

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Тольяттинский государственный университет»

ИНСТИТУТ ФИНАНСОВ, ЭКОНОМИКИ И УПРАВЛЕНИЯ
кафедра «Финансы и кредит»

направление 38.03.01 «Экономика»
профиль «Финансы и кредит»

БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА

на тему «Оценка стоимости организации (на примере ПАО «Ростелеком»)»

Студент(ка)	<u>Е.В. Будак</u>	_____
	(И.О. Фамилия)	(личная подпись)
Руководитель	<u>А.А. Курилова</u>	_____
	(И.О. Фамилия)	(личная подпись)

Допустить к защите

Заведующий кафедрой д.э.н., доцент А.А. Курилова

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

_____ (личная подпись)

« _____ » _____ 20 _____ Г.

Тольятти 2017

Аннотация

Тема бакалаврской работы – «Оценка стоимости организации (на примере «ПАО «Ростелеком»»).

Цель бакалаврской работы – провести оценку стоимости организации, а также дать рекомендации по совершенствованию деятельности организации с целью повышения её стоимости.

Задачи бакалаврской работы:

- изучить теоретические основы оценки стоимости организации;
- провести оценку стоимости ПАО «Ростелеком»
- дать рекомендации по повышению стоимости ПАО «Ростелеком».

Объект исследования: ПАО «Ростелеком».

Предмет исследования: рыночная стоимость организации.

Бакалаврская работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы. Первая глава раскрывает теоретические основы оценки стоимости организации (рассматриваются сущность стоимости организации и основные факторы, влияющие на стоимость, описываются основные подходы и методы оценки стоимости организации, раскрывается информационная база проведения оценки стоимости организации). Во второй главе проводится оценка стоимости ПАО «Ростелеком» (представлена технико-экономическая характеристика ПАО «Ростелеком», проводится оценка стоимости организации в рамках затратного и доходного подходов). В третьей главе предлагаются рекомендации по совершенствованию деятельности ПАО «Ростелеком» с целью повышения стоимости организации.

Объем работы: 61 страница, в том числе 13 таблиц и 4 рисунка. Работа содержит 2 приложения. При написании работы использовано 40 источников.

Ключевые слова: оценка стоимости бизнеса, метод дисконтированных денежных потоков, метод чистых активов, доходный подход, затратный подход, Ростелеком, управление стоимостью.

Содержание

Введение	4
1 Теоретические основы оценки стоимости организации.....	6
1.1 Сущность стоимости организации и основные факторы, влияющие на стоимость	6
1.2 Основные подходы и методы оценки стоимости организации.....	8
1.3 Информационная база оценки стоимости организации	25
2 Оценка рыночной стоимости ПАО «Ростелеком»	28
2.1 Техничко-экономическая характеристика ПАО «Ростелеком».....	28
2.2 Оценка стоимости ПАО «Ростелеком»	34
3 Совершенствование деятельности ПАО «Ростелеком» с целью повышения стоимости организации.....	44
3.1 Рекомендации по совершенствованию системы управления стоимостью ПАО «Ростелеком».....	44
3.2 Рекомендации по увеличению стоимости ПАО «Ростелеком»	50
Заключение	54
Список использованной литературы.....	58
Приложения.....	62

Введение

Динамично растущий рынок купли-продажи различных компаний сегодня обуславливают необходимость в проведении качественной оценки их стоимости. Оценка стоимости бизнеса предоставляет наиболее обширные сведения об объекте сделки и собственникам, и инвесторам еще на стадии принятия решения об инвестировании.

Актуальность темы бакалаврской работы обусловлена тем, что в условиях нестабильности российской экономики, отражающейся на положении рынка российских компаний, оценка стоимости приобретает особо важное значение. Своевременная и качественная оценка стоимости позволяет обеспечить наиболее эффективную деятельность предприятия и повысить инвестиционную привлекательность.

Целью бакалаврской работы является: провести оценку стоимости организации, а также дать рекомендации по совершенствованию деятельности организации с целью повышения её стоимости.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- изучить теоретические основы оценки стоимости организации;
- провести оценку стоимости ПАО «Ростелеком»;
- дать рекомендации по повышению стоимости ПАО «Ростелеком».

Объектом данной работы является ПАО «Ростелеком».

Предмет исследования – рыночная стоимость организации.

Для решения поставленных задач были использованы следующие методы исследования: анализ, синтез, способ группировки, метод коэффициентов.

Информационной базой исследования послужили данные бухгалтерской (финансовой) отчетности организации, а именно бухгалтерский баланс за 2016 год, а также отчеты о финансовых результатах за 2016 и 2015 годы.

В качестве нормативно-правовой базы послужили федеральные законы, приказы, постановления в области оценочной деятельности, федеральные стандарты оценки и др.

В работе использованы труды ведущих отечественных и зарубежных экономистов по вопросам оценки стоимости организаций. Так, можно выделить работы таких авторов, как Чеботарев Н.Ф., Грязнова А.Г., Асаул А.Н., Старинский В.Н., Щербаков В.А., Щербакова Н.А., Жарикова А.В., Лазаренко А.Л., Думнова Н.А., Шматко В., Самбурский А.М., Ходоровский М.Я. и др.

Хронологические рамки исследования охватывают последние три года деятельности ПАО «Ростелеком» - 2014-2016 годы.

Практическая значимость работы заключается в том, что рекомендации по повышению стоимости организации могут быть использованы в деятельности ПАО «Ростелеком», а также другими компаниями.

Структурно бакалаврская работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников, приложений.

Первая глава раскрывает теоретические основы оценки стоимости организации. В данной главе рассматриваются сущность стоимости организации и основные факторы, влияющие на стоимость, описываются основные подходы и методы оценки стоимости организации, а также раскрывается информационная база проведения оценки стоимости организации.

Во второй главе бакалаврской работы проводится оценка стоимости ПАО «Ростелеком» на конец 2016 года. Здесь представлена технико-экономическая характеристика ПАО «Ростелеком», проводится оценка стоимости организации методом чистых активов в рамках затратного подхода и методом дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода, рассчитана итоговая величина стоимости организации.

В третьей главе предлагаются рекомендации по совершенствованию деятельности ПАО «Ростелеком» с целью повышения стоимости организации. Так, здесь даны рекомендации по совершенствованию системы управления стоимостью организации, а также рекомендации, способствующие повышению стоимости ПАО «Ростелеком».

1 Теоретические основы оценки стоимости организации

1.1 Сущность стоимости организации и основные факторы, влияющие на стоимость

В современных условиях важно бывает знать стоимость своего бизнеса, так как это является основой для определения направления, по которому движется бизнес. Стоимость бизнеса позволяет любому пользователю определить эффективность деятельности собственника бизнеса за определенный период времени.

Бизнес как обширное понятие включает в себя любой вид предпринимательской деятельности. Сюда относится любая организация, у которой имеется свой собственник, и который получает прибыль от осуществления своей деятельности.

Согласно Чеботареву Н. Ф. «стоимость предприятия (бизнеса) – это стоимость всего имущественного комплекса функционирующего предприятия (или действующего бизнеса) как единого целого» [33, с. 246].

Согласно Асаулу А. Н., «цели оценки стоимости предприятия можно сгруппировать в пять блоков:

1) оценка стоимости предприятия для повышения эффективности управления, определения стоимости ценных бумаг, определения кредитоспособности предприятия, разработки плана развития производства, оптимизации налогообложения, реализации инвестиционного проекта;

2) оценка стоимости развития объектов недвижимости предприятия (продажа земли и строительных объектов, получение кредита под залог объектов недвижимости и т. д.);

3) оценка стоимости развития движимого имущества предприятия (для продажи, для сдачи в аренду);

4) оценка стоимости нематериальных активов (ноу-хау, гудвилла);

5) оценка долгов предприятия (формирование рынка долговых обязательств, которое позволяет предприятию реализовать на публичных

торгах просроченную задолженность, повысить оборачиваемость капитала)» [4, с. 54].

Известно, что причинами продажи организаций может стать её неплатежеспособность, ликвидация, банкротство, потребность собственника в денежных средствах, принудительная продажа организации. В таких сделках роль покупателя исполняют предприниматели различных форм собственности.

Согласно Чеботареву Н. Ф. «предприятие как имущественный комплекс включает в себя все виды имущества, которые предназначены для осуществления им своей деятельности (земельные участки, оборудование, инвентарь, сырье и материалы, здания, сооружения и т. д.)» [33, с.11].

Стоимость организации – это составляющая субъективной характеристики. Определением стоимости организации занимаются такие специалисты как оценщики. Они располагают всем необходимым инструментарием для определения стоимости и вынесения оценки стоимости бизнесу в целом.

Отношения с такими специалистами строятся на взаимной договоренности, которая закрепляется в специальном договоре.

Как известно, в сделке по приобретению предприятия (бизнеса) участвуют два лица – покупатель и продавец.

Как отмечает Асаул А.Н., «участвуя в сделке, покупатель анализирует возможное развитие производственной ситуации, связанное с приобретением предприятия; его первостепенная задача – это определить величину будущей прибыли» [4, с. 57]. Автор отмечает, что «сделать это можно, проанализировав ситуацию на рынке и поняв, какое место на рынке занимает интересующее его предприятие; еще до покупки предприятия покупатель определяет, находится ли производство на пике развития или имеется ли у него потенциал для развития» [4, с. 57].

Для объективной оценки стоимости предприятия необходимо знать факторы, на нее влияющие, и учитывать их в оценочной деятельности.

На стоимость организации могут влиять различные факторы, такие как:

1) микроэкономические (все условия договоров – предмет, сроки действия, права и обязанности сторон и т. д.);

2) макроэкономические (темп инфляции, уровень безработицы, колебания курса национальной валюты и т. п.);

3) факторы, которые влияют на скорость рыночного оборота предприятия (количество предприятий, которые осуществляют аналогичную деятельность, развитость инфраструктуры, юридическое сопровождение деятельности и т. д.).

Все эти факторы можно объединить в две группы: внешние и внутренние.

Согласно Сергееву И.В., «к внешним факторам можно отнести: состояние национальной экономики и тенденции ее развития; политическую и социальную обстановку в стране; инвестиционную привлекательность в стране; уровень инфляции; экономические и социальные планы государства на перспективу и др.» [28]. Автор отмечает, что «внешние факторы связаны с конкретной обстановкой на макроуровне и тенденцией ее изменения».

Среди внутренних факторов Сергеев И.В. выделяет: «соотношение спроса и предложения; инвестиционную привлекательность оцениваемого предприятия; инвестиционную привлекательность региона; инвестиционный риск, ликвидность оцениваемого предприятия; степень контроля инвестора (собственника) над приобретаемым предприятием; настоящую и будущую прибыль оцениваемого бизнеса и др.» [28]. То есть внутренние факторы, согласно Сергееву И.В., связаны со сложившейся обстановкой в месте нахождения оцениваемого предприятия.

Необходимо отметить, что стоимость предприятия является расчетным показателем.

Далее рассмотрим основные методы оценки стоимости организации.

1.2 Основные подходы и методы оценки стоимости организации

В процессе проведения оценки организация представляет собой объект, над которым будут проводиться исследования с целью определения её полезности для его собственников (учредителей). При этом происходит

выражение стоимости объекта, величина которой определяется усилиями собственников в организации своей деятельности. Поэтому при определении стоимости организации необходимыми являются способы расчета стоимости.

Итак, выделяют три подхода к оценке стоимости организации:

- 1) доходный;
- 2) затратный;
- 3) сравнительный (или рыночный).

Согласно Грязновой А.Г., «при проведении оценки исходно рассматривается каждый из этих подходов, однако то, какой подход или подходы являются оптимальными в каждом конкретном случае, определяется характером и спецификой объекта оценки, целью и назначением оценки» [11].

В наглядной форме все подходы и методы приведены в таблице 1.1.

Таблица 1.1 - Подходы и методы оценки рыночной стоимости организации

Подход	Характеристика	Методы
доходный	Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки	- Метод дисконтированных денежных потоков - Метод капитализации денежных потоков
затратный	Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревания. Затратами на воспроизводство объекта оценки являются затраты, необходимые для создания точной копии объекта оценки с использованием применявшихся при создании объекта оценки материалов и технологий	- Метод чистых активов - Метод ликвидационной стоимости
сравнительный	Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами – аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом – аналогом объекта оценки для целей оценки признается объект, сходный объекту оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость	- Метод сделок - Метод рынка капитала - Метод отраслевых коэффициентов

Как отмечают Грязнова А. Г. и Федотова М. А., «при оценке с позиции доходного подхода в основе лежит доход как основной фактор, который определяет величину стоимости объекта» [10].

Доходный подход – это определение текущей рыночной стоимости будущих доходов, которые, как ожидается, принесут использование и возможна дальнейшая продажа объекта собственности.

В рамках доходного подхода различают два метода:

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования денежных потоков.

Рассмотрим каждый из этих методов более подробно.

Итак, метод капитализации используется для оценки уже «зрелых» организаций, имеющих определенную историю о прибылях хозяйственной деятельности, которые успели запастись активами, непрерывно работают.

По методу капитализации дохода рыночная стоимость предприятия вычисляется по формуле (1):

$$V = D / R, \quad (1)$$

где D – чистая прибыль за год,

R – коэффициент капитализации.

Метод капитализации в расчётах более простой, по сравнению с методом дисконтирования, так как не нужно составлять средние и долгосрочные прогнозы прибыли, но его использование находится в рамках предприятий с относительно непрерывными доходами, которые располагаются на стадии зрелости своего жизненного пути, рынок сбыта которых устоялся и в долгосрочной возможности не наблюдается существенных перемен.

