

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение

высшего образования

«Тольяттинский государственный университет»

Институт финансов, экономики и 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 «ВымпелКом»)»

Студент	<u>М.С. Ткаченко</u>	<u></u>
	(И.О. Фамилия)	(личная подпись)
Руководитель	<u>А.А. Шерстобитова</u>	<u></u>
	(И.О. Фамилия)	(личная подпись)
Консультанты	<u>Н.В. Яценко</u>	<u></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)

«_____» _____ 2017 г.

Тольятти 2018 г.

Аннотация

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

Ключевые слова: ставка дисконтирования, оценка бизнеса, доходный подход, метод дисконтирования денежных потоков, кумулятивная модель, CAPM, WACC.

Цель работы – выбрать модель определения ставки дисконтирования и оценить стоимость ПАО «ВымпелКом», а также дать рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.

Задачи: 1. Изучить экономическое содержание и характеристику основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса. 2. Определить ставку дисконтирования и оценить стоимость ПАО «ВымпелКом». 3. Дать рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса и по снижению ставки дисконтирования.

Объектом исследования выступает ПАО «ВымпелКом» и его стоимость. Предметом исследования – модели определения ставки дисконтирования.

Бакалаврская работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. В первой главе представлено экономическое содержание и характеристика основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса. Во второй главе проведена оценка стоимости ПАО «ВымпелКом» с использованием метода дисконтирования денежных потоков на основе выбранной модели и рассчитанной ставки дисконтирования. Третья глава содержит рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса, а также по уменьшению ставки дисконтирования. На основании рекомендаций определяется скорректированная стоимость ПАО «ВымпелКом».

Работа изложена на 59 страницах, содержит 16 таблиц, 5 рисунков, 3 приложения.

Abstract

The title of the bachelor work is « Models of determining the discount rate when valuing Russian business (on the example of PJSC "VimpelCom")».

The aim of the work is to choose a model for determining the discount rate and to estimate the value of PJSC VimpelCom, as well as to give recommendations on choosing a model for determining the discount rate when valuing Russian business.

The object of the work is PJSC VimpelCom and its value. The subject of the work is the models for determining the discount rate.

The work may be divided into several logically connected parts which are introduction, three chapters, conclusion, list of literature, annexes.

The first chapter presents the economic content and characteristics of the main models for determining the discount rate when valuing Russian business. The second chapter assesses the value of PJSC "VimpelCom" using the cash flow discounting method based on the selected model and the calculated discount rate. The third chapter contains recommendations on choosing a model for determining the discount rate when assessing Russian business, and also on reducing the discount rate. Based on the recommendations, the adjusted value of PJSC VimpelCom is determined.

The work is presented in 59 pages, contains 16 tables, 5 figures, 3 applications.

Содержание

Введение.....	5
1 Экономическое содержание и характеристика основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.....	7
1.1 Содержание основных методов и подходов к оценке бизнеса.....	7
1.2 Основные методы оценки бизнеса в рамках доходного подхода	13
1.3 Модели определения ставки дисконтирования при оценке бизнеса.....	18
2 Определение ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «ВымпелКом».....	24
2.1 Техничко-экономическая характеристика ПАО «ВымпелКом».....	24
2.2 Расчёт ставки дисконтирования для оценки ПАО «ВымпелКом».....	32
2.3 Оценка стоимости ПАО «ВымпелКом».....	36
3 Рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.....	40
3.1 Рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования.....	40
3.2 Оценка стоимости ПАО «ВымпелКом» с учётом рекомендаций	41
Заключение	47
Список используемой литературы	50
Приложения.....	54

Введение

В современных условиях повышается актуальность комплексной интегральной оценки эффективности деятельности организаций. При этом ключевым критерием такой оценки может стать показатель стоимости бизнеса.

