуре расчетов мультипликаторами.

В соответствие с п. 10.2 Федерального стандарта «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» При определении стоимости объекта оценки с использованием методов проведения оценки объекта оценки сравнительного подхода оценщику следует произвести поэтапный анализ и расчеты согласно методологии оценки, в частности:

- рассмотреть положение организации, ведущей бизнес, в отрасли и составить список организаций, аналогичных объекту оценки;
- выбрать мультипликаторы (коэффициенты, отражающие соотношение между ценой и показателями деятельности организации), которые будут использованы для расчета стоимости объекта оценки. Выбор мультипликаторов должен быть обоснован и аргументирован;
- провести расчет базы (100 процентов собственного капитала или 100 процентов инвестированного капитала) для определения мультипликаторов по организациям-аналогам с учетом необходимых корректировок;
- рассчитать значения мультипликаторов на основе информации по организациям-аналогам. Если расчет производится на основе информации по двум и более организациям-аналогам, оценщик должен провести обоснованное согласование полученных результатов расчета;

- провести расчет стоимости собственного или инвестированного капитала организации, ведущей бизнес, путем умножения мультипликатора на соответствующий финансовый или производственный показатель организации, ведущей бизнес. Если расчет производится с использованием более чем одного мультипликатора, оценщик должен провести обоснованное согласование полученных результатов расчета;
- в случае наличия информации о ценах сделок с акциями, паями, долями в уставном (складочном) капитале организации, ведущей бизнес, эксперт-оценщик может произвести расчет на основе указанной информации без учета мультипликаторов.

При оценке акций в рамках сравнительного подхода помимо информации о ценах сделок может быть использована информация о котировках акций организации, которая ведет бизнес, и организаций-аналогов [75].

При сопоставлении финансовых показателей организации-объекта оценки и организаций-аналогов сравнительный подход к оценке бизнеса предполагает использование уже существующих в российской практике приемов и методов финансового анализа.

В соответствии с п. 10.3 Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса» ФСО № 8 оценщик при применении сравнительного подхода также может применять математические и иные методы моделирования стоимости. Выбор моделей для определения стоимости осуществляется оценщиком и должен быть обоснован [70].

Инвестор анализирует балансы, отчеты о прибылях и убытках, дополнительную информацию, рассчитывает финансовые коэффициенты. Финансовый анализ является важнейшим компонентом определения сопоставимости аналогичных компаний с оцениваемым предприятием.

Среди прочих мультипликаторов, как пишет Хромов Е.А., «наиболее распространенными являются:

- P/S — капитализация компании / выручки компании
- P/E — капитализация компании / чистая прибыль компании
- $EV/EBITDA$ — стоимость компании / операционную прибыль компании с учетом амортизации до уплаты налогов, процентов. Стоимость компании равна рыночная капитализации (P) с учетом чистого долга (долговые обязательства компании за минусом наиболее ликвидных активов)» [75].

Как мы частично упоминали ранее, сравнительный подход уже на уровне своего алгоритма имеет отличительные недостатки:

- манкирование потенциала организации ввиду анализа именно прошлых достижений в финансовой сфере.
- рестрикция расчетов: недостаток актуальной, полной достоверной информации по организации-объекту оценки и его аналогам. Процесс получения дополнительной информации зачастую предполагает излишние траты.
- сложность применения: оценщик помимо подбора как можно более идентичных объекту оценки организаций должен произвести расчеты, применить корректировки, ведь полностью идентичных организаций на практике не существует.

Следующие два метода оценки акций основываются на положениях доходного подхода, т.е. входя в совокупность методов оценки, основанных на определении текущей стоимости ожидаемых будущих денежных потоков от использования объекта оценки. Доходный подход сам по себе имеет основу в виде принципа ожидания выгод.

Согласно п. 9 Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» в рамках доходного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе ожидаемых будущих денежных потоков или иных

прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (в частности, прибыли).

При определении стоимости объекта оценки с использованием методов проведения оценки объектов оценки доходного подхода оценщику следует произвести поэтапный анализ и расчеты согласно методологии оценки.

Во-первых, выбрать метод (методы) проведения оценки объекта оценки, связывающий (связывающие) стоимость объекта оценки и величины будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес. Расчет может осуществляться через прогнозируемые денежные потоки или иные показатели деятельности, ожидающиеся в расчете на вложения собственников (собственный капитал). Расчет может осуществляться через прогнозируемые денежные потоки или иные показатели деятельности в расчете на вложения всех инвесторов, связанных на дату проведения оценки с организацией, ведущей бизнес (инвестированный капитал), стоимость собственного капитала определяется далее путем вычитания из полученной стоимости величины обязательств такой организации (не учтенных ранее при формировании денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес).

Во-вторых, необходимо определить продолжительность периода, на который будет построен прогноз денежных потоков или иных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (прогнозный период). Продолжительность прогнозного периода зависит от ожидаемого времени достижения организацией, ведущей бизнес, стабилизации результатов деятельности или ее прекращения. В отчете об оценке должно содержаться обоснование продолжительности периода прогнозирования;

В-третьих, на основе анализа информации о деятельности организации, ведущей бизнес, которая велась ранее в течение репрезентативного периода, рассмотреть макроэкономические и отраслевые тенденции и провести

прогнозирование денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности такой организации, используемых в расчете согласно выбранному методу проведения оценки объекта оценки;

Далее необходимо определить ставку дисконтирования и (или) ставку капитализации, соответствующую выбранному методу проведения оценки объекта оценки.

Расчет ставки капитализации, ставки дисконтирования должен соответствовать выбранному методу проведения оценки объекта оценки и виду денежного потока (или иного потока доходов, использованного в расчетах), а также учитывать особенности построения денежного потока в части его инфляционной (номинальный или реальный денежный поток) и налоговой (доналоговый или посленалоговый денежный поток) составляющих.

Если был выбран один из методов проведения оценки объекта оценки, при которых используется дисконтирование, определить постпрогнозную (терминальную) стоимость [75].

Постпрогнозная (терминальная) стоимость, в свою очередь, представляет собой ожидаемую величину стоимости на дату окончания прогнозного периода.

Следующим этапом необходимо провести расчет стоимости собственного или инвестированного капитала организации, ведущей бизнес, с учетом рыночной стоимости неоперационных активов и обязательств, не использованных ранее при формировании денежных потоков, или иных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес, выбранных в рамках применения доходного подхода.

Далее следует провести расчет стоимости объекта оценки.

Что касается прогнозной и постпрогнозной стоимости, то необходимо обратиться к п. 18 и п. 19 Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки» ФСО V.

При выборе прогнозного периода учитываются:

- оставшийся срок полезного использования объекта оценки;
- период, на который доступна информация для составления прогноза;
- период достижения стабильного темпа роста денежных потоков объекта оценки, после завершения которого возможно применить постпрогнозную стоимость.

Постпрогнозная стоимость, в свою очередь, представляет собой ожидаемую величину стоимости объекта оценки в конце прогнозного периода.

Постпрогнозная стоимость определяется в случае, если объект оценки продолжит функционировать по окончании прогнозного периода.

При расчете постпрогнозной стоимости следует учитывать:

- срок полезного использования объекта оценки;
- потенциал дальнейшего изменения (роста или снижения) денежных потоков за пределами прогнозного периода;
- заранее определенную сумму денежных средств, ожидаемую к получению после завершения прогнозного периода;
- циклический характер деятельности или использования объекта оценки [75].

Далее в ФСО V говорится, «когда производится расчет постпрогнозной стоимости, могут применяться различные методы, в частности:

- модель Гордона,
- метод прямой капитализации,
- методы сравнительного подхода,
- метод расчета стоимости при ликвидации» [76].

Метод дисконтирования денежных потоков компании представляет из себя прогностическую моделирующую конструкцию, которая основывается на математических расчетах потенциальных финансовых результатов. Как указывает Хромов Е.А., «исходя из сложившейся общепринятой практики выделяют несколько моделей, берущих начало в методах денежных потоков

(Capital Cash Flows (CCF), Discount Cash Flow (DCF), Equity Cash Flows (ECF), Free Cash Flows (FCF)))» [79].

Рассмотрим виды денежных потоков, которые выделяет Хромов Е.А., и что они позволяют определить:

- «CCF (Capital Cash Flow - Денежный поток для всего капитала компании): величина наличных денежных средств, доступных акционерам и кредиторам\$
- Discount Cash Flow (DCF) – будущие денежные поступления;
- ECF (Equity Cash Flow — Денежный поток собственного капитала компании): величина стоимости собственного капитала организации, при этом, в результате расчетов фиксируется поток CCF, доступный акционерам после платежей по долговым обязательствам;
- FCF (Free Cash Flow - Денежный поток до выплаты процентов за минусом капитальных вложений и изменения оборотного капитала): определение оценочной величины стоимости бизнеса организации в общем» [28].

При этом надо помнить про три принципа денег, которые помогают понять принцип дисконтирования и описаны в статье «Что такое дисконтирование денежных потоков»:

- деньги сегодня стоят дороже, чем завтра, по причине инфляции и других экономических факторов;
- вкладывать деньги в долгосрочный проект стоит, если он обеспечит более высокий доход, чем альтернативный – при меньших рисках и за короткое время, что носит название «принципом альтернативных инвестиций».
- чем выше риск невозврата инвестиций, тем больше должно быть вознаграждение за риск [28].

Мы согласны с мнением Щербакова О.Н., что алгоритм по расчету стоимости бизнеса посредством метода дисконтирования денежных потоков подразумевает под собой следующее:

- классификация денежного потока, используемого для построения модели,
- определяются параметры денежного потока,
- определение ставки дисконтирования,
- определение текущей стоимости денежных потоков [90].

Согласно п. 17 Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)», на выбор вида денежного потока влияет специфика объекта оценки и сложившаяся практика участников рынка. При этом ставка дисконтирования (ставка капитализации) должна соответствовать виду денежного потока в части его инфляционной (номинальный или реальный денежный поток), налоговой (доналоговый или посленалоговый денежный поток), валютной и иных составляющих отражать связанный с денежным потоком риск.

Согласно п. 22 Федерального стандарта оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)» Ставка дисконтирования и ставка капитализации должны отражать риски получения прогнозируемого денежного потока с точки зрения участников рынка, конкретной сделки или пользователя (в соответствии с видом определяемой стоимости).

Существуют различные методы определения ставки дисконтирования (ставки капитализации) с учетом специфики объекта оценки.

При определении ставки дисконтирования (ставки капитализации) следует учитывать:

- а) вид стоимости и соответствующие ему стороны сделки,
- б) допущения оценки,

в) вид денежного потока, в частности его инфляционную (номинальный или реальный денежный поток), налоговую (доналоговый или посленалоговый денежный поток), валютную и иные составляющие,

г) факторы риска инвестирования в объект оценки, в частности связанные с его следующими особенностями:

- 1) вид объекта оценки (недвижимость, движимое имущество, бизнес, обязательства и другие);
- 2) сегмент рынка объекта оценки (географическое положение объекта оценки или рынка производимого с его использованием продукта);
- 3) срок полезного использования объекта оценки;
- 4) специфические риски объекта оценки [76].

Когда величина денежного потока определена, рассчитывается ставка дисконтирования для приведения полученных величин в текущую стоимость.

Сама же формула расчёта метода дисконтирования денежных потоков (ДДП) при оценке акций выглядит так:

$$PV = FV / (1 + r)^n, \quad (1)$$

где PV — текущая стоимость (Present Value);

- FV — будущая стоимость (Future Value);

- r — ставка дисконтирования;

- n — количество периодов (лет, месяцев и т. п.), на которые производится дисконтирование.

Денежный поток каждого месяца или года в периоде дисконтируют по отдельности и затем суммируют их.

Определение текущей стоимости, в свою очередь, влечет за собой расчет справедливой стоимости одной акции путем деления общей величины на количество выпущенных в обращение акций организации.

Как пишет Хромов Е.А., «несомненным плюсом данного метода расчета справедливой стоимости акций компании является ее способность по

определению перспектив развития компании и количественное ее определение в отличие от метода аналогов. Однако, если проводить ретроспективный анализ точности метода DCF, базирующихся на денежных потоках, с изначальной входной информацией, то возникает ряд существенных недостатков на уровне алгоритма» [80].

Однако данный метод имеет свои недостатки. Ввиду использования именно внешней информации, которая зачастую является субъективированной, и зависимости результатов именно от этих данных, эксперты не могут дать объективную оценку. Дело касается прежде всего данных, опубликованных в СМИ. Зачастую такие данные являются неполными или неточными и представлены так, как было это необходимо заказчику, являющемуся спонсором поста в социальных сетях или публикации на открытых площадках.

Так, как пишет Хромов Е.А., «широкое распространение в СМИ получили данные, предоставленные маркетинговыми структурами риэлтерских компаний. Не исключено, что такая информация может быть искажена самими аналитиками с целью рекламы своих компаний и смещения интересов потенциальных инвесторов в определенные сферы рынка» [80]. Все это ведет к нежелательным последствиям, таким как промышленный терроризм и манипуляции суждениями инвесторов путем занижения или завышения показателей финансовой отчетности [85].

Таким образом, нередко случаи ошибочного прогнозирования и даже возможного мошенничества с целью привлечения новых инвесторов к купле-продаже ценных бумаг, в том числе акций. Также нередко случаи и вмешательства внешних факторов, таких как санкции или специальных военных операций. Помимо этого, достаточно часты случаи, когда организации презентуют не соответствующие данные, например, объем выручки, сокрытие расходов с занижением определенных финансовых показателей, что приводит к увеличению соотношения прибыли к выручке и

расходом и повышению будущей рентабельности бизнеса в целом. Зачастую организации, нуждающиеся в привлечении нового капитала и выбравшие путь финансирования через выпуск новых или продажу существующих акций, придумывают несуществующий продукт, который в перспективе может принести прибыль и соответственно увеличить стоимость акций.

Примером вышеупомянутого может послужить самая знаменитая афера последнего десятилетия - инцидент, случившийся в США с Элизабет Холмс и ее стартапом Theranos. Ее стартап, который принес ей мировую известность и огромное состояние, основывался на якобы изобретенном новом способе анализа крови, для которого достаточно было бы одной капли. Специальный аппарат Эдисон оказался фикцией, основанной на несуществующей технологии. Долгий период времени технология держалась в секрете, что позволило ей привлечь инвестиций на 900 000 000 долларов и обмануть крупнейшие хедж-фонды, венчурные фонды и независимых инвесторов [48].

Другим примером спекуляции является некогда крупнейшая энергетическая корпорация планеты Enron. Ее менеджеры искажали финансовую отчетность, что впоследствии привело к раскрытию афер, громким уголовным делам и, в конечном счете, банкротству корпорации. Например, они использовали новый метод бухгалтерского учета по рыночной стоимости вместо традиционного учета по первоначальной стоимости. Приведем один из примеров их махинаций: при учете от первоначальной стоимости десятилетнего контракта на поставку газа доходы регистрируются по мере их поступления. В соответствии с рыночным методом весь доход за десять лет можно внести в контракт в день его подписания. При этом рыночные колебания стоимости приводят к дополнительным доходам или убыткам в будущих периодах. Все это приводило к значительному манипулированию стоимостью корпорации, что в итоге завершилось тем, что миллионы частных инвесторов потеряли свои вложенные средства.

Подводя итог двум вышеупомянутым примерам, мы сталкиваемся с необходимостью выделить ключевую составляющую, которая в значительной степени влияет на расчет оценки справедливой акций компании с использованием финансовых показателей, исходя из того, как компания презентует свое прогнозирование будущих финансовых результатов. Поэтому рассмотренные нами методы оценки справедливой стоимости акций имеют ряд значительных недостатков в рамках своего алгоритма в силу наличия элементов анализа, которые могут позволить аналитикам или оценщикам манипулировать результатами оценки. Более того, методы расчета справедливой стоимости акций при всем своем методологическом многообразии зачастую, определяют лишь относительную (внутреннюю) величину справедливой стоимости, что не позволяет объективно судить о спекулятивной составляющей, т.к. оценщику приходится делать вывод, опираясь на те данные, которые предоставляет руководство организации, которое является заинтересованным в продаже акций по выгодной для себя цене. Вследствие этого необходимо учитывать именно рыночные показатели организаций, которые отражают результаты ее производственно-финансовой деятельности. Учет данного показателя может существенно облегчить процедуру оценки стоимости акций, совершенствовать алгоритм проведения данной оценки, выявить и нивелировать спекулятивную составляющую и принять более взвешенное решение.

