

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

Институт финансов, экономики управления
(наименование института полностью)

Кафедра «Финансы и кредит»
(наименование кафедры)

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

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

БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА

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

Студент

А.С. Андреева

_____ (личная подпись)

(И.О. Фамилия)

Руководитель

Д.Ю. Иванов

_____ (личная подпись)

(И.О. Фамилия)

Допустить к защите

Заведующий кафедрой д.э.н., профессор А.А. Курилова
(ученая степень, звание, И.О. Фамилия)

_____ (личная подпись)

« _____ » _____ 20 _____ г.

Тольятти 2018



Росдистант

ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ ДИСТАНЦИОННО

Аннотация

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

Ключевые слова: ставка дисконтирования, дисконтирование, модель, кумулятивная модель, доходный подход, оценка бизнеса.

Цель бакалаврской работы – оценить стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода на основе выбранной модели определения ставки дисконтирования, а также предложить рекомендации по повышению стоимости компании.

Задачи бакалаврской работы заключаются в следующем:

- рассмотреть экономическую сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса;

- определить ставку дисконтирования и провести оценку стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода;

- дать рекомендации по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС».

Объектом исследования выступает ПАО «СОЛЛЕРС». Предметом исследования выступают показатели рыночной стоимости компании.

Бакалаврская работа включает в себя введение, три главы, заключение, список используемой литературы, а также приложения. В первой главе рассматривается экономическая сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса. Во второй главе определяется ставка дисконтирования по одной из моделей, на основе которой даётся оценка стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода. В третьей главе даются рекомендации по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС», а также проводится расчёт экономической эффективности от предложенных мероприятий.

Оглавление

Введение	4
1 Экономическая сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса	6
1.1 Экономическое содержание и необходимость оценки бизнеса	6
1.2 Основные методы и подходы к оценке бизнеса	13
1.3 Модели определения ставки дисконтирования при оценке бизнеса в рамках доходного подхода	18
2 Выбор модели определения ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода	27
2.1 Техничко-экономическая характеристика ПАО «СОЛЛЕРС»	27
2.2 Выбор модели и определение ставки дисконтирования	33
2.3 Оценка стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода	37
3 Рекомендации по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС»	42
3.1 Мероприятия по снижению ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «СОЛЛЕРС»	42
3.2 Корректировка ставки дисконтирования и расчёт экономической эффективности предложенных мероприятий	44
Заключение	48
Список используемой литературы	51
Приложения	55

Введение

Оценка бизнеса является непростым делом, которая требует от специалиста наличия полного комплекса знаний о методах, подходах, тенденциях исследования рынка. Для российской реальности эта сфера является относительно новой, но ее востребованность растет изо дня в день.

При оценке стоимости бизнеса в рамках доходного подхода ключевым моментом выступает определение ставки дисконтирования, от величины которой напрямую зависит стоимость компании. В связи с этим выбор модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса выступает важнейшим вопросом. Этот факт предопределяет актуальность темы бакалаврской работы.

Цель бакалаврской работы – оценить стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода на основе выбранной модели определения ставки дисконтирования, а также предложить рекомендации по повышению стоимости компании.

Задачи бакалаврской работы заключаются в следующем:

- рассмотреть экономическую сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса;
- определить ставку дисконтирования и провести оценку стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода;
- дать рекомендации по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС».

Объектом исследования выступает ПАО «СОЛЛЕРС». Предметом исследования выступают показатели рыночной стоимости компании.

Среди методов исследования, используемых в бакалаврской работе, следует выделить анализ, сравнение, абстрагирование.

Методологическая база исследования представлена работами исследователей в области оценки стоимости бизнеса, среди которых Дамодаран А., Жигалова В.Н., Лисовский А.Л., Ронова Г.Н., Подгорный В.В., Чеботарев

Н.Ф., Эскиндаров, М.А., Федотова М.А. и др. При написании бакалаврской работы были использованы научные статьи, среди авторов можно выделить следующих: Генералов Д.А., Герасина Ю.А., Дзагоева, М.Р. Исавин, И.В. Качеянц М.Б., Колесникова Е.Н. и др.

Информационной базой послужили данные бухгалтерской (финансовой) отчётности ПАО «СОЛЛЕРС» за 2015-2017 годы, данные годовых и ежеквартальных отчётов организации, а также материалы официального сайта.

Хронологические рамки исследования – с 2015 по 2017 годы.

Практическая значимость бакалаврской работы заключается в возможности применения разработанных мероприятий по повышению стоимости компании в деятельности объекта исследования.

Бакалаврская работа включает в себя введение, три главы, заключение, список используемой литературы, а также приложения.

В первой главе рассматривается экономическая сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса. Здесь раскрывается экономическое содержание и необходимость оценки бизнеса, описываются основные методы и подходы к оценке бизнеса, а также подробно даётся характеристика моделей определения ставки дисконтирования при оценке бизнеса в рамках доходного подхода.

Во второй главе определяется ставка дисконтирования по одной из моделей, на основе которой даётся оценка стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода.

В третьей главе даются рекомендации по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС», а также проводится расчёт экономической эффективности от предложенных мероприятий.

1 Экономическая сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса

1.1 Экономическое содержание и необходимость оценки бизнеса

В настоящее время оценочная деятельность выступает важнейшим элементом современной экономики. В связи с развитием рыночных отношений потребность в оценке стоимости предприятия (бизнеса) растет. Рынок предполагает свободное обращение имущества, следовательно, появляется потребность в объективной и соответствующей оценке какого-либо объекта имущества.

«Оценочной деятельностью считается деятельность субъектов оценки, которая направлена на определение рыночной или иной стоимости в отношении объектов. Оценочная деятельность ориентирована на то, чтобы получить обоснованные данные о рыночной стоимости оцениваемого объекта или о размере активов, которые принадлежат собственнику, по состоянию на определенный период времени. Многоэтапный аналитический процесс определения справедливой рыночной стоимости, базой которого является выполнение определенной системы расчетов, называется оценкой стоимости бизнеса» [20].

Основным нормативным документом, регламентирующим вопросы оценки объектов, является федеральный закон «Об оценочной деятельности в РФ».

Проведение оценки стоимости бизнеса является трудоемким процессом, благодаря которому владелец получает возможность определения стоимости компании, фирмы или предприятия. На основании информации о рыночной стоимости бизнеса руководитель принимает управленческие решения, связанные с продажей или приобретением прав собственности. Кроме того, оценка является итогом работы, которую проводит компания на протяжении времени своего существования.

Оценка стоимости бизнеса представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Результатом произведенной оценки является рассчитанная величина рыночной стоимости или ее модификации. Рыночная стоимость — это наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

С точки зрения теории оценки, «предприятие – это комплекс, состоящий из взаимосвязанных объектов недвижимости, движимой и нематериальной собственности, т.е. из взаимосвязанных объектов имущества, нематериальных продуктов интеллектуальной деятельности, финансовых интересов, имущественных и иных прав (включая права требования и обязательства), предназначенных и используемых для предпринимательской деятельности (бизнеса), как правило, в рамках организации (юридического лица). Объектом оценки является деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия» [5].

Стоимость предприятия определяется стоимостью имущественного комплекса, а также эффективностью создания и прироста стоимости оцениваемого предприятия.

К целям оценки бизнеса можно отнести следующие:

1. Купля-продажа ценных бумаг. Подразумевает определение стоимости ценных бумаг общества для принятия обоснованного решения [27].

2. Выработка стратегии организации в целях усовершенствования процесса производства и повышения эффективности управления, что должно способствовать увеличению рыночной стоимости бизнеса и снижению риска банкротства и разорения.

3. Налогообложение в случаях, когда при определении налоговой базы необходимо провести объективную оценку дохода организации, ее имущества.

4. Страхование, в процессе которого появляется необходимость определить стоимость активов в преддверии потерь.

5. Определение кредитоспособности организации и стоимости залога при кредитовании. Оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости.

6. Осуществление инвестиционного проекта. В данном случае для обоснования целесообразности осуществления инвестиционного проекта необходимо выполнить оценку предприятия как действующего и определить выгоды, которые последуют после осуществления инвестиционного проекта [29].

Таким образом, оценка стоимости бизнеса является необходимой и полезной процедурой, так как позволяет:

- эффективнее управлять бизнесом;
- принимать инвестиционные решения;
- составить продуктивный бизнес-план;
- перейти к реорганизации компании;
- определить кредитоспособность;
- произвести налоговую оптимизацию бизнеса.

«Современная оценка стоимости бизнеса строится на трех группах принципов оценки:

- основанных на представлениях собственника (принципы полезности, замещения и ожидания);

- связанных с эксплуатацией собственности (принципы вклада, остаточной продуктивности, предельной производительности, сбалансированности);

- обусловленных действием рыночной среды (принципы соответствия, спроса и предложения, конкуренции, зависимости от внешней среды, изменения стоимости)» [16].

Описание данных принципов оценки представлено в таблице 1.1.

Таблица 1.1 – Принципы оценки стоимости бизнеса [16]

Группы принципов	Название принципа	Описание принципа
1	2	3
Принципы, основанные на представлениях собственника	Принцип полезности	Принцип полезности основан на том что, чем больше бизнес удовлетворяет потребности собственника, тем выше становится его стоимость.
	Принцип замещения	Принцип замещения определяется следующим образом: максимальную стоимость фирмы определяет наименьшая цена, по которой можно приобрести эквивалентный объект.
	Принцип ожидания	Принцип ожидания состоит в определении будущего дохода, который можно получить от владения данным предприятием.
Принципы, связанные с эксплуатацией собственности	Принцип вклада	Сущность принципа вклада заключается в следующем: покупка актива экономически целесообразна, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на его приобретение.
	Принцип остаточной продуктивности	Принцип остаточной продуктивности означает, что факторы производства оцениваются с учетом периода их воспроизводства и места в обороте капитала.
	Принцип предельной производительности	Принцип предельной производительности означает, что по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая отдача растет быстрее темпа роста затрат, в то же время после достижения определенной точки общая отдача увеличивается замедляющимися темпами.
	Принцип сбалансированности	Согласно принципу сбалансированности, максимальный доход бизнеса получается при соблюдении оптимальных величин факторов производства.

Окончание таблицы 1.1

1	2	3
Принципы, обусловленные действием рыночной среды	Принцип соответствия	Сущность принципа соответствия заключается в том, что меньшую стоимость имеют объекты оценки, не соответствующие рыночным ожиданиям.
	Принцип спроса и предложения	Принцип спроса и предложения основан на взаимосвязи между потребностями в объекте оценки и ограниченностью его предложения.
	Принцип конкуренции	Принцип конкуренции означает, что при прогнозировании прибыли фактор конкуренции учитывается за счет прямого уменьшения потока доходов или путем увеличения фактора риска.
	Принцип зависимости от внешней среды	Принцип зависимости от внешней среды заключается в том, что стоимость имущества фирмы в значительной мере зависит от степени политической и экономической стабильности в стране.
	Принцип изменения стоимости	Принцип изменения стоимости заключается в том, что оценка стоимости бизнеса должна проводиться на определенную дату

Рассмотрим основные этапы проведения оценки стоимости компании.