Во время выбора метода оценки компании очень важно выбрать приемлемую модель, ведь выбор непригодной модели оценки может привести к переоценке или недооценке бизнеса, что, в частности, обусловлено особенностями функционирования самой компании, негативными изменениями рынка, а также неправильной формулировкой назначения оценки

Оценка стоимости российского бизнеса осуществляется с использованием трёх подходов, при этом доходный подход занимает ключевое место в оценке. Доходный подход, в частности метод дисконтирования денежных потоков, базируется на использовании ставки дисконтирования, от величины которой напрямую зависит величина стоимости бизнеса. Для определения ставки дисконтирования применяется несколько моделей, это обуславливает актуальность данной бакалаврской работы.

Цель написания данной работы – выбрать модель определения ставки дисконтирования и оценить стоимость ПАО «ВымпелКом», а также дать рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.

Для достижения указанной цели были поставлены следующие задачи:

1. Изучить экономическое содержание и характеристику основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.
2. Определить ставку дисконтирования и оценить стоимость ПАО «ВымпелКом».
3. Дать рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса и по снижению ставки дисконтирования.

Объектом исследования выступает ПАО «ВымпелКом» и его стоимость. Предметом исследования – модели определения ставки дисконтирования.

В ходе работы изучалась основная и периодическая литература отечественных и зарубежных авторов в области анализа и оценки стоимости предприятия, рассматривались законодательно-нормативные акты по теме исследования, бухгалтерская (финансовая) отчетность и данные с сайта компании ПАО «ВымпелКом».

Также в ходе исследования использовались общенаучные и специальные методы познания, а именно теоретический анализ, синтез, индукция и дедукция, абстрагирование, сравнение и другие.

Бакалаврская работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

Во введении обозначена актуальность данной бакалаврской работы, сформулированы ее цели и задачи.

В первой главе представлено экономическое содержание и характеристика основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.

Во второй главе проведена оценка стоимости ПАО «ВымпелКом» с использованием метода дисконтирования денежных потоков на основе выбранной модели и рассчитанной ставки дисконтирования.

Третья глава содержит рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса, а также по уменьшению ставки дисконтирования. На основании рекомендаций определяется скорректированная стоимость ПАО «ВымпелКом».

В заключении сформулированы основные выводы о проделанной работе.

Практическая значимость работы в том, что рекомендации, представленные в данной работе, могут быть использованы предприятием с целью выбора модели оценки компании.

1 Экономическое содержание и характеристика основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса

1.1 Содержание основных методов и подходов к оценке бизнеса

Определение стоимости компании является одной из наиболее важных задач в области корпоративного управления. Это дает возможность оценить уровень конкурентоспособности и успешности фирмы. Сам процесс определения стоимости осуществляется с конкретной целью (вычисление цены продажи, страхования имущества, получения кредита и т. д), что и обуславливает выбор метода оценки стоимости.

Оценка стоимости предприятия - упорядоченный, целенаправленный процесс определения в денежном выражении стоимости соответствующего объекта собственности с учетом потенциального и реального дохода, приносимого им в определенный момент времени в условиях конкретного сегмента рынка [21].

Понятие стоимости объекта оценки трудно поддается точному и четкому определению, так как имеет множество интерпретаций.

Рыночная стоимость - расчетная денежная сумма, по которой данный объект может быть отчужден на основании сделки в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют, располагая всей доступной информацией об объекте оценки, а на цене сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

А. А. Перфильев, Л. П. Буфетова, К. С. Вировец, О. В. Гуслистова считают, что «проблема определения стоимости компании является одной из центральных в финансовой теории. В капиталистической системе капитал является самым важным элементом, определяющим базовую модель экономики. Потребительная стоимость капитала как товара, состоит в его способности генерировать владельцу поток платежей, меновая стоимость определяется оценкой генерируемого денежного потока» [24].