«Выделяют следующие этапы проведения метода капитализации дохода:

- обоснование стабильности получения дохода;
- определение величины капитализируемого дохода;
- расчет ставки капитализации (выводится из ставки дисконтирования путем вычитания ожидаемых среднегодовых темпов роста дохода или

денежного потока, то есть ставка капитализации обычно меньше ставки дисконтирования);

- капитализация дохода;
- внесение итоговых поправок» [35].

На практике метод капитализации дохода используется редко, из-за рыночных колебаний и неустойчивости доходов большинства компаний.

Рассмотрим второй метод в рамках доходного подхода – метод дисконтирования денежных потоков. Он основывается на прогнозе денежных потоков от рассматриваемого бизнеса. Эти потоки дисконтируются по ставке дисконтирования, которая соответствует требуемой инвестором норме доходности.

Использование метода дисконтированных доходов наиболее аргументировано для оценки бизнеса, денежные потоки которых нестабильны.

Главные задачи оценщика при применении метода дисконтирования денежных потоков заключаются в следующем:

- сделать анализ прошлых и прогноз будущих денежных потоков с точки зрения их структуры, величины, времени и периодичности получения;
- установить стоимость организации на конец исследуемого года;
- установить ставки, по которым уместно дисконтировать денежный поток;
- исследовать и оценить инвестиционные проекты, которые оказывают влияние на характеристики денежного потока.

Условия, в которых использование метода дисконтирования является наиболее уместно, заключаются в следующем:

- можно аргументировано провести оценку будущих денежных потоков;
- прогнозирование будущих денежных потоков осуществляется только значимо отличных от текущих;
- предприятие совершенно новое и находится на стадии развития;
- предприятие осуществляет инвестиционный проект, который может значительно оказать влияние на особенности денежных потоков.

Наиболее точные итоги приобретают при оценке предприятий, которые имеют определенную историю хозяйственной деятельности и которые располагаются на стадии роста или непрерывного экономического развития. Необходимо придерживаться внимательности при использовании этого метода для оценки совершенно новых предприятий, даже наиболее перспективных.

Ниже приведем главные этапы при оценке бизнеса с помощью метода дисконтирования денежного потока и раскроем содержание этих этапов.

1. Выбор модели денежного потока

Разность между притоком и оттоком средств на предприятии называется денежным потоком. При этом могут быть использованы два вида денежных потоков: денежный поток для собственного капитала и денежный поток для всего инвестированного капитала.

Денежный поток для собственного капитала применяется для того, чтобы рассчитать рыночную стоимость собственного капитала, и рассчитывается по формуле (2):

$$\begin{aligned} \text{Чистый денежный поток для собственного капитала} = & \text{Чистая прибыль} + \\ & \text{Амортизационные отчисления} \pm \Delta \text{Собственного оборотного капитала} - \\ & \text{Капитальные вложения} + \Delta \text{Долгосрочной задолженности} \end{aligned} \quad (2)$$

В денежном потоке для всего вложенного капитала никак не отличается собственный и заемный капитал, а происходит расчёт совокупного денежного потока, то есть цена всего инвестированного капитала.

«Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала происходит так же, как и установление денежного потока для собственного капитала, при этом не учитываются:

- 1) прирост долгосрочной задолженности;
- 2) уменьшение долгосрочной задолженности;
- 3) денежные выплаты по процентам за обслуживание долгосрочной задолженности» [35].

Денежный поток для всего инвестированного капитала определяется по формуле (3):

Чистый денежный поток для инвестированного капитала = Прибыль после налогообложения + Амортизационные отчисления \pm Δ Собственного оборотного капитала - Капитальные вложения (3)

Главное условие, которое необходимо учитывать при определении того или иного вида денежного потока, заключается в следующем:

- если прибыль организации развивается в большинстве случаев за счёт собственных средств без существенных задолженностей, то для оценки бизнеса применяется денежный поток для собственного капитала;

- если прибыль развивается в существенной части за счёт привлечения для производства заемных средств, предприятие уместно исследовать с использованием модели денежного потока для всего инвестированного капитала, то есть не учитывать выплаты по проценту и изменений по долгосрочным обязательствам.

2. Установление длительности прогнозного периода

Продолжительность прогнозного периода устанавливается при учете планов руководства по формированию бизнеса в ближайшие периоды, динамики стоимостных показателей, направленностей изменения спроса, объема производства и продаж.

Прогнозирование дохода требует анализа динамики рынка, влияния конкуренции и инфляции, условий ценообразования, предполагаемого роста объема производства и осуществлении, производственных мощностей, отраслевых условий.

В качестве периода прогнозирования может быть выбран:

— период, по завершению которого тенденция роста дохода организации становятся непрерывными;

— период функционирования организации с учётом планов основного руководства;

— длительность создания, применения и ликвидации объекта;

— период завершения установленных особенностей доходности, основных требований предпочтений вкладчика;

— период осуществления инвестиционного проекта по внедрению новых продуктов.

Если не существует справедливых причин для остановки функционирования организации, то ожидается, что оно может функционировать длительный период. Если быть точнее, то совершить прогноз доходов на несколько десятков лет не может быть возможным, по этой причине период функционирования организации подразделяется на две части:

1) прогнозный период, когда оценщик довольно чётко составляет прогноз динамики денежных потоков;

2) постпрогнозный период, когда необходимо учитывать усредненный темп роста денежных потоков организации на оставшийся период его функционирования.

Если в первые годы исследуемого периода динамика доходов будет значительно иметь отличия от усредненной величины, то стоимость организации может быть существенно искажена.

3. Ретроспективный анализ.

Как отмечает Жарикова А.В., «здесь необходимо придерживаться общего правила: прогноз должен быть логически совместимым с ретроспективными показателями деятельности предприятия и отрасли в целом; оценки, основанные на прогнозах, которые заметно расходятся с историческими тенденциями, представляются неточными» [15].

4. Расчет размера денежного потока для каждого года исследуемого периода.

Согласно Жариковой А.В., «существуют два основных метода расчета величины потока денежных средств: косвенный и прямой.

Косвенный метод анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование располагаемых денежных средств.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, то есть по бухгалтерским счетам» [15].

5. Установка ставки дисконтирования.

Как отмечает Полтева Т.В., «ставкой дисконтирования называют обычно ежегодную ставку, которая отражает уровень доходности, которую хотел бы получить инвестор от использования вложенного капитала, с учетом уровня риска, присущего проекту» [24, с.82]. «Иначе говоря, это норма доходности проводимой операции, которая компенсирует инвестору временный отказ от альтернативного использования средств, а также риски, связанные с неопределенностью конечного результата» [24, с.82].

«Так, ставка дисконтирования, или требуемая норма доходности, при расчетах формируется с учетом таких факторов, как: средняя реальная депозитная ставка, или безрисковая ставка; альтернативные нормы доходности по другим возможным видам инвестиций; нормы доходности в данной отрасли; темп инфляции; премия за риск и пр.» [24, с.82].

Исходя из определенной модели денежного потока, используют разные методики нахождения ставки дисконтирования, наиболее часто применяемыми считаются следующие:

— модель оценки капитальных активов (то есть CAPM-модель), модель кумулятивного построения – данные методы применяются для денежного потока для собственного капитала;

— модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC) – данный метод применяется для денежного потока для всего инвестированного капитала.

Рассмотрим расчет ставки дисконтирования на основе CAPM-модели, то есть модели оценки капитальных активов (формула 4).

$$r_i = r_f + \beta^*(r_m - r_f) \quad (4)$$

где r_i – ожидаемая доходность акции (ставка дисконтирования),

r_f – доходность по безрисковому активу,

r_m – рыночная доходность,

β – коэффициент бета.

«Данная модель описывает зависимость между показателями доходности и риска индивидуального финансового актива и рынка в целом. В соответствии с этой моделью стоимость собственного капитала равна безрисковой доходности плюс премия за риск, которая рассчитывается с использованием бета-коэффициента» [24, с. 83].

«Премия за рыночный риск определяется на основе статистических данных за продолжительный период времени и является разностью среднерыночных ставок доходности на фондовом рынке и ставок доходности по безрисковым ценным бумагам» [24, с. 83].

Бета-коэффициент (формула 5) характеризует изменение цены на акции организации по сравнению с изменением цен на акции на рынке в целом.

$$\beta = \frac{\sigma_{im}^2}{\sigma_m^2} \quad (5)$$

где σ_{im} – стандартное отклонение изменения доходности акции в зависимости от изменения доходности рынка,

σ_m^2 – дисперсия рыночной доходности.

То есть бета-коэффициент позволяет учесть рыночный риск за счёт корректировки рыночного риска на бета-коэффициент для отдельной акции. По мере роста значения бета-коэффициента увеличивается риск инвесторов.

«Метод кумулятивного построения заключается в том, что к величине безрисковой ставки последовательно добавляются премии за различные виды риска» [24, с. 84]. То есть ставка дисконтирования состоит из безрисковой ставки и премий за различные виды рисков. Обычно в роли факторов риска, которые выделяют в рамках метода кумулятивного построения, выступают: состав менеджеров предприятия; недостаточная диверсификация выпускаемой продукции; недостаточная диверсификация рынков сбыта; финансовая неустойчивость фирмы и так далее. Факторы риска и значение каждой рискованной премии на практике определяются экспертным путем.

Рассмотрим определение ставки дисконтирования с помощью средневзвешенной цены капитала – WACC. Данные обычно берутся из

бухгалтерской отчетности. «WACC показывает норму дохода, которую следует выплатить за использование инвестиционного капитала. Инвестиционный капитал может состоять из двух источников финансирования: собственного капитала и заемного. Стоимость заемного капитала корректируется с учетом ставки налога на прибыль. Стоимость собственного капитала может быть рассчитана с использованием модели CAPM» [24, с. 84].

б. Расчет размера стоимости в постпрогнозный период.

Эффективное управление способствует повышению срока деятельности и функционирования организации, то есть увеличивает ее фактический срок жизни. Составлять прогноз на большой период времени зачастую нецелесообразно, поскольку при повышении периода прогнозирования, снижается достоверность прогноза. Для учета доходов, принесенных бизнесом за границами периода составленного прогноза, находится стоимость реверсии.

Главным методом установления стоимости организации на конец периода прогноза считается использование модели Гордона.

Модель Гордона представляет собой нахождение стоимости бизнеса капитализацией дохода первого постпрогнозного года по ставке капитализации, которая учитывает долгосрочные темпы роста денежного потока. Модель Гордона является методом предварительной или приближенной оценки стоимости организации.

Вычисление производится по формуле 6:

$$FV = \frac{CF_{(n+1)}}{DR-t} \quad (6)$$

где FV — ожидаемая стоимость в постпрогнозный период;

$CF_{(n+1)}$ — денежный поток за первый год постпрогнозного периода;

DR — ставка дисконтирования;

t — условно постоянные темпы прироста денежного потока в остаточном периоде.

Требования, необходимые для использования модели Гордона:

1) темпы увеличения дохода стабильны;

2) капитальные вложения в постпрогнозный период приблизительно одинаковы с амортизационными отчислениями;

3) темпы увеличения дохода не выше ставки дисконтирования;

4) темпы увеличения дохода умеренные, к примеру, не выше 3—5%, поскольку высокие темпы увеличения невозможны без дополнительных капиталовложений, которых эта модель не предусматривает. К тому же постоянные высокие темпы увеличения дохода на неопределенно длительный период времени являются нереалистичными.

Помимо модели Гордона, существуют следующие методы расчетов:

- По ликвидационной стоимости.

Данный метод используется, если в постпрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей имеющихся у неё активов. При расчете величины денежного потока также важно принять во внимание расходы, которые связаны с ликвидацией. Если проводится оценка действующего предприятия, то в данном случае подход по ликвидационной стоимости не применяется.

- По стоимости чистых активов.

Здесь техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, только здесь не учитываются затраты на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов организации. Данный метод применим для стабильного бизнеса, который характеризуется наличием значительных материальных активов.

- Метод предполагаемой продажи.

Данный метод заключается в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью определённых коэффициентов, которые, в свою очередь, можно получить из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний.

7. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков

Текущая (дисконтированная) стоимость представляет собой стоимость денежных потоков организации и реверсии, которые дисконтированы по выбранной определённой ставке дисконтирования к дате оценки.

Данную стоимость определяют исходя из формулы 7:

$$DF_i = \frac{CF_i}{(1+DR)^i}, \quad (7)$$

где CF — денежный поток;

DF — текущая стоимость денежного потока, который соответствует периоду n;

DR — ставка дисконтирования;

i — номер года прогнозного периода.

Исходя из этой формулы, денежные потоки дисконтируются так, если бы они были получены по окончании года.

Предварительная величина стоимости бизнеса обладает двумя главными элементами:

- 1) текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;
- 2) текущее значение стоимости в послепрогнозный период.

Стоимость организации будет равна суммарному дисконтированному денежному потоку за весь прогнозный период и за постпрогнозный период.

8. Внесение заключительных исправлений.

Среди заключительных поправок выделяются две: поправка на величину стоимости нефункционирующих активов и коррекция величины собственного оборотного капитала.

По окончании проведения оценки организации методом дисконтирования денежных потоков мы получаем стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если проводится оценка не контрольного пакета, то в данном случае необходимо сделать скидку на недостаток прав контроля.

Можно выделить следующие преимущества доходного подхода:

- оценивает будущие доходы предприятия;
- оценивает будущие перспективы роста, развития предприятия;
- учитывает временной фактор;

– учитывает рыночный фактор.

Далее рассмотрим затратный и сравнительный подходы к оценке стоимости бизнеса.

«Затратный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, а также нового строительства, для определения варианта наилучшего и наиболее эффективного использования земли, а также в целях страхования. Необходимая информация включает данные о ценах на землю, строительной спецификации, данные об уровне оплаты труда строителей, о стоимости материальных ресурсов и оборудования, о прибыли и накладных расходах подрядчиков и т. д.» [9]. Данный подход сложно применить для оценки уникальных объектов, которые обладают исторической ценностью.