1.4 Анализ основных ошибок при оценке рыночной стоимости акций

На современном этапе появляется все большее количество акционерных обществ, представляющих собой различные организации. При продаже таких организаций встает вопрос об их стоимости, что отсылает нас к вопросу о стоимости одной акции. Так же происходит активное развитие рынка ценных бумаг, поэтому купля-продажа акций становится все более популярной у населения. Однако не стоит забывать, в российской практике обращение ценных бумаг, к которым относятся и акции, и которые имеют стоимость, соответствующую определению рыночной, все же занимает не столь большую нишу. Также проблема заключается в том, что большинство акций российских компаний имеют другие виды стоимости, о чем говорилось в первой главе. В связи с этим в предыдущих главах мы рассмотрели подходы к определению понятия стоимости акций, придя к выводу, как и Хромов Е. А., что «необходимо давать оценку именно справедливой стоимости, т.к. данный вид стоимости позволяет минимизировать спекулятивную составляющую» [80].

Во второй главе нами были рассмотрены классические методы и подходы к оценке стоимости акций, а также была рассмотрена методика проведения оценки на примере отчета. Однако в связи с развитием рынка ценных бумаг и все большей популяризацией купли-продажи акций среди населения обострилась необходимость в совершенствовании данного процесса, как с теоретической, так и с практической точек зрения.

Одной из актуальных проблем является порядок оценки стоимости акций крупных организаций, в т.ч. крупных корпораций, ведь, как мы уже знаем, формирование цены всей организации происходит также за счет формирования общей суммы стоимости всех ее акций. При анализе различных определений, которые позволяют рассмотреть данный вопрос с правовой точки зрения, мы выделили следующее, данное Е. Ю. Цукановой:

«Корпорация – это объединение нескольких предприятий схожим видом деятельности» [82, с. 137]. Данное определение подчеркивает значимость акций и их влияние на финансовый рынок в целом. Дело в том, что корпорации оказывают существенное влияние на определенные отрасли по отдельности, так и на весь рынок в целом, поэтому необходимо постоянно отслеживать, насколько та или иная корпорация циклична и технологична, т.е. отслеживать потенциал ее развития – от этого будет зависеть потенциал изменения стоимости акций, и их влияние на рынок и экономику в целом. Бытует мнение, что величина компании прямо пропорциональна ликвидности ее акций, но все же оценка акций такой организации должна проводиться с особой тщательностью, потому что рынок не статичен, и это приводит нас к следующей проблеме.

Стоимость акций напрямую зависит от того, насколько высоки спрос и предложение на бирже, а также от покупательской способности населения, которое заинтересовано в их покупке. Соответственно, при повышении спроса происходит увеличение стоимости акций, и наоборот. Однако для развития рынка ценных бумаг необходимо равновесие в показателях спроса и предложения и их непрекращающаяся цикличность. Имеется равновесие в соотношении и взаимодействии спроса и предложения влечет за собой равновесий рыночных цен биржевой и внебиржевой торговли ценными бумагами. Характеристика уровня рыночной стоимости ценных в ситуации подобного равновесия выполняет два необходимых условия: полное удовлетворение спроса и реализация предложения. В противном случае неудовлетворенный спрос повысит цену, а избыточное предложение, наоборот, снизит цены на акции. Также не стоит забывать, что стоимость сама по себе является динамической категорией, она не может быть статичной, т.к. определяется на определенный момент времени, следовательно, не является константой. Исходя из этого, даже при условии консультаций с грамотным финансовым специалистом выбрать идеальный момент для покупки и

продажи акций является задачей весьма трудной, если не сказать невыполнимой.

Но вернемся к правовой стороне вопроса. В данной области проблема состоит в том, что ни в одном нормативном акте мы не найдем порядка определения стоимости акций, который был бы обозначен и утвержден законодательно. Среди ученых-исследователей в различных сферах до сих пор идет обсуждение, является ли целесообразным закреплять данный порядок в Федеральном законе от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» [54]. Помимо вышеупомянутого закона обсуждается закрепление данного порядка в Гражданском кодексе Российской Федерации. Так, Д.В. Пятницкий пишет, что данное закрепление может упростить понимание основных вопросов формирования рыночной стоимости, как самими руководителями, так и сотрудниками корпорации в целом, ведь, следуя логике его аргументов, занимаются оценкой акций именно оценщики, которые уполномочены заниматься данным вопросом, или же другие специалисты, которые осуществляют свою деятельность в области регулирования рынка ценных бумаг, к которым относятся и акции, как мы знаем из первой главы нашего исследования [58, с. 11].

Другой точки зрения придерживается Ломтатидзе О. В., который считает, что «экономические понятия необязательно вводить в правовую систему» [40]. Однако при этом он выделяет другие проблемы в данной сфере, а именно – с процессом регулирования организованной торговли ценными бумагами на бирже. Автор приходит к выводу, что сбои и дестабилизация ситуации возникает не по причине глобальных мировых кризисов, которые приводят к колебанию рынка ценных бумаг, а отсутствие национальной системы механизмов регулирования. В ситуации санкционных ограничений данное утверждение, на наш взгляд, также имеет место быть. Поэтому необходимо упорядочить ряд вопросов, связанных с регулированием финансового рынка, которые требуют решения независимо от

концептуальных и стратегических задач. Безусловно, одним из главных направлений должно стать улучшение системы регулирования с акцентом на защиту прав инвесторов. Несмотря на то, что в России этот принцип заявлен, существуют значительные недостатки. Для обеспечения защиты интересов инвесторов, по нашему мнению, требуется ясная унификация и разграничение контрольных и надзорных функций между государственным органом и саморегулируемой организацией.

Не стоит забывать о том, что некоторые исследователи считают необходимым закрепление в Федеральном законе от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» порядка оценки стоимости акций, который будет единым для всех специалистов, проводящих оценку, однако многие не согласны с этим. На наш взгляд, более уместным, чем включение экономических категорий в текст нормативных актов, будет разработка методических рекомендаций по оценке (определению стоимости) акций и иных ценных бумаг.

Но не только оценка акций крупных корпораций вызывает проблемы. Проблемы возникают и при оценке акций обычных компаний. Первая проблема состоит в том, что для инвестиционной оценки акций необходимо сперва определить ее справедливую стоимость (т.е. оценить акцию как актив, используя инструментальный фундаментальный анализа, рассмотрев детально финансовые показатели за прошлые периоды и прогнозируя будущие), а затем полученный результат сопоставить с рыночной ценой, т.е. воспользоваться методами сравнительного подхода. Если эти два показателя разнятся, то велик риск приобрести акции по неадекватной цене. Однако, следует помнить про основной принцип фундаментального анализа: рыночные цены могут временно отличаться от справедливых, но со временем они обязательно возвращаются к ним. Таким образом, инвестор, при условии, что он знает значение справедливой стоимости, может добиться доходности, превышающей среднюю.

Мы согласны с Тонких А. С., что «основателями такого фундаментального анализа по праву считаются Бенъямин Грэхем и Давид Додд, а среди современных авторов можно выделить, например, Асвата Дамодарана» [25]. Тем не менее, как утверждает Тонких А. С., «несмотря на длительное развитие методов инвестиционной оценки, в международном сообществе оценщиков не существует единого мнения по многим вопросам, и наблюдается множество различных точек зрения. Таким образом, главной проблемой оценки акций и фундаментального анализа является не теория, а практическое применение оценки. Эта проблема особенно актуальна для оценки акций российских компаний, большинство из которых не торгуются или, как правило, имеют низкую ликвидность» [69].

Чтобы выделить основные проблемы фундаментального анализа, необходимо обратиться к подходам, описанным во второй главе нашего исследования. В рамках затратного подхода оценка бизнеса определяется как рыночная стоимость активов, используемых в его деятельности. При этом стоимость собственного капитала рассчитывается как стоимость бизнеса за вычетом рыночной стоимости долговых обязательств. Затратный подход традиционно включает в себя два метода: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

Как отмечают авторы статьи, «Первый метод дает адекватную оценку стоимости финансовых организаций, т.к. балансовая стоимость активов финансовой организации незначительно отличается от их рыночной стоимости. При анализе балансовой ведомости, можно заметить, что большинство активов, которые включают в себя денежные средства, средства в других банках и ценные бумаги (в том числе акции) обычно бывают оценены по рыночной стоимости (денежные средства, средства в других банках, ценные бумаги)» [19]. Далее они утверждают, что «Их стоимость можно рассчитать, если вычесть «Резервы на убытки» из пассива баланса» [19]. При этом правильным подходом будет учесть в текущей стоимости все выданные

ссуды и кредиты, затем уже использовать приведенную стоимость активов и пассивов, которые учитывают процентные платежи и дивиденды. Однако авторы говорят, что «Проблема здесь заключается в том, что для этого необходимо обладать подробными данными по всем статьям баланса, включая сумму, необходимую доходность, срок погашения и ставку дисконтирования» [19]. Из-за нехватки информации оценщики и потенциальные инвесторы зачастую не могут выполнить настолько подробные расчеты и, следовательно, оставляют балансовую оценку как единственный доступный вариант оценки стоимости организации. Помимо этого, авторы выделяют «проблемой определения стоимости могут стать такие статьи, как «Инвестиции в дочерние предприятия», «Основные средства, нематериальные активы и запасы», и, «Прочие активы», потому что их обычно оценивают по исторической стоимости, которая крайне редко тождественна их актуальной рыночной стоимости» [19]. Чтобы провести переоценку, необходимо заново оценить каждый имеющийся актив у таких организаций, но опять же из-за недостатка информации данная проблема часто не может быть решена, как и не могут быть сформулированы обоснованные предположения о рыночной стоимости, которая может значительно превышать или, наоборот, быть значительно ниже балансовой. Приведенные выше моменты могут существенно исказить результат определения стоимости как организации в целом, так и ее акций.

Шипицын А.В. пишет, что «оценка по методу ликвидационной стоимости в большинстве случаев может просто не иметь смысла, т.к. обычно речь идет о действующих организациях и случаях, когда экономическая прибыль от продолжения бизнеса превышает сумму, получаемую от реализации активов» [87]. Поэтому опять же определение справедливой стоимости осложняется или вовсе претерпевает существенные искажения, из-за чего принять решение насчет покупки акций становится все труднее.

Дальше Шипицын А.В. говорит, что «В доходном подходе стоимость компании определяется величиной дисконтированных потоков выгод,

приносимых бизнесом. Доходный подход предоставляет оценщику два основных метода – метод капитализации и метод дисконтирования. Основная разница между этими методами в том, что метод капитализации предполагает постоянные денежные потоки (возможно со стабильным темпом роста), а метод дисконтирования используется при изменчивых денежных потоках в краткосрочном периоде, которые становятся постоянными в долгосрочном периоде. В практическом применении оба метода имеют две основные трудности: прогнозирование денежных потоков и определение величины ставки дисконтирования (капитализации)» [87].

При использовании сравнительного метода стоимость организации определяется путем сравнения с рыночной стоимостью организаций–аналогов. И именно подбор аналогов зачастую сопровождается рядом следующих задач, требующих разрешения:

- наличие проблем с выбором организаций, которые можно сравнить с оцениваемой организацией;
- отсутствие достаточной информации о выбранных организациях для корректного расчета необходимых стоимостных мультипликаторов;
- сложности в адаптации мультипликаторов, основанных на рыночных данных для публичных компаний, к конкретному коэффициенту, который требуется использовать для закрытой компании, подлежащей оценке (если речь идет об оценке закрытой организации).

Таким образом, сравнительный метод при всей его популярности может являться достаточно дорогостоящим, сложным и весьма затратным по времени. Основным требованием при использовании данного метода, основанного на анализе сопоставимых организаций, является адекватный выбор аналогичных организаций, которые должны быть максимально схожи по параметрам с оцениваемой, чтобы обеспечить достаточный объем информации о них. Это позволяет провести анализ сходств и различий между оцениваемой компанией и аналогами, а также отразить эти аспекты в виде

соответствующих количественных мультипликаторов. Однако такой процесс требует значительного времени и не всегда приводит к нужным результатам. Кроме того, специалисту редко удастся найти подходящую компанию-аналог для оценки стоимости бизнеса. По мнению Шипицына А.В., «критерием успешности здесь может выступить выявление нескольких организаций, финансовые отчеты которых достаточно открыты и которые схожи с оцениваемой по важным критериям» [88].

В своем исследовании мы можем прийти к выводу, что методы оценки, основанные на данных о сопоставимых компаниях, несмотря на недостатки, могут обеспечить достаточно надежную оценку стоимости. На практике такие методы позволяют провести наиболее прямую рыночную идентификацию стоимости акционерного капитала организации, и если имеются подходящие организации-аналоги, то это прямо пропорционально увеличивает надежность результатов оценки. Однако, несмотря на свои преимущества, указанные методы также имеют определенные проблемы и недостатки, требующие решения. Например, при расчете базовых показателей, как и при применении доходного подхода, учитываются финансовые результаты компании, достигнутые в прошлом, что ограничивает возможность делать точные прогнозы о будущем развитии выбранной организации. На наш взгляд, оптимальным решением этой проблемы может стать использование нескольких методов сразу, на усмотрение специалиста-оценщика.

Еще одной значительной проблемой при оценке бизнеса указанными методами является недостаток открытой финансовой информации. Для преодоления этой проблемы можно было бы внести изменения в Федеральный Закон РФ «О консолидировании финансовой отчетности», чтобы он охватывал организации всех форм собственности и индивидуальных предпринимателей. Также можно рассмотреть возможность введения санкций или штрафов для юридических и физических лиц, нарушающих закон в части представления данных о своих организациях, что опять же снизит спекулятивную

составляющую и уменьшит вероятность возникновения фиктивного пузыря в экономике в целом.

Таким образом, методы, рассмотренные в статье, можно применять, когда есть возможность подобрать компании-аналог с доступными рыночными характеристиками. После тщательного отбора можно применить все необходимые корректировки и мультипликаторы, и произвести оценку непосредственно организации, которая является объектом оценки. Это подводит нас к следующей проблеме, возникающей при проведении оценки стоимости акций – проблеме описания объекта оценки в отчете об оценке стоимости акций.

Проблема возникает, потому что согласно статье 11 Федерального закона от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» существует обязательное условие точного описания объекта оценки [55]. Однако нет четкого указания, что объектом оценки являются ценные бумаги, а именно акции, что приводит к ошибкам при описании такого объекта, как акции. Данные ошибки возникают как при определении объекта оценки, так и при определении стоимости этой ценной бумаги.

Необходимо остановиться на этом пункте подробнее. Согласно статье 5 этого же закона к объектам оценки причисляют:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество определенного вида (движимое или недвижимое);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;

- иные объекты гражданских права, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте [55].

В нашем исследовании мы склоняемся к тому, что акции как разновидности ценных бумаг можно отнести к пункту «право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества», но корректнее их причислять к иным объектам гражданских прав, т.к. в измененном Гражданском кодексе мы можем найти определение того, что именно подразумевается под понятием объекта гражданских прав.

Так, в статье 128 ГК РФ к объектам гражданских прав относят вещи, включая наличные деньги и документарные ценные бумаги, иное имущество, в том числе безналичные денежные средства, бездокументарные ценные бумаги, имущественные права (что является важным для нашего исследования, т.к. акции являются именно бездокументарными ценными бумагами). Другими словами, бездокументарные ценные бумаги выделены как отдельный объект гражданских прав и вид ценной бумаги, что находит подтверждение в статье 143 ГК РФ.

В свою очередь, в соответствии с требованиями Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» бездокументарными ценными бумагами признаются обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги [55].

Согласно 149 ГК РФ, учет прав на бездокументарные ценные бумаги осуществляется путем внесения записей по счетам лицом, действующим по поручению лица, обязанного по ценной бумаге, либо лицом, действующим на основании договора с правообладателем или с иным лицом, которое в соответствии с законодательством осуществляет права по ценной бумаге. Ведение записей по учету таких прав осуществляется лицом, имеющим предусмотренную Законом о рынке ценных бумаг лицензию.