Также авторы полагают, что в основании системы формирования стоимости компании должны лежать следующие принципы:

- взаимодействие агентов и акционеров должно быть эффективным и направлено на достижение интересов всех стейкхолдеров. Наличие эффективного контракта, действенный корпоративный и общественный контроль – это хорошо известные элементы корпоративного менеджмента и условие успешной деятельности компании;

- стратегические инвестиционные и финансовые решения компании должны учитывать состояние рынка, влияние глобализации, неопределенности и инновативности путем разработки нескольких альтернативных вариантов развития;

- ключевые стейкхолдеры должны обладать компетенциями выявления и, по возможности, идентификации неопределенности, влияющей на деятельность компании при принятии стратегических решений [24].

Авторы У. Ф. Шарп, Дж. А. Гордон, В. Б. Джеффри рассматривают несколько концепций стоимости: оценочную стоимость, балансовую стоимость, стоимость воспроизводства, стоимость концерна, ликвидационную стоимость, стоимость залога, стоимость продажи, рыночную стоимость, справедливую рыночную стоимость, внутреннюю стоимость и инвестиционную стоимость. Соответствующая концепция стоимости зависит от обстоятельств, в которых она должна использоваться.

Авторы разделяют эти концепции оценки бизнеса на объективные методы и субъективные методы.

К объективным методам относятся первоначальная стоимость, рыночная стоимость, справедливая рыночная стоимость, значение воспроизводства или замены, ликвидационная стоимость.

Субъективные методы включают: значение капитализации дохода, значение дисконтированного денежного потока, дисконтированную дивидендную стоимость [32].

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

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 [1].

Особенностью оценки стоимости предприятия (бизнеса) является ее рыночный характер. В ходе оценки обнаруживают альтернативные подходы к управлению предприятием, которые могут обеспечить максимальную эффективность предприятию, ту рыночную цену, которая будет удовлетворять собственника. В следующем пункте рассмотрим основные подходы и методы к оценке стоимости предприятия.

В международной практике для определения стоимости предприятия (оценки бизнеса) используют четыре принципиально разных методических подхода: затратный, доходный, сравнительный и опционный. В отечественной практике наиболее популярными подходами считают: сравнительный, доходный и затратный.

Проанализируем методические подходы и методы оценки стоимости предприятия, наиболее широко распространенные на практике.

В российской практике используются три подхода к оценке стоимости предприятия: доходный, затратный и сравнительный подходы.

Рассмотрим данные подходы более подробно:

— затратный подход – совокупность методов, сводящихся к определению затрат, которые необходимы для замещения или восстановления объекта оценки;

— сравнительный подход – совокупность методов, базирующиеся на сравнении оцениваемой компании с похожими компаниями, по которым существует информация о ценах сделок с ними;

— доходный подход – подход, объединяющий методы оценки, опирающиеся на определении будущих доходов компании.

Каждый из подходов включают в себя определенные методы, которые представлены на рисунке 1.1.