В рамках затратного подхода стоимость предприятия рассматривается с точки зрения понесенных издержек. Так, стоимость организации признается равной стоимости активов предприятия, оставшихся после погашения всех обязательств. При этом обычно балансовая стоимость активов не отражает их рыночной стоимости. В связи с этим в нее необходимо внести корректировки, проведя предварительную оценку рыночной стоимости каждого актива отдельно.

«В основе затратного подхода лежит принцип замещения, согласно которому инвестор не заплатит за объект сумму большую, чем та, в которую обойдется производство (приобретение) аналогичного объекта одинаковой полезности» [35].

Согласно Чеботареву Н. Ф., «затратный подход основывается на следующих принципах:

- 1) замещения;
- 2) наиболее эффективного использования имущества;
- 3) сбалансированности;
- 4) экономической величины;
- 5) экономического разделения» [33, с. 27].

В рамках затратного подхода выделяют два основных метода:

- методом стоимости чистых активов;
- методом ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов позволяет оценить рыночную стоимость организации, базируясь на рыночной стоимости ее активов. Данный метод используется, когда выполняются следующие основные требования:

- организация обладает материальными активами;
- организация не имеет значительных нематериальных активов;
- ожидается, что организация будет по-прежнему действующим

предприятием.

При оценке бизнеса данным методом отдельные объекты (нематериальные активы, долгосрочные финансовые вложения, здания, машины, оборудование) могут оцениваться с использованием доходного и сравнительного подхода [32].

«Процедура оценки методом чистых активов предусматривает следующую последовательность шагов:

- определение рыночной стоимости всех активов организации;
- определение величины обязательств организации;
- расчет разницы между рыночной стоимостью активов и обязательств»

[10].

Если рассматривать данные шаги более подробно, то Ронова Г.Н. выделяет следующие этапы: «оценка недвижимого имущества компании по обоснованной рыночной стоимости; определение обоснованной рыночной стоимости машин и оборудования; выявление и оценка нематериальных активов; происходит определение рыночной стоимости финансовых вложений как долгосрочных, так и краткосрочных; перевод товарно-материальных запасов в текущую стоимость; оценка дебиторской задолженности; оценка расходов будущих периодов; перевод обязательств компании в текущую стоимость; определение стоимости собственного капитала путем вычитания из

обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств» [26, с. 69].

«Стоимость чистых активов определяется как разность между величиной принимаемых к расчету активов организации и величиной принимаемых к расчету обязательств организации. Объекты бухгалтерского учета, учитываемые организацией на забалансовых счетах, при определении стоимости чистых активов к расчету не принимаются» [3].

«Стоимость чистых активов определяется по данным бухгалтерского учета. При этом активы и обязательства принимаются к расчету по стоимости, подлежащей отражению в бухгалтерском балансе организации (в нетто-оценке за вычетом регулирующих величин) исходя из правил оценки соответствующих статей бухгалтерского баланса» [3].

Рассмотрим второй метод в рамках затратного подхода – метод ликвидационной стоимости. Здесь, согласно Роновой Г.Н., «оценка ликвидационной стоимости предприятия производится в следующих случаях:

1) компания находится в состоянии банкротства, или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;

2) стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности» [26, с. 89].

Когда проводят оценку ликвидационной стоимости, то за базовую величину принимают рыночную стоимость. Этот подход в целом обоснован, так как рыночная стоимость представляет собой наиболее вероятную цену сделки, если отсутствуют какие-либо вынужденные ограничения, то есть максимальную цену, по которой имущество можно реализовать на открытом рынке.

Выделяют такие виды ликвидационной стоимости, как:

- упорядоченная стоимость;
- принудительная стоимость;
- стоимость прекращения существования активов.

Упорядоченная ликвидационная стоимость связана с распродажей активов ликвидируемой организации в течение разумного периода времени в целях получения максимально возможной цены продажи.

Принудительная ликвидационная стоимость связано со срочной распродажей активов организации, иногда одновременно и на одном аукционе.

Стоимость прекращения существования активов применяется в той ситуации, когда активы ликвидируемой организации списываются и уничтожаются. В связи с тем, что уничтожение материальных активов связано с затратами, стоимость организации в этом случае отрицательна.

Далее рассмотрим сравнительный подход к оценке стоимости организации.

Сравнительный (рыночный) подход полезен тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранной информации, так как при использовании данного метода оценки оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах аналогичных объектов.

«Качество собранной информации основывается на следующих данных: физические характеристики; время и условия продажи; месторасположение; условия финансирования» [26, с. 109].

Ронова Г. Н. выделяет следующие «этапы оценки стоимости при сравнительном подходе:

- 1) сбор необходимой информации;
- 2) выбор предприятий-аналогов;
- 3) расчет ценовых мультипликаторов;
- 4) определение итоговой величины стоимости путем взвешивания промежуточных результатов» [26, с. 103].

Выделяют следующие методы в рамках сравнительного подхода:

- метод рынка капиталов;
- метод сделки;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капиталов базируется на анализе реальных цен акций на фондовом рынке. Базой для сравнения выступает цена одной акции публичного акционерного общества. Метод рынка капиталов применяется в целях оценки миноритарного пакета акций.

Метод сделок ориентирован на сравнение данных по продаже контрольных пакетов акций или о продажах компаний в целом. Метод сделок применяется в том случае, если осуществляется покупка контрольного пакета акций, а также если проводится оценка непубличного акционерного общества, которое имеет компании-аналоги публичного типа. Метод сделок также включает в себя анализ мультипликаторов.

В рамках метода отраслевых коэффициентов применяются рекомендуемые соотношения между ценой и финансовыми параметрами. Обычно расчёт отраслевых коэффициентов проводят специальные аналитические компании, которые используют статистические наблюдения за ценой продажи организации и за другими ключевыми производственно-финансовыми показателями.

Итак, все рассмотренные нами подходы (методы) оценки стоимости предприятия взаимосвязаны друг с другом.

Их использование и применение определяется конкретной целью пользователя (собственника), которая выражается в получении того результата, который ему будет необходим и важен с точки зрения продолжения в осуществлении данной деятельности.

Необходимо отметить, что наиболее вероятным с точки зрения оценки является использование доходного подхода, поскольку он направлен на изучение и оценку главной цели любой предпринимательской деятельности – дохода.

Однако использование двух других методов также представляется крайне необходимым, так как интересно бывает узнать, какова величина затрат за определенный период времени; превышает ли величина затрат величину дохода за анализируемый период времени и т. п.

Использование сравнительного подхода позволяет сравнить бизнес (предприятие) с аналогичным предприятием или предприятиями, которые осуществляют такой же вид деятельности на определенном сегменте рынка.

Это возможно на основе сравнительного анализа основных показателей, таких как выручка, чистая прибыль, расходы, величина деловой репутации и т. д.

Таким образом, мы рассмотрели методы оценки стоимости предприятия. Теперь рассмотрим информационную базу оценки стоимости предприятия.

1.3 Информационная база оценки стоимости организации

Для оценки стоимости предприятия требуются определенные данные, с помощью которых можно с точностью и без существенных ошибок провести необходимую оценку.

Согласно Асаулу А. Н., «информационный массив, который необходим для оценки, может отражать как внешние факторы, которые влияют на стоимость производственной организации, так и внутренние факторы, которые отражают ее функционирование» [4, с. 97].

Финансовые результаты деятельности организации находятся в сильной зависимости от влияния внешних факторов, в связи с чем анализ внешней информации очень важен. Внешней информацией выступают различные макроэкономические показатели, среди которых темпы экономического развития страны, уровень инфляции.

Внешняя информация включает также в себя отраслевую информацию. Она отражает характерную среду, состояние, уровень конкуренции и перспективы развития отдельной отрасли, в которой функционирует анализируемая организация. В данном случае на стоимость организации могут оказать воздействие следующие факторы: рынки сбыта, уровень спроса на продукцию отрасли и так далее.

Кроме этого, к блоку внешних факторов можно отнести и состояние рынка, на котором осуществляет свою деятельность организация.

Здесь следует учитывать нормативно-правовую базу, которая регулирует отношения собственности; индексы цен в соответствующих отраслях хозяйства; цены и условия осуществления сделок; уровень налогообложения и т. д.

При составлении прогнозов и анализе конкретного предприятия требуется учитывать общие макроэкономические закономерности, связанные с его деятельностью.

В качестве источников макроэкономической информации могут выступать: программы правительства и прогнозы, периодические экономические издания, аналитические обзоры информационных агентств, данные Федеральной службы государственной статистики и так далее.

Внутренние факторы включает в себя сведения, которые необходимы оценщику и которые непременно связаны с анализируемым предприятием. Это и ее технико-экономическая характеристика, и размер занимаемой ею территории.

Также сюда следует отнести данные о наличии, движении, изменении экономического состояния объекта оценки; показатели работы организации и ее подразделений; расчетно-аналитические данные, которые позволяют учитывать влияние внутренних и внешних факторов на стоимость оцениваемой организации.

Бухгалтерская отчетность является важным документом, на основании которого оценщик может осуществить оценку стоимости оцениваемого предприятия.

Перед тем как приступить к оценке, оценщик осуществляет информационную корректировку.

Как отмечает Асаул А.Н., «эксперт-оценщик должен использовать финансовые показатели работы организации, которые можно получить из бухгалтерской документации; особенно важно, если данные проверены аттестованными аудиторами – это повышает надежность информации» [4, с. 102].

В то же самое время оценщик должен помнить, что финансовая отчетность редко в точности отражает результаты работы организации.

Как правило, точность отражения результатов работы организации достигается редко при использовании бухгалтерской отчетности ввиду того, что сложившаяся практика бухгалтерского учета не отражает реальную стоимость активов в условиях инфляции, что в итоге приводит к снижению стоимости предприятия.

Иногда происходит такая ситуация, что в процессе выполнения оценочной работы требуется дополнительная информация, которая не зафиксирована в официальной документации, знание которой позволяет сгруппировать объекты оценки и тем самым выявить некоторые закономерности процесса эксплуатации и развития оцениваемого бизнеса.

Оценщик при проведении оценки должен учитывать психологические аспекты владельцев оцениваемого объекта, так как он при осуществлении своей деятельности затрагивает финансовые интересы владельцев, поэтому чтобы избежать нежелательных последствий процесса оценки, необходимо провести подробный опрос заинтересованных физических и юридических лиц о результатах работы коллектива.

Изучив теоретические основы проведения оценки стоимости предприятия, проведём во второй главе оценку стоимости ПАО «Ростелеком».

2 Оценка рыночной стоимости ПАО «Ростелеком»

2.1 Технико-экономическая характеристика ПАО «Ростелеком»

Полное наименование – Публичное акционерное общество междугородной и международной электрической связи «Ростелеком».

Сокращенное наименование – ПАО «Ростелеком».

Место регистрации (юридический адрес) – 191002, Россия, г. Санкт-Петербург, ул. Достоевского д.15

«ПАО «Ростелеком» – одна из крупнейших в России и Европе телекоммуникационных компаний национального масштаба, присутствующая во всех сегментах рынка услуг связи и охватывающая миллионы домохозяйств в России.

ПАО «Ростелеком» является безусловным лидером рынка телекоммуникационных услуг для российских органов государственной власти и корпоративных пользователей всех уровней» [40].

ПАО «Ростелеком» является признанным технологическим лидером в области инновационных решений в сфере электронного правительства, облачных вычислений, здравоохранения, образования, безопасности, а также жилищно-коммунальных услуг.

Следует отметить, что ПАО «Ростелеком» поддерживает высокий уровень информационной прозрачности и открытости, организация регулярно публикует отчетность на сайте www.rostelecom.ru, проводит конференции, а также презентации для аналитиков.

Данные бухгалтерской (финансовой) отчетности, а именно бухгалтерский баланс за 2016 год и отчет о финансовых результатах за 2016 и 2015 годы, представлены в Приложениях А и Б.

На основании данных бухгалтерского баланса ПАО «Ростелеком» проведём анализ структуры имущества и источников его формирования, результаты которого представлены в таблице 2.1.

Таблица 2.1 - Структура имущества и источников его формирования

Показатель	Значение показателя					Изменение за анализируемый период	
	в тыс. руб.			в % к валюте баланса		абсолютное изменение, тыс. руб. 2016-2014	темп прироста, % 2016/2014
	2014	2015	2016	2014	2016		
Актив							
1. Внеоборотные активы	476 317 187	507 943 390	508 790 205	86,8	88,5	+32 473 018	+6,8
в том числе: основные средства	312 862 454	318 351 358	320 615 058	57	55,7	+7 752 604	+2,5
нематериальные активы	99 892	1 095 233	2 227 224	<0,1	0,4	+2 127 332	+2130
2. Оборотные, всего	72 619 267	61 800 040	66 400 435	13,2	11,5	-6 218 832	-8,6
в том числе: запасы	3 733 324	4 925 924	6 179 449	0,7	1,1	+2 446 125	+65,5
дебиторская задолженность	49 898 930	44 887 748	48 209 505	9,1	8,4	-1 689 425	-3,4
денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	17 830 149	10 902 612	9 581 739	3,2	1,7	-8 248 410	-46,3
Пассив							
1. Собственный капитал	262 046 658	279 958 572	274 419 359	47,7	47,7	+12 372 701	+4,7
2. Долгосрочные обязательства, всего	167 582 518	160 881 291	164 854 552	30,5	28,7	-2 727 966	-1,6
в том числе: заемные средства	138 858 006	128 543 249	125 562 445	25,3	21,8	-13 295 561	-9,6
3. Краткосрочные обязательства, всего	119 307 278	128 903 567	135 916 729	21,7	23,6	+16 609 451	+13,9
в том числе: заемные средства	53 667 700	60 789 934	68 295 109	9,8	11,9	+14 627 409	+27,3
Валюта баланса	548 936 454	569 743 430	575 190 640	100	100	+26 254 186	+4,8

Структура активов ПАО «Ростелеком» на конец 2016 года представлена следующим соотношением: 88,5% внеоборотных активов и 11,5% оборотных активов.