Т.к. мы согласны с выводом, который сделала Шуклина М.А., что «согласно Закону о рынке ценных бумаг к бездокументарным ценным бумагам относится и акция, оценщику или иному специалисту, проводящему процедуру оценки стоимости акций, необходимо изучить и описать все документы, касающиеся выпуска и выдачи этой ценной бумаги, а также разобраться с государственной регистрацией выпуска, присвоением государственных регистрационных номеров выпуска акций, индивидуальных номеров (кодов) дополнительных выпусков либо с идентификационным номером выпуска 2» [89]. Это обусловлено тем фактом, что, так как совершение сделок, влекущих за собой переход прав собственности на эмиссионные ценные бумаги (обращение эмиссионных ценных бумаг), допускается только после государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска) или присвоения их выпуску (дополнительному выпуску) идентификационного номера (ст. 26.7 Закона о рынке ценных бумаг).

Так же, что касается методики оценки справедливой стоимости акций, Хромов Е. А. выделяет еще ряд недостатков:

- «инвестор (аналитик) при определении справедливой стоимости акций использует субъективное мнение при сборе и систематизации информации, что оказывает непосредственное воздействие на субъективность при самой оценке стоимости акций компании;
- методики расчета справедливой стоимости акции/индексов в своем алгоритме используют трендовую составляющую, которая в периоды изменения механизма функционирования (стадии развития) экономики приводит к ошибочным выводам;
- инвестор (аналитик) при определении справедливой стоимости акции использует макроэкономическую информацию, которая не в полной мере отражает действительность, а следовательно, не должна использоваться при прогнозировании» [80].

Как мы видим, рынок ценных бумаг отличается непредсказуемостью и имеет тесную связь с объемом денежного предложения, но при этом он подчиняется не только внутренним детерминантам рынка, но и внешним условиям, например, политике Центрального банка Российской Федерации в отношении кредитов и денежной массы в целом, а также влиянию внешнеполитической обстановки (введенные санкции с начала специальной военной операции), поэтому математические алгоритмы зачастую не способны дать объективный прогноз стоимости акций, что существенно осложняет процесс принятия инвестиционного решения.

Вышеперечисленные проблемы, сопутствующие процессу оценки стоимости акций, требуют повышенного внимания и разработки методических рекомендаций для их возможного нивелирования или полного решения.

Выводы по первой главе:

Справедливая стоимость акций важна для инвесторов, так как она помогает принимать обоснованные инвестиционные решения, оценивая потенциал роста и безопасность вложений.

Правильное определение справедливой стоимости помогает компаниям привлекать финансирование, формировать справедливую цену размещения акций и поддерживать доверие инвесторов.

Регулирующие органы заинтересованы в правильной оценке акций для предотвращения манипуляций и мошенничества на рынке ценных бумаг.

Адекватная оценка стоимости акций необходима для осуществления слияний и поглощений, реорганизации бизнеса и подготовки финансовых отчетов.

В каждом подходе к оценке стоимости акций есть свои недостатки:

- Доходный подход: - неправильный прогноз будущих денежных потоков; несоответствующий выбор ставки дисконтирования; недостаточно точный учет рисков и неопределенности;
- Затратный подход: невнимание к качественным характеристикам активов; неточное отражение нематериальных активов; недостаточный учет морального износа и устаревания оборудования;
- Сравнительный подход: использование неподходящих аналогов для сравнения; незаметные различия в операциях и положении компаний; неправильно подобранные коэффициенты мультипликации.

Таким образом, правильная оценка справедливой стоимости акций требует сочетания различных подходов, внимательности к деталям и осторожности в интерпретации результатов.

Глава 2 Оценка справедливой стоимости акций российских строительных компаний (на примере ПАО «Пик СЗ»)

2.1 Фундаментальный и технический анализ ПАО «Пик СЗ»

На основании проведенных исследований и имеющейся информации, проведем фундаментальный анализ ПАО "ПИК СЗ" за 2024 год:

Отраслевые особенности и положение компании:

- ПАО "ПИК СЗ" является крупнейшим российским застройщиком, работающим в Москве, Московской области и ещё 13 регионах;
- девелопмент в жилищном сегменте России остаётся важным направлением, демонстрируя рост в течение длительного времени;
- компания владеет крупным земельным банком площадью свыше 21,5 млн квадратных метров, обеспечивая хорошие перспективы дальнейшего развития.

Финансовая устойчивость и результаты деятельности:

- за 2024 год наблюдается положительная динамика в отношении прибыли и выручки, что подтверждает успешность компании в текущих рыночных условиях;
- показатели рентабельности остаются на высоком уровне, поддерживаемые грамотной политикой управления расходами и эффективным контролем затрат;
- уровень долговой нагрузки комфортен, и имеется достаточная ликвидность для исполнения обязательств.

Факторы риска и опасности:

- строительная отрасль подвержена циклическим колебаниям, зависящим от экономической конъюнктуры и демографической ситуации;

- регулирование жилищного строительства и инфраструктуры может влиять на реализацию проектов;
- изменения налоговой политики и нормативной базы способны оказывать негативное влияние на прибыльность компании.

Перспективы и стратегии развития:

- наличие крупного земельного банка обеспечивает стабильный рост и возможность расширения географически;
- политика компании направлена на расширение региональных направлений и диверсификацию бизнеса;
- отсутствие планов по выплате дивидендов в ближайшее время поддерживает ресурсы для дальнейших инвестиций и роста.

Текущая рыночная ситуация:

- акции ПАО "ПИК СЗ" демонстрируют восходящую динамику, подтверждая уверенные ожидания инвесторов;
- идея покупки акций представляется интересной с целевым уровнем в районе 600 рублей, предлагая хороший потенциал роста (~30%).

Фундаментальный анализ показывает сильную позицию ПАО "ПИК СЗ" на рынке, подкреплённую положительными финансовыми результатами и большими возможностями для дальнейшего роста. Принимая во внимание вышеуказанные факты, приобретение акций компании представляется выгодным решением для инвесторов, стремящихся к долгосрочному росту капитала.

На основании проведенного исследования и имеющихся данных проведем технический анализ акций ПАО "ПИК СЗ" за 2024 год.

Ключевые моменты технического анализа:

- технические индикаторы указывают на нейтральный тренд, сочетающийся с элементами как покупок, так и продаж;
- графики движения цены показывают устойчивый диапазон колебаний, с небольшими изменениями направления;

- имеются признаки перелома нисходящего тренда после пробоя уровня сопротивления, что даёт основания полагать возможное продолжение роста.

Советы по торговле:

- исходя из технической картины, акции ПАО "ПИК СЗ" выглядят интересными для покупки с целью удержания в среднем на 3-4 недели;
- рекомендуемая точка входа находится вблизи текущей цены, а защитный стоп-лосс устанавливается на уровне 397 рублей;
- соотношение прибыль/риск составляет 2,2, что делает сделку потенциально привлекательной.

Индикаторы и графические паттерны:

- использование осцилляторов и точек разворота выявляет нейтральную динамику, где сигналы покупки и продажи уравновешены;
- скользящие средние формируют коридор, указывая на боковое движение цены, которое может перейти в направленное движение вверх.

Психологические аспекты торговли:

- следите за новостями и изменениями в законодательстве, так как они могут вызвать резкие колебания курса акций;
- периодические коррекции рынка могут создать новые возможности для входа в длинные позиции.

Исходя из технического анализа, акции ПАО "ПИК СЗ" представляют интерес для активных трейдеров и инвесторов, нацеленных на краткосрочную торговлю. Однако важно учитывать наличие значимых факторов риска и вести контроль рисков через установку защитных ордеров и внимательное отслеживание сигналов рынка.

2.4 Оценка справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ» затратным и сравнительным подходом

Несмотря на введенные санкции с начала проведения СВО рынок строительных услуг остается одной из самых развивающихся и стабильных отраслей экономики. Строительство в России призвано способствовать обновлению жилищного и производственного фонда, а также созданию новых материальных благ для населения.

В статье «Строительные организации дали оценку экономической ситуации в 2024 году» среди факторов, сдерживающих рост, по мнению самих строительных компаний, можно выделить:

- «высокая стоимость стройматериалов (45%),
- уровень налогов и недостаток квалифицированных рабочих (по 32%),
- конкуренция (22%),
- высокий процент коммерческого кредита (18%),
- недостаток заказов (16%),
- погодные условия (14%), неплатежеспособность заказчиков (13%)
- недостаток финансирования (12%)» [16].

Лидером по темпам роста объемов строительства в 2024 году стал Северо-Кавказский федеральный округ: на 11,2% в сопоставимых ценах, до 748,3 млрд руб. Это было вызвано возросшей активностью регионов округа в жилищном строительстве и развитием туристической инфраструктуры. Сильнее всего строительная активность на Северном Кавказе в 2024 году выросла в Чечне (на 33,6%, до 167,9 млрд руб.). Падение строительной активности по итогам 2024 года наблюдалось в трех федеральных округах: Центральном (на 2,1%, до 4,26 трлн руб.), Сибирском (на 2,5%, до 1,84 трлн руб.) и Дальневосточном (на 5,3%, почти до 1,5 трлн руб.). Для ЦФО и ДФО подобное снижение не выглядит кризисным, так как годом ранее их темпы роста объемов строительства были

на высоком уровне (10,3% и 22,5% соответственно), и результаты 2024-го для этих округов можно считать естественной корректировкой. Лишь в случае с регионами Сибири наблюдается стагнация активности в последние два года

Объем многоквартирного жилья, находящегося на стадии строительства, показывал стабильный рост в 2024 году, однако в декабре 2024 произошел спад. Данные представлены на рис.

Однако уже в первом квартале 2025 года в России было введено в эксплуатацию почти 32 млн кв. м жилья (включая и новостройки, и частные дома). По сравнению с аналогичным периодом прошлого года прирост составил 8,9%, следует из оперативной информации Росстата.

В декабре 2024-го Росстат уточнил статистику в строительстве за 2023 год, а также оперативные данные, из-за чего динамика и объемы отраслевых работ в регионах изменились относительно картины, складывавшейся в течение года. Лидером по темпам роста в 2024 году стал Севастополь (на 76,1%, до 81,9 млрд руб.), по нашим предположениям, из-за увеличения федеральных вложений в строительство. Самое значительное падение объема отраслевых работ наблюдалось в Карачаево-Черкесии (на 49,5%, до 11,1 млрд руб.), на это повлиял сам пересмотр статистики за 2023 год, сделавший базу предыдущего года для республики более высокой [67].

Таким образом, в 2024 году многие аналитики отмечают умеренный рост в сфере строительства, однако присутствует доля неопределенности.

Общий объем строительных работ, выполненный во всех регионах, составляет суммарно 16,52 трлн руб., а объем по России, приводимый Росстатом, на 260 млрд руб. больше — 16,78 трлн руб. По итогам 2023 года такая разница была на уровне 200 млрд руб., но после декабрьского уточнения показателей она была распределена по соответствующим регионам и исчезла.

Можно предположить, что подобное произойдет и для 2024-го. По данным на начало 2025 года, факторов в пользу того, что строительная

активность продолжит падать или сохранится на прежнем уровне, пока больше: инвесторы сдержанно финансируют новые проекты, ключевая ставка повысилась, что привело к падению ипотечного кредитования и снижению объемов жилищного строительства, старт новых инфраструктурных нацпроектов, которые, как правило, не финансируют сразу в полную силу. Возможность роста в течение года не исключена, если эти ограничения будут постепенно исчезать, но пока маловероятна.

По данным на начало апреля 2024 года, тройка лидеров по объёму строительства жилья в России включала:

- ГК «Самолет». Строились 254 жилых дома (более 119 тыс. квартир) общей площадью 5,03 млн кв. м.
- ГК «ПИК». Возводились 4,18 млн кв. м (219 домов, 101,53 тыс. квартир).
- «Группа ЛСР». Показатель — 2,07 млн кв. м (92 дома, 53,48 тыс. квартир) [49].

Объектом оценки стоимости акций для нашего исследования была выбрана строительная компания Публичное акционерное общество «Пик СЗ».

ПАО «ПИК СЗ» (полное наименование — Публичное акционерное общество «ПИК — специализированный застройщик») — компания, занимающаяся строительством жилых и нежилых зданий.

Зарегистрирована 20 сентября 1994 года. По состоянию на 1 апреля 2025 года юридическое лицо является действующим. Юридический адрес: 123242, г. Москва, ул. Баррикадная, д. 19, стр. 1. Генеральный директор на 29 марта 2024 года — Карапетян Ерванд Оникович.

Некоторые направления деятельности компании:

- строительство жилых и нежилых зданий;
- капиталовложения в уставные капиталы, венчурное инвестирование;
- управление недвижимым имуществом за вознаграждение или на договорной основе;

- аренда и управление собственным или арендованным недвижимым имуществом;
- вложения в ценные бумаги;
- подготовка к продаже собственного недвижимого имущества и другие.

В 2023 году ПАО «ПИК СЗ» вела порядка 2,7 млн квадратных метров жилья, увеличив показатель предыдущего года на 25%; завершила строительство 127 домов в 56 проектах по всей стране; создала отдельный бренд для проектов коммерческой недвижимости — Parametr; заключила соглашение с ДОМ.рф о совместной работе над стандартом «зелёного» строительства и развитием «зелёного» проектного финансирования.

В целом по данным Единой информационной системы жилищного строительства госкорпорации ДОМ.рф в РФ увеличилось количество строящихся домов на 9,9 %, количество квартир – на 8,1 %. Т.е. фактически средняя площадь квартир уменьшается, но количество их растёт. Это объяснимо увеличением средней стоимости квадратного метра [10].

В 60 субъектах РФ увеличился объём жилищной застройки, в 17 субъектах снижается, в 8 субъектах был аналогичен 2022 году. Среди субъектов федерации лидеры – Москва и Московская область, на которые приходится суммарно 23 %. На третьем месте находилась Свердловская область с долей 7 %.

Однако присутствовали негативные тенденции, в частности, ПАО «Пик СЗ» перенесла сроки достройки почти 28% объёма строительства. При этом ПАО «ГК Самолет» и ПАО «Группа ЛСР» перенесли сроки примерно по 10 % объёма своего строительства [10]. Таким образом, необходимо отметить, что ПАО «Пик СЗ» находится в рискованном положении из-за большого количества переносов сроков сдачи строительства, поэтому риски давления на стоимость компании увеличивается.

По данным отчётности компании «ПИК-специализированный застройщик» (ПИК-СЗ) за 2024 год, компания значительно сократила объёмы вводимого жилья: 1,7 млн кв. м против 2,7 млн кв. м годом ранее.

Об этом также свидетельствуют показатели строительной деятельности ПАО «Пик-СЗ» в 2024 году:

- Выручка — 585,3 млрд рублей, что на 5% больше, чем в 2023 году (558,8 млрд рублей).
- Валовая прибыль — 154 млрд рублей, что на 12% больше, чем в прошлом году.
- Чистая прибыль — 28,7 млрд рублей, что на 45% меньше, чем в 2023 году (52,3 млрд рублей). Снижение связано с убытками от переоценки финансовых инструментов и курсовых разниц.
- Затраты на девелопмент — 211,3 млрд рублей, что на 11% меньше, чем в 2023 году.
- Поступления от продаж недвижимости — 428,7 млрд рублей, включая средства на эскроу-счетах, что на 2% ниже прошлогодних 438,3 млрд рублей.

Дополнительно необходимо учитывать внешние факторы в виде продолжающейся СВО, что также может привести к изменениям процентных ставок в сфере жилищного кредитования, увеличить ставки, что негативно скажется на конечном спросе потребителей и ухудшении финансовых показателей застройщиков.

По данным Московской биржи (МОЕХ) на 30.12.2024 рыночная стоимость одной акции ПАО «Пик СЗ» составляла 507 (пятьсот семь) рублей 08 коп. Однако данная цена не учитывает потенциальную прибыль и не отражает объективно стоимость всей компании. Необходимо рассчитать справедливую стоимость акций.

Расчет справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ» начнем с метода балансовой стоимости капитала затратного подхода.