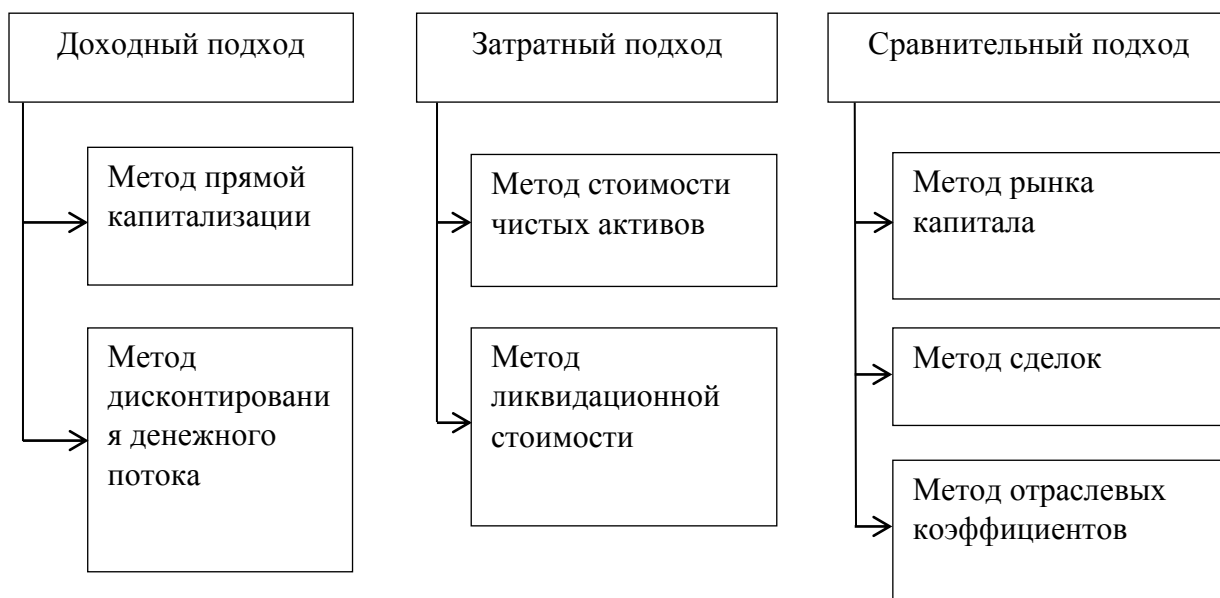


Рисунок 1.1 - Основные подходы и методы оценки стоимости предприятия

Далее рассмотрим данные подходы и методы более подробно.

Характеристика основных методов оценки в рамках затратного подхода представлена в таблице 1.1.

Таблица 1.1 - Характеристика основных методов оценки в рамках затратного подхода

Метод	Применение	Расчет	Условное обозначение
Метод стоимости и 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 и	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 предполагает, 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 1.2.

Таблица 1.2 - 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: $S = H * P_2$. Расчет мультипликатора «цена / чистая прибыль»: $H = P * N / P_1$	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		
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 1.3.

Таблица 1.3 - 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.

1.2 Основные методы оценки бизнеса в рамках доходного подхода

Доходный подход к оценке рыночной стоимости фирмы заключается в анализе денежного потока или дохода для оценки ее существующего и будущего потенциала. Он позволяет оценить текущие и будущие доходы, приносимые активами компании.

По мнению Арсентьева А.И. «доходный подход используется при определении:

1. инвестиционной стоимости, поскольку потенциальный инвестор не заплатит за объект большую сумму, чем текущая стоимость будущих доходов от этого объекта;

2. рыночной стоимости» [6].

По мнению Никитина С.А. доходный подход основывается на способности предприятия приносить доход, и определение его рыночной стоимости производится в зависимости от ожидаемых в будущем доходов. Данный подход основывается на принципах наиболее эффективного использования и ожидания.

Он использует следующие методы оценки:

— метод прямой капитализации ожидаемого дохода применяется для упрощения и ускорения расчета настоящей стоимости предприятия при условии постоянства прогнозируемого чистого операционного дохода, капитализация которого рассчитывается путем деления его величины на коэффициент капитализации;

— метод косвенной капитализации ожидаемого дохода, который переменный по величине в прогнозируемом периоде времени или получение его ограничено по времени. Этот метод называется также методом дисконтированных денежных потоков. Он предполагает, что стоимость предприятия сегодня равняется сумме его будущих денежных потоков, дисконтированных по ставке, отвечающей рискам деятельности этого предприятия. Метод подходит для тех компаний, которые демонстрируют предсказуемый и стабильный рост, к тому же, есть уверенность в том, что рентабельность будет сохранена и далее.

Сферой применения метода прямой капитализации дохода является оценка стоимости предприятий с равномерно поступающим доходом. По поводу второго метода можно сказать, что здесь эксперт производит дисконтирование будущего потока по ставке дисконта. В основе этого метода заложен экономический факт о том, что сумма денег, которая существует на

текущий момент времени, реально стоит больше, чем такая сумма денег в будущем.