1. Сбор информации. Первый этап состоит в сборе всей доступной информации о компании, ее продукции, рынках и конкурентах на основе данных бухгалтерской (финансовой) отчетности и внутренних отчетов, из средств массовой информации, отраслевых исследований, информации финансовых аналитиков. В ходе этого этапа эксперт-аналитик должен собрать как минимум следующие сведения: история, правовая форма, основные виды деятельности (продукция или услуги), дочерние предприятия, отраслевые особенности, схема производства, отчетные сегменты, численность и финансовая политика.

2. Комплексный анализ хозяйственной деятельности. Используется в основном для понимания бизнес-модели компании со стратегической и финансовой точек зрения. Стратегический анализ позволяет взглянуть на конкурентные позиции компании, возможности на своем рынке и характеризует ее сильные и слабые стороны. Финансовый анализ позволяет

выявить факторы, определяющие экономические и финансовые показатели компании в долгосрочной перспективе, проанализировать структуру финансирования и оценки ее финансовой устойчивости.

3. Выбор метода оценки компании. В зависимости от характеристик компании и целей инвесторов подходы, которые позволяют оценить стоимость компании, разделены на три основные категории: а) затратный подход — имущественный подход, основанный на переоценке активов и пассивов и расчет гудвилла; б) доходный подход на основе дисконтирования денежных потоков (дивидендов, свободного денежного потока), создаваемых в деятельности компании; в) сравнительный подход по отраслевым, рыночным и прочим критериям.

4. Разработка бизнес-плана. Используются актуарные методы, предполагающие, что стоимость компании равна дисконтированной стоимости денежных потоков, генерируемых в ее деятельности. Этот метод требует разработки бизнес-плана и оценки синергии в случае поглощений другими предприятиями. Бизнес-план опирается на ряд гипотез, связанных с изменением денежных потоков, оборотных средств или инвестиционных расходов.

5. Определение гипотезы и параметров оценки. Как и другие модели, которые стремятся предвидеть изменения на рынках или поведение экономических агентов, модели оценки стоимости компании основаны на восстановительных и упрощающих предположениях, которые касаются разработки бизнес-плана и расчета ставки дисконтирования. Важно также проверить надежность гипотез, изменяя некоторые из параметров (анализ сценариев) или путем проведения моделирования.

6. Определение диапазона стоимости компании. Оценщик или аналитик должен давать не однозначную фиксированную оценку, а стремиться определить диапазон путем определения минимальной и максимальной стоимостей. Методы оценки рассматриваются как вспомогательные инструменты для принятия решения руководства, акционеров и инвесторов.

7. Переговоры и установление цены сделки. В процессе переговоров о сделке обе стороны будут опираться на оценку стоимости для установления цены сделки. На этом этапе требуются консультации специалистов банков и юристов, которые помогают продавцам и покупателям заключать договор [15].

Для оценки бизнеса понятие «величина оцениваемой стоимости» является многоаспектным, зависящим от влияния множества факторов, которые сложно или невозможно одновременно учитывать в одном алгоритме расчета. В этой связи при определении стоимости бизнеса одни группы факторов считают постоянными, а другие обладающими переменными величинами.

Рассмотрим факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия.

1) Доходность.

Повышение доходности является ключевым фактором, влияющим на стоимость бизнеса. Данная задача относится к числу приоритетов любого коммерческого предприятия и необязательно может быть продиктована желанием собственника увеличить стоимость своего дела. В любом случае без достижения должного уровня рентабельности сложно ожидать интересных предложений от покупателей.

2) Стоимость активов.

Другой важный фактор, влияющий на стоимость бизнеса – это стоимость материальных и нематериальных активов. Существует множество способов оптимизации стоимости материальных активов (списание, переоценка, ремонт и др.), позволяющих решать различные задачи.

3) Уровень рисков.

Рассматривая факторы, влияющие на стоимость бизнеса, необходимо оценивать риски деятельности (коммерческие, финансовые, производственные, имущественные, политические и др.) С точки зрения управления все риски делятся на следующие группы: неконтролируемые риски, контролируемые риски.

Различают три основных подхода к оценке стоимости бизнеса. В рамках каждого подхода существует несколько методов. Значение стоимости бизнеса в

одном из методов определяется не только на основе влияния нескольких групп факторов, но и с учетом временных аспектов исследования. Так, в некоторых методах используется ретроспективная информация, а в других перспективная, в-третьих текущая информация фондового рынка. Общим для всех методов оценки является та рыночная основа, в которой проявляют себя изменчивая конъюнктура, наличие рисков и их последствия, ожидания инвесторов, предполагаемая реакция рынка на сделки купли-продажи оцениваемого объекта.

В подходах оценки бизнеса используются данные, характеризующие один рынок, но с разных сторон, поэтому величина стоимости может различаться. При совершенном рынке результаты применения всех трех подходов к оценке должны дать одну величину стоимости бизнеса. Однако на величину стоимости влияет несовершенство большинства рынков, на которых действуют дестабилизирующие факторы: предложение не находится в равновесии со спросом; потенциальные участники рынка могут не иметь достоверную информацию о ситуации на нем; деятельность бизнеса может быть неэффективна и т.д. Приведенные и другие причины влияют на результаты оценки стоимости, полученные в разных подходах, показывая отличающиеся между собой величины.

Далее рассмотрим более подробно содержание основных подходов и методов оценки бизнеса.

1.2 Основные методы и подходы к оценке бизнеса

Рассмотрим три основных подхода к оценке бизнеса: затратный, сравнительный и доходный.

Каждый их подходов включает в себя несколько методов и преследует свои цели (таблица 1.2).

Таблица 1.2 – Сравнительная характеристика основных подходов к оценке бизнеса

Параметр сравнения	Затратный	Сравнительный	Доходный
Время	Прошлое	Настоящее (недавнее прошлое)	Будущее
Цели	- Определение кредитоспособности организации и стоимости залога при кредитовании. - Страхование. - Налогообложение.	- Купля-продажа ценных бумаг. - Вклад в уставный капитал.	- Купля-продажа ценных бумаг. - Выработка стратегии организации. - Осуществление инвестиционного проекта. - Вклад в уставный капитал.
Методы	- Метод стоимости чистых активов. - Метод ликвидационной стоимости	- Метод рынка капитала. - Метод сделок. - Метод отраслевых коэффициентов.	- Метод капитализации доходов. - Метод дисконтирования денежных потоков.

Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, которая основана на определении затрат, являющихся необходимыми для воспроизводства или замещения объекта оценки непосредственно с учетом износа, а также устареваний. При использовании затратного подхода предприятие рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. К имуществу, предназначенному для ведения бизнеса, относятся здания, земельные участки, инвентарь, оборудование, сырье, материалы, продукция, долги, а также права на фирменное наименование, товарный знак, знаки обслуживания, и другие исключительные права.

При использовании затратного подхода сначала оцениваются и суммируются все активы предприятия (здания, нематериальные активы, оборудование, машины, запасы, финансовые вложения, дебиторская задолженность и т.д.), а затем из полученной суммы вычитается текущая стоимость обязательств фирмы. Итоговой величиной выступает стоимость собственного капитала. В расчетах используются данные баланса на дату оценки или на последнюю отчетную дату.

Основным преимуществом затратного метода является то, что он основан на достоверной фактической информации о состоянии имущества предприятия. Главным недостатком выступает отсутствие возможности учета будущих возможностей бизнеса в получении чистых доходов.

Характеристика основных методов оценки в рамках затратного подхода представлена в таблице 1.3.

Таблица 1.3 - Характеристика основных методов оценки в рамках затратного подхода

Метод	Применение	Расчет	Условное обозначение
Метод стоимости чистых активов	Используется, когда доходы от бизнеса невозможно предсказать с высокой степенью точности, но предприятие имеет в своем распоряжении хорошие финансовые и материальные активы	$Vb = Vta + Vfa + Via + G - O$	Стоимость бизнеса (Vb); стоимость материальных активов (Vfa); стоимость нематериальных активов (Via); стоимость финансовых активов (Vfa); оценка гудвила (G); стоимость обязательств предприятия (O)
Метод ликвидационной стоимости	Используется при банкротстве предприятия, т. е. все активы, имеющиеся у организации, распродаются на торгах и погашают долги по собственным обязательствам	$Vl = Va - Cl$	Ликвидационная стоимость предприятия (Vl); стоимость активов (Va); затраты на ликвидацию (Cl)

Рассмотрим сравнительный подход к оценке бизнеса. Особенностью сравнительного подхода является ориентация итоговой величины стоимости на уровень цен купли-продажи акций, принадлежащих сравнимым по основным параметрам другим бизнесам, а также на фактические финансовые результаты.

Сравнительном подходе предполагается, что стоимость собственного капитала компании определяется суммой средств, за которые ее можно продать на достаточно сформированном рынке. То есть вероятная цена стоимости оцениваемой компании может быть сходной с реальной ценой продажи, сравнимой по параметрам фирмы, что уже было зафиксировано на рынке.

Характеристика основных методов оценки в рамках сравнительного подхода представлена в таблице 1.4.

Таблица 1.4 - Характеристика основных методов оценки в рамках сравнительного подхода

Метод	Применение	Расчет	Условное обозначение
Метод рынка капитала (метод компании-аналога)	Используется для оценки неконтрольного пакета акций	Расчет стоимости предприятия: $S=N*P_2$.	Ожидаемое к желательному моменту перепродажи значение чистой прибыли предприятия (P_2); при методе рынка капитала: рыночная цена одной акции предприятия-аналога, при методе сделок: цена контрольного пакета, включающую премию за элементы контроля (P); количество акций предприятия-аналога (N); чистая прибыль предприятия-аналога (P_1)
Метод сделок (метод продаж)	Используется для оценки контрольного пакета акций	Расчет мультипликатора «цена / чистая прибыль»: $H=P*N/P_1$	
Метод отраслевых коэффициентов	Применяется для ориентировочной оценки стоимости предприятия	Рассчитывается на основе длительных статистических наблюдений	

Доходный подход - это наиболее объективная методология, которая применяется с целью оценки бизнеса. Доходы, обеспечивающие предприятие, являются основной полезностью бизнеса. Доходный подход применяют, когда можно получить достоверную информацию, позволяющую сделать прогноз о будущих доходах и расходах оцениваемой фирмы.

Оценка бизнеса с применением доходного подхода зависит от перспектив развития бизнеса оцениваемого предприятия. Процесс прогнозирования доходов представляет наибольшую сложность при оценке бизнеса предприятия данным методом. Кроме того, сложным является определение ставки

дисконтирования (капитализации) будущих доходов. Главное преимущество доходного подхода заключается в учете перспектив деятельности предприятия.