Активы ПАО «Ростелеком» за период с 2014 по 2016 годы увеличились на 4,8%. При этом собственный капитал изменился пропорционально активам. Увеличение активов организации связано, в первую очередь, с увеличением следующих статей баланса:

- долгосрочные финансовые вложения – на 16 125 022 тыс. руб. (или на 40,1%);
- основные средства – на 7 752 604 тыс. руб. (или на 19,3%);
- краткосрочные финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов) – на 3 916 708 тыс. руб. (или на 9,7%);
- доходные вложения в материальные ценности – на 3 417 244 тыс. руб. (или на 8,5%).

При этом в пассиве баланса наибольший прирост наблюдается по следующим позициям:

- краткосрочные заемные средства – на 14 627 409 тыс. руб. (или на 52,5%);
- отложенные налоговые обязательства – на 7 957 993 тыс. руб. (или на 28,6%);
- прочие долгосрочные обязательства – на 3 141 678 тыс. руб. (или на 11,3%);
- кредиторская задолженность – на 1 667 475 тыс. руб. (или на 6%).

Следует отметить, что отрицательно изменилась статья баланса «денежные средства и денежные эквиваленты» (в активе) на 12 165 118 тыс. руб. и статья баланса «собственные акции, выкупленные у акционеров» (в пассиве) на -23 282 028 тыс. руб.

За весь анализируемый период произошёл рост величины собственного капитала на +12 372 701,0 тыс. руб.

Основные финансовые результаты деятельности организации за анализируемый период приведены в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Финансовые результаты деятельности ПАО «Ростелеком»

Показатель	Значение показателя, тыс. руб.			Изменение показателя	
	2014	2015	2016	абсолютное изменение, тыс. руб. 2016-2014	темп прироста, % 2016/2014
1. Выручка	290 205 425	283 181 344	282 684 864	-7 520 561	-2,6
2. Расходы по обычным видам деятельности	248 705 090	250 254 448	254 601 492	+5 896 402	+2,4
3. Прибыль (убыток) от продаж (1-2)	41 500 335	32 926 896	28 083 372	-13 416 963	-32,3
4. Прочие доходы и расходы, кроме процентов к уплате	8 324 562	8 288 181	3 362 462	-4 962 100	-59,6
5. ЕБИТ (прибыль до уплаты процентов и налогов) (3+4)	49 824 897	41 215 077	31 445 834	-18 379 063	-36,9
6. Проценты к уплате	14 015 425	15 582 622	16 635 654	+2 620 229	+18,7
7. Изменение налоговых активов и обязательств, налог на прибыль и прочее	-6 535 490	-3 958 238	-3 907 978	+2 627 512	↑
8. Чистая прибыль (убыток) (5-6+7)	29 273 982	21 674 217	10 902 202	-18 371 780	-62,8

На рисунке 2.1 наглядно представлено изменение выручки и прибыли ПАО «Ростелеком» в течение всего анализируемого периода.

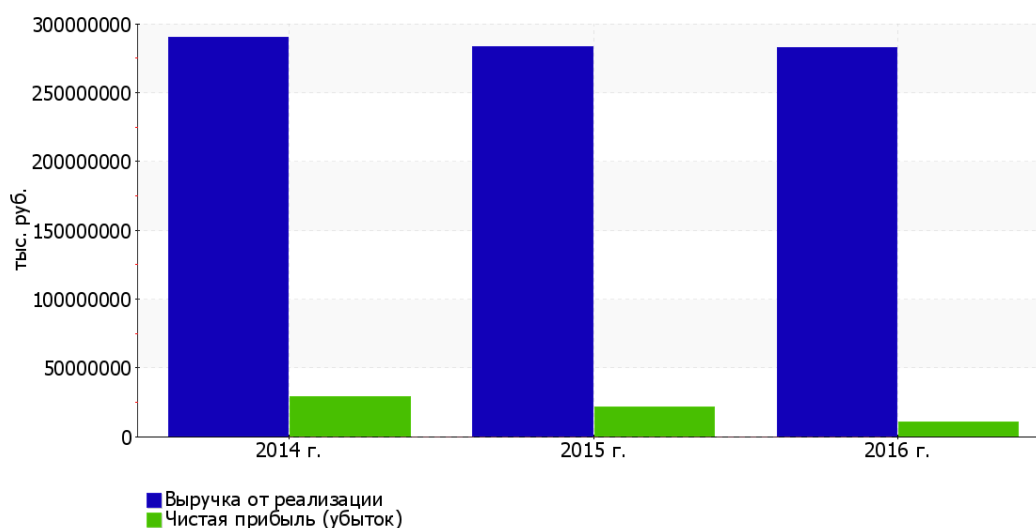


Рисунок 2.1 - Динамика выручки и чистой прибыли ПАО «Ростелеком»

За 2016 год годовая выручка ПАО «Ростелеком» составила 282 684 864 тыс. рублей. За последние два года наблюдается снижение выручки на 2,6%. Прибыль от продаж за 2016 год составила 28 083 372 тыс. рублей, за два года

наблюдается снижение на 32%. Чистая прибыль так же имеет тенденцию к снижению, за 2 года чистая прибыль сократилась на 63% и составила 10 902 202 тыс. рублей.

Показатели рентабельности деятельности ПАО «Ростелеком» представлены в таблице 2.3.

Таблица 2.3 - Рентабельность продаж ПАО «Ростелеком»

Показатели рентабельности	Значения показателя (в %, или в копейках с рубля)			Изменение показателя	
	2014	2015	2016	абсолютное изменение, тыс. руб. 2016-2014	темп прироста, % 2016/2014
1. Рентабельность продаж (норма для данной отрасли: более 20%)	14,3	11,6	9,9	-4,4	-30,5
2. Рентабельность продаж по ЕВИТ	17,2	14,6	11,1	-6,1	-35,2
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли	10,1	7,7	3,9	-6,2	-61,8

Представленные в таблице показатели рентабельности за последний год имеют положительные значения.

За последний год ПАО «Ростелеком» по обычным видам деятельности получила прибыль в размере 9,9 копеек с каждого рубля выручки от реализации. В каждом рубле выручки организации содержалось 11,1 копеек прибыли до налогообложения и процентов к уплате.

Однако наблюдается отрицательная тенденция рентабельности продаж.

Наглядно динамика показателей рентабельности продаж представлена на рисунке 2.2.

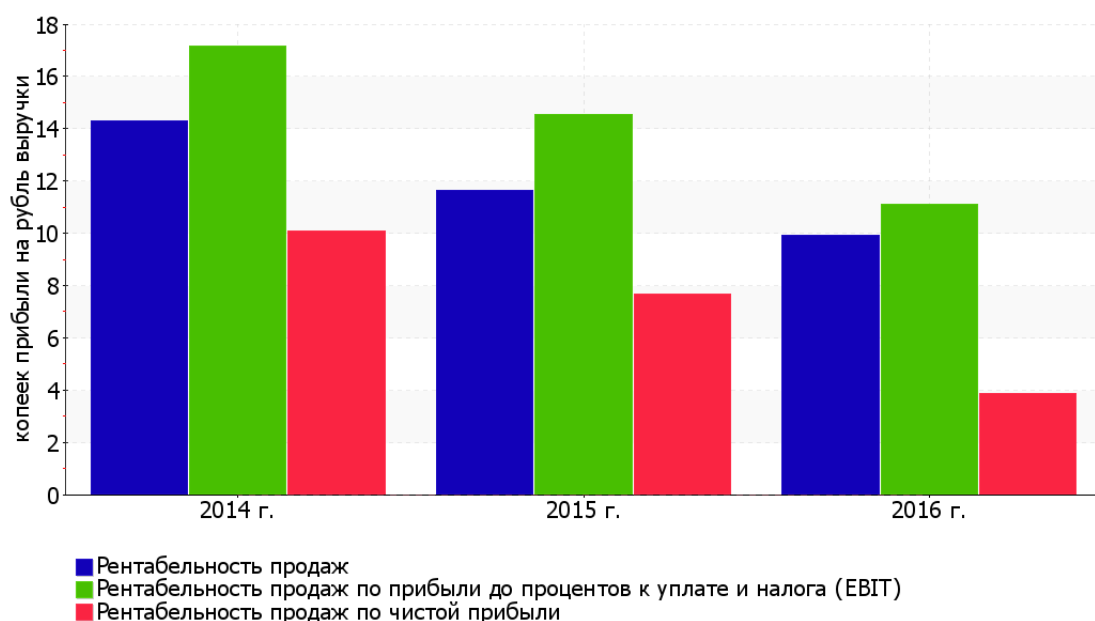


Рисунок 2.2 – Динамика рентабельности продаж

Далее в таблице 2.4 представлены показатели, характеризующие рентабельность использования вложенного капитала.

Таблица 2.4 – Показатели рентабельности, характеризующие рентабельность использования вложенного капитала

Показатель рентабельности	Значение показателя, %		Абсолютное изменение, тыс. руб.
	2015	2016	
Рентабельность собственного капитала (ROE)	8	3,9	-4,1
Рентабельность собственного капитала (ROE) (по совокупному финансовому результату)	1,6	4	2,4
Рентабельность активов (ROA)	3,9	1,9	-2
Рентабельность активов (ROA) (по совокупному финансовому результату)	0,8	1,9	1,1
Прибыль на задействованный капитал (ROCE)	9,5	7,1	-2,4
Рентабельность производственных фондов	10,3	8,6	-1,7

За последний год каждый рубль собственного капитала ПАО «Ростелеком» обеспечил 0,039 руб. чистой прибыли. Наблюдается снижение рентабельности собственного капитала за последний год, снижение составило 4,1%.

Рентабельность активов за 2016 год равна 1,9%, это очень низкое значение, при этом в начале анализируемого периода значение рентабельности активов было равным 3,9%, то есть наблюдается отрицательная тенденция.

Далее проведём оценку стоимости ПАО «Ростелеком».

2.2 Оценка стоимости ПАО «Ростелеком»

Итак, проведём оценку стоимости ПАО «Ростелеком».

В качестве метода оценки выберем метод стоимости чистых активов в рамках затратного подхода, а также метод дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода.

Использование метода чистых активов позволит избежать абстрактности оценки, присущей другим методам, так как он основан на достоверной информации о реальных активах, которые находятся в собственности у предприятия.

Выбор метода дисконтирования денежных потоков связан с тем, что это наиболее теоретически обоснованный метод оценки рыночной стоимости функционирующей организации. Данный метод используется в 85-90% случаев при оценке крупных организаций в экономически развитых странах. Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозах развития рынка, что, в свою очередь, наиболее полно отвечает интересам потенциальных инвесторов.

Прежде чем приступить к оценке стоимости организации ПАО «Ростелеком», выберем дату оценки. Мы будем определять стоимость по состоянию предприятия на 31.12.2016.

Для начала проведём оценку стоимости ПАО «Ростелеком» методом чистых активов в рамках затратного подхода. Данные для расчета возьмём из бухгалтерского баланса ПАО «Ростелеком» за 2016 год.

Как уже отмечалось выше, стоимость активов в бухгалтерском балансе обычно отличается от рыночной. Поэтому необходимо сделать некоторые

корректировки отдельных статей баланса, чтобы довести их до рыночной стоимости. Результаты корректировок приведены в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – Корректировки бухгалтерского баланса

Активы/пассивы	Значение по данным бухгалтерского баланса, на 31.12.2016		Корректировка		Значение после корректировки, на 31.12.2016	
	в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в % к валюте баланса
Актив						
Нематериальные активы	2 227 224	0,4	–	–	2 227 224	0,4
Основные средства	320 615 058	55,7	16 030 753	2,8	336 645 811	57,9
Долгосрочные финансовые вложения	144 514 100	25,1	- 10 115 987	-1,8	134 398 113	23,1
Прочие внеоборотные активы	41 433 823	7,2	–	–	41 433 823	7,1
Запасы	6 179 449	1,1	–	–	6 179 449	1,1
Дебиторская задолженность	48 209 505	8,4	–	–	48 209 505	8,3
Прочие оборотные активы	12 011 481	2,1	–	–	12 011 481	2,1
Пассив						
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	141 516 448	24,6	5 914 766	1	147 431 214	25,4
Прочий капитал и резервы	132 902 911	23,1	–	–	132 902 911	22,9
Долгосрочные обязательства	164 854 552	28,7	–	–	164 854 552	28,4
Краткосрочные обязательства	135 916 729	23,6	–	–	135 916 729	23,4
Валюта баланса	575 190 640	100	5 914 766	1	581 105 406	100

На рисунке 2.3 представлено соотношение основных групп активов ПАО «Ростелеком» с учетом оценочной корректировки.