Согласно Арсентьеву А. И. «годовой доход и ставка капитализации - это две величины, которые рассматриваются при прямой капитализации. Отношение рыночной стоимости имущества к приносимому им чистому годовому доходу применяется для преобразования будущих доходов от объекта оценки в его текущую стоимость. Этот показатель называется ставкой капитализации. Под ставкой дисконтирования понимается норма сложного процента, применяемая при перерасчете на определенный момент времени стоимости денежных потоков, которые возникают в результате использования имущества» [6].

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.

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.

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 постпрогнозном периодах и их суммировании.

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

1.3 Модели определения ставки дисконтирования при оценке бизнеса

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 выставить 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.

2 Определение ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «ВымпелКом»

2.1 Техничко-экономическая характеристика ПАО «ВымпелКом»

«Публичное акционерное общество «Вымпел-Коммуникации» (ПАО «ВымпелКом») специализируется на предоставлении услуг связи. ПАО «ВымпелКом» является одним из ведущих поставщиков услуг связи в России и осуществляет деятельность под брендом «Билайн» [41].

Данные о государственной регистрации ПАО «ВымпелКом»:

- номер государственной регистрации: 015.624,
- дата государственной регистрации: 28.07.1993.

Наименование органа, осуществившего государственную регистрацию: Государственное учреждение Московская регистрационная палата.

Основной государственный регистрационный номер: 1027700166636.

Адрес ПАО «ВымпелКом»: 127083, г. Москва, ул. Восьмого Марта, д.10, стр. 14.

ИНН 7713076301

Основным видом деятельности ПАО «ВымпелКом» является предоставление:

- услуг подвижной радиотелефонной связи,
- услуг связи по передаче данных,
- телематических услуг связи,
- услуг телефонной связи,
- услуг по предоставлению каналов связи,
- услуг связи для целей эфирного и кабельного вещания.

Перечень лицензий находится в открытом доступе на официальном сайте Федеральной службы по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор).

ПАО «ВымпелКом» имеет в своем составе обособленные подразделения, расположенные в разных регионах Российской Федерации.

Способы ведения бухгалтерского учета, избранные ПАО «ВымпелКом» при формировании учетной политики, применяются всеми подразделениями, независимо от их местоположения.

За 2017 и 2016 год среднегодовая численность работающих в ПАО «ВымпелКом» составила 19 912 и 21 622 человека соответственно.

По состоянию на 31 декабря 2017 года:

- Генеральным директором ПАО «ВымпелКом» являлся Йонсен Шелль Мортен,
- Президентом ПАО «ВымпелКом» являлся Крупнов Александр Евгеньевич,
- Ревизором ПАО «ВымпелКом» являлась Халмухамедова Вера Юрьевна.

Аудиторская проверка бухгалтерской отчетности ПАО «ВымпелКом» за 2017 год осуществлялась аудиторской компанией Акционерным обществом «БДО Юникон» (АО «БДО Юникон»).

ПАО «ВымпелКом» входит в группу компаний VEON Ltd. Штаб-квартира VEON Ltd. находится в Голландии, в Амстердаме. Акции VEON Ltd. котируются на биржах NASDAQ и Euronext Amsterdam. Бренд «Билайн», под которым оказывает услуги ПАО «ВымпелКом» — один из самых узнаваемых в России и странах СНГ.

На основании данных бухгалтерского баланса за 2017 год, а также данных отчётов о финансовых результатах за 2017 и 2016 годы проведём анализ имущества ПАО «ВымпелКом» и источников его формирования за период 2015-2017 годы.