Характеристика основных методов оценки в рамках доходного подхода представлена в таблице 1.5.

Таблица 1.5 - Характеристика основных методов оценки в рамках доходного подхода

Метод	Применение	Расчет	Условное обозначение
Метод дисконтирования денежных потоков	Используется, когда будущие доходы будут изменяться по году прогнозного периода	$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$	Дисконтированный денежный поток (DCF); денежный поток в период времени i (CF); ставка дисконтирования (норма дохода) (r); количество временных периодов, по которым появляются денежные потоки (n)
Метод капитализации доходов	Используется, когда определен уровень дохода за первый прогнозный год и предполагается, что доход будет точно таким же и в последующие прогнозные годы	$C = \frac{NOI}{R_k}$	Стоимость объекта недвижимости (C); чистый операционный доход (NOI); коэффициент капитализации (R_k)

Таким образом, каждый из подходов позволяет более точно и полно отразить определенные факторы, влияющие на стоимость объекта. Оценка бизнеса не имеет однозначного характера, для одного предприятия может требоваться комплексная оценка, сочетающая в себе сразу несколько подходов, для другого – достаточно и одного.

Далее рассмотрим более подробно метод дисконтированных денежных потоков и основные модели определения ставки дисконтирования.

1.3 Модели определения ставки дисконтирования при оценке бизнеса в рамках доходного подхода

Метод дисконтирования денежных потоков является весьма сложным и трудоемким. В тоже время он признан во всем мире как наиболее теоретически обоснованный метод оценки бизнеса действующих предприятий. В странах с развитой экономикой этот метод применяется в 80 - 90% случаев при покупке предприятий крупного и среднего бизнеса и в наибольшей степени отвечает интересам инвесторов. Метод дисконтирования денежных потоков не стоит применять к оценке бизнеса убыточных предприятий. Кроме того, его можно с осторожностью использовать при оценке бизнеса новых предприятий.

Стоимость бизнеса, которая определена с применением доходного подхода к оценке, рассчитывается в виде суммы приведенных доходов, которые в будущем может получить как само предприятие, так и его собственники. За бизнес могут заплатить максимально такую сумму, какую он может принести в виде дохода (или полезности) своему покупателю. При этом те капиталовложения в бизнес, которые были сделаны раньше бывшим его владельцем, не имеют отношения к его цене.

Рассмотрим «основные этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков:

- Выбор модели денежного потока.
- Определение длительности прогнозного периода.
- Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки.
- Прогноз и анализ расходов.
- Прогноз и анализ инвестиций.
- Расчет денежного потока для каждого прогнозного года.
- Определение ставки дисконта.
- Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
- Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.
- Внесение итоговых поправок» [16].

«Первый этап – выбор модели денежного потока – зависит от наличия необходимости различать собственный и заемный капитал. В модели денежного потока для собственного капитала проценты по обслуживанию заемного капитала выделяются как расходы, а в модели для всего инвестированного капитала учитываются в составе потока доходов, вследствие этого меняется величина чистой прибыли» [16].

«Второй этап – определение длительности прогнозного периода. В странах с развитой экономикой длительность прогнозного периода составляет 5-10 лет, а в кризисных условиях возможно его сокращение до 3 - 5 лет» [16].

Третий этап - ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки. При ретроспективном анализе и прогнозе валовой выручки требуется рассмотрение и учет следующих факторов:

- ситуация в экономике;
- темпы инфляции;
- объем производства и цен на продукцию;
- спрос на продукцию;
- ретроспективные темпы роста;
- ситуация в отрасли;
- перспективы капитальных вложений;
- доля предприятия на рынке.

Четвёртый этап - прогноз и анализ расходов.

На этапе осуществления прогноза и анализа расходов оценщику требуется изучение структуры расходов предприятия, оценка инфляционных ожиданий, исключение единовременных статей расходов, которые не встретятся в будущем, вычисление амортизационных отчислений, расчёт затрат на выплату процентов по заемным средствам, сравнение прогнозируемых расходов со среднеотраслевыми.

Пятый этап – прогноз и анализ инвестиций – осуществляется на основе прогноза его отдельных компонентов:

- потребности в финансировании;

- капитальных вложений;
- собственных оборотных средств («рабочего капитала»).

Шестой этап - расчет денежного потока для каждого прогнозного года. В качестве дохода может быть выбрана одна из следующих величин: свободный денежный поток, денежный поток для всего инвестированного капитала, денежный поток для собственного капитала, дивиденды, прибыль до уплаты процентов и налогов, чистая прибыль и другие величины. Процесс выбора дохода зависит от целей управления стоимостью и от целей оценки. Для акционеров и собственников бизнеса предпочтительным будет выбор свободного денежного потока. Свободный денежный поток отражает ту величину дохода, которая остается в компании после осуществления всех необходимых капитальных затрат.

Седьмой этап – определение ставки дисконта, или ставки дисконтирования для приведения будущих денежных потоков в текущему моменту времени.

Восьмой этап - расчет величины стоимости в постпрогнозный период – производится в зависимости от перспектив развития бизнеса в указанный период. Для стабильного бизнеса с большими материальными активами используется метод расчета по стоимости чистых активов. Метод расчета по ликвидационной стоимости используется, если предполагается банкротство фирмы в постпрогнозный период. Метод предполагаемой продажи состоит из пересчета в текущую стоимость прогнозируемого денежного потока от продаж. Предполагается (согласно модели Гордона), что доход первого постпрогнозного года капитализируется в показатели стоимости с помощью коэффициента капитализации, который рассчитывается как разность между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста.

Девятый этап – расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период. Данный этап заключается в дисконтировании стоимости будущих денежных потоков в прогнозном и постпрогножном периодах и их суммировании.

И десятый этап – внесение итоговых поправок, которые могут быть связаны с нефункциональными активами и фактической величиной собственного оборотного капитала.

Каждый подход к оценке бизнеса учитывает влияние риска на стоимость. В расчетной части уровень риска напрямую определяется при использовании доходного подхода. В данном случае ставка дисконтирования выступает мерой рискованности. Ставка дисконтирования учитывает три компонента: источники капитала, временная оценка денежной единицы и риск.

Являясь делителем, позволяющим определить текущую стоимость денежного потока, ставка дисконтирования выступает еще и в качестве нормы доходности на вложенный капитал, и показателем, определяющим стоимость привлечения капитала.

При определении уровня риска при расчете ставки дисконтирования не учитывается наличие, стоимость и качество менеджмента риска.

Наличие системы риск-менеджмента позволяет строить наиболее вероятные и точные прогнозы деятельности организации. При определении величины дисконтированных денежных потоков, а также терминальной стоимости необходимо определить, какие риски будут непосредственно влиять на величину денежного потока.

В случае, если степень диверсификации бизнеса велика, то специфические риски организации не будут оказывать существенного влияния на стоимость, поэтому и не стоит учитывать при построении модели. Если снижение денежного потока связано с затратами на управление рисками или диверсификацию деятельности, то и ставка дисконтирования должна снижаться при построении прогноза.

Наличие и качество системы по управлению рисками в большей мере учитывается в разновидности метода дисконтирования денежных потоков — в опционном методе оценки бизнеса. Метод реальных опционов дополняет метод дисконтирования денежных потоков на стоимость предпринимательских возможностей, в которых учтены активные действия менеджера. Расчет

величины дополнительного дохода осуществляется с учетом вероятностей и последствий наступления благоприятного или неблагоприятного события.

Учесть необходимые риски и наличие системы менеджмента риска можно при формировании денежного потока с помощью поправок к итоговому значению. Так, в результате эффективного риск-менеджмента стоимость бизнеса будет расти в случае применения итоговой корректировки на наличие/отсутствие менеджмента рисков.

Управление рисками приводит к снижению ставки дисконтирования и к увеличению величины дисконтированного денежного потока. Однако, управление рисками включает не только расчет вероятности и последствий наступления неблагоприятного события, но учет возможностей бизнеса при наступлении рискованного события. Получается, что при наличии риска как возможности дисконтированный денежный поток все же снижается, что не верно.

Учитывать риски при определении стоимости бизнеса можно при определении денежного потока, при расчете ставки дисконтирования или комбинированным методом. Важно не допустить двойного учета риска при оценке бизнеса.

Итак, ставка дисконта, или ставка дисконтирования, — это процентная ставка для пересчета будущих доходов в текущую стоимость.

Рассмотрим более подробно основные модели определения ставки дисконтирования для оценки бизнеса. Выбор модели определения ставки дисконтирования во многом зависит от типа денежного потока, используемого в качестве базы.

Первая модель – это определение ставки дисконтирования с помощью показателя WACC – средневзвешенной стоимости капитала. Данная модель используется для денежного потока всего инвестированного капитала и исчисляется как сумма взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемных средств, весами являются доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Согласно модели средневзвешенной стоимости капитала ставка дисконта определяется по формуле 1.

$$WACC = k_d * (1 - t_c) * w_d + k_p * w_p + k_s * w_s \quad (1)$$

«где k_d - стоимость привлеченного заемного капитала;

t_c - ставка налога на прибыль;

w_d - доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

k_p - стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

w_p - доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

k_s - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

w_s - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия» [13].

Далее рассмотрим модели, применимые для собственного капитала. В данных моделях за базу берётся безрисковая ставка, то есть ставка по финансовому инструменту, кредитный риск которого равен нулю. На практике за безрисковую ставку может быть взята ставка доходности по государственным облигациям, ключевая ставка Банка России, доходность по депозитам надёжных банков и т.д.

Итак, следующая модель – модель оценки капитальных активов, или модель САРМ. Ставка дисконта в модели оценки капитальных активов определяется по формуле 2.

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2)$$

где R - требуемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

R_f – безрисковая ставка;

R_m – доходность портфеля (среднерыночная доходность);

β - коэффициент бета (характеризует риск, который приносит в рыночный портфель отдельная акция; позволяет учесть рыночный риск за счёт корректировки рыночного риска на коэффициент бета);

$R_m - R_f$ – рыночный риск;

$\beta (R_m - R_f)$ – риск отдельной акции.

Коэффициент бета сравнивается с 1. Бета больше 1 означает высокий уровень систематического риска, меньше 1 — низкий, безрисковый актив будет иметь коэффициент систематического риска, равный 0.

Однако модель CAPM является однофакторной, это её ключевой недостаток, поэтому при оценке стоимости бизнеса обычно используют модифицированную CAPM модель, которая учитывает не только систематический риск, но также и несистематические риски. Модифицированная модель оценки капитальных активов применительно к оценке стоимости бизнеса представлена в формуле 3.

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C \quad (3)$$

где S_1 - премия для малых предприятий;

S_2 - премия за риск, характерный для отдельной компании;

C - страновой риск.