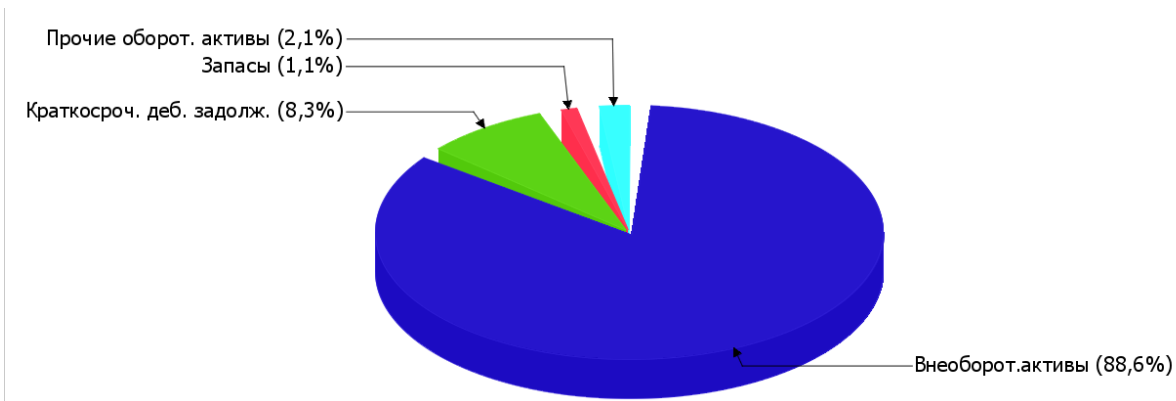


Рисунок 2.3 - Структура активов ПАО «Ростелеком» на конец 2016 г.

Чистые активы ПАО «Ростелеком» рассчитаны по методике, утвержденной приказом Минфина России от 28.08.2014 N 84н.

Согласно данному приказу, «принимаемые к расчету активы включают все активы организации, за исключением дебиторской задолженности учредителей (участников, акционеров, собственников, членов) по взносам (вкладам) в уставный капитал (уставный фонд, паевой фонд, складочный капитал), по оплате акций; принимаемые к расчету обязательства включают все обязательства организации, за исключением доходов будущих периодов, признанных организацией в связи с получением государственной помощи, а также в связи с безвозмездным получением имущества» [3].

В таблице 2.6 представлены результаты расчёта стоимости чистых активов ПАО «Ростелеком» в сравнении с величиной уставного капитала.

Таблица 2.6 – Результаты расчёта стоимости чистых активов

Активы и пассивы	Значение до корректировки, на 31.12.2016 г.		Изменение в результате корректировки, тыс. руб.	Значение после корректировки, на 31.12.2016		Среднее значение за анализируемый период (без учета корректировок)	
	в тыс. руб.	в % к валюте баланса		в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в % к валюте баланса
Чистые активы	274 419 359	47,7	5 914 766,0	280 334 125	48,2	204 106 147	48,2
Уставный капитал	6 961	<0,1	–	6 961	<0,1	5 301	<0,1
Все активы организации	575 190 640	100	5 914 766	581 105 406	100	423 467 631	100

Таким образом, стоимость ПАО «Ростелеком», рассчитанная методом чистых активов, по состоянию на конец 2016 года составила 280 334 125 тыс. руб.

Далее проведём оценку стоимости ПАО «Ростелеком» методом дисконтирования будущих доходов в рамках доходного подхода.

Как было отмечено ранее, оценка данным методом подразумевает, что стоимость организации складывается из будущей прибыли за каждый период, а также из стоимости организации в постпрогнозный период.

Проведём оценку согласно алгоритму, представленному в первой главе бакалаврской работы.

1. Выбор модели денежного потока

Для оценки ПАО «Ростелеком» выбираем модель денежного потока для собственного капитала.

2. Определение длительности прогнозного периода

Длительность прогнозного периода следует определять, учитывая планы руководства по развитию/ликвидации организации в ближайшие годы, а также учитывая динамику стоимостных показателей, таких как выручка, прибыль и др.

Также следует учитывать тенденции изменения спроса, объемов производства и продаж.

В странах с рыночной экономикой прогнозный период составляет 3-10 лет.

При оценке ПАО «Ростелеком» длительность прогнозного периода будет составлять 6 лет.

3. Ретроспективный анализ

Проведём ретроспективный анализ. В качестве базы для прогнозирования будущих финансовых результатов возьмём чистую прибыль.

Итак, в таблице 2.7 представлена динамика финансовых результатов деятельности ПАО «Ростелеком» за анализируемый период.

Таблица 2.7 - Динамика финансовых результатов ПАО «Ростелеком»

Показатель	Значение показателя, тыс. руб.			Изменение показателя	
	2014	2015	2016	абсолютное изменение, тыс. руб. 2016-2014	темпы прироста, % 2016/2014
1	2	3	4	5	6
Выручка от продажи товаров, продукции, работ, услуг	290 205 425	283 181 344	282 684 864	-7 520 561	-2,6
Прибыль (убыток) от продаж	41 500 335	32 926 896	28 083 372	-13 416 963	-32,3
Чистая прибыль (убыток) от прочих операций	-5 690 863	-7 294 441	-13 273 192	-7 582 329	↓
Налог на прибыль, включая отложенный	9 246 757	6 460 288	9 445 909	+199 152	+2,2
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	29 273 982	21 674 217	10 902 202	-18 371 780	-62,8
Отношение прочих доходов и расходов, кроме процентов к уплате, к выручке от основной деятельности, %	2,9	2,9	1,2	x	x

Ниже на рисунке 2.4 наглядно представлена динамика прибылей (убытков) ПАО «Ростелеком».

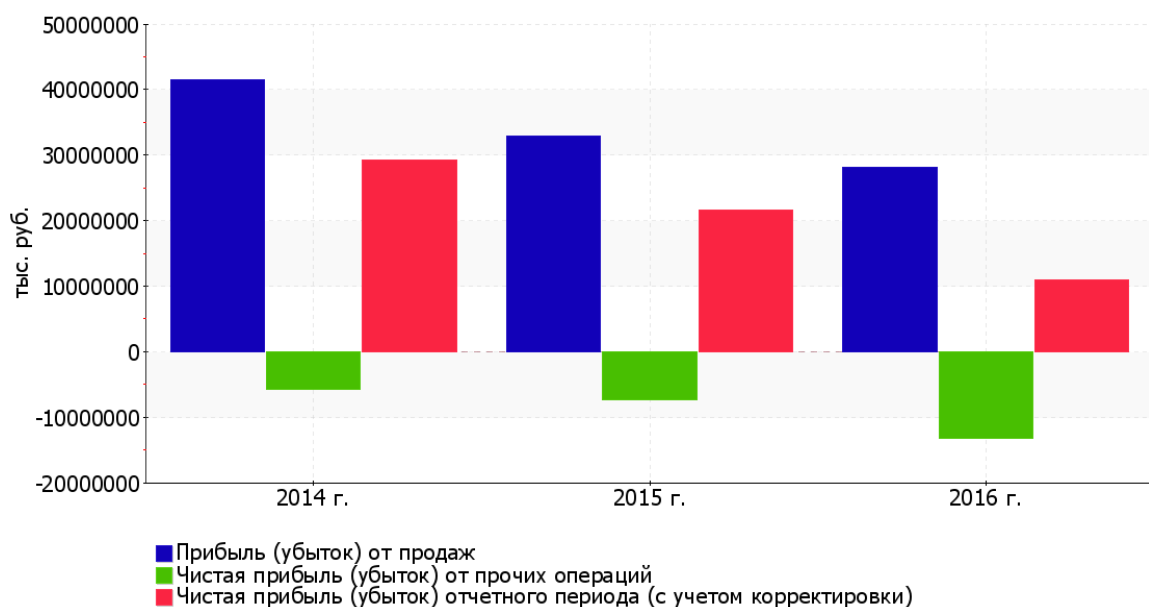


Рисунок 2.4 – Финансовые результаты деятельности ПАО «Ростелеком»

4. Расчет размера денежного потока для каждого года прогнозного периода

В таблице 2.8 произведены некоторые корректировки. В результате данных корректировок происходит сглаживание эффекта от вероятного резкого колебания финансового результата от прочих операций. Также здесь проводится расчёт средней величины чистой прибыли с учетом динамики данного показателя.

Таблица 2.8 – Расчёт средней величины чистой прибыли

№ п/п	Показатель	Значение показателя
1	Чистая прибыль отчетного периода, тыс. руб.	10 902 202
Корректировка чистой прибыли (убытка) отчетного периода на колебания финансового результата от прочих операций		
2	Чистая прибыль (убыток) от прочих операций, тыс. руб.	-13 273 192
3	Отношение прочих доходов и расходов, кроме процентов к уплате, к выручке от основной деятельности - среднее арифметическое за анализируемый период, %	2,33
4	Расчетная величина прочих доходов и расходов, кроме процентов к уплате, исходя из среднего процента, тыс. руб.	6 586 557
5	Сумма корректировки чистой прибыли (убытка) на колебания финансового результата от прочих операций, тыс. руб.	19 859 749
6	Учет налогового эффекта от корректировки в стр.5, тыс. руб.	-12 666 516
7	Чистая прибыль за 2016 год с учётом корректировок	18 095 435
Усреднение чистой прибыли с учетом динамики показателя		
8	Чистая прибыль - средняя величина, тыс. руб.	20 616 800
9	Чистая прибыль - прогнозная величина (через 1 год; прогноз посредством линейного тренда), тыс. руб.	2 245 020
10	Средневзвешенная величина чистой прибыли, тыс. руб.	16 348 214

Для того, чтобы сгладить эффект резкого колебания общего финансового результата из-за значительного изменения доходов и расходов от прочих операций, рассчитывается средняя величина чистой прибыли.

Усреднение чистой прибыли произведено по средневзвешенной арифметической.

Весовое распределение определено следующим образом:

- 60% - текущее значение показателя,
- 25% –средняя величина за анализируемый период,
- 15% - значение показателя через 1 год после даты оценки.

Таким образом, средневзвешенная величина чистой прибыли составила 16 348 214 тыс. руб.

5. Установка ставки дисконтирования.

Далее определим ставку дисконтирования.

В зависимости от выбранной модели денежного потока применяют различные методы определения ставки дисконтирования. В нашем случае будем использовать метод кумулятивного построения.

Как было отмечено в первой главе, метод кумулятивного построения основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

«Безрисковая ставка – это норма прибыли, которая может быть получена по финансовому инструменту, кредитный риск которого равен нулю. Следует отметить, что хоть и рассматривается доходность по абсолютно надежному финансовому инструменту, на практике финансовые риски существуют всегда. Оценку безрисковой процентной ставки проводят часто на основе доходности по банковским вкладам, доходности по государственным ценным бумагам, доходности по иностранным государственным ценным бумагам, а также на основе ключевой ставки Центрального банка, процентной ставки по межбанковским кредитам. Безрисковая процентная ставка используется инвесторами для оценки минимально возможного уровня доходности своих инвестиций» [23].

В нашем случае в качестве безрисковой ставки выберем среднемесячную доходность индекса государственных облигаций. В 2017 году средняя доходность составила 8% [39]. Примем это значение за безрисковую ставку.

Премии за риск определим экспертным путём по пятибалльной шкале: чем выше риск, тем больше премия за риск для каждого отдельного учитываемого фактора.

Результаты расчёта ставки дисконтирования с использованием кумулятивного метода представим в таблице 2.9.

Таблица 2.9 - Расчет итоговой величины ставки дисконтирования с использованием метода кумулятивного построения

Составляющая ставки дисконтирования при кумулятивном построении	Процентная ставка, %
- безрисковая ставка	8
- качество руководства организации	1
- размер организации	2
- источники финансирования организации	3
- территориальная диверсификация	1
- диверсификации потребителей	2
- качество прибыли, прогнозируемость	2
- прочие факторы риска	3
Итого ставка дисконтирования	22

Таким образом, ставка дисконтирования составила 22%.

6. Расчет размера стоимости в постпрогнозный период.

Величину денежного потока в постпрогнозный период определим по методу стоимости чистых активов. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, характеристикой которого выступают значительные материальные активы.

Итак, стоимость чистых активов на конец 2016 года составила 280 334 125 тыс. руб. Примем данное значение величины стоимости чистых активов как величину денежного потока для постпрогнозного периода.

Продисконтируем данную величину, чтобы определить текущую стоимость чистых активов в постпрогнозный период.

В качестве ставки дисконтирования возьмём рассчитанную ставку – 22%. Также к величине ставки дисконтирования прибавим темп инфляции. Согласно прогнозам, темп инфляции будет составлять 5% [36].

Таким образом, дисконтированный денежный поток для постпрогнозного периода будет равен $280\,334\,125 / 1,27^6 = 66\,811\,872$ тыс. руб.

7. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков

Итак, найдём сумму дисконтированной прогнозируемой усреднённой чистой прибыли. Затем к полученной величине прибавим рассчитанный дисконтированный денежный поток в постпрогнозный период.

Результаты представим в таблице 2.10.

Таблица 2.10 - Расчёт текущей стоимости будущих денежных потоков

Прогнозный период	Прогнозный денежный поток (годовая средневзвешенная величина чистой прибыли), тыс. руб.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный денежный поток
2017	16 348 214	$1/1,22=0,820$	13 400 175
2018	16 348 214	$1/1,22^2=0,672$	10 983 750
2019	16 348 214	$1/1,22^3=0,551$	9 003 074
2020	16 348 214	$1/1,22^4=0,451$	7 379 569
2021	16 348 214	$1/1,22^5=0,370$	6 048 827
2022	16 348 214	$1/1,22^6=0,303$	4 958 055
Суммарный дисконтированный денежный поток за прогнозный период:			51 773 451
Дисконтированный денежный поток в постпрогнозный период			66 811 872
Итого стоимость ПАО «Ростелеком», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков			118 585 323

Таким образом, стоимость ПАО «Ростелеком», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составила 118 585 323 тыс. руб.

Итак, рассчитаем итоговую оценку стоимости ПАО «Ростелеком», используя результаты применимых подходов к оценке.

Так, нами были получены следующие показатели стоимости ПАО «Ростелеком»:

- затратный подход (метод чистых активов) – 280 334 125 тыс. руб.;
- доходный подход (метод дисконтирования денежных потоков) - 118 585 323 тыс. руб.