Таблица 2.1 – Анализ имущества ПАО «ВымпелКом» и источников его формирования 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
АКТИВ									
1. Внеоборотные активы	390 243 662	336 503 101	280 465 827	-53 740 561	-56 037 274	-109 777 835	-13,77	-16,65	-28,13
основные средства	173 611 759	157 940 345	151 248 158	-15 671 414	-6 692 187	-22 363 601	-9,03	-4,24	-12,88
нематериальные активы	461 837	512 283	546 276	50 446	33 993	84 439	10,92	6,64	18,28
2. Оборотные, всего	87 654 589	77 496 890	110 365 578	-10 157 699	32 868 688	22 710 989	-11,59	42,41	25,91
запасы	6 547 402	6 679 302	3 564 629	131 900	-3 114 673	-2 982 773	2,01	-46,63	-45,56
дебиторская задолженность	52 356 518	41 195 093	43 177 460	-11 161 425	1 982 367	-9 179 058	-21,32	4,81	-17,53
денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	26 457 457	26 628 832	59 468 589	171 375	32 839 757	33 011 132	0,65	123,3 2	124,7 7
ПАССИВ									
1. Собственный капитал	119 473 607	108 232 579	93 246 780	-11 241 028	-14 985 799	-26 226 827	-9,41	-13,85	-21,95
2. Долгосрочные обязательства, всего	232 234 503	160 255 633	218 320 765	-71 978 870	58 065 132	-13 913 738	-30,99	36,23	-5,99
заемные средства	212 994 400	140 620 909	198 483 139	-72 373 491	57 862 230	-14 511 261	-33,98	41,15	-6,81
3. Краткосрочные обязательства, всего	126 190 141	145 511 779	79 263 860	19 321 638	-66 247 919	-46 926 281	15,31	-45,53	-37,19
заемные средства	77 180 040	102 688 069	31 429 996	25 508 029	-71 258 073	-45 750 044	33,05	-69,39	-59,28
Валюта баланса	477 898 251	413 999 991	390 831 405	-63 898 260	-23 168 586	-87 066 846	-13,37	-5,60	-18,22

Данные, представленные в таблице 2.1, свидетельствуют о том, что активы ПАО «ВымпелКом» за два года уменьшились на 87 066 846 тыс. руб. (на 18,2%). Отмечая уменьшение активов, необходимо учесть, что собственный капитал уменьшился еще в большей степени – на 22%. Опережающее снижение собственного капитала относительно общего изменения активов является негативным показателем.

Снижение величины активов организации связано, в первую очередь, со снижением таких позиций актива бухгалтерского баланса, как:

- долгосрочные финансовые вложения – 96 537 876 тыс. руб.,
- основные средства – 22 363 601 тыс. руб.,
- дебиторская задолженность – 9 179 058 тыс. руб.,

Одновременно, в пассиве баланса наибольшее снижение наблюдается по строкам:

- краткосрочные заемные средства – 45 750 044 тыс. руб.,
- нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) – 26 212 928 тыс. руб.,
- долгосрочные заемные средства – 14 511 261 тыс. руб.

Среди положительно изменившихся статей баланса можно выделить «краткосрочные финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)» в активе и «прочие долгосрочные обязательства» в пассиве (+33 439 040 тыс. руб. и +1 026 037 тыс. руб. соответственно).

Собственный капитал организации за весь анализируемый период снизился на 26 226 827,0 тыс. руб., или на 22%, с 119 473 607,0 тыс. руб. до 93 246 780,0 тыс. руб.

Анализ соотношения активов по степени ликвидности и обязательств по сроку погашения представлен в таблице 2.2.

Таблица 2.2 - Анализ ликвидности баланса ПАО «ВымпелКом» 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
A1. Высоколиквидные активы	59 468 589	П1. Наиболее срочные обязательства	43 706 973	+15 761 616	$A1 \geq P1$	$A1 \geq P1$
A2. Быстрореализуемые активы	43 177 460	П2. Среднесрочные обязательства	35 556 887	+7 620 573	$A2 \geq P2$	$A2 \geq P2$
A3. Медленно реализуемые активы	7 719 529	П3. Долгосрочные обязательства	218 320 765	- 210 601 236	$A3 \geq P3$	$A3 \leq P3$
A4. Труднореализуемые активы	280 465 827	П4. Постоянные пассивы	93 246 780	+187 219 047	$A4 \leq P4$	$A4 \geq P4$

Из четырех представленных соотношений выполняется только два. ПАО «ВымпелКом» способно погасить наиболее срочные обязательства за счет использования высоколиквидных активов, то есть денежных средств и краткосрочных финансовых вложений. Высоколиквидных активов больше на 36,1%.