С помощью модифицированной модели CAPM возможен учет как систематических, так и несистематических рисков бизнеса. Измерить рыночный риск отдельного актива или направления деятельности возможно через показатель ковариации данного актива по отношению к рынку или портфелю активов организации. Если в результате измерения выявлено однонаправленное изменение доходности актива вслед за изменением доходности портфеля/рынка, то рыночный риск такого актива является высоким. Специфический риск актива или направления деятельности можно измерить с помощью дисперсионных критериев оценки риска: математического ожидания, дисперсии, стандартного отклонения, коэффициента вариации. Оценка риска происходит через сравнение дисперсионных критериев до включения актива (направления) в портфель и после.

Наиболее часто используемой моделью определения ставки дисконтирования выступает кумулятивный метод. В данном случае также базой для расчета ставки дисконтирования выступает безрисковая ставка. К безрисковой ставке последовательно прибавляются премии за различные

факторы риска. В дальнейшем вносят поправки на действие факторов риска, которые вызваны спецификой компании.

В качестве примера модели кумулятивного построения приведём две методики.

Первая методика – методика П. Блэка и Р. Грина. Согласно данной методике, к величине безрисковой ставки прибавляется премия за риск за такие факторы, как конкуренция, финансовая сила, профессионализм и глубина менеджмента, а также рентабельность и стабильность доходов. За каждый из четырёх факторов предлагается премия за риск в размере от 0 до 10%. Чем выше риск, тем более высокая надбавка.

Вторая методика, заслуживающая внимания, принадлежит автору З. Кристоферу Мерсеру. Он в качестве факторов риска выделяет такие факторы, как:

- Ключевая фигура; качество и глубина управления.
- Размер предприятия.
- Финансовая структура (источники финансирования компании).
- Рентабельность и стабильность доходов.
- Товарная и территориальная диверсификация.
- Диверсификация клиентуры.
- Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость.
- Прочие риски [30].

Также могут быть учтены и иные существенные факторы.

За каждый фактор риска автор предлагает выставлять от 0 до 5%.

По другой методике - премия за каждый вид риска принимает значение в диапазоне от 0 до 5/6 безрисковой ставки.

Таким образом, мы рассмотрели основные модели определения ставки дисконтирования для оценки стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода.

Основные проблемы рассмотренных моделей связаны с предположением о разумности действий лица, принимающего решения. Кроме того, во многих

моделях, измеряющих риск и доходность есть предположение о нормальном распределении, что далеко от реальности. Определение уровня риска единого на протяжении всего периода прогнозирования приводит к существенному искажению результатов оценки бизнеса. Риск является переменной величиной под влиянием внешних и внутренних факторов деятельности организации.

Проводимая политика по управлению рисками напрямую зависит от склонности к риску лица, принимающего решение. Если лицо, принимающее решение, имеет высокий уровень риск – аппетита, то данный факт должен найти отражение в ставке дисконтирования. При пассивном отношении к риску, дисконтировать денежные потоки можно по безрисковой ставке.

Нами были рассмотрены основные модели, отражающие соотношение риска и дохода. Выбор модели зависит от сложившейся ситуации на рынке, от специфики деятельности конкретной организации, уровня специфических и рыночных рисков, от видов осуществляемой деятельности, периода прогнозирования, особенностей формирования денежных потоков и прочих факторов, наличия системы риск-менеджмента, интересов лица, принимающего решения и т. д. Учет данных переменных позволит выбрать и выстроить модель, в наибольшей степени отражающую соотношение рискованности и доходности бизнеса.

В следующей главе проведём оценку стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков.

2 Выбор модели определения ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода

2.1 Техничко-экономическая характеристика ПАО «СОЛЛЕРС»

ПАО «СОЛЛЕРС» (ранее - ОАО «Северсталь-авто») было создано в марте 2002 года ОАО «Северсталь», передавшим собственные контрольные пакеты акций, приобретенные в конце 2000 года, в ПАО «Ульяновский автомобильный завод» (ПАО «УАЗ») и ПАО «Заволжский моторный завод» (ПАО «ЗМЗ»), в качестве вноса в уставный капитал ПАО «СОЛЛЕРС».

ОАО «Северсталь-авто» было переименовано в ОАО «СОЛЛЕРС» в 2008 году.

31 июля 2015 года ОАО «СОЛЛЕРС» было переименовано в ПАО «СОЛЛЕРС».

Непосредственным материнским предприятием Группы СОЛЛЕРС является ООО «ЭРФИКС».

Стороной, осуществляющей конечный контроль над Группой, является Вадим Швецов, основной акционер ПАО «СОЛЛЕРС».

Акции ПАО «СОЛЛЕРС» зарегистрированы на ММВБ-РТС.

Зарегистрированный офис Предприятия находится по адресу: Россия, Москва, Тестовская ул., 10.

Основными видами деятельности ПАО «СОЛЛЕРС» и Группы являются производство и продажа автомобилей, в том числе их компонентов, сборочных комплектов и двигателей.

Производственные предприятия Группы ПАО «СОЛЛЕРС» преимущественно расположены в г. Ульяновске и в Нижегородской области, Российская Федерация.

В 2011 году Группа учредила совместное предприятие с компанией Ford Motor Company, производственные активы которого расположены в г. Всеволожск в Ленинградской области, Набережных Челнах и Елабуге в

Республике Татарстан. Совместное предприятие «Форд-СОЛЛЕРС» предназначено для эксклюзивного производства и дистрибуции автомобилей марки Форд в России.

В конце 2011 года Группа учредила совместное предприятие с японской компанией Mitsui&Co., Ltd во Владивостоке. Производство автомобилей марки Toyota началось в феврале 2013 года. В июне 2015 года проект завершен в запланированные сроки.

Во втором полугодии 2012 года Группа завершила учреждение совместного предприятия с Mazda Motor Corporation во Владивостоке для производства внедорожников и легковых автомобилей марки Mazda. Совместное предприятие «Мазда-СОЛЛЕРС» начало производство внедорожников марки Mazda в сентябре 2012 года, а легковых автомобилей этой марки - в апреле 2013 года.

В 2017 году Группа продолжала эксклюзивную дистрибуцию внедорожников SsangYong.

На основе данных бухгалтерской (финансовой) отчетности ПАО «СОЛЛЕРС» (Приложения А, Б, В) проведем анализ динамики бухгалтерского баланса предприятия (таблица 2.1).

Таблица 2.1 - Анализ динамики бухгалтерского баланса ПАО «СОЛЛЕРС» за 2015-2017 гг., тыс. руб.

Показатель	Значение показателя			Абсолютное изменение			Темп прироста, %		
	2015	2016	2017	2016/ 2015	2017/ 2016	2017/ 2015	2016/ 2015	2017/ 2016	2017/ 2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Внеоборотные активы	10379 681	105175 35	106188 91	13785 4	10135 6	23921 0	1,33	0,96	2,30
- основные средства	91024	84985	88651	-6039	3666	-2373	-6,63	4,31	-2,61
- нематериальные активы	1119	819	983	-300	164	-136	-26,81	20,02	-12,15

Продолжение таблицы 2.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
- финансовые вложения	10171882	10171883	10171774	1	-109	-108	0,00	0,00	0,00
- отложенные налоговые активы	115656	259848	357483	144192	97635	241827	124,67	37,57	209,09
2. Оборотные активы	1435265	2809502	3597196	1374237	787694	2161931	95,75	28,04	150,63
- запасы	56	1	1	-55	0	-55	-98,21	0,00	-98,21
- налог на добавленную стоимость по приобретённым ценностям	30	17	26	-13	9	-4	-43,33	52,94	-13,33
- дебиторская задолженность	296920	356857	341009	59937	-15848	44089	20,19	-4,44	14,85
- финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	881500	881500	1332000	0	450500	450500	0,00	51,11	51,11
- денежные средства и денежные эквиваленты	254756	1569398	1922004	1314642	352606	1667248	516,04	22,47	654,45
- прочие оборотные активы	2003	1729	2156	-274	427	153	-13,68	24,70	7,64
3. Капитал и резервы	8299127	13259867	14149307	4960740	889440	5850180	59,77	6,71	70,49
- уставный капитал	428377	428377	428377	0	0	0	0,00	0,00	0,00
- добавочный капитал (без переоценки)	3167527	3167527	3167527	0	0	0	0,00	0,00	0,00
- резервный капитал	21419	21419	21419	0	0	0	0,00	0,00	0,00
- нераспределённая прибыль	4681804	9642544	10531984	4960740	889440	5850180	105,96	9,22	124,96

Окончание таблицы 2.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
4. Долгосрочные обязательства	–	–	–	–	–	–	–	–	–
5. Краткосрочные обязательства	3515819	67170	66780	-3448649	-390	-3449039	-98,09	-0,58	-98,10
- заемные средства	3455470	602	85	-3454868	-517	-3455385	-99,98	-85,88	-100,00
- кредиторская задолженность	46154	22844	9822	-23310	-13022	-36332	-50,50	-57,00	-78,72
- оценочные обязательства	14195	43724	56873	29529	13149	42678	208,02	30,07	300,66
Валюта баланса	11814946	13327037	14216087	1512091	889050	2401141	12,80	6,67	20,32

Анализ динамики бухгалтерского баланса показал, что за анализируемый период активы компании увеличились на 2 401 141 тыс. руб., или на 20,32%. Учитывая рост активов, необходимо отметить, что собственный капитал увеличился еще в большей степени – на 70,5%. Это положительный факт.

Рост величины активов организации связан с ростом следующих элементов активов:

- денежные средства и денежные эквиваленты – 1 667 248 тыс. руб.,
- краткосрочные финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов) – 450 500 тыс. руб.,
- отложенные налоговые активы – 241 827 тыс. руб.

В пассиве баланса наибольший прирост произошел по строке «нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» (+5 850 180 тыс. руб., или 99,3% вклада в прирост пассивов организации в течение анализируемого периода).

Среди отрицательно изменившихся статей баланса можно выделить «основные средства» в активе и «краткосрочные заемные средства» в пассиве (-2 373 тыс. руб. и -3 455 385 тыс. руб. соответственно).

Значение собственного капитала по состоянию на 31.12.2017 составило 14 149 307,0 тыс. руб., что на 5 850 180,0 тыс. руб., или на 70% больше, чем на начало анализируемого периода.

В таблице 2.2 приведены основные финансовые результаты деятельности ПАО «СОЛЛЕРС» за весь рассматриваемый период.

Таблица 2.2 - Основные финансовые результаты деятельности ПАО «СОЛЛЕРС» за 2015-2017 гг.