Затратный подход к оценке стоимости акций основан на определении стоимости чистых активов компании. Для расчета стоимости акций ПАО "ПИК СЗ" на 31.12.2024 года затратным методом нам потребуется следующая информация:

Шаги для расчета:

- определение балансовой стоимости активов. Балансовая стоимость активов включает в себя все активы компании, такие как земельные участки, здания, оборудование, запасы, дебиторская задолженность и другие активы;
- вычисление рыночной стоимости активов. Рыночная стоимость активов может отличаться от балансовой стоимости. Например, земля может оцениваться дороже или дешевле, чем отражено в балансе. Аналогично, здания и сооружения могут иметь иную рыночную оценку;
- учет обязательств. Из общей суммы активов вычитается сумма всех обязательств компании, включая краткосрочную и долгосрочную задолженности, кредиторскую задолженность и прочие обязательства;
- расчет собственного капитала (Собственный капитал = Активы – Обязательства);
- оценка доли одной акции. Стоимость одной акции определяется путем деления чистого собственного капитала на количество выпущенных акций.

Формула расчета стоимости одной акции:

$$БСА = БА / Коа , \quad (2)$$

где БСА – балансовая стоимость акций;

БА – балансовая стоимость (или чистые активы);

Коа — количество обыкновенных акций.

При анализе баланса ПАО «Пик СЗ» было выявлено, что балансовая стоимость компании составила 183 171 053,00 (Сто восемьдесят три

миллиарда сто семьдесят один миллион пятьдесят тысяч) рублей, 00 коп. на конец 2024 года. Количество обыкновенных акций при этом составило 660 497 000 штук.

Расчет представлен в таблице 2.

Таблица 2 – Расчет стоимости акций ПАО «Пик СЗ» затратным подходом

Наименование показателя	Единица измерений	Величина
Балансовая стоимость	руб.	183 171 053 000
Количество акций обыкновенных	шт.	660 497 000
Итоговая справедливая стоимость	руб.	277,32

Таким образом, согласно методу балансовой стоимости капитала справедливая стоимость акций ПАО «Пик СЗ» составила 277,32 (двести семьдесят семь) руб., 32 коп.

Далее был использован сравнительный подход для оценки стоимости акций - метод отраслевых мультипликаторов. Он предполагает использование различных коэффициентов для оценки стоимости компании, её активов или акций. Эти показатели помогают инвесторам сравнивать компании в рамках одной отрасли, а также оценивать их относительную стоимость. Таким образом, сравнительный подход позволяет определить справедливую цену акции на основании сравнения идентичных компаний в рамках одной отрасли исходя из основных фундаментальных показателей деятельности.

Данные заполняются также по итогам 2024 года из открытой финансовой отчетности. Сначала были произведены расчеты по трём мультипликаторам P/E (отношение капитализации к прибыли компании), P/S (отношение капитализации к выручке компании), P/B (отношение капитализации к балансовой стоимости) для каждой компании. Далее производится расчет по среднему значению мультипликаторов, по каждому

вычисленному среднему отраслевому мультипликатору делается оценка акции для каждой компании. Затем на основании этих трёх средних значений и соответствующих весов мультипликаторов вычисляется итоговая справедливая цена акции по каждой компании (таблица 3).

Таблица 3 – расчет стоимости акций ПАО «Пик СЗ» сравнительным подходом

Наименование показателя	Единица измерения	ПАО "ПИК СЗ"	ПАО "Группа ЛСР"
Собственный капитал	руб.	183 171 053 000	133 720 115 000
Количество акций обыкновенных	шт.	660 497 000	103 030 215
Выручка	руб.	60 445 765 000	64 701 918 000
Прибыль	руб.	3 038 370 000	53 072 771 000
Цена акции обыкновенной	руб.	507,8	835,1
Капитализация	руб.	335 400 376 600	86 040 532 546
P/E		110,39	1,62
P/S		5,55	1,33
P/B		1,83	0,64
Оценка акции по среднеотраслевому P/E	руб.	1114,07	28846,64
Оценка акции по среднеотраслевому P/S	руб.	311,15	2135,17
Оценка акции по среднеотраслевому P/B	руб.	538,01	2517,87
Итоговая справедливая стоимость по среднеотраслевым P/E, P/S, P/B и их весам	руб.	654,08	11157,97

В случае применения метода отраслевых мультипликаторов сравнительного подхода была определена справедливая стоимость акции ПАО «Пик СЗ» 654,08 (шестьсот пятьдесят четыре) рублей 08 коп. Как мы видим, результаты, полученные затратным и сравнительным подходом, существенно различаются.

Как мы видим, цена может сильно варьироваться в зависимости от выбранного мультипликатора, из-за чего средняя цена акции может быть сильно завышена. К тому же, цена одной акции опять существенно отличается от рыночной и от полученной ранее затратным подходом. У сравнительного

подхода, как мы уже отмечали ранее, также есть свои недостатки, среди которых – отсутствие учета уникальных характеристик каждой из компаний.

Методы доходного подхода в случае данной компании не были применены ввиду сложности определения ставки дисконтирования. Т.к. у данной компании произошел резкий скачок прибыли, исторический темп роста по расчету CAGR и прогнозный темп роста также вышли достаточно высокими, то и показатель ставки дисконтирования существенно превысил показатель доходности по безрисковым облигациям на тот период.

Помимо этого, можно выделить еще несколько причин невозможности использовать методы доходного подхода для определения справедливой стоимости акций на конец 2024 года:

- закрытая статистика: многие компании, которые работают на оборону, в том числе у которых владельцы попали в санкционные списки недружественных стран, закрыли финансовую и бухгалтерскую статистику;
- изменяющаяся ключевая ставка Банка России, процентные ставки банков (постоянная смена ключевой ставки приводит к большим скачкам в течении календарного года);
- изменение курса доллара США (долги многих эмитентов были номинированы в валютах, увеличение курса доллара привело к ухудшению долговой нагрузки);
- прекращение листинга на зарубежных биржах (многие российские компании параллельно с российским биржевым обращением имели листинг на зарубежных торговых площадках в форме Глобальных депозитарных расписок;
- вынужденный уход зарубежных компаний вынужденных продавать бизнес в России (очень часто продавая бизнес по нерыночным ценам с большим дисконтом);

- постоянное изменение «внешних факторов» - выборы в США, заявление о договоренностях, введение новых пакетов санкций – приводит к очень быстрому изменению доходности, ожиданий инвесторов.

Согласно п. 3 ФСО V при применении нескольких подходов и методов оценщик использует процедуру согласования их результатов. В случае существенных расхождений результатов подходов и методов оценки оценщик анализирует возможные причины расхождений, устанавливает подходы и методы, позволяющие получить наиболее достоверные результаты с учетом факторов, указанных в пункте 2 настоящего федерального стандарта оценки, что также усложняет процедуру оценки. Не следует применять среднюю арифметическую величину или иные математические правила взвешивания в случае существенных расхождений промежуточных результатов методов и подходов оценки без такого анализа. В результате анализа оценщик может обоснованно выбрать один из полученных результатов, полученных при расчетах [76].

2.3 Оценка справедливой стоимости акций строительной компании ПАО «Пик СЗ» методами доходного подхода

Как мы уже отмечали ранее, расчет именно справедливой стоимости акций целесообразней выполнять с помощью методов доходного подхода, ведь нам необходимо либо оценить сами акции как актив, либо оценить активы организации, а потом уже разделить на количество имеющихся акций. Модель дисконтированных денежных потоков (метод DCF)— один из вариантов доходного подхода к оценке стоимости акций, который широко применяется и известен довольно давно.

Свободный денежный поток или FCF (free cash flow) — это денежные средства, которые остались у компании после учета расходов на поддержание своей текущей операционной деятельности и капитальных расходов, что может существенно отличаться от показателя чистой прибыли. Дисконтированный денежный поток как раз базируется на свободном денежном потоке, однако прогнозный денежный поток прогнозируется, как правило, на небольшой период времени (3-5 лет).

Таким образом, справедливая стоимость компании по модели DCF – это сумма продисконтированных будущих денежных потоков, например, за 3 года, плюс конечная терминальная стоимость. Для этого надо сначала определить темп роста по модели CAGR, затем спрогнозировать рост и определить ставку дисконтирования. Ставка дисконтирования не должна быть ниже безрисковой ставки доходности, и в данном случае был использован метод кумулятивного построения, который предполагает определение ставки дисконтирования на основе последовательного учета составляющих, отражающих в той или иной мере риски, присущие объекту оценки. Ставка дисконтирования в этом случае может варьироваться в диапазоне от чистого значения безрисковой ставки до максимального риска по всем факторам [88].

Для расчета ставки дисконтирования по модели CAPM (Capital Asset Pricing Model), нам понадобятся следующие данные:

- безрисковая ставка (r_{rf}) — это ставка, которую инвестор может получить практически без риска. Обычно это доходность государственных облигаций (например, российских ОФЗ);
- ожидаемая доходность рынка (r_{m}) — средняя доходность фондового рынка. В качестве ориентира можно взять среднюю историческую доходность индекса МосБиржи или другого подходящего рыночного индекса;
- коэффициент бета (β) — мера систематического риска актива относительно общего рыночного риска. Если $\beta > 1$, значит актив более волатилен, чем рынок в целом, если $\beta < 1$ — менее волатильный.

Формула CAPM для расчетов:

$$r = r_{rf} + \beta \times (r_m - r_{rf}) \quad (3)$$

где r — требуемая доходность инвестиций в ценную бумагу;

r_{rf} — безрисковая доходность;

r_m — доходность фондового индекса;

β — бета ценной бумаги.

На конец 2024 года ввиду проведения СВО у нас есть следующие значения:

- безрисковая ставка (r_{rf}) = 20% (или 0.2);
- доходность рынка (r_m) по данным Московской биржи = 75% (или 0.75) [87];
- коэффициент бета (β) = 1.25.

Подставляем эти значения в формулу:

$$r = 0.15 + 1.25 \times (0.75 - 0.2) = 0.15 + 1.25 \times 0.55 = 0.15 + 0.69 = 0.84$$

Итак, ставка дисконтирования по модели CAPM составляет примерно 84%.

Далее происходит расчет прогнозных денежных потоков, терминальной стоимости и непосредственно стоимости акций. Однако расчеты показали, что у ПАО «Пик СЗ» были отрицательные денежные потоки на конец 2024, 2023, 2022 г.

Доходный подход на основе свободного денежного потока (DCF — Discounted Cash Flows Method) предполагает приведение будущих денежных потоков компании к текущей стоимости путём дисконтирования их по ставке дисконтирования. В данном примере мы имеем отрицательные свободные денежные потоки за предыдущие годы, что усложняет классический подход DCF, поскольку сложно экстраполировать отрицательные денежные потоки в будущее. Тем не менее попробуем подойти к задаче аккуратно.

Проблема отрицательных денежных потоков:

Отрицательные свободные денежные потоки означают, что компания тратила больше денег, чем зарабатывала в рассматриваемые периоды. Возможные причины включают значительные капитальные вложения, высокие операционные расходы или дефицит оборотных средств. В таком случае, важно учесть этот факт и принять во внимание возможность восстановления положительных денежных потоков в будущем.

Основная задача — определить прогнозируемые будущие денежные потоки и правильно выбрать ставку дисконтирования. Поскольку исторические данные показывают отрицательные значения, нужно проанализировать причину и оценить вероятность улучшения ситуации в будущем.

Структура расчета DCF:

- прогноз свободных денежных потоков на будущий период (обычно берется 5–10 лет);

- выбор ставки дисконтирования (чаще всего применяется WACC или CAPM);
- применение терминальной стоимости для учета неопределенности будущих лет;
- приведение всех будущих денежных потоков к текущей стоимости и определение справедливой стоимости акции.

Ограничения в нашем случае: поскольку предоставлены исключительно отрицательные денежные потоки, классическим способом применить DCF затруднительно. Нам потребуются дополнительные данные о причинах отрицательного денежного потока, планах компании по улучшению показателей и возможных сценариях будущего.

Можно применить альтернативный подход. Если предположить, что ситуация изменится и в ближайшие годы появится положительный денежный поток, можно сделать консервативный прогноз на восстановление бизнеса. Однако, без дополнительной информации такое предположение остается субъективным.

Рекомендуется обратить внимание на дополнительную финансовую отчетность компании, выявить причины дефицита денежных средств и строить прогнозы с учётом возможного улучшения ситуации. Важно понимать фундаментальные драйверы бизнеса и оценивать влияние внешних факторов (экономический цикл, конкуренция, государственные регуляции и т.п.) на будущую динамику денежных потоков.

Итоговый вывод: предоставление лишь исторических отрицательных денежных потоков недостаточно для точного расчета стоимости акции доходным методом. Необходимо дополнительное исследование, прогнозирование восстановления и учет вероятностных рисков.

Учитывая вышеописанные трудности, нами был выбран метод мультипликаторов для оценки справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ».

Метод мультипликаторов прибыли (таких как P/E — price-to-earnings ratio) относится к доходному подходу и базируется на соотношении текущей рыночной цены акции к прибыли на одну акцию (EPS).

Алгоритм расчета стоимости акции с применением метода мультипликаторов:

- определяем прибыль на акцию (EPS) компании;
- узнаем или определяем среднеотраслевое значение мультипликатора P/E для сопоставимых компаний той же сферы деятельности;
- умножаем прибыль на акцию (EPS) на величину мультипликатора P/E.

Из открытых источников известно, что EPS (прибыль на акцию) = 23,3 рубля. Среднеотраслевой мультипликатор P/E (отношение цены акции к прибыли на акцию) для строительного сектора на 31.12.2024 года представлен в открытом источнике и составляет 5.81.

Такой низкий показатель P/E может указывать на недооцененность акций компаний в строительстве, предполагая, что инвесторы считают этот сектор менее привлекательным по сравнению с другими отраслями. Низкое значение мультипликатора также может свидетельствовать о замедлении роста прибыли или повышенных рисках в отрасли.

Использование среднеотраслевого мультипликатора полезно для сравнительного анализа и принятия инвестиционных решений. Если компания имеет P/E ниже средней по отрасли, это может сигнализировать о возможной недооцененности её акций, представляя потенциал для роста стоимости.

Далее применяем формулу:

$$V = EPS \times P/E, \quad (4)$$

где V – стоимость акции;

EPS - прибыль на акцию;

P/E – среднеотраслевой мультипликатор.

Подставляем известные значения.

$$V = 23,3 \text{ руб.} \times 5,81 = 135,37 \text{ руб.}$$

Стоимость акции ПАО "Пик СЗ" на 31.12.2024 по методу мультипликаторов прибыли (доходный подход) составляет 135,37 (сто тридцать пять) рублей 37 коп.

Однако, стоит помнить, что значение мультипликатора P/E может варьироваться в зависимости от конкретного сектора, состояния рынка и особенностей компании. Полученная цифра носит сравнительный характер и основана на средних значениях, следовательно, не является абсолютно точной оценкой реальной стоимости.

Существует еще несколько вариантов подсчета стоимости акций. Например, по мнению Маркова С.Н., «формула Гордона (или модель постоянного роста) – самая простая версия модели дисконтирования дивидендов» [44]. В качестве основы она опирается на гипотезу, что получение прибыли от акции будет расти в арифметической прогрессии, т.е. увеличиваться на один и тот же коэффициент.

Однако для расчета по модели Гордона необходимо произвести расчет темпа роста дивидендов, что является невозможным в случае ПАО «Пик СЗ». Проблема состоит в том, что по данным эмитента последние дивидендные выплаты были совершены в 2021 году, таким образом, объективно высчитать темп прироста становится практически невозможной задачей, следовательно, оценка стоимости акций не может быть произведена по модели Гордона. Мы считаем, что в данном случае необходимо произвести расчет стоимости акций, опираясь на другие модели или нормативные документы по согласованию результатов оценки методами различных подходов оценки стоимости акций.

Выводы по второй главе:

Фундаментальный анализ подтвердил сильную позицию ПАО «Пик СЗ» на российском рынке недвижимости, характеризующуюся крупными проектами, широкой региональной экспансией и сильным управлением рисками. Также фундаментальный анализ позволил оценить стоимость акций как недооценённую, что создает предпосылки для долгосрочного роста стоимости акций.

Технический анализ указал на перелом нисходящей тенденции и возможность продолжения роста акций.