У ПАО «ВымпелКом» достаточно быстрореализуемых активов для полного погашения среднесрочных обязательств (больше на 21,4%).

Рассчитаем основные коэффициенты ликвидности и представим результаты расчётов в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Коэффициенты ликвидности

Показатель ликвидности	Значение показателя			Абс. изм. 2017/2015	Расчет, рекомендованное значение
	2015	2016	2017		
1. Коэффициент текущей (общей) ликвидности	0,69	0,53	1,39	+0,7	Отношение текущих активов к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: 2 и более.
2. Коэффициент быстрой (промежуточной) ликвидности	0,62	0,47	1,29	+0,67	Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: не менее 1.
3. Коэффициент абсолютной ликвидности	0,21	0,18	0,75	+0,54	Отношение высоколиквидных активов к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: 0,2 и более.

По состоянию на 31.12.2017 при норме 2 коэффициент текущей (общей) ликвидности имеет значение 1,39. При этом следует отметить имевшую место положительную динамику – за два года коэффициент текущей ликвидности вырос на 0,7.

Коэффициент быстрой ликвидности имеет значение, укладывающееся в норму (1,29). Это говорит о наличии у организации ликвидных активов, которыми можно погасить наиболее срочные обязательства. В начале анализируемого периода коэффициент быстрой ликвидности не укладывался в установленный норматив, однако позже стал соответствовать норме.

При норме 0,2 значение коэффициента абсолютной ликвидности составило 0,75. За два последних года коэффициент вырос на 0,54.

Таким образом, риск ликвидности для ПАО «ВымпелКом» можно определить как невысокий.

Основные показатели финансовой устойчивости организации представлены в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Показатели финансовой устойчивости ПАО «ВымпелКом»

Показатель	Значение показателя			Изменение показателя (гр.4-гр.2)
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	
1. Коэффициент автономии	0,25	0,26	0,24	-0,01
2. Коэффициент финансового левериджа	3	2,83	3,19	+0,19
3. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	-3,09	-2,95	-1,7	+1,39
4. Индекс постоянного актива	3,27	3,11	3,01	-0,26
5. Коэффициент покрытия инвестиций	0,74	0,65	0,8	+0,06
6. Коэффициент маневренности собственного капитала	-2,27	-2,11	-2,01	+0,26
7. Коэффициент мобильности имущества	0,18	0,19	0,28	+0,1
8. Коэффициент мобильности оборотных средств	0,3	0,34	0,54	+0,24
9. Коэффициент обеспеченности запасов	-41,36	-34,18	-52,52	-11,16
10. Коэффициент краткосрочной задолженности	0,35	0,48	0,27	-0,08

Коэффициент автономии организации на 31.12.2017 составил 0,24. Полученное значение говорит о недостаточной доле собственного капитала (24%) в общем капитале организации. Коэффициент автономии за анализируемый период (с 31.12.2015 по 31.12.2017) уменьшился на 0,01.

Значение коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами по состоянию на 31.12.2017 составило -1,7. В течение анализируемого периода произошел значительный рост коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами, на 1,39. На 31.12.2017 коэффициент имеет критическое значение. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами сохранял значение, не соответствующее нормативному, в течение всего периода.

В течение анализируемого периода коэффициент покрытия инвестиций заметно вырос до 0,8 (+0,06). Значение коэффициента на последний день анализируемого периода (31.12.2017) соответствует нормативному значению (доля собственного капитала и долгосрочных обязательств в общей сумме капитала организации составляет 80%).