Показатель	Значение показателя			Абсолютное изменение			Темп прироста, %		
	2015	2016	2017	2016/ 2015	2017/ 2016	2017/ 2015	2016/ 2015	2017/ 2016	2017/ 2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Выручка	62314 1	180177	186136	- 44296 4	5959	- 43700 5	-71,09	3,31	-70,13
Себестоимость продаж	(62378 0)	(75325)	(75375)	- 54845 5	50	- 54840 5	-87,92	0,07	-87,92
Валовая прибыль (убыток)	-639	104852	110761	10549 1	5909	11140 0	X	5,64	X
Коммерческие расходы	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Управленческие расходы	(29502 4)	(98171 1)	(84254 0)	68668 7	- 13917 1	54751 6	232,7 6	-14,18	185,5 8
Прибыль (убыток) от продаж	- 29566 3	- 876859	- 731779	- 58119 6	14508 0	- 43611 6	X	X	X
Доходы от участия в других организациях	76288 6	569145 0	129685 0	49285 64	- 43946 00	53396 4	646,0 4	-77,21	69,99

Окончание таблицы 2.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Проценты к получению	123610	243125	259374	119515	16249	135764	96,69	6,68	109,83
Проценты к уплате	(721880)	(52222)	-	-669658	X	X	-92,77	X	X
Прочие доходы	1766702	2503	496	-1764199	-2007	-1766206	-99,86	-80,18	-99,97
Прочие расходы	(460132)	(210475)	(50216)	-249657	-160259	-409916	-54,26	-76,14	-89,09
Прибыль до налогообложения	1175523	4797522	774725	3621999	-4022797	-400798	308,12	-83,85	-34,10
Чистая прибыль (убыток)	1080557	4941714	872361	3861157	-4069353	-208196	357,33	-82,35	-19,27

Годовая выручка за последний год составила 186 136 тыс. руб. За рассматриваемый период наблюдается рост выручки на 70,13%.

За 2017 год убыток от продаж равнялся -731 779 тыс. руб. За 2017 год наблюдался явный рост финансового результата от продаж (на 145 080 тыс. руб.), однако если рассматривать весь анализируемый период, то динамика отрицательная.

Следует отметить, что несмотря на получение убытков от продаж, ПАО «СОЛЛЕРС» на протяжении всего периода имеет положительное значение чистой прибыли, это связано с получением доходов от участия в других организациях, с наличием процентных доходов, а также прочих доходов.

Анализ соотношения активов по степени ликвидности и обязательств по сроку погашения представлен в таблице 2.3.

Таблица 2.3 - Анализ ликвидности баланса ПАО «СОЛЛЕРС» на 2017 г.

Активы по степени ликвидности	На 31.12.2017, тыс. руб.	Пассивы по сроку погашения	На 31.12.2017, тыс. руб.	Излишек/недостаток платеж. средств тыс. руб.	Нормальное соотношение	Соотношение по факту
А1. Высоколиквидные активы	325004	П1. Наиболее срочные обязательства	9822	+3244182	$A1 \geq P1$	$A1 \geq P1$
А2. Быстрореализуемые активы	341009	П2. Среднесрочные обязательства	56958	+284051	$A2 \geq P2$	$A2 \geq P2$
А3. Медленно реализуемые активы	2183	П3. Долгосрочные обязательства	0	+2183	$A3 \geq P3$	$A3 \geq P3$
А4. Труднореализуемые активы	10618891	П4. Постоянные пассивы	14149307	-3530416	$A4 \leq P4$	$A4 \leq P4$

Все представленные в таблице неравенства соответствуют норме, это говорит об идеальном соотношении активов по степени ликвидности и обязательств по сроку погашения.

Далее проведём оценку стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков, для этого в первую очередь выберем модель для определения ставки дисконтирования и вычислим ставку дисконтирования, которую применим при оценке стоимости компании.

2.2 Выбор модели и определение ставки дисконтирования

Итак, рассчитаем ставку дисконтирования, которую будем применять для оценки стоимости ПАО «СОЛЛЕРС». Ввиду того, что пассив представлен большей частью собственными средствами, в качестве модели для определения ставки дисконтирования выберем метод кумулятивного построения.

При использовании модели кумулятивного построения первоочередной задачей выступает определение безрисковой ставки как базы, к которой последовательно будут прибавляться премии за различные факторы риска, присущие деятельности компании.

В качестве безрисковой ставки выберем доходность по государственным облигациям. Значения кривой бескупонной доходности государственных

облигаций (% годовых) возьмём с официального сайта Банка России. Так, 28 апреля 2018 года доходность государственных облигаций со сроком погашения 1 год составила 6,43%. Следует отметить, что чем больше срок до погашения облигации, тем более высокая доходность предусмотрена по государственным облигациям.

Ввиду того, что государственные облигации номинированы в рублях, безрисковая ставка уже учитывает премию за страновой риск, поэтому безрисковую ставку не нужно корректировать дополнительно на страновой риск как в случае, если бы за базу была взята доходность по зарубежным ценным бумагам.

Итак, безрисковая ставка 6,4%. В данной величине необходимо прибавить премии за различные факторы риска.

Как было отмечено в первой главе бакалаврской работы, в число факторов риска обычно входят такие факторы, как:

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

Премии за каждый фактор риска определим экспертным путём в интервале от 0 % до 5 %.

1. Ключевая фигура, качество и глубина управления.

Ключевой фигурой в руководстве ПАО «СОЛЛЕРС» выступает.

Расчет надбавки за фактор ключевой фигуры в руководстве представим в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Расчет надбавки за фактор ключевой фигуры в руководстве

Факторы риса	Ответы	Значение, %
Ключевая фигура в руководстве, качество руководства		
Профильное образование топ-менеджеров	Да	0
Опыт работы топ-менеджеров в данной области более 3 лет	Да	0
Профильное образование руководителя (генеральный директор – Швецов В.А.)	Да	0
Опыт работы руководителя в данной области более 5 лет	Да	0
Время работы руководителя на должности более 2-х лет	Да	0
Имеется достаточный внутренний резерв кадров	Нет данных	2,5
Сумма значений		2,5
Количество составляющих факторов		6
Итоговое значение надбавки за риск		0,4

Таким образом, премия за риск, связанный с ключевой фигурой в руководстве, составляет 0,4%.

2. Размер предприятия.

Чем меньше предприятие, тем больше риск инвестиций в него. ПАО «СОЛЛЕРС» - одно из крупнейших российских предприятий автомобильной промышленности. В связи с этим риск размера предприятия можно оценить как 0%.

3. Финансовая структура (источники финансирования компании).

Согласно представленным выше расчётам, баланс ПАО «СОЛЛЕРС» абсолютно ликвиден. Также баланс характеризуется высокой долей собственного капитала в общем объёме источников финансирования. В структуре активов компании велика доля краткосрочных финансовых вложений и денежных средств. В итоге компания имеет высокую ликвидность и финансовую устойчивость. Следовательно, премия за риск финансовой структуры равна 0%.

4. Рентабельность и стабильность доходов.

Риск рентабельности и стабильности доходов связан с тем, насколько выручку фирмы можно спрогнозировать. Премия за данный фактор риска определяется по показателю рентабельности продаж по сравнению с отраслевым показателем. Ввиду того, что рентабельность продаж ПАО

«СОЛЛЕРС», рассчитанная как отношение прибыли от продаж к выручке, принимает отрицательное значение, оценим данным фактор риска как максимальный, и премия за риск составит 5%.

5. Товарная и территориальная диверсификация.

СОЛЛЕРС – ведущая российская автомобильная компания, работающая в партнерстве с лидерами мировой автоиндустрии, такими как Ford, SsangYong, Toyota и Mazda. Предприятия преимущественно расположены в г. Ульяновске и в Нижегородской области России. Совместное предприятие с компанией Ford Motor Company расположено в г. Всеволожск в Ленинградской области, Набережных Челнах и Елабуге в Республике Татарстан. Совместное предприятие с японской компанией Mitsui&Co., Ltd расположено во Владивостоке. Таким образом, территориальная диверсификация препятствует концентрации риска. Товарная диверсификация также достаточно широкая. В связи с этим премия за данный фактор риска равна 0%.

6. Диверсификация клиентуры.

Данный фактор риска также следует оценить как 0%, так как клиенты ПАО «СОЛЛЕРС» распределены по территории всей России, а также за рубежом.

7. Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость.

Ввиду нестабильности финансовых результатов деятельности компании данный фактор риска существенен. Так, ретроспективная прогнозируемость присутствует, однако велик риск того, что прибыль будет спрогнозирована недостаточно точно. В связи с этим величину риска за данный фактор риска примем 5%.

8. Прочие риски.

За прочие факторы риска прибавим премию за риск 5%. К данным факторам можно отнести в том числе недостаточно поставленную систему риск-менеджмента на предприятии, наличие существенных рисков в деятельности компании и их влияние на финансовые результаты деятельности ПАО «СОЛЛЕРС».

Таким образом, мы определили ключевые факторы риска в деятельности ПАО «СОЛЛЕРС», которые выступают в качестве составляющих ставки дисконтирования.

Расчёт суммарной премии за риск представим в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Расчёт премии за риск

Фактор риска	Премия за риск, %
1. Ключевая фигура, качество и глубина управления	0,4
2. Размер предприятия	0
3. Финансовая структура (источники финансирования компании)	0
4. Рентабельность и стабильность доходов	5
5. Товарная и территориальная диверсификация	0
6. Диверсификация клиентуры	0
7. Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	5
8. Прочие риски	5
Итого премия за риск	15,4

Таким образом, определим ставку дисконтирования для оценки стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного метода (таблица 2.5).

Таблица 2.5 – Определение ставки дисконтирования

Составляющая ставки дисконтирования	Величина ставки, %
Безрисковая ставка	6,4
Премия за риск	15,4
Итого ставка дисконтирования	21,8

Таким образом, ставка дисконтирования, рассчитанная по модели кумулятивного построения, составила 21,8%.

Далее оценим рыночную стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков.

2.3 Оценка стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода

Итак, согласно оценке стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков, стоимость организации включает в себя будущую прибыль за каждый период, а также стоимость в постпрогнозный период.

Для оценки ПАО «СОЛЛЕРС» выбираем модель денежного потока для собственного капитала. Длительность прогнозного периода примем 6 лет.

Следующим этапом выступает проведение ретроспективного анализа, и в качестве базы возьмём показатель чистой прибыли.

Итак, в таблице 2.6 представлена динамика финансовых результатов деятельности ПАО «СОЛЛЕРС» за последние три года.

Таблица 2.6 - Основные финансовые результаты деятельности ПАО «СОЛЛЕРС» за 2015-2017 гг.