Однако оценка стоимости акций ПАО «Пик СЗ» тремя подходами привела к различным результатам: Доходный подход дал заниженную оценку стоимости акций, что может быть обусловлено консервативным прогнозом будущих денежных потоков. Затратный подход привел к промежуточному результату, подчеркнув важность материальных активов компании. Сравнительный подход предоставил самую высокую оценку, основанную на анализе аналогов, что отражает потенциальную привлекательность акций компании на рынке.

Только объединение различных подходов позволит получить полноценную картину стоимости акций и избегать односторонних взглядов. Совместное использование методов помогает исключить ошибки, характерные для каждого подхода индивидуально. Комплексная оценка полезна для принятия обоснованных инвестиционных решений, планирования стратегии развития компании и защиты интересов акционеров.

Справедливая стоимость акций ПАО «Пик СЗ» ниже рыночной. Это признак возможного риска для инвесторов, владеющих этими акциями. Руководству компании важно предпринимать меры, чтобы вернуть акции к справедливой стоимости, а инвесторам стоит проявлять осмотрительность и учитывать возможные сценарии развития событий.

Глава 3. Совершенствование методов оценки справедливой стоимости акций

3.1 Методика комплексной оценки стоимости акций ПАО «Пик СЗ» с учетом рекомендаций по согласованию результатов

Усовершенствование методов оценки стоимости акций — важная задача, стоящая перед аналитиками и исследователями. Современные методы, такие как доходный, затратный и сравнительный подходы, имеют свои достоинства и ограничения. В качестве рекомендации можно выделить следующие направление - интеграцию многофакторных моделей

Традиционные методы зачастую сосредотачиваются на одном-двух параметрах (например, прибыль, денежные потоки). Комплексная оценка, включающая в себя результаты, полученные при оценке методами трех подходов, позволят точнее определять стоимость акций. Оценщики могут в случае расхождения полученных результатов применить способ ранжирования результатов и вывести одну цену, однако критерии ранжирования могут отличаться субъективностью, поэтому на практике зачастую оценщики используют всего один метод оценки, что сказывается на уровне достоверности полученных результатов.

Как мы видим, рыночная цена акции ПАО «Пик СЗ» ближе к ее справедливой стоимости, полученной, к примеру, сравнительным подходом. Воспользоваться экспертным методом и не принимать во внимание данный полученный показатель, основываясь только на затратном и доходном подходе, не представляется объективным. Поэтому в качестве рекомендации для определения комплексной оценки можно предложить следующую модель, скомбинированную из всех трех подходов:

- определить цену затратным и доходным методом;
- проверить полученную цену сравнительным подходом.

Однако для комплексной оценки этого недостаточно, поэтому необходима процедура.

Таким образом, нами были получены три разные цены на акции ПАО «Пик СЗ». Для принятия взвешенного решения применим комплексный подход на основе всех трех результатов оценки. Результаты представлены в таблице 4.

Таблица 4 – Расчет стоимости акций ПАО «Пик СЗ»

Наименование подхода	Наименование метода	Единица измерения	Полученные значения	Вес
затратный	метод балансовой стоимости	руб. за шт.	277,32	0,33
сравнительный	метод мультипликаторов	руб. за шт.	654,08	0,33
доходный	метод мультипликатора	руб. за шт.	135,37	0,33
Итоговая справедливая стоимость		руб. за шт.	355,59	

Таким образом, справедливая стоимость акции ПАО «Пик СЗ» на конец декабря 2024 года составляет 355,59 (триста пятьдесят пять) руб. 59 коп.

Как мы видим, самая большая разница между значениями, полученными сравнительным и доходным подходом. Согласно методическим рекомендациям по оценке акций в соответствии с требованиями федерального закона “Об акционерных обществах” № 208 – ФЗ от 26.12.1995 (в редакции от 24.07.2007 п 220-ФЗ).

При согласовании итоговой величины рыночной стоимости рекомендуется:

- при применении доходного и сравнительного подходов использовать соотношения весов в диапазоне от 0,5/0,5 до 0,3/0,7, соответственно. При этом максимальный вес присваивается Сравнительному подходу;
- при применении затратного и доходного подходов рекомендуемые веса составляют: если результат доходного подхода превышает результат Затратного подхода, 0,2 – результату затратного подхода, 0,8 – результату Доходного подхода; если результат доходного подхода ниже результата Затратного подхода, 0,7 – результату Затратного подхода, 0,3 – результату Доходного подхода;

- при применении Затратного и Сравнительного подходов рекомендуемые веса составляют: если результат Сравнительного подхода превышает результат Затратного подхода, 0,8 – результату Сравнительного подхода, 0,2 – результату Затратного подхода; если результат Сравнительного подхода ниже результата Затратного подхода, 0,3 – результату Сравнительного подхода, 0,7 – результату Затратного подхода [45].

Далее мы согласовали результаты оценки, следуя указанным рекомендациям

Соотношение весов от 0,5/0,5 до 0,3/0,7 соответственно, с максимальным весом для сравнительного подхода. Выбираем крайнюю точку (более сильное влияние сравнительного подхода):

- доходный подход: 0,3;
- сравнительный подход: 0,7.

Средневзвешенная стоимость: Доходный + Сравнительный = $0,3 \times 135,37 + 0,7 \times 654,08 = 40,61 + 457,86 = 498,47$ руб.

Далее мы сравнили полученный результат (498,47 руб.) с результатом Затратного подхода (277,32 руб.). Так как результат доходного и сравнительного подходов превышает результат затратного подхода, назначили следующие веса:

- доходный и сравнительный подходы: 0,8;
- затратный подход: 0,2.

Следовательно, итоговая оценка стоимости акции = $0,8 \times 498,47 + 0,2 \times 277,32 = 398,78 + 55,46 = 454,24$ руб.

Таким образом, мы получили следующую итоговую согласованную стоимость акции: 454,24 руб.

Таким образом, с учетом указанных рекомендаций, итоговая согласованная стоимость акции ПАО «Пик СЗ» на 31.12.2024 г. составляла 454,24 (четыреста пятьдесят четыре) рубля 24 коп..

3.2. Рекомендации к расчету справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ» с учетом взимания налогов с дивидендных выплат

Итак, проведя последний расчет, мы пришли к выводу, что справедливая стоимость акции ПАО «Пик СЗ» на 31.12.2024 г. составляла 454,24 (четыреста пятьдесят четыре) рубля 24 коп. Однако не стоит забывать, что данная справедливая стоимость не учитывает взимание налогов с дивидендных выплат.

Налог на дивиденды является еще одним фактором с важным значением. Он также может повлиять на итоговую справедливую стоимость акций и, следовательно, принятие инвестиционного решения. Учет такого фактора позволит совершенствовать методику оценки стоимости акций, ведь это позволяет уточнить и сделать более реальной ту цифру, которая была получена в расчетах. Данный показатель является весьма важным для инвесторов, цель которых – принимать обоснованные решения на основе реальных финансовых показателей и уровней доходности.

Учет налога на дивиденды важен при оценке стоимости акций по нескольким причинам:

- фактическая доходность для инвестора. Налог на дивиденды уменьшает чистую доходность инвестора. Например, если компания выплачивает дивиденды, и государство удерживает определенную долю в виде налогов, то реальная доходность уменьшается на сумму уплаченного налога. Следовательно, при сравнении акций компаний, отличающихся размером налоговых платежей, важно учитывать этот фактор, чтобы избежать искажения восприятия доходности;
- воздействие на цену акций. Высокие налоги на дивиденды могут негативно повлиять на привлекательность акций, так как снижают чистый доход инвесторов. В результате, если налог велик, это может отразиться на спросе на акции и, соответственно, на их рыночной цене.

Таким образом, правильный учет налога необходим для формирования справедливой оценки стоимости акций;

- политика государства и налоговые льготы. Государство может вводить различные налоговые режимы и льготные схемы налогообложения дивидендов. Например, специальные налоговые льготы для иностранных инвесторов или пенсионных фондов могут создавать преимущества для некоторых категорий держателей акций. Такой налоговый эффект тоже должен быть учтён при оценке акций;
- снижение привлекательности компаний с высокими дивидендами. Компании, предлагающие высокие дивиденды, становятся менее привлекательными для инвесторов, если налог на дивиденды слишком высок. Это связано с тем, что налогообложение снижает реальные выгоды от владения акциями, уменьшая приток инвесторов и формируя давление на цену акций.
- различия между странами. Налоговые системы различаются в разных странах. Так, некоторые юрисдикции предлагают более выгодные условия для инвесторов, позволяя удерживать меньшую долю налогов на дивиденды. Международные инвесторы обязательно принимают это во внимание при выборе объектов для инвестиций;
- практическое применение. В процессе оценки акций, особенно в моделях, основанных на дисконтировании дивидендов (например, модели Гордона), важно корректировать дивиденды на налог, чтобы получить реальную доходность, воспринимаемую инвестором.

В Российской Федерации налоги на дивиденды начисляются следующим образом:

- а) налог на доходы физических лиц (НДФЛ). Физические лица, получающие дивиденды, обязаны уплатить налог на доходы физических лиц (НДФЛ). Размер налога зависит от статуса налогоплательщика:

- 1) жители РФ (налоговые резиденты) платят налог по ставке 13%;

2) нерезиденты РФ оплачивают налог по ставке 15%;

б) налог на прибыль организаций. Юридические лица, получающие дивиденды, также обязаны уплатить налог на прибыль. Размер налога зависит от налогового резидентства компании-получателя:

1) Российская компания (резидент РФ) платит налог по ставке 13%.

2) Зарубежная компания (нерезидент РФ) обязана оплатить налог по ставке 15%.

Кроме того, предусмотрены пониженные ставки для юридических лиц:

- 0%, если российская компания владеет не менее 50% уставного капитала компании-эмитента не менее одного года подряд.

- 0%, если иностранная компания принадлежит государству или международным организациям.

в) налогообложение в международном контексте. Россия заключила соглашения об избежание двойного налогообложения с рядом стран. Согласно таким соглашениям, дивиденды, полученные нерезидентами, могут облагаться налогом по специальным правилам и пониженными ставками.

Налог удерживается автоматически самим эмитентом при выплате дивидендов. Физические лица получают чистые дивиденды после вычета налога, а юридические лица самостоятельно предоставляют декларацию и уплачивают налог в бюджет.

Уровень налогообложения дивидендов играет важную роль при принятии инвестиционных решений. Инвесторы выбирают компании с учетом размеров налогов, выплачиваемых при получении дивидендов. Компании с высоким уровнем дивидендных выплат могут привлекать больший интерес инвесторов, особенно если налогообложение таких выплат минимальное.

Система налогообложения дивидендов в России построена таким образом, чтобы обеспечивать равномерное распределение бремени

налогообложения между физическими и юридическими лицами, при этом соблюдаются международные договоренности по вопросам двойного налогообложения.

Так как наше исследование рассматривает ситуацию, где рассчитывается справедливая стоимость акций с целью инвестирования, была рассмотрена применимость налога на доходы физических лиц (НДФЛ). Также в расчете итоговой стоимости был применен метод доходного подхода, поэтому можно рассчитать справедливую стоимость акции с учетом взимания НДФЛ.

Но отдельно саму стоимость акции (454,24 рубля) никто не облагает налогом на доход, пока акция не продаётся с приростом капитала.

Если брать расчет чистой стоимости акции после уплаты налога на дивиденды, то это возможно. Например, если компания выплатила дивиденды в размере X рублей, и инвестор хочет узнать чистую стоимость после налогообложения, то расчет будет следующим:

- размер налога на дивиденды (стандартная ставка 13%):

$$\text{Налог} = X \times 0.13;$$

- чистые дивиденды:

$$\text{Чистые дивиденды} = X - (X \times 0.13) = X \times (1 - 0.13) = X \times 0.87.$$

Поэтому для расчета справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ» с целью инвестирования в качестве рекомендации можно в отдельных случаях применить налог на доходы физических лиц (НДФЛ). Таким образом, справедливая стоимость акции ПАО «Пик СЗ» на 31.12.2024 г. составила 395,19 (триста девяносто пять) рублей 19 коп.

Нами был сделан вывод, что учет налогов на дивиденды является важным аспектом, который может оказывать на итоговую стоимость акций при их оценке. Поэтому в качестве рекомендации в некоторых случаях необходимо проводить данную корректировку.

3.2 Разработка возможных мероприятий по повышению справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ»

Как мы увидели в предыдущем параграфе, справедливая стоимость акций ПАО «Пик СЗ» ниже ее рыночной стоимости.

На данный момент актуальной информации о величине дивидендов и дивидендной доходности ПАО "ПИК СЗ" за 2024 год нет. Доступные данные свидетельствуют о том, что компания ранее придерживалась строгой дивидендной политики, однако актуальные сведения о запланированных выплатах и дивидендной доходности за 2024 год отсутствуют. Дивиденды не выплачивались в 2022 года.

Предсказания и рекомендации:

- прогнозы аналитиков: некоторые аналитики предполагают, что компания сохранит консервативную политику в отношении дивидендов, предпочитая сохранять средства для финансирования новых проектов и роста бизнеса.
- исторические данные: исторически компания демонстрировала регулярные выплаты дивидендов, что могло привлечь инвесторов, ищущих стабильный источник дохода;
- ожидания на 2025 год: хотя информация о 2024 году отсутствует, прогноз на 2025 год предполагает дивидендную доходность около 3,36% при цене акции 431,4 рубля (рыночная цена акции на данный момент).

Отсутствие официальных сведений о дивидендах за 2024 год затрудняет точное установление дивидендной доходности. Инвесторам рекомендуется внимательно следить за официальными заявлениями компании и новыми отчетами, чтобы получить точную информацию о планируемых выплатах.

Так как ПАО «Пик СЗ» находилось на тот момент в рискованном положении, то можно было предложить следующие мероприятия, которые могут способствовать повышению стоимости акций.

Повышение стоимости акций требует комплексного подхода, включающего улучшение операционной деятельности, управление рисками и коммуникационную стратегию. Вот ряд практических рекомендаций для ПАО "ПИК СЗ":

а) стратегия роста бизнеса:

- 1) оптимизация себестоимости строительства: проведение анализа текущих расходов и внедрение новых технологий, позволяющих снизить затраты на строительство без ущерба качеству жилья;
- 2) создание продуктовых инноваций: повышение привлекательности проектов благодаря уникальным архитектурным решениям, современным материалам и энергоэффективным технологиям;
- 3) географическая диверсификация: освоение новых регионов присутствия, особенно перспективных районов страны, с высокой покупательной способностью населения;
- 4) развитие девелоперских компетенций: увеличение доли коммерческой недвижимости в портфеле проектов, что повышает маржу и снижает риски зависимости от рынка жилой недвижимости;
- 5) программа лояльности клиентов: улучшение качества сервиса и развитие программы поощрений для покупателей, что способствует увеличению повторных покупок и привлечению большего числа клиентов;

б) управление финансовыми показателями:

- 1) стратегическое использование заемных средств: оптимальное соотношение собственных и заемных средств помогает снижать долговую нагрузку и минимизировать процентные расходы;
- 2) привлечение дополнительного финансирования: выпуск облигационных займов или привлечение стратегических партнеров, способствующих росту объемов строительства и реализации проектов;

3) регулярная выплата дивидендов: выплата устойчивых дивидендов привлекает институциональных инвесторов и увеличивает привлекательность акций среди широкого круга участников фондового рынка;

4) контроль над ликвидностью: поддержание высокого уровня ликвидности гарантирует выполнение обязательств перед кредиторами и партнерами, что положительно влияет на репутацию компании;

в) PR и маркетинговая стратегия:

1) информационная прозрачность: регулярные коммуникации с рынком через пресс-релизы, презентации, участие в отраслевых конференциях способствуют формированию положительного имиджа компании;

2) акцент на экологичность: продвижение эко-продуктов и соблюдение стандартов устойчивого развития привлекают внимание инвесторов, заинтересованных в социально ответственном бизнесе;

3) участие в выставках и форумах: презентация проектов на международных площадках и участие в крупных российских мероприятиях повышают узнаваемость бренда и укрепляют позиции компании;

4) социальные инициативы: реализация социальных программ и благотворительных инициатив улучшает корпоративную репутацию и укрепляет доверие общества к компании;

г) управленческие меры:

1) оперативное реагирование на изменения рынка: быстрая адаптация стратегии к изменениям внешней среды позволяет своевременно реагировать на кризисные ситуации и извлекать выгоду из благоприятных возможностей;

2) укрепление управленческой команды: привлечение профессиональных менеджеров и экспертов в области строительства и управления проектами обеспечит эффективное руководство компанией;

3) инновационные технологии: использование цифровых платформ и современных инструментов проектирования и мониторинга строительных процессов повысит эффективность и снизит издержки.