Как видим, результаты оценки значительно отличаются друг от друга. Поэтому для определения итоговой стоимости организации необходимо учесть оба результата. При этом следует выбрать весовые коэффициенты для каждого из используемого подхода. Здесь необходимо обратить внимание на некоторые факторы.

Преимуществом метода стоимости чистых активов выступает то, что он предполагает оценку имеющихся у организации активов. При этом доходный подход отражает не только текущее финансовое состояние организации, но также ее будущие перспективы, учитывая данные финансового анализа.

Поэтому при итоговом согласовании полученных результатов оценки больший вес был выделен именно доходному подходу.

Так, доходному подходу был присвоен вес 60%, а затратному подходу – 40%. Согласование результатов представлено в таблице 2.11.

Таблица 2.11 - Согласование результатов при определении рыночной стоимости ПАО «Ростелеком»

Подход (метод)	Стоимость ПАО «Ростелеком», тыс. руб.	Весовой коэффициент	(Стоимость ПАО «Ростелеком» * Весовой коэффициент), тыс. руб.
1. Затратный (чистых активов)	280 334 125	0,40	112 133 650
2. Доходный (дисконтирования денежных потоков)	118 585 323	0,60	71 151 193,8
Итого стоимость ПАО «Ростелеком»			183 284 843,8

Таким образом, рыночная стоимость ПАО «Ростелеком» на 31 декабря 2016 года составила 183 284 843,8 тыс. руб.

Итак, проведя оценку стоимости ПАО «Ростелеком», в третьей главе предложим рекомендации по совершенствованию деятельности ПАО «Ростелеком» с целью повышения стоимости организации.

3 Совершенствование деятельности ПАО «Ростелеком» с целью повышения стоимости организации

3.1 Рекомендации по совершенствованию системы управления стоимостью ПАО «Ростелеком»

Оценив рыночную стоимость ПАО «Ростелеком», представим рекомендации по совершенствованию деятельности организации с целью повышения её стоимости.

Показателем эффективности ведения конкурентной борьбы в современных условиях является не только рост выручки, а, в первую очередь, рост стоимости организации, опережающий аналогичный показатель конкурентов.

Ивашковская И. выделяет следующие составляющие управления стоимостью:

«- стратегическое планирование инвестиционной стоимости капитала владельцев, внедрение стоимостного мышления в стратегические решения;

- создание системы показателей оценки оперативной деятельности внутренних подразделений организации на разных этажах управления, в которой будут учтены распределение ответственности, масштабы полномочий менеджеров разного уровня организационно-управленческой структуры;

- мониторинг ведущих факторов стоимости, система раннего предупреждения негативных, разрушительных процессов, воздействующих на ключевые факторы, определяющие инвестиционную стоимость;

- система мотивации и вознаграждения, увязывающая вознаграждения персонала (прежде всего управленческого) с выбранными показателями экономической прибыли, адекватными данному уровню иерархии;

- изменения в коммуникациях с заинтересованными сторонами организации, и прежде всего с ее инвесторами, создание стратегической публичной отчетности» [17].

Что касается системы мотивации и вознаграждения, то следует отметить, что в 2017 году ПАО «Ростелеком» приняло решение продлить программу долгосрочной мотивации, а также внедрить новую корпоративную пенсионную систему. Новая программа основана на принципе софинансирования покупки сотрудниками акций организации. Любой сотрудник может стать ее участником, направив часть своего переменного вознаграждения на покупку ценных бумаг организации. В этом случае участник получает право на дополнительное вознаграждение акциями организации в зависимости от занимаемой должности, размера инвестированных средств, а также индивидуальных и корпоративных результатов работы. В рамках программы устанавливается 3 цикла, запускаемых ежегодно - 2017, 2018, 2019 гг. соответственно.

Согласно сведениям, представленным на сайте организации, «программа одновременно учитывает личную эффективность сотрудников, результатом которой является получение переменного вознаграждения, а также достижение корпоративных целей по ключевым показателям программы: Свободный денежный поток (FCF), Чистая прибыль (Net Profit), Рентабельность инвестированного капитала (ROIC)» [40].

Предполагается, что программа будет реализована через закрытый паевой инвестиционный фонд, который выступит посредником между участниками программы и рынком. В этом случае будет нивелировано давление на котировки ценных бумаг при осуществлении покупки и продажи акций в рамках программы.

Новая программа заменит принятую в марте 2014 года программу долгосрочной мотивации менеджмента на 2014-2016 гг., срок действия которой завершился в 2016 году. В программе участвовало до 200 менеджеров высшего и среднего звена.

«Ростелеком» также внедряет новую корпоративную пенсионную систему, которая основана на принципах солидарного участия организации и работника в формировании пенсионного капитала.

Новая система предоставит гибкие возможности по управлению накоплениями (вестинг, возможность формирования выкупных сумм, наследование), а размер пенсионных взносов будет привязан к результатам деятельности сотрудника.

По словам Президента ПАО «Ростелеком» Сергея Калугина, «Новая программа соответствует лучшим практикам, обеспечивает принцип оплаты за результат и позволяет сформировать акционерную культуру внутри компании. Она также обеспечивает фокус на трансформацию действующей модели бизнеса в digital компанию. Предложенный вариант программы мотивации «настроит» весь коллектив на сверхдостижения и будет способствовать привлечению в компанию лучших специалистов. Уверен, внедрение программы станет стимулом к успешному выполнению приоритетных бизнес-задач, влияющих на рост стоимости компании» [40].

Мы рекомендуем ПАО «Ростелеком» не ограничиваться системой мотивации персонала, а внедрять концепцию управления стоимостью компании во все сферы деятельности.

Концепция «Управление стоимостью компаний» (Value based management, VBM) зародилась в США в середине 1980-х годов. Сущность данной концепции заключается в том, что управление организацией должно быть нацелено на обеспечение роста её рыночной стоимости. Т.е. все устремления организации, аналитические методы и приемы менеджмента должны быть направлены на единую ключевую цель: помочь организации максимизировать свою стоимость, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости.

Показатель рыночной стоимости организации сам по себе является важнейшей оценкой эффективности деятельности предприятия. Данный параметр реагирует на любое изменение ситуации: снижение рентабельности, снижение платежеспособности, рост величины инвестиционного риска – все это вызывает уменьшение рыночной стоимости организации.

Ключевые факторы стоимости – это параметры деятельности

организации, которые фактически определяют ее стоимость. Различают финансовые и нефинансовые факторы.

Финансовые факторы отражают исключительно результат деятельности организации, не раскрывая при этом пути их достижения. Все финансовые факторы стоимости условно можно разделить на четыре группы показателей:

- показатели, отражающие стратегическую эффективность организации,
- показатели, отражающие эффективность операционной деятельности организации,
- показатели, отражающие эффективность инвестиционной деятельности организации,
- показатели, отражающие эффективность финансовой деятельности организации.

1. Стратегическая эффективность

Стратегическая эффективность предполагает использование какого-либо показателя стоимости, позволяющего измерить результат деятельности и соответственно прирост стоимости организации. В качестве таких показателей могут выступать:

- EVA (Economic Value Added) – экономически добавленная стоимость,
- SVA (Shareholder Value Added) - акционерная добавленная стоимость,
- MVA (Market Value Added) - рыночная добавленная стоимость,
- CVA (Cash Value Added) - добавленная стоимость денежного потока,
- CFROI (Cash Flow Return on Investment) - доходность инвестиций на основе потока денежных средств.

2. Эффективность операционной деятельности

Эффективность операционной деятельности является характеристикой результатов основной деятельности организации по увеличению продаж, снижению издержек, а также повышению производительности. Улучшение данных показателей может быть достигнуто без значительных дополнительных инвестиций.

3. Эффективность инвестиционной деятельности

Эффективность инвестиционной деятельности отражает эффективность инвестиционных проектов, осуществляемых организацией. К показателям инвестиционной деятельности можно отнести RONA - показатель возврата на чистые активы, ROIC - рентабельность инвестированного капитала.

4. Эффективность финансовой деятельности

За эффективность финансовой деятельности организации должен отвечать финансовый директор, эффективность финансовой деятельности отражает эффективность работы финансового директора по привлечению источников финансирования, по размещению свободных денежных средств, по управлению оборотным капиталом. К показателям финансовой деятельности можно отнести WACC - средневзвешенную цену капитала.

Финансовые факторы стоимости, в свою очередь, зависят от других показателей – нефинансовых факторов стоимости.

На уровень продаж (доходов) влияет количество клиентов или сделок, качество работы службы сбыта.

Такие нефинансовые факторы стоимости, как условия и сроки дебиторской задолженности, порядок погашения кредиторской задолженности, влияют на объем оборотных средств и, следовательно, на операционные и финансовые факторы стоимости.

На рентабельность продаж напрямую влияет себестоимость продукции, которая определяется путем детального анализа составляющих затрат.

Нефинансовые показатели могут меняться в зависимости от отрасли, стратегии и бизнес-модели организации.

Соответственно, для принятия обоснованных управленческих решений необходимо использовать некую систему управления, которая увязала бы в себе показатели стоимости и оценила их влияние на конечный результат системы - стоимость организации.

Сравнительный анализ концепций управления стоимостью представлен в таблице 3.1.

Таблица 3.1 - Сравнительный анализ концепций и их ограничений

Подходы к управлению стоимостью	Суть концепций	Ограничение
1 Подход Дамодарана	«Согласно данной концепции, управление стоимостью основано на методике дисконтированных денежных потоков с использованием определённых способов создания стоимости. Для воздействия на стоимость организации необходимо осуществлять воздействие на текущие денежные потоки и/или будущий рост, и/или продолжительность периода аномально высокого роста и/или ставку дисконтирования» [27].	Данный подход не учитывает нематериальную составляющую бизнеса, при использовании данного подхода затруднено выявление влияния инвестиционных решений на стоимость
2 Сбалансированная система показателей	«Формирует сквозную систему контролируемых показателей от уровня организации до сотрудников. Ключевым преимуществом концепции является учет нематериальных активов организации. Дополнительно концепция позволяет уделять внимание не только балансу финансовых показателей, но и стратегических» [27].	Данный подход сложен при измерении ряда показателей; при его использовании возможно возникновение чрезмерной фокусировки на показателях управления; трудность формализации нефинансовых показателей; необходимо наличие стратегии
3 Схема "Пентагон"	«Учитывает возможные резервы увеличения стоимости организации и фиксирует типовые процедуры, направленные на увеличение стоимости организации» [27].	Может использоваться для организации, подлежащей реструктуризации
4 Метод Уолша	«Достаточно прост и оперативен» [27].	Может использоваться только для экспресс-диагностики. Отсутствует детализация решений
5 Метод Мордашева	«Учитывает чувствительность факторов стоимости к изменению ее составляющих. В результате организация получает контроль процесса изменения стоимости по результатам операционной, инвестиционной и финансовой деятельности» [27].	Достаточно сложен в практическом использовании. Применим только для акционерных организаций
6 Метод Егерева	«Учитывает влияние производственного и финансового циклов на стоимость организации. Это позволяет использовать всю информационную базу, необходимую для осуществления операционной деятельности» [27].	Сложен в реализации. Данный метод не учитывает инвестиционные факторы стоимости организации
7 Метод Портера	«Направлен на определение цепочки создания стоимости, которая рассматривается с точки зрения конкурентных преимуществ организации» [27].	Не содержит в качестве ключевых показателей факторы стоимости, основываясь только на ключевых компетенциях

Каждый из рассмотренных основных подходов к управлению стоимостью организации обладает своей уникальной ценностью и соответственно ограничениями, которые должны учитываться при внедрении системы управления стоимостью в организации.

Мы рекомендуем ПАО «Ростелеком» использовать подход Дамодарана.

Согласно данному подходу, методика дисконтированных денежных потоков позволяет применять следующие способы создания стоимости:

- увеличивать денежные потоки, генерируемые активами организации, либо путём роста посленалоговых доходов от активов, либо посредством уменьшения потребностей в инвестировании в основной и оборотный капитал;
- увеличивать ожидаемый темп роста денежных потоков посредством увеличения доли реинвестированной прибыли или посредством увеличения отдачи инвестированного капитала, то есть качества инвестиций;
- увеличивать продолжительность периода высокого темпа роста;
- принимать меры по уменьшению стоимости капитала посредством снижения операционного риска инвестированного капитала, изменения пропорций долгового финансирования капитала либо изменения финансовых условий привлечения кредитов.

То есть для того, чтобы увеличить денежные потоки, генерируемые активами ПАО «Ростелеком», нужно стремиться к снижению себестоимости, к ликвидации убыточных активов, к уменьшению эффективной налоговой ставки организации, необходимо использовать потенциал ранее осуществленных капитальных вложений, управлять запасами и проводить более жесткую кредитную политику. Также необходимо особое внимание уделить системе управления рисками в организации.

3.2 Рекомендации по увеличению стоимости ПАО «Ростелеком»

Далее предложим более подробные рекомендации, которые будут способствовать повышению стоимости ПАО «Ростелеком».

С целью повышения стоимости ПАО «Ростелеком» мы рекомендуем:

1 Управлять структурой организации. Под этим подразумевается то, что финансовая, функциональная, юридическая структуры организации должны соответствовать друг другу, так как это выступает ключевым фактором прозрачности бизнеса.

Так, для целей управления стоимостью организации должна быть построена финансовая структура, формирующаяся по центрам прибыли, которые, в свою очередь, включают в себя центры доходов и центры затрат.

2 Управлять денежными потоками. Так, необходимо строго разграничивать операционные, финансовые и инвестиционные денежные потоки. То есть не следует финансировать инвестиционные расходы за счет текущего операционного денежного потока.