Показатель	Значение показателя			Абсолютное изменение			Темп прироста, %		
	2015	2016	2017	2016/ 2015	2017/ 2016	2017/ 2015	2016/ 2015	2017/ 2016	2017/ 2015
Выручка от продажи товаров, продукции, работ, услуг	623141	180177	186136	-442964	5959	-437005	-71,09	3,31	-70,13
Прибыль (убыток) от продаж	(623780)	(876859)	(731779)	-253079	145080	-107999	40,57	-16,55	17,31
Чистая прибыль (убыток) от прочих операций	1471186	5674381	1506504	4203195	-4167877	35318	285,70	-73,45	2,40
Налог на прибыль, включая отложенный	(94966)	(144192)	(97636)	-49226	46556	-2670	51,84	-32,29	2,81
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	1080557	4941714	872361	3861157	-4069353	-208196	357,33	-82,35	-19,27
Отношение прочих доходов и расходов, кроме процентов к уплате, к выручке от основной деятельности, %	351,9	3178,3	809,4	2826	-2369	458	803,18	-74,53	130,01

На рисунке 2.1 наглядно представлено изменение финансовых результатов ПАО «СОЛЛЕРС» в течение всего анализируемого периода.

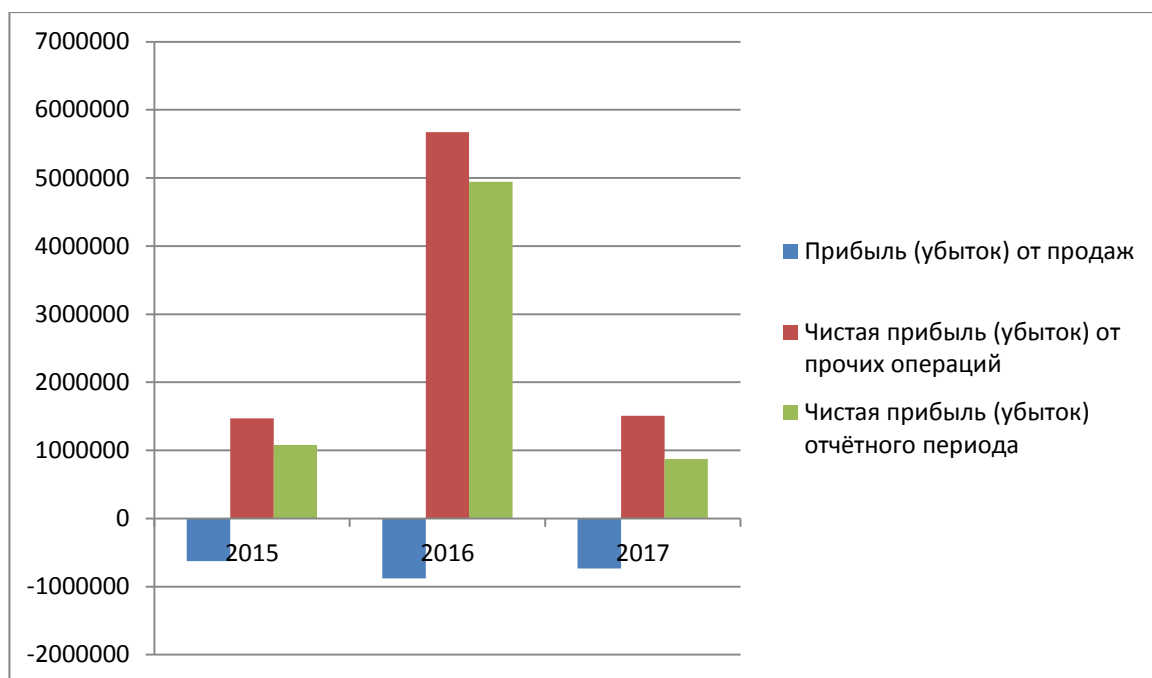


Рисунок 2.1 – Динамика финансовых результатов ПАО "СОЛЛЕРС" за 2015-2017 гг.

Следующий этап – прогнозирование денежных потоков на прогнозный и постпрогнозный период.

Для начала произведём некоторые корректировки.

Также здесь проводится расчёт средней величины чистой прибыли с учетом динамики данного показателя.

Таблица 2.7 – Расчёт средней величины чистой прибыли

№ п/п	Показатель	Значение показателя
1	2	3
1	Чистая прибыль (убыток) за 2017 год, тыс. руб.	872361
	Корректировка чистой прибыли (убытка) отчетного периода на колебания финансового результата от прочих операций:	
2	Чистая прибыль (убыток) от прочих операций (за 2017 год), тыс. руб.	1506504

Окончание таблицы 2.7

1	2	3
3	Отношение прибыли (убытка) от прочих операций к выручке от основной деятельности - среднее арифметическое за все рассматриваемые периоды $(351,9+3178,3+809,4)/3=1446,53\%$	1446,53
4	Расчетная величина прибыли (убытка) от прочих операций исходя из среднего процента (выручка за 2017 год x стр.3 :100%), тыс. руб.	2692513
5	Сумма корректировки чистой прибыли (убытка) на колебания финансового результата от прочих операций, тыс. руб.	-
6	Учет налогового эффекта от корректировки, тыс. руб.	-
7	Чистая прибыль (убыток) за 2017 год после корректировок, тыс. руб.	872361
	Усреднение чистой прибыли (убытка) с учетом динамики показателя:	
8	Чистая прибыль - средняя величина за весь рассматриваемый период $(1080557+4941714+872361)/3$, тыс. руб.	2298211
9	Чистая прибыль - прогнозная величина на период через 1 год $872361-19,27/2\%=788309$ тыс. руб.	788309
10	Средневзвешенная величина чистой прибыли (убытка) $(2298211 \times 0,25 + 872361 \times 0,6 + 788309 \times 0,15)$, тыс. руб.	1216215,7

Усреднение чистой прибыли осуществлялось по формуле средневзвешенной арифметической, где вес определялся следующим образом:

- 60% - это текущее значение показателя чистой прибыли,
- 25% - средняя величина чистой прибыли за анализируемый период,
- 15% - значение показателя чистой прибыли через 1 год.

Таким образом, средневзвешенная величина чистой прибыли составила 1216215,7 тыс. руб.

Следующий этап в оценке стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» - это определение стоимости компании в постпрогнозный период.

Величину денежного потока в постпрогнозный период определим по методу стоимости чистых активов. Метод стоимости чистых активов может быть использован для стабильного бизнеса, ПАО «СОЛЛЕРС» относится к данной категории.

Согласно данным бухгалтерской отчетности ПАО «СОЛЛЕРС», значение чистых активов на последний день анализируемого периода составило 14 149 306 тыс. руб. Данная величина отражает стоимость активов, остающихся в распоряжении организации после погашения всех своих обязательств. Данную

величину используем как величину денежного потока для постпрогнозного периода.

Итак, мы спрогнозировали денежные потоки за прогнозный и постпрогнозный период.

Далее продисконтируем денежные потоки под рассчитанную ранее ставку дисконтирования – 21,8%. При определении текущей стоимости денежного потока за постпрогнозный период рассчитанную ставку дисконтирования дополнительно скорректируем на прогнозируемый темп инфляции - 4%. Итого ставка дисконтирования составит 25,8%.

Итак, продисконтируем денежные потоки и представим расчёт в таблице 2.8.

Таблица 2.8 - Расчёт дисконтированных денежных потоков

Период	Прогнозный денежный поток (прогнозная чистая прибыль), тыс. руб.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный денежный поток, тыс. руб.
2018	1216215,7	$1/1,218^1=0,821$	998535
2019	1216215,7	$1/1,218^2=0,674$	819815
2020	1216215,7	$1/1,218^3=0,553$	673083
2021	1216215,7	$1/1,218^4=0,454$	552613
2022	1216215,7	$1/1,218^5=0,373$	453706
2023	1216215,7	$1/1,218^6=0,306$	372501
Постпрогнозный период	14149306	$1/1,258^6=0,252$	3569861
Итого стоимость ПАО «СОЛЛЕРС»			7440114

Таким образом, стоимость ПАО «СОЛЛЕРС», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составила 7 440 114 тыс. руб. Следует отметить, что рыночная капитализация компании на 31.12.2017 года составила 21 418 849 тыс. руб., что превышает значение рассчитанной стоимости компании в 2,88 раз.

В следующей главе предложим мероприятия по увеличению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС».

3 Рекомендации по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС»

3.1 Мероприятия по снижению ставки дисконтирования с целью повышения стоимости ПАО «СОЛЛЕРС»

В данной главе предложим мероприятия по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС».

Как было отмечено в первой главе, в современных моделях при определении уровня риска при расчете ставки дисконтирования не учитывается наличие, стоимость и качество менеджмента риска. Мы данный риск учли при кумулятивном методе как фактор прочих рисков.

Наличие системы риск-менеджмента позволяет строить наиболее вероятные и точные прогнозы деятельности организации. Учесть необходимые риски и наличие системы менеджмента риска можно при формировании денежного потока с помощью поправок к итоговому значению. Так, в результате эффективного риск-менеджмента стоимость бизнеса будет расти в случае применения итоговой корректировки на наличие/отсутствие менеджмента рисков.

Таким образом, управление рисками приводит к снижению ставки дисконтирования и к увеличению величины дисконтированного денежного потока.

Таким образом, для того, чтобы снизить влияние рисков на финансово-хозяйственную деятельность ПАО «СОЛЛЕРС», важно на предприятии грамотно построить систему риск-менеджмента.

«Построение эффективной системы управления финансовыми рисками на предприятии должно соответствовать следующим принципам:

1) комплексный подход к управлению финансовыми рисками, предполагающий их рассмотрение не в отдельности, а в совокупности и с учетом специфики отрасли;

2) единство методологии управления, то есть единство показателей, терминов, процедур и политики управления финансовыми рисками;

3) наличие нормативно-методического обеспечения системы управления финансовыми рисками предприятия, соответствующее современному уровню развития риск-менеджмента, учитывающее отраслевую, региональную или иную специфику деятельности предприятия;

4) выстраивание аппарата управления финансовыми рисками и закрепление области ответственности за каждым отдельным работником предприятия» [22].

В связи с этим мы рекомендуем ПАО «СОЛЛЕРС» усовершенствовать систему управления рисками компании посредством:

- создания комитета по управлению рисками;
- создания внутреннего документа – Методологии по управлению рисками,
- автоматизации системы управления рисками.

Итак, рассмотрим предлагаемые мероприятия более подробно.

С целью развития и координации системы риск-менеджмента ПАО «СОЛЛЕРС» мы рекомендуем создать Комитет по управлению финансовыми рисками.

Комитет будет выполнять «следующие функции:

- разработка и внедрение методик и процедур управления рисками;
- развитие и поддержка процесса управления рисками;
- развитие корпоративной риск-культуры;
- составление и ведение карты рисков;
- разработку планов действий по минимизации рисков;
- осуществление контроля за выполнением мер по снижению рисков;
- взаимодействие со всеми структурными подразделениями в рамках процесса идентификации рисков;
- организация специального обучения сотрудников в рамках реализации мер по выявлению и снижению рисков» [15].