Основным финансовым результатом за 2024 год стало то, что показатель чистой прибыли снизилась в 1,8 раза до 28,7 миллиарда рублей. Рентабельность EBITDA также упала с 18 до 14 процентов.

В первую очередь, необходимо reinvestировать прибыль организации. Решение вкладывать средства в развитие может стимулировать рост стоимости акций. Таким образом, с точки зрения инвесторов, станет виден потенциал для увеличения доли организации на рынке строительных организаций и, соответственно, возможности для роста прибыли в будущем. Возможно, это повлечет за собой ПАО «Пик СЗ» выполнение обязательств в срок, без переноса сдачи сроков строительства, что также повысит авторитет организации в глазах потенциальных инвесторов.

Результатом этого должен стать рост выручки и прибыли самой организации. Поэтому следующим шагом может стать демонстрация сильной финансовой отчетности. На этом этапе можно выделить следующие рекомендации:

- соблюсти управленческий баланс;
- провести финансовый анализ, который поможет оценить устойчивость бизнеса, его финансовое положение и то, насколько эффективно используются денежные средства и другие доступные ресурсы;
- использовать различные финансовые показатели. Например, чистую прибыль, операционную маржу, коэффициент автономии, коэффициент текущей ликвидности, рентабельность продаж;

- проконтролировать уровень оборотного капитала. Например, проверять, достаточно ли у компании основных средств и поддерживаются ли они в новом состоянии;
- проанализировать структуру затрат. Затраты группируются по источникам (приобретение материалов, закупка товаров, аренда, зарплата, налоги и т. п.);
- использовать пояснительную записку, в которой описываются и объясняются основные характеристики финансовых результатов и финансового положения предприятия.

Это поможет избежать ошибки при будущей оценке стоимости акций, когда финансовая отчетность не отражает реальной ситуации или является способом спекуляции. При росте выручки и прибыли, долгов должно становиться меньше (а у ПАО «Пик СЗ» высокая долговая нагрузка), активов должно становиться больше, следовательно, доходы организации будут продолжать расти, и оценка доходным подходом покажет наиболее высокий результат. Помимо этого, аналитики рынка могут дать благоприятный прогноз, и акции соответственно вырастут в цене.

Одновременно необходимо искать новые точки роста:

- запуск новых проектов. В планах на 2025 год значился запуск девяти новых проектов в Московском регионе;
- строительство и развитие существующих жилых кварталов, в которых необходимо будет развивать инфраструктуру и строить образовательные учреждения (школы и детские сады), учреждения здравоохранения (поликлиники) и общественные пространства.

Следующим этапом может стать выплата дивидендов уже существующим инвесторам. Судя по данным, опубликованным самой организацией, дивиденды ПАО «Пик СЗ» не выплачивало с 2021 года. Если организация все же решит выплатить дивиденды, то она оправдает ожидания инвесторов, и стоимость ее акций на рынке будет расти.

Или другим решением может стать обратный выкуп акций. Такая мера может восприниматься потенциальными инвесторами как положительный сигнал о том, что дела в организации идут хорошо. Обратный выкуп может уменьшить количество акций в обращении, соответственно, прибыль на акцию может вырасти, как и дивиденды, что, следовательно, может увеличить спрос на них.

Все вышеперечисленные меры приведут к повышению рейтинга ПАО «Пик СЗ» в глазах потенциальных инвесторов, что повлечет за собой возможность привлечь в качестве миноритарных акционеров известных институциональных инвесторов как международного уровня (The Vanguard Group или BlackRock), так и российских (ПАО Сбербанк, ПАО ВТБ), что в перспективе благотворно скажется на капитализации всей компании.

Данные мероприятия могут сработать в том случае, если ситуация на рынке не изменится в худшую сторону, не появится более сильный конкурент или не примут новый закон, который увеличит обязательства организации.

Выводы по третьей главе:

Использование рекомендаций по согласованию результатов затратного, сравнительного и доходного подходов позволило достичь более точной и надежной оценки стоимости акций ПАО «Пик СЗ». Благодаря этому комплексному подходу были учтены разнообразные аспекты бизнеса компании, такие как материальные активы, рыночные аналоги и прогнозируемые денежные потоки. Согласование дало оптимальный баланс между аналитическими методами, исключив однообразие выводов и погрешности, присущие отдельным подходам.

При оценке стоимости акций необходимо учитывать налоговые последствия для инвесторов, так как налог на дивиденды снижает реальную доходность акционеров. Это особенно важно для инвесторов, находящихся в юрисдикциях с высоким уровнем налогообложения дивидендов. Коррекция цены акции с учетом налога позволяет инвесторам принимать более осознанные решения, понимая реальный уровень дохода от вложений.

Повышение стоимости акций может быть достигнуто через оптимизацию бизнес-процессов, сокращение неэффективных расходов и активное управление рисками. Диверсификация бизнеса, инвестиции в новые проекты и технологические инновации могут стать ключевыми инструментами для укрепления позиций компании и роста стоимости акций. Открытая информационная политика и прозрачность компании увеличивают доверие инвесторов и улучшают инвестиционный климат вокруг акций.

Заключение

В первой главе исследованы теоретические основы оценки рыночной стоимости акций, проанализировано содержание понятия «рыночная стоимость акции» на основе анализа научных подходов, дана характеристике основных методов оценки рыночной стоимости акций и проанализированы основные ошибки процесса оценки справедливой стоимости акций.

Вторая глава посвящена проведению оценки справедливой стоимости акций ПАО «Пик СЗ» с использованием трех общепризнанных подходов: затратного, сравнительного и доходного. Результат применения доходного подхода оказался самым низким из-за отрицательных свободных денежных потоков, что привело к заниженному значению стоимости акций. Промежуточный результат, близкий к средним значениям, отражающий стоимость активов и обязательств компании, получился в результате применения затратного подхода. Наибольшее приближение к рыночной цене получено за счет анализа аналогичных компаний, что позволяет считать этот подход наиболее близким к реальности, однако необходимо было согласовать результаты для более точной оценки акций.

Несмотря на значительное расхождение результатов, оптимальным решением стала комплексная оценка, объединяющая все три подхода. Такой подход позволил получить более объективную и близкую к рыночной стоимость акций, принимая во внимание различные аспекты бизнеса и рыночные условия.

В третьей главе был проведен процесс согласования результатов трех подходов с учетом методических рекомендаций закона «Об оценке акций». Это позволило свести результаты к единой комплексной оценке, отражающей наиболее точное и объективное представление о стоимости акций. Комплексная оценка, произведенная с соблюдением нормативных актов и рекомендаций, позволяет получить наиболее достоверный результат,

пригодный для включения в официальные отчёты об оценке акций. Применение данной методики рекомендуется для использования в реальных отчетах, что обеспечит их высокое качество и соответствие требованиям действующего законодательства. В ходе анализа была обоснована необходимость коррекции стоимости акций с учетом взимания налогов на дивиденды. Поскольку налоги снижают доходность инвесторов, корректировка позволяет более точно определить справедливую стоимость акций, что важно для принятия обоснованных инвестиционных решений. В конце были разработаны мероприятия по повышению стоимости акций ПАО «Пик СЗ». Разработанные мероприятия по повышению стоимости акций соответствуют современным стандартам и рекомендациям, что делает их важными для дальнейшего развития компании.

Таким образом, комплексная оценка и разработанные мероприятия подтвердили необходимость и важность рассмотрения всех сторон бизнеса при оценке стоимости акций, что усиливает значимость данного исследования для профессиональной деятельности.

Рекомендуется продолжить исследовательскую работу по улучшению методик оценки, включающих аспекты региональной и отраслевой специфики, а также регулярно осуществлять ревизию применяемых моделей и подходов для обеспечения их актуальности и точности. Помимо прочего, необходимо содействовать повышению квалификации специалистов, работающих в области оценки акций, путем внедрения образовательных программ и тренингов.

Список используемой литературы и используемых источников

1. Adamczyk M. The impact of ratings and other information on the fluctuation of Polish stock indexes. Bank i Kredyt. 2020;51(3):239–262. URL: https://bankikredyt.nbp.pl/content/2020/03/BIK_03_2020_02.pdf
2. Graham B., Dodd D. Security Analysis: Principles and Technique / Sixth Edition – McGrawHill, 2009, - P. 132.
3. Ishigami S., Takeda F. Market reactions to stock rating and target price changes in analyst reports: Evidence from Japan. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 2018;52:134–151. DOI: 10.1016/j.intfin.2017.09.014
4. Jayanth Varma Guidelines on Share Valuation: How Fair is Fair Value? [Электронный ресурс] URL: https://www.researchgate.net/publication/265627837_Guidelines_on_Share_Valuation_How_Fair_is_Fair_Value (дата обращения: 19.10.2024)
5. Methods of Valuation of Shares in 2025: An Overview [Электронный ресурс] : URL:/ <https://lawchatter.in/info/company-law/articles/methods-of-valuation-of-shares-in-2025>(дата обращения: 19.10.2024)
6. Thomsett M. Mastering Fundamental Analysis. - Dearbonr Trade, 1998 . - p. 85
7. Valuation of Shares: Need and Methods (With Illustrations) [Электронный ресурс] : URL:/ <https://www.accountingnotes.net/shares/valuation-of-shares/valuation-of-shares-need-and-methods-with-illustrations/8878> (дата обращения: 19.10.2024)
8. Алайцева Т.В. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / – Самара: Издательство Самарского университета, 2022. – 76 с.
9. Алябьева, М. В. Экономическая оценка влияния рисков на доходы организации / М. В. Алябьева, А. Н. Писаревская // Вестник Белгородского

университета потребительской кооперации. – 2007. – № 3(23). – С. 30-36. – EDN IBZUBJ.

10. Аналитика рынка жилищного строительства за 2023 год по данным единой информационной системы жилищного строительства [Электронный ресурс] URL: наш.дом.рф/медиа/новости/2024/01/аналитика-рынка-жилищного-строительства-за-2023-год-по-данным-единой-информационной-системы-жилищного-строительства (дата обращения: 20.02.2025)

11. Бадюкина Е.А., Максименко О.И. Рейтинговый подход к оценке эффективности дивидендной политики публичных компаний / Е.А. Бадюкина, О.И. Максименко // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2018. №4. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rejtingovyy-podhod-k-otsenke-effektivnosti-dividendnoy-politiki-publichnyh-kompaniy-rossii> (дата обращения: 27.11.2024).

12. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / М. Блауг. – М.: "Дело Лтд", 1994. – 687 с.

13. Борисов Е. Ф. Экономическая теория : учеб. для студентов вузов, обучающихся по направлению подгот. 521400 "Юриспруденция" и по специальности 021100 "Юриспруденция", 023100 "Правоохранит. деятельность" / Е.Ф.Борисов ; Моск. гос. юрид. акад. - 2-е изд., перераб. и доп. - Москва : ТК Велби : Проспект, 2006 (ОАО Можайский полигр. комб.). - 535 с.

14. Боровиков Д. Д., Шнюкова Е. А. Прогнозирование рыночной стоимости акции ГМК «Норильский никель» при помощи линейной модели корреляционно-регрессионного анализа / Д.Д Боровиков, Е.А. Шнюкова // Актуальные проблемы авиации и космонавтики. 2015. №11. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/prognozirovanie-rynochnoy-stoimosti-aktsii-gmk->

norilskiy-nikel-pri-pomoschi-lineynoy-modeli-korrelyatsionno-regressionnogo-analiza (дата обращения: 17.02.2024).

15. Бреннер Р. "Бум и пузырь: США в мировой экономике" / Р. Бреннер, 2002.

16. Ввод жилья в России ускорился почти на 9% в первом квартале 2025 года [Электронный ресурс] URL: <https://realty.rbc.ru/news/67fd193e9a79470bac8a97cd> (дата обращения: 19.02.2025)

17. Видякина О. В. Определение рыночной стоимости полезной модели // Имущественные отношения в РФ. 2007. №10. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/opredelenie-rynochnoy-stoimosti-poleznoy-modeli> (дата обращения: 24.02.2024).

18. Вин Ф. Капитал / Ф. Вин. К. Маркс.; [пер. с англ. Л. Майзельс]. - Москва : АСТ : АСТ Москва, 2008. - 182 с. /– М. : АСТ, 2009 г.

19. Владимиров, А. Л. Совершенствование подходов к оценке справедливой стоимости акций компаний / А. Л. Владимиров, Х. Х. Кучмезов // Человеческий капитал. – 2015. – № 10(82). – С. 67-70. – EDN VQWVQN.

20. Выгодчикова И. Ю. Инструментарий принятия решений об инвестировании крупных российских компаний с использованием иерархической процедуры ранжирования и минимаксного подхода. Прикладная информатика. 2019;14(6):123–137. DOI: 10.24411/1993–8314–2019–10054 28

21. Горбунов А. И. Формирование профессиональной компетентности в области информационной безопасности у будущих экономистов в условиях вузовского образования : диссертация ... кандидата педагогических наук : 13.00.08 / Горбунов Александр Игоревич; [Место защиты: Марийс. гос. ун-т]. - Чебоксары, 2012. - 186 с. : ил.;

22. Грин А. Управление рисками: Разработка стратегии бизнеса [Электронный ресурс] // URL ://

<http://subscribe.ni/archive/economics.school.riskmanagement/200905/15211926.html> (дата обращения: 09.01.2023)

23. Гриссом Терри В. Определение вида стоимости: его место в процессе проведения оценки / Терри В. Гриссом // Вопросы оценки. - 2007. - №4. - С. 19-24

24. Губарев, В. Б. Совершенствование методов оценки рыночной стоимости акций : специальность 08.00.10 "Финансы, денежное обращение и кредит" : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Губарев Владислав Борисович. – Белгород, 2002. – 189 с. – EDN NLXXJP.

25. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. – 4-е изд. – М.: Альпина БизнесБукс 2007. – 1340 с

26. Дыхова А. Л., Хромов Е. А. Совершенствование методики оценки стоимости акций на современном этапе развития отечественного фондового рынка // Вестник экономической безопасности. 2010. №11. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovershenstvovanie-metodiki-otsenki-stoimosti-aktsiy-na-sovremennom-etape-razvitiya-otechestvennogo-fondovogo-rynka> (дата обращения: 26.02.2024).

27. Евченко, Е. В. Анализ особенностей применения поправок на контроль и ликвидность на примере оценки рыночной стоимости доли, составляющей 49 % уставного капитала компании / Е. В. Евченко // ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЕДИНОГО НАУЧНОГО ПРОСТРАНСТВА : Сборник статей Международной научно-практической конференции. В 4-х частях, Волгоград, 05 мая 2017 года. Том Часть 1. – Волгоград: Общество с ограниченной ответственностью "Аэтерна", 2017. – С. 75-81. – EDN YNNMVV. (дата обращения: 05.04.2024)

28. Зимин В.С. «Прогнозирование и анализ точности метода дисконтированных денежных потоков. Ретроспективное обозрение ранее

выполненных отчетов об оценке» / В.С. Зимин, В.С. Тришин [Электронный ресурс] Режим доступа: URL:http://eIit-service.info/Articles_viewJ29.htm (дата обращения: 19.10.2024)

29. Караганов С. Финансы, политика и война / С. Караганов // "Российская газета". - Федеральный выпуск № 4526 от 23.11.2007 г.. [Электронный ресурс] URL: <https://karaganov.ru/finansy-politika-i-vojna/?ysclid=m78tsvxe67572187081> (дата обращения: 17.02.2024).

30. Карбовский В. Ф. Новый подход к инвестированию на рынке акций / В. Карбовский, И. Нуждин ; СОЛИД инвестиц.-финансовая компания. - Москва ; Санкт-Петербург : Вершина ; 2006 (М. : Типография "Новости"). - 218 с. , 2006.

31. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] / Дж. М. Кейнс ; [пер. с англ. Гребенников и др.]. - Москва : ЗАО "Бизнеском", 2013. - 402 с.

32. Кияница А. - Фундаментальный анализ финансовых рынков / А. Кияница, 2005. – 288 с.

33. Козырь Ю.В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения. - М.: Изд-во «Альфа-Пресс», 2004. - 200 с.

34. Коттл С. "Анализ ценных бумаг" Грэма и Додда / Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок; [Пер. с англ. Б. Пинскер]. - Москва : Олимп-Бизнес, 2000. - 694 с.

35. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Муррин ; [Пер. с англ., науч. ред. Н. Н. Барышникова]. - 2-е изд., стер. - Москва : Олимп-Бизнес, 2004 (ОАО Тип. Новости). - 565 с.

36. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин. - М.: ЗАО «Олимп^ Бизнес», 2008. С. 15-25.

37. Кузнецов, В. Д. Математическое моделирование динамики экономических показателей (на примере выручки IT компании) / В. Д.

Кузнецов, И. В. Трегуб // Современные проблемы науки и образования. – 2013. – № 6. – С. 424.

38. Кучмезов, Х. Х. Определение справедливой цены акции компании / Х. Х. Кучмезов // Наука, образование, общество: тенденции и перспективы развития : Сборник материалов Международной научно-практической конференции, Чебоксары, 13 декабря 2015 года. – Чебоксары: Общество с ограниченной ответственностью "Центр научного сотрудничества "Интерактив плюс", 2015. – С. 336-338. – EDN VCZSXP.

39. Ломтатидзе О. В. Концептуальные и текущие приоритеты регулирования финансового рынка России // Финансы и кредит. 2009. №25 (361). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontseptualnye-i-tekuschie-prioritety-regulirovaniya-finansovogo-rynka-rossii> (дата обращения: 14.02.2024).

40. Ломтатидзе О. В. Рыночная стоимость акций и определяющие её факторы / О.В. Ломтатидзе, С.И. Шулешко // Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития. 2013. №7-2. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rynochnaya-stoimost-aktsiy-i-opredelyayuschie-eyo-factory> (дата обращения: 14.02.2024).

41. Макконел К. Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика. / К. Р. Макконел, С.Л. Брю. — перевод с 13-го английского издания. — М. : ИНФРА-М, 1999. — С. 353. — 974 с.

42. Марков, С. Н. Проблемы определения справедливой стоимости акций и мероприятия по их совершенствованию / С. Н. Марков // XXX Апрельские экономические чтения : Материалы Всероссийской научно-практической конференции, Омск, 18 апреля 2024 года. – Омск: Омский государственный технический университет, 2024. – С. 55-59. – EDN NIKHFI.

43. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии : / К. Маркс; [перевод с немецкого С. Алексеева]. - Москва : Эксмо, 2024. – 512 с.

44. Медведев В.А. Политическая экономия / В.А. Медведев, Л.И. Абалкин. – М.: Политиздат, 1990. – 735 с. С. 232.

45. МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ОЦЕНКЕ АКЦИЙ В СООТВЕТСТВИИ С ТРЕБОВАНИЯМИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАКОНА “ОБ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ” № 208 – ФЗ от 26.12.1995 (в редакции от 24.07.2007 N 220-ФЗ) [Электронный ресурс] URL: srroo.ru/evaluators/methodology/171644/?ysclid=m9wuy0dhor583291042 (дата обращения: 16.09.2024)
46. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития = Russian Securities Market: Influence of Fundamental Factors, Outlook, and Development Policy : Russian Securities Market: Influence of Fundamental Factors, Outlook, and Development Policy / Я.М. Миркин; Моск. межбанк. валют. биржа, Финансовая акад. при Правительстве РФ. - Москва : Альбина Паблишер, 2002. – 622 с.
47. Миркин Я.М. Фундаментальный анализ эмитентов в инвестиционной и регулятивной деятельности государства на рынке ценных бумаг / Я.М. Миркин : Дис. д-ра экон. наук : 08.00.10: Москва, 2003. – 575 с.
48. На крови. История фанатки Стива Джобса, которая обманула миллионеров и провернула крупнейшую аферу современности [Электронный ресурс] : URL:/ [https://lenta-ru.turbopages.org/turbo/lenta.ru/s/articles/2022/12/19/theranos/](https://lenta.ru.turbopages.org/turbo/lenta.ru/s/articles/2022/12/19/theranos/) (дата обращения: 16.09.2024)
49. Названы лидеры по объемам строительства жилья в России [Электронный ресурс] URL: <https://realty.rbc.ru/news/660a09009a794776eecd111> (дата обращения: 19.10.2024)
50. О внесении изменений в подраздел 3 раздела 1 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации : Федеральный закон от 2 июля 2013 года № 142-ФЗ.

51. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : Федеральный закон от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ (с изменениями и дополнениями)
52. О рынке ценных бумаг : Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ.
53. ОАО КБ Банк Москвы «Модель: капитализация - ликвидность», Аналитический отчет Банка Москвы. [Электронный ресурс] : URL: /www.finam.ru/publications/item/model-kapitalizatsiya---likvidnost-2021-11-04-12-46/?ysclid=m7c4aywz4i496112925 (дата обращения: 16.09.2024)
54. Об акционерных обществах : Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ.
55. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ (с изменениями и дополнениями).
56. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ. – М., 2007. – Ст. 3.
57. Ордов, К. В., Оценка и реструктуризация кредитно-финансовых институтов+ Приложение : учебное пособие / К. В. Ордов, А. А. Помулев. — Москва : КноРус, 2022. — 239 с. — ISBN 978-5-406-09134-0. — URL: <https://book.ru/book/942670> (дата обращения: 20.02.2024). — Текст : электронный.
58. Пятницкий Д. В. Рейтинговая и стоимостная оценки инвестиционной привлекательности компаний / Д. В. Пятницкий // Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. 2018;(1):52–60.
59. Ревуцкий Л.Д. Ключевые показатели стоимости и качества обыкновенных акций предприятий // Аудит и Финансовый анализ. – 2010. № 1. С. 33-37

60. Самсонов А. В., Васильев И. В. Анализ инвестиционной привлекательности предприятий нефтегазовой отрасли в России. Московский экономический журнал. 2020;(2):50. DOI: 10.24411/2413–046X-2020 10088 27
61. Сардарова Б. Манипулирование финансовой отчетностью - схемы и способы выявления / Б. Сардарова // Финансовый директор 11 ноября 2009 года. [Электронный ресурс] URL: <http://www.fd.ru/reader.htm?id=37006> (дата обращения: 19.10.2024)
62. Собрание законодательства РФ // Российская газета, 05.12.1994. - № 32. ст. 3301, № 238-239, 08.12.1994.
63. Соколов Р. Е. История экономических учений : учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальности 351 000 "Антикризисное управление" и другим экономическим специальностям / Р. Е. Соколов. - [Москва] : Market DS, 2007. - 137 с.
64. Статистика индустрии покупки и продажи действующего бизнеса [Электронный ресурс] : URL: https://businessesforsale.ru/bulletin/resources/biz_stat/ (дата обращения: 16.09.2024)
65. Стрижова, С. В. К вопросу об оценке стоимости компании / С. В. Стрижова // Мир науки и образования. – 2015. – № 4(4). – С. 20. – EDN VBJRER.
66. Стровский В. Е. Подходы и методы оценки стоимости бизнеса в современных условиях / В.Е. Стровский, А.Х. Симонян // Известия УГГУ. 2014. №1 (33). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/podhody-i-metody-otsenki-stoimosti-biznesa-v-sovremennyh-usloviyah> (дата обращения: 19.02.2024).
67. Строительство в российских регионах: итоги 2024 года [Электронный ресурс] URL: <https://sherpagroup.ru/analytics/pdf/gv6bq48.pdf?ysclid=m9igetebpw661303764> (дата обращения: 19.02.2025)

68. Твардовский В. Модель справедливой капитализации российского фондового рынка и прогноз стоимости российских акций. Аналитический отчет. [Электронный отчет] : URL: http://itinvest.ru/education/articles/research/1166/#_ftnref1. (дата обращения: 16.09.2024)
69. Тонких, А. С. Построение динамической нормативной модели рейтинговой оценки акций / А. С. Тонких, С. А. Тонких, Е. Ю. Маслова // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26, № 3. – С. 85-109. – DOI 10.26794/2587-5671-2022-26-3-85-109. – EDN YMWJSM.
70. Топ-10 лучших российских акций 2023 года. Рейтинг «РБК Инвестиций»
Подробнее на РБК:
[Электронный ресурс] URL:
<https://www.rbc.ru/quote/news/article/659e73579a79477e75acb4c0?from=copyphttps://quote.ru/news/article/659e73579a79477e75acb4c0> (дата обращения: 19.10.2024)
71. Трохов, М. М. Понятие и виды стоимости финансовых инструментов / М. М. Трохов // Банковские услуги. – 2011. – № 12. – С. 21-26.
72. Углицких О.Н. МЕХАНИЗМ ВОЗНИКНОВЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ПУЗЫРЕЙ / О.Н. Углицких, Ю.Е. Клишина, Е.А. Горбова // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. 2022. №8 (66). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/mehanizm-vozniknoveniya-finansovyh-puzyrey-1> (дата обращения: 12.02.2024).
73. Управление современной компанией. Учебник для студентов Вузов / Б.З. Мильнер [и др.]. – М.: Инфра, 2001. – 585 с.
74. Федеральный стандарт оценки «Отчет об оценке» ФСО VI [Электронный ресурс] : URL: <https://srosovet.ru/activities/npa/fso-v/?ysclid=m7bjh4thg1596999767> (дата обращения: 19.10.2024)
75. Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса» ФСО 8 [Электронный ресурс] URL: srosovet.ru/activities/npa/fso8/ (дата обращения: 19.10.2024)

76. Федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки» ФСО V [Электронный ресурс] URL: <https://srosovnet.ru/activities/npa/fso-v/?ysclid=m7bjh4thg1596999767> (дата обращения: 19.10.2024)
77. Федеральный стандарт оценки «Процесс оценки» ФСО III [Электронный ресурс] URL: <https://srosovnet.ru/activities/npa/fso-iii/> (дата обращения: 15.10.2024)
78. Федеральный стандарт оценки «Структура федеральных стандартов оценки понятия, используемые в федеральных стандартах оценки (ФСО I) [Электронный ресурс] URL: / <https://cityval.ru/fso-i-struktura-federalnykh-standartov-otsenki-i-osnovnye-ponyatiya-ispolzuemye-v-federalnykh-standartakh-otsenki> (дата обращения: 19.10.2024)
79. Хенни ван Грюнинг Международные стандарты финансовой отчетности. Практическое руководство. Издание 3 Год выпуска: 2006 Изд-во: Весь Мир.
80. Хромов Е. А. Совершенствование методов оценки стоимости акций компаний на современном этапе развития российского рынка ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Хромов Е. А.; [Место защиты: Акад. эконом. безопасности МВД РФ]. - 2011. - 142 с. : ил. [Электронный ресурс] Электронная библиотека : библиотека диссертаций : сайт / Российская государственная библиотека. - Москва: URL: <https://viewer.rsl.ru/ru/rsl01004973165> (дата обращения: 20.07.2022). - Режим доступа: для зарегистрир. читателей РГБ. - Текст: электронный.
81. Царихин К. С. Фундаментальный анализ: практическое пособие / К. С. Царихин, 2005. – 42 с.
82. Цуканова Е.Ю. Правовой статус корпорации в рамках реформирования гражданского законодательства / Е.Ю. Цуканова // Научные ведомости Белгородского государственного университета. – 2015. - № 14. – 137-141 с.

83. Частичная реализация: как мобилизация сказалась на продаже готового бизнеса [Электронный ресурс] : URL:/ <https://konkurent.ru/article/54175> (дата обращения: 19.10.2024)
84. Черепанова Д. В. «Оценка недвижимости: какую информацию выбрать?» [Электронный ресурс] URL: <http://www.auditinfo.ru/index.php?part=355&uin=730> (дата обращения: 19.10.2024)
85. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг / Е.В. Чиркова. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 190 с.
86. Шапигузов С. «Приукрашивание было стимулировано самими создателями стандартов МСФО» / С. Шапугозов // Еженедельное издание Коммерсант. [Электронный ресурс] URL: <http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=1288842> (дата обращения: 19.10.2024)
87. Шипицын, А. В. инвестиционная оценка банковских акций и ее проблемы (на примере ОАО "Газпромбанк") / А. В. Шипицын // Вестник Белгородского государственного технологического университета им. В.Г. Шухова. – 2012. – № 1. – С. 90-93. – EDN OPGHUN.
88. Шпилевская, Е. В. Основы оценки стоимости нематериальных активов [Текст] / Е. В. Шпилевская, О. В. Медведева. - Ростов-на-Дону : Феникс, 2011. - 220, [2] с. : ил., табл.; 20 см. - (Серия "50 способов"); ISBN 978-5-222-17485-2
89. Шуклина Мария Александровна Проблемы описания объекта оценки в отчете об оценке стоимости акций // Имущественные отношения в РФ. 2014. №9 (156). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-opisaniya-obekta-otsenki-v-otchete-ob-otsenke-stoimosti-aktsiy> (дата обращения: 05.03.2025).

90. Щербакова О.Н. Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании [Электронный ресурс] Финансовый менеджмент №1 / 2003 [web - сайт] URL:<http://finman.ru/articles/2003/1/1637.html> (дата обращения: 19.10.2024)

Приложение А **Бухгалтерский баланс ПАО «Пик СЗ» (2024 г.)**

ИНН 7713011336

КПП 770301001

Форма по КНД 0710099

Форма по ОКУД 0710001

Бухгалтерский баланс На 31 декабря 2024 г.

Пояснения ¹	Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2024 г.	На 31 декабря 2023 г.	На 31 декабря 2022 г.
1	2	3	4	5	6
Актив					
I. Внеоборотные активы					
5.2	Нематериальные активы	1110	190 610	51 529	24 475
	Результаты исследований и разработок	1120	-	-	-
	Нематериальные поисковые активы	1130	-	-	-
	Материальные поисковые активы	1140	-	-	-
5.2	Основные средства	1150	1 436 451	1 783 287	2 005 474
	Доходные вложения в материальные ценности	1160	-	-	-
5.2	Финансовые вложения	1170	126 347 399	164 992 719	130 502 456
5.2	Отложенные налоговые активы	1180	11 987 391	2 686 474	3 688 845
5.2	Прочие внеоборотные активы	1190	127 759	463 015	416 704
	Итого по разделу I	1100	140 089 610	169 977 024	136 637 954
II. Оборотные активы					
5.2	Запасы	1210	9 357 762	14 873 415	22 820 666
	сырье, материалы и другие аналогичные ценности		23 490	17 897	8 787
	затраты в незавершенном производстве		35 813	70 041	77 076
	готовая продукция и товары для перепродажи		1 278 440	2 336 203	3 422 669
	затраты, произведенные в отчетном периоде, но относящиеся к следующим отчетным периодам		6 157	0	0
	затраты по инвестиционным договорам		8 013 862	12 449 275	19 312 134
5.2	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	154 424	10 521	11 442

Пояснения ¹	Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2024 г.	На 31 декабря 2023 г.	На 31 декабря 2022 г.
1	2	3	4	5	6
5.2	Дебиторская задолженность	1230	128 419 496	89 324 432	72 386 026
	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты), в том числе:		278 801	59 129	1 553 853
	покупатели и заказчики		0	0	0
	авансы выданные		0	0	0
	авансы выданные по инвестиционным договорам		0	0	0
	прочая дебиторская задолженность		278 801	59 129	1 553 853
	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты), в том числе:		128 140 695	89 265 303	70 832 173
	покупатели и заказчики		2 816 664	4 199 158	2 851 500
	авансы выданные		1 352 744	570 821	1 236 990
	авансы выданные по инвестиционным договорам		3 743	25 476	113 453
	прочая дебиторская задолженность		123 967 545	84 469 848	66 630 230
5.2	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	639 902	8 935 338	8 068 157
5.2	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	1 927 435	9 491 080	1 699 957
5.2	Прочие оборотные активы	1260	99 736	98 506	187 895
	Итого по разделу II	1200	140 598 755	122 733 292	105 174 143
	БАЛАНС	1600	280 688 365	292 710 316	241 812 097
Пассив					
III. Капитал и резервы					
5.2	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	41 281 084	41 281 084	41 281 084
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	(0) ²	(0)	(0)
	Переоценка внеоборотных активов	1340	0	0	0
5.2	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	2 797 784	2 797 784	2 797 784