3 Контролировать платежную дисциплину, оборотный капитал, а также дебиторскую задолженность.

Так, необходимо усилить контроль и анализ дебиторской и кредиторской задолженности: постоянно контролировать состояние расчетов с клиентами и заказчиками; ориентироваться на как можно большее число клиентов и заказчиков; тщательно следить за соблюдением соотношения кредиторской и дебиторской задолженности.

Для увеличения рыночной цены бизнеса ПАО «Ростелеком» также рекомендуем провести финансовую реструктуризацию. Финансовая реструктуризация призвана увеличить собственные основные и оборотные средства и уменьшить заемные. Реструктуризация кредиторской задолженности и активов предприятия способствует увеличению рыночной цены предприятия, так как оптимизирует процесс погашения кредиторской задолженности и способствует внедрению инновационных проектов – необходимой составляющей увеличения эффективности бизнеса.

Мы предлагаем ПАО «Ростелеком» применить следующие способы реструктуризации кредиторской задолженности:

- Переоформление задолженности в векселя.
- Взаимозачет взаимных платежных требований.

- Уступка требования долга, продажа дебиторской задолженности кредитору.

4 Управлять эффективностью косвенных расходов. Под этим подразумевается необходимость контроля за ответственными лицами, а также эффективностью работы финансового департамента, которая, в свою очередь, может выражаться производительностью, квалификацией, стоимостью и качеством работы.

5 Управлять финансовой моделью бизнеса. То есть необходимо проводить анализ структуры доходов и расходов; выявлять источники и факторы возникновения доходов и расходов; управлять подготовкой управленческой отчетности; отдельно управлять структурой операционных и инвестиционных расходов, а также качественно управлять структурой долгов – долгосрочных и краткосрочных.

Эта задача состоит из следующих подзадач:

5.1 Формирование реестра ключевых контрольных показателей.

5.2 Формирование каталога отчетности (формы отчетности, центр учета, ответственный менеджер, периодичность предоставления).

5.3 Построение системы бюджетирования. Построение системы бюджетирования также выступает важнейшим фактором повышения стоимости бизнеса. Бюджетирование следует внедрять поступательно, при этом конечная цель заключается в том, чтобы планы стали гибким инструментом для достижения целевых показателей эффективности. В итоге финансовый план должен перейти в финансовую модель бизнеса с контролем статистики показателей.

5.4 Автоматизация отчетности. Рекомендуем ПАО «Ростелеком» внедрить автоматизированную систему управления финансово-хозяйственной деятельностью на базе программного продукта «ПАРУС». Данная программа предназначена для крупных фирм, автоматизирует управление всеми сферами финансово-хозяйственной деятельности предприятия. «Функциональные возможности системы охватывают финансы и бухгалтерский учет, маркетинг и

логистику, производственную деятельность, управление кадрами и расчет заработной платы» [38]. ПАО «Ростелеком» является крупной организацией со сложной организационной структурой управления, и данное программное обеспечение может быть адаптировано для использования в деятельности организации.

Модуль «ПАРУС: Управление финансами» позволит ПАО «Ростелеком» ускорить и усовершенствовать качество работы финансового управления организации. Модуль «Управление финансами» предназначен для автоматизации таких бизнес-процессов, как:

- текущее финансовое планирование (бюджетирование);
- управление дебиторской и кредиторской задолженностью;
- оперативное планирование и управление платежами;
- анализ выполнения финансового плана, финансовый анализ;
- организация регламентирования финансового планирования.

Вся информация о финансово-хозяйственной деятельности организации будет собираться воедино, и у руководства ПАО «Ростелеком» будет возможность проводить постоянный мониторинг и принимать более эффективные и своевременные управленческие решения с целью повышения стоимости организации.

Таким образом, предложенные рекомендации позволят увеличить стоимость ПАО «Ростелеком».

Заключение

Таким образом, в первой главе бакалаврской работы были рассмотрены теоретические основы оценки рыночной стоимости организации.

Во второй главе была представлена характеристика объекта исследования ПАО «Ростелеком», а также проведена оценка стоимости компании.

ПАО «Ростелеком» – одна из крупнейших в России и Европе телекоммуникационных компаний национального масштаба, присутствующая во всех сегментах рынка услуг связи и охватывающая миллионы домохозяйств в России.

Активы ПАО «Ростелеком» за период с 2014 по 2016 годы увеличились. Увеличение активов организации связано, в первую очередь, с увеличением следующих статей баланса: долгосрочные финансовые вложения; основные средства; краткосрочные финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов); доходные вложения в материальные ценности. При этом в пассиве баланса наибольший прирост наблюдается по следующим позициям: краткосрочные заемные средства; отложенные налоговые обязательства; прочие долгосрочные обязательства; кредиторская задолженность.

За 2016 год годовая выручка ПАО «Ростелеком» составила 282 684 864 тыс. рублей. За последние два года наблюдается снижение выручки на 2,6%. Прибыль от продаж за 2016 год составила 28 083 372 тыс. рублей, за два года наблюдается снижение на 32%. Чистая прибыль так же имеет тенденцию к снижению, за 2 года чистая прибыль сократилась на 63% и составила 10 902 202 тыс. рублей.

За последний год каждый рубль собственного капитала ПАО «Ростелеком» обеспечил 0,039 руб. чистой прибыли. Наблюдается снижение рентабельности собственного капитала за анализируемый период. Рентабельность активов за 2016 год равна 1,9%, также наблюдается отрицательная динамика.

Далее была проведена оценка стоимости ПАО «Ростелеком». В качестве метода оценки были выбраны два метода: метод стоимости чистых активов в

рамках затратного подхода, а также метод дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода.

Оценка стоимости организации проводилась на дату 31.12.2016.

На основании проведённых корректировок была рассчитана стоимость чистых активов, которая составила 280 334 125 тыс. руб. Использование метода чистых активов позволило избежать абстрактности оценки.

Далее была проведена оценка стоимости организации методом дисконтированных денежных потоков.

В качестве базы для прогнозирования будущих финансовых результатов была выбрана чистая прибыль, а именно её средневзвешенная величина.

Согласно ретроспективному анализу, были взяты такие значения чистой прибыли, как: чистая прибыль с учётом корректировок на колебания финансового результата от прочих операций; средняя величина чистой прибыли за последние 3 года; прогнозная чистая прибыль, рассчитанная посредством линейного тренда. Затем была рассчитана средневзвешенная величина, которая составила 16 348 214 тыс. руб. Данное значение мы приняли за базовый денежный поток в прогнозном периоде.

В качестве ставки дисконтирования была выбрана ставка 22%, рассчитанная методом кумулятивного построения.

В качестве постпрогнозного денежного потока была выбрана величина чистых активов, которая была продисконтирована под 27% - с учётом инфляции.

Таким образом, стоимость ПАО «Ростелеком», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составила 118 585 323 тыс. руб.

При итоговом согласовании полученных результатов оценки больший вес был выделен именно доходному подходу. Так, доходному подходу был присвоен вес 60%, а затратному подходу – 40%. Таким образом, рыночная стоимость ПАО «Ростелеком» на 31 декабря 2016 года составила 183 284 843,8 тыс. руб.

Далее в третьей главе были представлены рекомендации по совершенствованию деятельности ПАО «Ростелеком» с целью повышения стоимости организации.

ПАО «Ростелеком» было рекомендовано внедрить концепцию управления стоимостью компании во все сферы деятельности, при этом использовать подход Дамодарана.

Согласно данному подходу, методика дисконтированных денежных потоков позволяет применять следующие способы создания стоимости:

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

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

- увеличивать продолжительность периода высокого темпа роста;

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

То есть для того, чтобы увеличить денежные потоки, генерируемые активами ПАО «Ростелеком», нужно стремиться к снижению себестоимости, к ликвидации убыточных активов, к уменьшению эффективной налоговой ставки организации, необходимо использовать потенциал ранее осуществленных капитальных вложений, управлять запасами и проводить более жесткую кредитную политику. Также необходимо особое внимание уделить системе управления рисками в организации.

Также были представлены следующие рекомендации с целью увеличения стоимости ПАО «Ростелеком»:

- 1 Управлять структурой организации.

- 2 Управлять денежными потоками.

3 Контролировать платежную дисциплину, оборотный капитал, а также дебиторскую задолженность. Для этого необходимо:

- усилить контроль и анализ дебиторской и кредиторской задолженности: постоянно контролировать состояние расчетов с клиентами и заказчиками; ориентироваться на как можно большее число клиентов и заказчиков; тщательно следить за соблюдением соотношения кредиторской и дебиторской задолженности.

- провести финансовую реструктуризацию; так, в работе предложено применить следующие способы реструктуризации кредиторской задолженности: переоформление задолженности в векселя; взаимозачет взаимных платежных требований; уступка требования долга, продажа дебиторской задолженности кредитору.

4 Управлять эффективностью косвенных расходов.

5 Управлять финансовой моделью бизнеса. Эта задача включает в себя следующие подзадачи:

5.1 Формирование реестра ключевых контрольных показателей.

5.2 Формирование каталога отчетности (формы отчетности, центр учета, ответственный менеджер, периодичность предоставления).

5.3 Построение системы бюджетирования.

5.4 Автоматизация отчетности. Рекомендуем ПАО «Ростелеком» внедрить автоматизированную систему управления финансово-хозяйственной деятельностью на базе программного продукта «ПАРУС». Модуль «ПАРУС: Управление финансами» позволит повысить качество работы финансового управления с целью повышения стоимости организации.

Таким образом, предложенные рекомендации позволят увеличить стоимость ПАО «Ростелеком».

Список использованной литературы

1. Федеральный закон от 29 июля 1998 года №135-ФЗ «Об оценочной деятельности»
2. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ «Об акционерных обществах»
3. Приказ Минфина России от 28.08.2014 N 84н «Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов» (Зарегистрировано в Минюсте России 14.10.2014 N 34299)
4. Асаул, А. Н. Оценка организации (предприятия, бизнеса): учебник / А. Н. Асаул, В. Н. Старинский, Р. А. Фалтинский. – СПб: Институт проблем экономического возрождения, 2014. – 480 с.
5. Балаховцева, М. А. Оценка действующего предприятия ООО СК «НПА» методом стоимости чистых активов / М. А. Балаховцева // Молодой ученый. — 2013. — №12. — С. 239-241.
6. Битюцких, В. Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний: учебник / В. Т. Битюцких. – М.: Олимп-Бизнес, 2015. – 216 с.
7. Бланк, И.А. Управление финансовыми рисками. – К.: Ника-Центр, 2005. – 600 с.
8. Боев, А. Н. Оценка бизнеса и управление его стоимостью / А.Н. Боев, Т.В. Боева // Научно-методический электронный журнал «Концепт». – 2015. – Т. 13. – С. 3256–3260. – URL: <http://e-koncept.ru/2015/85652.htm>.
9. Бочаров, В. В. Финансовый инжиниринг. – СПб.: Питер, 2004. – 400 с.
10. Грязнова, А. Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М.: КноРус, 2011. – 544 с.
11. Грязнова, А. Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, Ленская С. А.. — М.: Финансы и статистика, 2009. — 736 с.

12. Губер, И. С. Мультипликативный метод оценки стоимости компании / И. С. Губер // Молодой ученый. — 2014. — №3. — С. 401-403.
13. Доводова, А. И. Влияние структуры финансирования на стоимость компании / А. И. Доводова // Молодой ученый. — 2015. — №3. — С. 409-413.
14. Есипов, В. Е. Оценка бизнеса: Учебное пособие / Есипов В. Е., Маховикова Г. А. — Питер. 2010. — 512 с.
15. Жарикова, А. В. Оценка стоимости предприятия [Текст] : учебное пособие / А. В. Жарикова, А. В. Сорокин. – Рубцовский индустриальный институт. – Рубцовск, 2015. – 78 с.
16. Задорожная, А. Н. Оценка стоимости активов и обязательств: учебное пособие / А. Н. Задорожная. – Саарбрюккен (Германия): Lambert Academic Publishing, 2013. – 116 с.
17. Ивашковская, И. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С.113-115.
18. Канаш, И.С. Управление стоимостью бизнеса / И.С. Канаш // Север и рынок: формирование экономического порядка. 2008. Т. 2. № 21. С. 27а-30.
19. Касьяненко, Т. Г. Оценка стоимости бизнеса: учебник для бакалавров / Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова. – М.: Юрайт, 2014. – 411 с.
20. Лазаренко, А.Л. Управление стоимостью бизнеса / А.Л. Лазаренко, Н.А. Думнова, В. Шматко // Научные записки ОрелГИЭТ. 2012. № 1 (5). С. 77-79.
21. Любимова, М.В. Оценка и управление стоимостью бизнеса / М.В. Любимова, В.К. Федорова // Вестник Института экономики и управления Новгородского государственного университета им. Ярослава Мудрого. 2016. № 1 (20). С. 41-45.
22. Пирожков, И. Как повысить стоимость компании и управлять ей / И. Пирожков // Финансовый директор. – 2014. – Режим доступа: <https://fd.ru/articles/39317-kak-povysit-stoimost-kompanii-i-upravlyat-ey>

23. Полтева, Т.В. Ставка дисконтирования как ключевой элемент в оценке эффективности инвестиционных проектов / Т.В. Полтева // Молодой ученый. — 2016. — №29. — С. 477-482.

24. Полтева, Т.В. Методы определения ставки дисконтирования при оценке эффективности инвестиционных проектов / Т.В. Полтева, Н.В. Колачева // Вестник НГИЭИ. – 2015. – № 3 (46). – С. 82-85

25. Потенко, Д. Л. Факторы долгосрочного увеличения стоимости капитала / Д.Л. Потенко // Качество. Инновации. Образование. 2011. № 12 (79). С. 104-108.