Для повышения эффективности управления рисками использовать двухуровневую модель риск-менеджмента с использованием таких

инструментов как:

1. Финансовые (традиционные инструменты, связанные с хеджированием рыночных, валютных и других рисков, а также нетрадиционные инструменты: хедж фонды, кредитно-дефолтные свопы).

2. Управленческие (инвестиционные стратегии, инвестиционные стандарты, решения и т.д.).

Также мы рекомендуем ПАО «СОЛЛЕРС» создать внутренний документ – Методологию по управлению рисками.

«В данном документе будут прописаны ключевые принципы организации работ по идентификации и оценке рисков, выбору средств и методов реагирования на выявленные риски, разработке мероприятий по управлению рисками, мониторингу рисков и эффективности мероприятий по управлению рисками, а также порядок взаимодействия подразделений в процессе управления рисками» [15].

Следует заметить, что управление финансовыми рисками невозможно без использования современных программных продуктов по автоматизации управления рисками.

В связи с этим мы предлагаем ПАО «СОЛЛЕРС» внедрить более эффективную автоматизированную систему по анализу и управлению финансовыми рисками.

На наш взгляд, создание подразделения по управлению рисками, разработка Методологии по управлению рисками и автоматизация управления финансовыми рисками позволит усовершенствовать систему управления финансовыми рисками в ПАО «СОЛЛЕРС», тем самым повысить стоимость предприятия.

3.2 Корректировка ставки дисконтирования и расчёт экономической эффективности предложенных мероприятий

Рассчитаем скорректированную ставку дисконтирования после проведения мероприятия.

Так, премия за риск по фактору «Прочие риски», согласно экспертной оценке, снизится в два раза, так как в данный фактор был заложен риск, связанный с недостаточно поставленной системой риск-менеджмента на предприятии.

Расчёт суммарной премии за риск представим в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Расчёт премии за риск после проведённого мероприятия

Фактор риска	Премия за риск, %
1. Ключевая фигура, качество и глубина управления	0,4
2. Размер предприятия	0
3. Финансовая структура (источники финансирования компании)	0
4. Рентабельность и стабильность доходов	5
5. Товарная и территориальная диверсификация	0
6. Диверсификация клиентуры	0
7. Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	5
8. Прочие риски	2,5
Итого премия за риск	12,9

Таким образом, определим ставку дисконтирования для оценки стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного метода после проведения мероприятия (таблица 3.2).

Таблица 3.2 – Определение ставки дисконтирования после проведённого мероприятия

Составляющая ставки дисконтирования	Величина ставки, %
Безрисковая ставка	6,4
Премия за риск	12,9
Итого ставка дисконтирования	19,3

Таким образом, ставка дисконтирования, рассчитанная по модели кумулятивного построения, составила 19,3%.

Далее оценим рыночную стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков.

Итак, прогнозные денежные потоки за прогнозный и постпрогнозный период останутся на прежнем уровне.

Далее продисконтируем денежные потоки под рассчитанную скорректированную ставку дисконтирования – 19,3%. При определении

текущей стоимости денежного потока за постпрогнозный период рассчитанную ставку дисконтирования дополнительно скорректируем на прогнозируемый темп инфляции - 4%. Итого ставка дисконтирования составит 23,3%.

Итак, продисконтируем денежные потоки по скорректированной ставке дисконтирования и представим расчёт в таблице 3.3.

Таблица 3.3 - Расчёт дисконтированных денежных потоков после проведённого мероприятия

Период	Прогнозный денежный поток (прогнозная чистая прибыль), тыс. руб.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный денежный поток, тыс. руб.
2018	1216215,7	$1/1,193^1=0,838$	1019459,93
2019	1216215,7	$1/1,193^2=0,703$	854534,73
2020	1216215,7	$1/1,193^3=0,589$	716290,64
2021	1216215,7	$1/1,193^4=0,494$	600411,26
2022	1216215,7	$1/1,193^5=0,414$	503278,51
2023	1216215,7	$1/1,193^6=0,347$	421859,61
Постпрогнозный период	14149306	$1/1,233^6=0,285$	4026768,66
Итого стоимость ПАО «СОЛЛЕРС»			8142603

Таким образом, стоимость ПАО «СОЛЛЕРС», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, после проведения мероприятия составила 8 142 603 тыс. руб.

Сравним стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» до внедрения мероприятия и после внедрения мероприятия (рисунок 3.1).

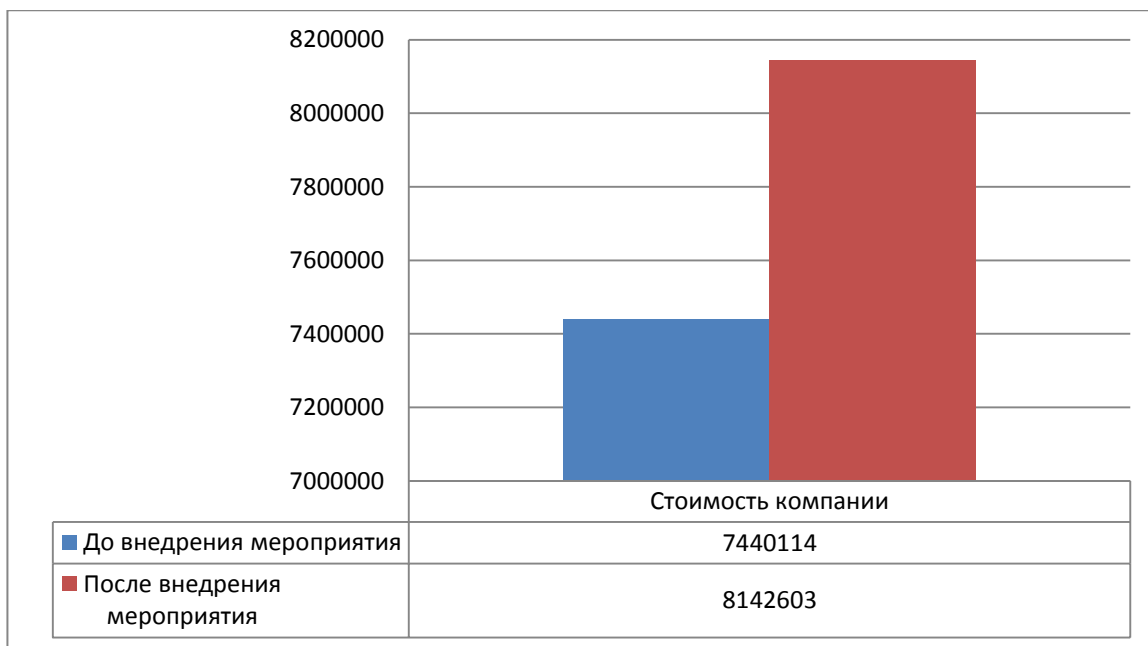


Рисунок 3.1 - Стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» до внедрения мероприятия и после внедрения мероприятия

Таким образом, рыночная стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» увеличится с 7440114 тыс. руб. до 8142603 тыс. руб., или на 9,4%.

Это свидетельствует об экономической эффективности предлагаемых мероприятий.

Заключение

Итак, в первой главе мы рассмотрели экономическую сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.

Во второй главе определяется ставка дисконтирования по одной из моделей, на основе которой даётся оценка стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода.

Основными видами деятельности ПАО «СОЛЛЕРС» и Группы являются производство и продажа автомобилей, в том числе их компонентов, сборочных комплектов и двигателей.

Годовая выручка за последний год составила 186 136 тыс. руб. За рассматриваемый период наблюдается рост выручки на 70,13%.

За 2017 год убыток от продаж равнялся -731 779 тыс. руб. За 2017 год наблюдался явный рост финансового результата от продаж (на 145 080 тыс. руб.), однако если рассматривать весь анализируемый период, то динамика отрицательная.

Следует отметить, что несмотря на получение убытков от продаж, ПАО «СОЛЛЕРС» на протяжении всего периода имеет положительное значение чистой прибыли, это связано с получением доходов от участия в других организациях, с наличием процентных доходов, а также прочих доходов.

Далее была проведена оценка стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков на 31.12.2017 г.

В качестве модели для определения ставки дисконтирования была выбрана кумулятивная модель.

Так, за безрисковую ставку была взята доходность по государственным облигациям – 6,4% К данной ставке были прибавлены премии за различные факторы риска. Премия за риск за каждый фактор риска была оценена от 0 до 5%.

Итого премия за риск получилась равной 15,4%, а суммарно ставка дисконтирования - 21,8 %.

Базой для прогнозирования выступила средневзвешенная величина чистой прибыли, которая составила 1216215,7 тыс. руб. В качестве постпрогнозного денежного потока была выбрана величина чистых активов, равная 14149306 тыс. руб. Она была продисконтирована под 25,5% - с учётом инфляции.

Стоимость компании, рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составила 7440114 тыс. руб.

Далее в третьей главе были представлены мероприятия по повышению стоимости ПАО «СОЛЛЕРС» на основе изменения ставки дисконтирования.

В современных моделях при определении уровня риска при расчете ставки дисконтирования не учитывается наличие, стоимость и качество менеджмента риска. Мы данный риск учли при кумулятивном методе как фактор прочих рисков. Управление рисками приводит к снижению ставки дисконтирования и к увеличению величины дисконтированного денежного потока.

Таким образом, для того, чтобы снизить влияние рисков на финансово-хозяйственную деятельность ПАО «СОЛЛЕРС», важно на предприятии грамотно построить систему риск-менеджмента.

В связи с этим мы рекомендуем ПАО «СОЛЛЕРС» усовершенствовать систему управления рисками компании посредством:

- создания комитета по управлению рисками;
- создания внутреннего документа – Методологии по управлению рисками,
- автоматизации системы управления рисками.

Так, премия за риск по фактору «Прочие риски», согласно экспертной оценке, снизится в два раза, так как в данный фактор был заложен риск, связанный с недостаточно поставленной системой риск-менеджмента на предприятии.

Ставка дисконтирования, рассчитанная по модели кумулятивного построения, после внедрения мероприятия составила 19,3%. По данной ставке была пересчитана стоимость компании.

Таким образом, стоимость ПАО «СОЛЛЕРС», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, после проведения мероприятия составила 8 142 603 тыс. руб.

Таким образом, рыночная стоимость ПАО «СОЛЛЕРС» увеличится с 7440114 тыс. руб. до 8142603 тыс. руб., или на 9,4%.

Это свидетельствует об экономической эффективности предлагаемых мероприятий.