Пояснения ¹	Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2024 г.	На 31 декабря 2023 г.	На 31 декабря 2022 г.
1	2	3	4	5	6
5.2	Резервный капитал	1360	2 064 054	2 064 054	2 064 054
5.2	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	137 028 131	133 989 761	133 494 472
	Итого по разделу III	1300	183 171 053	180 132 683	179 637 394
IV. Долгосрочные обязательства					
5.2	Заемные средства	1410	66 778 791	68 778 075	32 282 644
5.2	Отложенные налоговые обязательства	1420	333 767	538 239	5 950 404
	Оценочные обязательства	1430	0	0	0
5.2	Прочие обязательства	1450	320 181	1 086 454	1 360 064
	прочая кредиторская задолженность		0	0	0
	прочая кредиторская задолженность		320 181	1 086 454	1 360 064
	Итого по разделу IV	1400	67 432 739	70 402 768	39 593 112
V. Краткосрочные обязательства					
5.2	Заемные средства	1510	9 363 523	467 932	164 514
5.2	Кредиторская задолженность	1520	15 961 770	39 851 891	21 720 037
	в том числе: поставщики и подрядчики		1 746 093	2 036 065	1 849 701
	задолженность перед персоналом организации		2 477	2 796 216	1 926 656
	задолженность перед государственными внебюджетными фондами		202 089	580 432	868 865
	задолженность по налогам и сборам		79 369	919 583	673 206
	авансы полученные		1 191 736	1 714 430	2 105 004
	прочие кредиторы		12 740 006	31 805 166	14 296 606
	в том числе авансы полученные по инвестиционным договорам		40 830	41 478	41 478
	в том числе задолженность перед участниками долевого строительства		9 434 937	28 480 029	10 763 585
5.2	Доходы будущих периодов	1530	0	0	0
5.2	Оценочные обязательства	1540	4 759 280	1 855 042	697 040
5.2	Прочие обязательства	1550	0	0	0
	Итого по разделу V	1500	30 084 573	42 174 865	22 581 591

<i>Пояснения¹</i>	<i>Наименование показателя</i>	<i>Код строки</i>	<i>На 31 декабря 2024 г.</i>	<i>На 31 декабря 2023 г.</i>	<i>На 31 декабря 2022 г.</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
	БАЛАНС	1700	280 688 365	292 710 316	241 812 097

Примечания

¹ Указывается номер соответствующего пояснения.

² Здесь и в других формах отчетов вычитаемый или отрицательный показатель показывается в круглых скобках.

Отчет о финансовых результатах

За 2024 г.

Пояснения ³	Наименование показателя	Код строки	За 2024 г.	За 2023 г.
1	2	3	4	5
5.1	Выручка ⁴	2110	60 445 765	39 960 617
	Реализация объектов недвижимости		23 187 747	10 960 375
	Реализация прочих товаров/работ/услуг		7 728 708	9 889 300
	Доходы от участия в других организациях		29 529 310	19 110 942
5.1	Себестоимость продаж	2120	(11 602 778)	(7 525 928)
	Реализация объектов недвижимости		(5 013 509)	(2 501 706)
	Реализация прочих товаров/работ/услуг		(6 589 269)	(5 024 221)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	48 842 987	32 434 689
5.1	Коммерческие расходы	2210	(5 709 356)	(3 498 817)
5.1	Управленческие расходы	2220	(11 903 827)	(10 393 301)
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	31 229 804	18 542 571
	Доходы от участия в других организациях	2310	-	-
5.1	Проценты к получению	2320	901 330	758 897
5.1	Проценты к уплате	2330	(3 602 732)	(2 337 353)
5.1	Прочие доходы	2340	12 415 247	296 917
5.1	Прочие расходы	2350	(47 342 538)	(20 737 165)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	(6 398 889)	(3 476 133)
5.1	Налог на прибыль ⁵	2410	9 437 259	4 214 330
	в т.ч.: текущий налог на прибыль	2411	(68 130)	(192 064)
	отложенный налог на прибыль ⁶	2412	9 505 389	4 406 394
	Прочее	2460	0	(229 307)
	Чистая прибыль (убыток)	2400	3 038 370	508 890
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510	-	-

Пояснения ³	Наименование показателя	Код строки	За 2024 г.	За 2023 г.
1	2	3	4	5
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520	-	-
	Налог на прибыль от операций, результат которых не включается в чистую прибыль (убыток) периода ⁵	2530	-	-
	Совокупный финансовый результат периода ⁷	2500	3 038 370	508 890
СПРАВОЧНО				
	Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	3 038 370	508 890
	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	2910	-	-

Примечания

³ Указывается номер соответствующего пояснения.

⁴ Выручка отражается за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов.

⁵ Отражается расход (доход) по налогу на прибыль.

⁶ Отражается суммарная величина изменений отложенных налоговых активов и отложенных налоговых обязательств за отчетный период.

⁷ Совокупный финансовый результат периода определяется как сумма строк "Чистая прибыль (убыток)", "Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода" и "Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода", "Налог на прибыль от операций, результат которых не включается в чистую прибыль (убыток) периода".

Дополнительные строки отчета о финансовых результатах

Лист представляется за отчетный период 2024 года при принятии организацией решения о неприменении изменений, предусмотренных пунктом 2 приказа Минфина от 19.04.2019 г. № 61н "О внесении изменений в приказ Министерства финансов Российской Федерации от 02.07.2010 г. № 66н "О формах бухгалтерской отчетности организаций", до указанного в данном пункте срока"

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	За 2024 г.	За 2023 г.
1	2	3	4	5
	Текущий налог на прибыль ⁸	2410		
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	-	-
	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	-	-
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	-	-

⁸ Значения показателя заполняются по коду строки 2411 отчета о финансовых результатах.

ИНН 7713011336
КПП 770301001

Форма по КНД 0710099
Форма по ОКУД 0710004

Отчет об изменениях капитала
За 2024 г.

1. Движение капитала							
Наименование показателя	Код строки	Уставной капитал	Собственные акции, выкупленные у акционеров	Добавочный капитал	Резервный капитал	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	Итого
1	2	3	4	5	6	7	8
Величина капитала на 31 декабря 2022 г.	3100	41 281 084	(0)	2 797 784	2 064 054	133 494 472	179 637 394
За 2023 г.							
Увеличение капитала - всего:	3210	0	-	-	-	508 890	508 890
в том числе:	3211	X	X	X	X	508 890	508 890
чистая прибыль	3212	X	X	-	X	-	-
переоценка имущества	3213	X	X	-	X	-	-
доходы, относящиеся непосредственно на увеличение капитала	3214	-	-	-	X	X	-
дополнительный выпуск акций	3215	-	-	-	X	-	X
увеличение номинальной стоимости акций	3216	-	-	-	-	-	-
реорганизация юридического лица	3220	(0)	-	(-)	(-)	(13 601)	(13 601)
Уменьшение капитала - всего:	3221	X	X	X	X	(-)	(-)
в том числе:	3222	X	X	(-)	X	(-)	(-)
убыток	3223	X	X	(-)	X	(-)	(-)
переоценка имущества	3224	(-)	-	-	X	-	(-)
расходы, относящиеся непосредственно на уменьшение капитала	3225	(-)	-	-	X	-	(-)
уменьшение номинальной стоимости акций	3226	-	-	-	-	-	(-)
уменьшение количества акций	3227	X	X	X	X	(-)	(-)
реорганизация юридического лица		0	-	-	-	13 601	13 601
дивиденды							
корректировки капитала в связи с первым применением ФСБУ 14/2022							

1. Движение капитала							
Наименование показателя	Код строки	Уставной капитал	Собственные акции, выкупленные у акционеров	Добавочный капитал	Резервный капитал	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	Итого
1	2	3	4	5	6	7	8
Изменение добавочного капитала	3230	X	X	-	-	-	X
Изменение резервного капитала	3240	X	X	X	-	-	X
Величина капитала на 31 декабря 2023 г.	3200	41 281 084	(0)	2 797 784	2 064 054	133 989 761	180 132 683
За 2024 г.							
Увеличение капитала - всего:	3310	0	-	-	-	3 038 370	3 038 370
в том числе:	3311	X	X	X	X	3 038 370	3 038 370
чистая прибыль	3312	X	X	-	X	-	-
переоценка имущества	3313	X	X	-	X	-	-
доходы, относящиеся непосредственно на увеличение капитала	3314	-	-	-	X	X	-
дополнительный выпуск акций	3315	-	-	-	X	-	X
увеличение номинальной стоимости акций	3316	-	-	-	-	-	-
реорганизация юридического лица	3320	(0)	-	(0)	(0)	(0)	(0)
Уменьшение капитала - всего:	3321	X	X	X	X	(0)	(0)
в том числе:	3322	X	X	(0)	X	(0)	(0)
убыток	3323	X	X	(0)	X	(0)	(0)
переоценка имущества	3324	(0)	-	-	X	-	(0)
расходы, относящиеся непосредственно на уменьшение капитала	3325	(0)	-	-	X	-	(0)
уменьшение номинальной стоимости акций	3326	0	-	-	-	-	(0)
уменьшение количества акций	3327	X	X	X	X	(0)	(0)
реорганизация юридического лица	3330	X	X	-	-	-	X
дивиденды	3340	X	X	X	-	-	X
Изменение добавочного капитала	3300	41 281 084	(0)	2 797 784	2 064 054	137 028 131	183 171 053
Величина капитала на 31 декабря 2024 г.							

2. Корректировки в связи с изменением учетной политики и исправлением ошибок					
Наименование показателя	Код строк	На 31 декабря 2022 г.	Изменение капитала за 2023 г.		На 31 декабря 2023 г.
			За счет чистой прибыли (убытка)	За счет иных факторов	
1	2	3	4	5	6
Капитал - всего:					
до корректировок	3400	156 412 496	27 483 958	0	183 896 454
корректировка в связи с: изменением учетной политики	3410	23 224 898	(26 988 669)	0	(3 763 771)
исправлением ошибок	3420	-	-	-	-
после корректировок	3500	179 637 394	495 289	0	180 132 683
в том числе нераспределенная прибыль (непокрытый убыток):					
до корректировок	3401	110 269 574	27 483 958	0	137 753 532
корректировка в связи с: изменением учетной политики	3411	23 224 898	(26 988 669)	0	(3 763 771)
исправлением ошибок	3421	-	-	-	-
после корректировок	3501	133 494 472	495 289	0	133 989 761
другие статьи капитала, по которым осуществлены корректировки (по статьям):					
до корректировок	3402	-	-	-	-
корректировка в связи с: изменением учетной политики	3412	-	-	-	-
исправлением ошибок	3422	-	-	-	-
после корректировок	3502	-	-	-	-
3. Чистые активы					
Наименование показателя	Код строк	На 31 декабря 2024 г.	На 31 декабря 2023 г.	На 31 декабря 2022 г.	
Чистые активы	3600	183 171 053	180 132 683	179 637 394	

ИНН 7713011336
КПП 770301001

Форма по КНД 0710099
Форма по ОКУД 0710005

Отчет о движении денежных средств
За 2024 г.

Наименование показателя	Код строки	За 2024 г.	За 2023 г.
1	2	3	4
Денежные потоки от текущих операций			
Поступления - всего	4110	20 452 038	22 931 646
в том числе:			
От продажи продукции, товаров, работ и услуг	4111	18 980 267	21 146 396
арендных платежей, лицензионных платежей, роялти, комиссионных и иных аналогичных платежей	4112	66 892	304 346
от перепродажи финансовых вложений	4113	0	0
выполнение функций Заказчика/Девелопера		515	25 058
прочие поступления	4119	1 404 364	1 455 846
Платежи - всего	4120	(39 198 650)	(31 584 845)
в том числе:			
поставщикам (подрядчикам) за сырье, материалы, работы, услуги	4121	(14 572 434)	(9 140 863)
в связи с оплатой труда работников	4122	(8 561 402)	(6 242 046)
процентов по долговым обязательствам	4123	(1 133 681)	(654 771)
налог на прибыль организаций	4124	(0)	(303 154)
расходы по договорам о совместной деятельности		(2 145 259)	(4 496 657)
финансирование расходов Заказчика/Девелопера		(8 372 900)	(5 395 356)
инвестирования и (или) выполнения функций Заказчика/Девелопера		(23 706)	(153 756)
прочие платежи	4129	(4 389 268)	(5 198 242)
Сальдо денежных потоков от текущих операций	4100	(18 746 612)	(8 653 199)
Денежные потоки от инвестиционных операций			
Поступления - всего	4210	464 363	45 358 584
в том числе			
от продажи внеоборотных активов (кроме финансовых вложений)	4211	381 258	875 727
от продажи акций других организаций (долей участия)	4212	220	0

Наименование показателя	Код строки	За 2024 г.	За 2023 г.
1	2	3	4
от возврата предоставленных займов, от продажи долговых ценных бумаг (прав требования денежных средств к другим лицам)	4213	0	8 522 337
дивидендов, процентов по долговым финансовым вложениям и аналогичных поступлений от долевого участия в других организациях	4214	0	2 445 219
прочие поступления	4219	82 885	33 515 301
Платежи - всего	4220	(322 564)	(56 816 921)
в том числе:			
в связи с приобретением, созданием, модернизацией, реконструкцией и подготовкой к использованию внеоборотных активов	4221	(312 086)	(68 070)
в связи с приобретением акций других организаций (долей участия)	4222	(10 478)	(51 679 799)
в связи с приобретением долговых ценных бумаг (прав требования денежных средств к другим лицам), предоставление займов другим лицам	4223	(0)	(3 606 000)
процентов по долговым обязательствам, включаемым в стоимость инвестиционного актива	4224	(0)	(0)
прочие платежи	4229	(0)	(1 463 052)
Сальдо денежных потоков от инвестиционных операций	4200	141 799	(11 458 337)
Денежные потоки от финансовых операций			
Поступления - всего	4310	18 292 525	65 941 196
в том числе:			
получение кредитов и займов	4311	18 292 525	65 941 196
денежных вкладов собственников (участников)	4312	0	0
от выпуска акций, увеличения долей участия	4313	0	0
от выпуска облигаций, векселей и других долговых ценных бумаг и др.	4314	0	0
прочие поступления	4319	0	0
Платежи - всего	4320	(7 251 345)	(38 038 461)
в том числе:			
собственникам (участникам) в связи с выкупом у них акций (долей участия) организации или их выходом из состава участников	4321	(0)	(0)
на уплату дивидендов и иных платежей по распределению прибыли в пользу собственников (участников)	4322	(0)	(0)

Наименование показателя	Код строки	За 2024 г.	За 2023 г.
1	2	3	4
в связи с погашением (выкупом) векселей и других долговых ценных бумаг, возврат кредитов и займов	4323	(640 198)	(3 160 363)
прочие платежи	4329	(6 611 147)	(34 878 098)
Сальдо денежных потоков от финансовых операций	4300	11 041 180	27 902 735
Сальдо денежных потоков за отчетный период	4400	(7 563 633)	7 791 199
Остаток денежных средств и денежных эквивалентов на начало отчетного периода	4450	9 491 080	1 699 957
Остаток денежных средств и денежных эквивалентов на конец отчетного периода	4500	1 927 435	9 491 080
Величина влияния изменений курса иностранной валюты по отношению к рублю	4490	(12)	(76)

Информация сформирована с использованием сервиса «Государственный информационный ресурс бухгалтерской (финансовой) отчетности», размещенного на официальном сайте ФНС России в сети Интернет по адресу: <https://bo.nalog.ru>



Информация о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности из Государственного информационного ресурса бухгалтерской (финансовой) отчетности, подписанная усиленной квалифицированной электронной подписью, равнозначна информации о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности на бумажном носителе, подписанной собственноручной подписью должностного лица налогового органа и заверенной печатью налогового органа (пункты 1 и 3 статьи 6 Федерального закона от 6 апреля 2011 г. № 63-ФЗ «Об электронной подписи»).