26. Ронова, Г. Н. Оценка стоимости предприятий: учебное пособие / Г. Н. Ронова. – М.: Евразийский открытый институт, 2011. – 157 с., с. 69

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

28. Сергеев, И. В., Веретенникова И. И. Экономика организаций (предприятий): учеб. / под ред. И. В. Сергеева. – 3-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005. – 560 с.

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

30. Толстихина, Т. Б. Управление бизнесом на основе оценки его стоимости / Т.Б. Толстихина // Гуманитарные научные исследования. 2015. № 6-2 (46). С. 901-91.

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

32. Царев, В.В., Кантарович, А.А. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология. - М.: ЮНИТИ, 2012.

33. Чеботарев Н. Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров / Н. Ф. Чеботарев. – М.: Дашков и К, 2015. – 253 с., с. 246

34. Шурыгина, И. Г. Ценностно-ориентированный подход к управлению финансами в компании / И.Г. Шурыгина, А.И. Дорогова // Управленческий учет и финансы. 2011. № 1. С. 70-75.

35. Щербаков, В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): подходы, методы и практические примеры оценки стоимости предприятия: учебное пособие / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. – М.: Омега-Л, 2012. – 315 с.

36. Агентство прогнозирования экономики [Электронный ресурс]: - Режим доступа: <https://www.apeson.ru>

37. Банк России [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <http://cbr.ru/>

38. Корпорация ПАРУС [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <http://www.parus.com/хъ>

39. ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <http://moex.com/>

40. ПАО «Ростелеком» [Электронный ресурс]: – Режим доступа: www.rostelecom.ru

Приложение А
(обязательное)

Бухгалтерский баланс

	на	31 декабря 2016 г.
Организация		ПАО «Ростелеком»
Идентификационный номер налогоплательщика		
Вид экономической деятельности		Деятельность в области связи на базе проводных технологий
Организационно-правовая форма / форма собственности		Публичное акционерное общество/ смешанная российская собственность с долей федеральной собственности
Единица измерения:		тыс. руб.
Адрес:		191002, Санкт-Петербург, ул.Достоевского, д.15

Форма по ОКУД	Коды
Дата (число, месяц, год)	0710001
по ОКПО	31/12/2016
ИНН	17514186
	7707049388
по ОКВЭД	61.10
по	12247/41
ОКОПФ/ОКФС	
по ОКЕИ	384

Пояснения	АКТИВ	Код	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2015 г.	На 31 декабря 2014 г.
1	2	3	4	5	6
	I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
5.1. ПЗ	Нематериальные активы	1110	2 227 224	1 095 233	99 892
	Результаты исследований и разработок	1120	1 083 368	1 134 205	1 191 328
5.2. ПЗ	Основные средства	1150	320 615 058	318 351 358	312 862 454
	в том числе:				
	основные средства в эксплуатации	1151	292 380 790	289 528 458	288 688 617
	капитальные вложения	1152	28 234 268	28 822 900	24 173 837
5.3. ПЗ	Доходные вложения в материальные ценности	1160	12 477 047	11 055 472	9 059 803
5.4. ПЗ	Финансовые вложения	1170	144 514 100	151 390 086	128 389 078
	в том числе:				
	инвестиции		139 021 402	140 918 289	126 937 186
	инвестиции в дочерние общества	1171	86 926 569	89 400 957	77 262 880
	инвестиции в зависимые общества	1172	52 068 800	51 491 302	49 659 549
	инвестиции в другие организации	1173	26 033	26 030	14 757
	прочие долгосрочные финансовые вложения	1174	5 492 698	10 471 797	1 451 892
	Отложенные налоговые активы	1180	-	-	-
5.5. ПЗ	Прочие внеоборотные активы	1190	27 873 408	24 917 036	24 714 632
	в том числе:				
	неисключительные права на использования результатов интеллектуальной деятельности или средств индивидуализации	1191	19 698 256	19 797 006	20 694 832
	дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	1192	6 953 139	3 765 258	2 802 634
	прочее	1193	1 222 013	1 354 772	1 217 166
	Итого по разделу I	1100	508 790 205	507 943 390	476 317 187

Пояснения	АКТИВ	Код	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2015 г.	На 31 декабря 2014 г.
1	2	3	4	5	6
	II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
5.6. ПЗ	Запасы	1210	6 179 449	4 925 924	3 733 324
	в том числе:				
	сырье, материалы и другие аналогичные ценности	1211	1 238 714	1 347 833	1 545 543
	затраты в незавершенном производстве (издержках обращения)	1212	-	-	-
	готовая продукция и товары для перепродажи	1213	4 212 458	2 141 761	1 520 969
	прочие запасы и затраты	1214	13 347	13 347	12 642
	основные средства для продажи	1215	714 930	1 422 983	654 170
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1 717 001	399 130	577 002
	Дебиторская задолженность	1230	48 209 505	44 887 748	49 898 930
	в том числе:				
5.7. ПЗ	покупатели и заказчики	1231	35 458 264	33 061 727	34 574 741
5.8. ПЗ	авансы выданные	1232	672 154	670 133	821 346
5.8. ПЗ	прочие дебиторы	1233	12 079 087	11 155 888	14 502 843
5.4. ПЗ	Краткосрочные финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	6 193 518	7 480 509	2 276 810
	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	3 388 221	3 422 103	15 553 339
	в том числе:				
	касса	1251	1 637	2 642	26 776
	расчетные счета	1252	1 306 735	647 209	14 875 902
	валютные счета	1253	306 142	469 783	339 279
	прочие денежные средства	1254	58 602	81 333	184 576
	денежные эквиваленты	1255	1 715 105	2 221 136	126 806
5.9. ПЗ	Прочие оборотные активы	1260	712 741	684 626	579 862
	Итого по разделу II	1200	66 400 435	61 800 040	72 619 267
	БАЛАНС	1600	575 190 640	569 743 430	548 936 454

Пояснения	ПАССИВ	Код	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2015 г.	На 31 декабря 2014 г.
1	2	3	4	5	6
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
5.10. ПЗ	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	6 961	6 961	7 280
5.11. ПЗ	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	(11 649)	(23 282 028)
5.12. ПЗ	Переоценка внеоборотных активов	1340	3 008 653	3 188 475	3 549 684
5.12. ПЗ	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	129 886 253	129 908 747	129 931 395
	Резервный капитал	1360	1 044	1 044	364
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	141 516 448	146 864 994	151 839 963
	Итого по разделу III	1300	274 419 359	279 958 572	262 046 658
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
5.14. ПЗ	Заемные средства	1410	125 562 445	128 543 249	138 858 006
	в том числе:				
	кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	1411	90 562 411	93 089 258	102 636 070
	займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	1412	35 000 034	35 453 991	36 221 936
5.15. ПЗ	Отложенные налоговые обязательства	1420	33 942 373	27 545 880	25 984 380
	Оценочные обязательства	1430	-	552 146	532 076
5.16. ПЗ	Прочие обязательства	1450	5 349 734	4 240 016	2 208 056
	Итого по разделу IV	1400	164 854 552	160 881 291	167 582 518

	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
5.14. ПЗ	Заемные средства	1510	68 295 109	60 789 934	53 667 700
	в том числе:				
	кредиты банков, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	1511	38 297 724	43 871 962	36 264 377
	займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	1512	29 997 385	16 917 972	17 403 323
5.17. ПЗ	Кредиторская задолженность	1520	56 111 530	56 154 280	54 444 055
	в том числе:				
	поставщики и подрядчики	1521	38 885 248	40 111 635	33 771 771
	авансы полученные	1522	5 940 695	6 592 072	7 149 585
	задолженность перед персоналом организации	1523	26 323	15 782	12 301
	задолженность перед государственными внебюджетными фондами	1524	1 153 606	1 197 222	1 107 135
	задолженность перед бюджетом	1525	6 715 650	4 793 918	6 969 231
	прочие кредиторы	1526	3 390 008	3 443 651	5 434 032
5.18. ПЗ	Доходы будущих периодов	1530	410 643	475 060	539 392
5.19. ПЗ	Оценочные обязательства	1540	11 099 447	11 484 293	10 656 131
	Прочие обязательства	1550	-	-	-
	Итого по разделу V	1500	135 916 729	128 903 567	119 307 278
	БАЛАНС	1700	575 190 640	569 743 430	548 936 454

Президент

(подпись)

Калугин С.Б.

(расшифровка подписи)

Главный бухгалтер

(подпись)

Пересветов Д.Ю.

(расшифровка подписи)

" 02 " марта 2017 г.



Приложение Б
(обязательное)

Отчет о финансовых результатах

	за	2016 год	Коды
Организация		ПАО «Ростелеком»	Форма по ОКУД Дата (число, месяц, год)
Идентификационный номер налогоплательщика			0710002
Вид деятельности		Деятельность в области связи на базе проводных технологий	31/12/2016
Организационно-правовая форма / форма собственности		Публичное акционерное общество / смешанная российская собственность с долей федеральной собственности	по ОКПО ИНН
Единица измерения:		тыс. руб.	17514186 7707049388
			по ОКВЭД по ОКОПФ/ОКФС по ОКЕИ
			61.10 12247/41 384

Пояснения	Наименование показателя	Код	За 2016 год	За 2015 год
1	2	3	4	5
6.1. ПЗ	Выручка	2110	282 684 864	283 181 344
	в том числе от основной деятельности	2111	269 533 056	271 307 162
6.2. ПЗ	Себестоимость продаж	2120	(254 601 492)	(250 254 448)
	в том числе от основной деятельности	2121	(250 665 911)	(233 595 818)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	28 083 372	32 926 896
	Коммерческие расходы	2210	X	X
	Управленческие расходы	2220	X	X
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	28 083 372	32 926 896
6.3.1.	Доходы от участия в других организациях	2310	4 095 678	318 900
6.3.1.	Проценты к получению	2320	1 899 062	2 526 726
6.3.2.	Проценты к уплате	2330	(16 635 654)	(15 582 622)
6.3.1.	Прочие доходы	2340	20 642 955	21 113 229
	в том числе: финансовое обеспечение, связанное с оказанием универсальных услуг связи	2341	10 400 782	13 333 456
6.3.2.	Прочие расходы	2350	(23 275 233)	(15 670 674)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	14 810 180	25 632 455
6.4. ПЗ	Текущий налог на прибыль	2410	(3 049 416)	(4 898 788)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства / (активы)	2421	656 077	(1 088 515)
6.4. ПЗ	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	(6 396 493)	(1 561 500)
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	-	-
6.4. ПЗ	Прочее	2460	5 537 931	2 502 050
	Чистая прибыль (убыток)	2400	10 902 202	21 674 217

Отчет о финансовых результатах

			Коды
за	2015 год	Дата (число, месяц, год)	0710002
Организация	ПАО «Ростелеком»	по ОКПО	31/12/2015
Идентификационный номер налогоплательщика		ИНН	17514186
Вид деятельности	Деятельность в области электросвязи	по ОКВЭД	7707049388
Организационно-правовая форма / форма собственности	Публичное акционерное общество / смешанная российская собственность с долей федеральной собственности	по ОКФС/ОКФЧ	64.20
Единица измерения:	тыс. руб.	по ОКЕИ	12247/41
			384

Пояснения	Наименование показателя	Код	За 2015 год	За 2014 год
1	2	3	4	5
6.1. ПЗ	Выручка	2110	283 169 510	290 205 425
	в том числе от продажи услуг связи	2111	258 527 529	264 955 187
6.2. ПЗ	Себестоимость продаж	2120	(250 261 546)	(248 705 090)
	в том числе услуг связи	2121	(233 580 843)	(232 572 567)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	32 907 964	41 500 335
	Коммерческие расходы	2210	X	X
	Управленческие расходы	2220	X	X
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	32 907 964	41 500 335
6.3.1. ПЗ	Доходы от участия в других организациях	2310	318 900	7 438 976
6.3.1. ПЗ	Проценты к получению	2320	2 526 726	1 672 199
6.3.2. ПЗ	Проценты к уплате	2330	(15 582 622)	(14 015 425)
6.3.1. ПЗ	Прочие доходы	2340	21 125 063	29 850 528
	в том числе: финансовое обеспечение (возмещение убытков), связанное с оказанием универсальных услуг связи	2341	13 333 456	10 700 958
6.3.2. ПЗ	Прочие расходы	2350	(15 705 457)	(30 637 141)
	в том числе: расходы, связанные с реорганизацией	2351	-	(299)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	25 590 574	35 809 472
6.4. ПЗ	Текущий налог на прибыль	2410	(4 898 788)	(6 648 687)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства / (активы)	2421	(1 012 314)	(657 390)
6.4. ПЗ	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	(1 629 324)	(2 598 070)
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	-	-
6.4. ПЗ	Прочее	2460	2 502 050	2 711 267
	Чистая прибыль (убыток)	2400	21 564 512	29 273 982

Форма 0710002 с.2

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	За 2015 год	За 2014 год
1	2	3	4	5
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510	361 209	270 538
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520	(17 643 635)	(2 708 993)
	Совокупный финансовый результат периода	2500	4 282 086	26 835 527
6.5. ПЗ	Справочно			
	Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	7,8097	11,0322
	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	2910	7,8097	11,0322

Президент  **Калугин С.Б.**
(подпись) (расшифровка подписи)

Главный бухгалтер  **Пересветов Д.Ю.**
(подпись) (расшифровка подписи)

" 11 " марта 2016 г.



Бакалаврская работа выполнена мною самостоятельно.

Использованные в работе материалы и концепции из опубликованной научной литературы и других источников имеют ссылки на них.

Отпечатано в 1 экземпляре.

Библиография составляет 40 наименований.

Один экземпляр сдан на кафедру « ____ » _____ 2017 г.

Дата « __ » _____ 2017 г.

Студент _____ (_____)