Список используемой литературы

1. Федеральный закон «Об оценочной деятельности Российской Федерации» от 29.07.1998 №135-ФЗ [Электронный ресурс]. - Режим доступа: Консультант Плюс: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения 05.04.2018).
2. Алхасова, Р.М. Оценка степени риска и расчёт ставки дисконтирования в оценке бизнеса / Р.М. Алхасова // В сборнике: ЭКОНОМИЧЕСКАЯ НАУКА В 21 ВЕКЕ: ВОПРОСЫ ТЕОРИИ И ПРАКТИКИ сборник материалов X международной научно-практической конференции. НИЦ «Апробация». 2016. С. 10-14.
3. Барамия, Н.Э. Основные методы определения ставки дисконтирования при оценке стоимости бизнеса / Н.Э. Барамия // Молодой ученый. 2017. № 21 (155). С. 192-195.
4. Генералов, Д.А. Сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости бизнеса / Д.А. Генералов, Ю.А. Герасина // Экономические системы. 2017. Т. 10. № 3 (38). С. 45-49.
5. Григорьев, В. В. Оценка предприятия: теория и практика [Текст] / В. В. Григорьев. // – М.: Норма, 2016. – 320 с.
6. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов // М.: Альпина Бизнес-Букс, 2016. – 1342 с.
7. Демьяненко, М.М. Методы и проблемы сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса / М.М. Демьяненко // Aspectus. 2017. № 1 (14). С. 77-81.
8. Дзагоева, М.Р. Основные подходы к оценке бизнеса корпорации / М.Р. Дзагоева, Ж.Г. Кочиева // Вестник Северо-Осетинского государственного университета имени Коста Левановича Хетагурова. 2017. № 2. С. 113-116.
9. Жигалова, В.Н. Оценка стоимости бизнеса [Электронный ресурс] : учебное пособие / В.Н. Жигалова. — 2-е изд. — Электрон. текстовые данные.

— Томск: Томский государственный университет систем управления и радиоэлектроники, Эль Контент, 2015. — 216 с.

10. Изотова, З.А. Пути преодоления ограничений методов расчёта ставки дисконтирования при оценке бизнеса / З.А. Изотова, Н.Р. Стаценко // В сборнике: Молодая наука сборник научных трудов научно-практической конференции для студентов и молодых ученых. 2016. С. 63-64.

11. Ильиных, М.В. Применение сравнительного подхода в оценке бизнеса / М.В. Ильиных // В сборнике: EUROPEAN RESEARCH сборник статей победителей X Международной научно-практической конференции: в 3 частях. 2017. С. 153-156.

12. Исавин, И.В. Анализ существующих подходов к оценке бизнеса корпораций / И.В. Исавин // Economics. 2017. № 5 (26). С. 35-38.

13. Качеянц, М.Б., Колесникова Е.Н. Определение ставки дисконтирования при оценке бизнеса // ГИАБ. 2010. №1. С. 154-158.

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

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

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

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

18. Мочулаев, В.Е. Совершенствование теории оценки стоимости предприятия в рамках доходного подхода / В.Е. Мочулаев // Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. – 2016. – №9.

19. Никитин, С.А. Анализ методических подходов к определению стоимости промышленного предприятия. / С.А. Никитин // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. - 2017. - № 3-1. - С. 80-85.

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

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

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

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

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

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

26. Шибилева, О.В. Оценка стоимости компании на основе показателя EBITDA / О.В. Шибилева, Е. Пониматкина // Молодой ученый №2. – 2012. – №37.

27. Черниченко, А.Н. Особенности оценки рыночной стоимости бизнеса / А.Н. Черниченко, Л.Л. Черниченко // Вестник Ессентукского естественного института управления, бизнеса и права. 2012. № 5. С. 43–45.

28. Щеглова, Л.В. Затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса – метод чистых активов / Л.В. Щеглова // Научный альманах. 2017. № 5-1 (31). С. 244-246.

29. Эскиндаров, М.А., Федотова М.А. Оценка стоимости бизнеса: Учебник. М.: КНОРУС, 2015.

30. Harrison D. S. Business valuation made simple: It's all about cash // Strategic Finance. – 2016 – Vol 2. – P. 44-48.

31. Kuttner M. Business valuation: An important management advisory service // Journal of Accountancy - 2016. – Vol 11. – P. 143-148.

32. Palepu K.G., Healy P.M. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases // South-Western College Pub, 2017 – P. 141-158.

33. Palepu K.G., Healy P.M., Bernard V.L. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements: Text and Cases, 2e. // South-Western Educational Publishing, 2017 – P. 201-215.

34. Sokolinskaya N.E., Kupriyanova L.M. Evaluation of small business support's effectiveness. Asian social science. 2016. Т. 11. № 7. С. 98-110.

35. Официальный сайт ПАО «СОЛЛЕРС» - <http://www.sollers-auto.com/ru/>

Приложение А
(обязательное)

Бухгалтерский баланс
на 31 декабря 2017 г.

			Коды		
	Дата (число, месяц, год)	Форма по ОКУД	0710001		
			31	12	2017
Организация <u>Публичное акционерное общество "СОЛЛЕРС"</u>		по ОКПО	57126933		
Идентификационный номер налогоплательщика		ИНН	3528079131		
Вид экономической деятельности <u>Деятельность по управлению холдинг-компаниями</u>		по ОКВЭД	70.10.2		
Организационно-правовая форма / форма собственности <u>Публичные акционерные общества / Частная собственность</u>		по ОКОПФ / ОКФС	12247	16	
Единица измерения: в тыс. рублей		по ОКЕИ	384		
Местонахождение (адрес) <u>123317, Москва г, Тестовская ул, дом № 10</u>					

Пояснения	Наименование показателя	Код	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2015 г.
	АКТИВ				
	I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
	Нематериальные активы	1110	983	819	1 119
	Результаты исследований и разработок	1120	-	-	-
	Материальные поисковые активы	1130	-	-	-
	Материальные поисковые активы	1140	-	-	-
	Основные средства	1150	88 651	84 985	91 024
	Доходные вложения в материальные ценности	1160	-	-	-
	Финансовые вложения	1170	10 171 774	10 171 883	10 171 882
	Отложенные налоговые активы	1180	357 483	259 848	115 656
	Прочие внеоборотные активы	1190	-	-	-
	Итого по разделу I	1100	10 618 891	10 517 535	10 379 681
	II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
	Запасы	1210	1	1	56
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	26	17	30
	Дебиторская задолженность	1230	341 009	356 857	296 920
	Внутрихозяйственные расчеты	1231			
	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	1 332 000	881 500	881 500
	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	1 922 004	1 569 398	254 756
	Прочие оборотные активы	1260	2 156	1 729	2 003
	Итого по разделу II	1200	3 597 196	2 809 502	1 435 265
	БАЛАНС	1600	14 216 087	13 327 037	11 814 946

Продолжение приложения А

Форма 07/10001 с.2

Пояснения	Наименование показателя	Код	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2015 г.
	ПАССИВ				
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	428 377	428 377	428 377
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-
	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	3 167 527	3 167 527	3 167 527
	Резервный капитал	1360	21 419	21 419	21 419
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	10 531 984	9 642 544	4 681 804
	Итого по разделу III	1300	14 149 307	13 259 867	8 299 127
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
	Заемные средства	1410	-	-	-
	Отложенные налоговые обязательства	1420	-	-	-
	Оценочные обязательства	1430	-	-	-
	Прочие обязательства	1450	-	-	-
	Итого по разделу IV	1400	-	-	-
	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
	Заемные средства	1510	85	602	3 455 470
	Кредиторская задолженность	1520	9 822	22 844	46 154
	Доходы будущих периодов	1530	-	-	-
	Оценочные обязательства	1540	56 873	43 724	14 195
	Прочие обязательства	1550	-	-	-
	Итого по разделу V	1500	66 780	67 170	3 515 819
	БАЛАНС	1700	14 216 087	13 327 037	11 814 946

Руководитель _____ **Швецов Вадим Аркадьевич**
(подпись) (расшифровка подписи)

24 февраля 2018 г.

Приложение Б (обязательное)

Отчет о финансовых результатах за Январь - Декабрь 2017 г.

		Коды		
		0710002		
		31	12	2017
Организация	Публичное акционерное общество "СОЛЛЕРС"	Дата (число, месяц, год)		
Идентификационный номер налогоплательщика		форма по ОКУД		
Вид экономической деятельности	Деятельность по управлению холдинг-компаниями	по ОКПО		
Организационно-правовая форма / форма собственности	Публичные акционерные общества / Частная собственность	ИНН		
Единица измерения:	в тыс. рублей	по ОКВЭД		
		по ОКФС / ОКФС		
		по ОКЕИ		
		57126933		
		3528079131		
		70.10.2		
		12247	16	
		384		

Пояснения	Наименование показателя	Код	За Январь - Декабрь 2017 г.	За Январь - Декабрь 2016 г.
	Выручка	2110	186 136	180 177
	Себестоимость продаж	2120	(75 375)	(75 325)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	110 761	104 852
	Коммерческие расходы	2210	-	-
	Управленческие расходы	2220	(842 540)	(981 711)
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	(731 779)	(876 859)
	Доходы от участия в других организациях	2310	1 296 850	5 691 450
	Проценты к получению	2320	259 374	243 125
	Проценты к уплате	2330	-	(52 222)
	Прочие доходы	2340	496	2 503
	Прочие расходы	2350	(50 216)	(210 475)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	774 725	4 797 522
	Текущий налог на прибыль	2410	-	-
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	251 970	1 103 628
	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	(11)	103
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	97 547	144 089
	Прочее	2460	-	-
	Чистая прибыль (убыток)	2400	872 361	4 941 714

Приложение В (обязательное)

Отчет о финансовых результатах за Январь - Декабрь 2016 г.

	Дата (число, месяц, год)	Форма по ОКУД	Коды	
Организация <u>Публичное акционерное общество "СОЛЛЕРС"</u>			0710002	
Идентификационный номер налогоплательщика			31	12
Классификация по ОКПО			2016	
ИНН			57126933	
Классификация по ОКВЭД			3628079131	
Классификация по ОКФС			74.14	
Классификация по ОКЕИ			12247	16
Единица измерения: <u>в тыс. рублей</u>			384	

Пояснения	Наименование показателя	Код	За Январь - Декабрь 2016 г.	За Январь - Декабрь 2015 г.
	Выручка	2110	190 177	623 141
	Себестоимость продаж	2120	(75 325)	(623 780)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	104 852	(839)
	Коммерческие расходы	2210	-	-
	Управленческие расходы	2220	(861 711)	(295 024)
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	(876 859)	(295 663)
	Доходы от участия в других организациях	2310	5 691 450	762 886
	Проценты к получению	2320	243 125	123 610
	Проценты к уплате	2330	(62 222)	(721 880)
	Прочие доходы	2340	2 503	1 766 702
	Прочие расходы	2350	(210 475)	(460 132)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	4 797 522	1 175 523
	Текущий налог на прибыль	2410	-	-
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	1 103 628	140 139
	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	103	204
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	144 089	(95 170)
	Прочее	2460	-	-
	Чистая прибыль (убыток)	2400	4 941 714	1 080 557

7