По состоянию на 31.12.2017 коэффициент обеспеченности материальных запасов равнялся -52,52. За анализируемый период (с 31.12.2015 по 31.12.2017) произошло сильное уменьшение коэффициента обеспеченности материальных запасов – на 11,16. Значения коэффициента в течение всего периода не укладывались в нормативные. На 31 декабря 2017 г. коэффициент обеспеченности материальных запасов имеет критическое значение.

По коэффициенту краткосрочной задолженности видно, что на последний день анализируемого периода доля краткосрочной задолженности составляет одну четвертую, а долгосрочной задолженности, соответственно, три четвертых. При этом за два года доля краткосрочной задолженности уменьшилась на 8,6%.

Анализ рентабельности представим в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – Анализ рентабельности ПАО «ВымпелКом»

Показатели рентабельности	Значения показателя (в %, или в копейках с рубля)			Изменение показателя	
	2015 г.	2016 г.	2017 г.	коп., (гр.4 - гр.2)	± % ((4-2) : 2)
1	2	3	4	5	6
1. Рентабельность продаж (величина прибыли от продаж в каждом рубле выручки). Нормальное значение для данной отрасли: не менее 7%.	17,6	18,7	18,3	+0,7	+4,1
2. Рентабельность продаж по ЕВІТ	21,6	18,2	11,5	-10,1	-46,8
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли. Нормальное значение для данной отрасли: 5% и более.	11,8	7,3	5	-6,8	-57,3
Прибыль от продаж на рубль, вложенный в производство и реализацию продукции (работ, услуг)	21,4	23	22,4	+1	+5
Коэффициент покрытия процентов к уплате (ICR), коэфф. Нормальное значение: 1,5 и более.	2,3	2,1	1,5	-0,8	-37,6

Все три показателя рентабельности за последний год, приведенные в таблице, имеют положительные значения, поскольку организацией получена как прибыль от продаж, так и в целом прибыль от финансово-хозяйственной деятельности за данный период.

Проведём оценку стоимости ПАО «ВымпелКом» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода. Для этого рассчитаем ставку дисконтирования.

2.2 Расчёт ставки дисконтирования для оценки ПАО «ВымпелКом»

Итак, рассчитаем ставку дисконтирования, которую будем применять для оценки стоимости ПАО «ВымпелКом». В качестве модели для определения ставки дисконтирования выберем метод кумулятивного построения.

Выбор данной модели связан с тем, что она учитывает много факторов, которые воздействуют на инвестиционную привлекательность компании, тем самым делая оценку наиболее объективной.

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, 1 марта 2018 года доходность государственных облигаций со сроком погашения 1 год составила 6,3%. 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 6,3%. 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.

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

1. Ключевая фигура, качество и глубина управления.

Расчет надбавки за фактор ключевой фигуры в руководстве представим в Премия за риск, связанный с ключевой фигурой в руководстве, составляет 3%.

2. Размер предприятия.

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

3. Финансовая структура (источники финансирования компании).

Проведённый анализ показал, что структура капитала ПАО «ВымпелКом» не отвечает требованиям финансовой устойчивости, доля собственных средств в структуре баланса невысокая, таким образом, данный фактор риска можно определить на уровне 3,5%.

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

«ВымпелКом», рассчитанная как отношение прибыли от продаж к выручке, находится в пределах нормы, оценим данный фактор риска на уровне 1%.

5. Товарная и территориальная диверсификация.

ПАО «ВымпелКом» имеет в своем составе обособленные подразделения, расположенные в разных регионах Российской Федерации. ПАО «ВымпелКом» входит в группу компаний VEON Ltd. Штаб-квартира VEON Ltd. находится в Голландии, в Амстердаме. Акции VEON Ltd. котируются на биржах NASDAQ и Euronext Amsterdam. Бренд «Билайн», под которым оказывает услуги ПАО «ВымпелКом» — один из самых узнаваемых в России и странах СНГ.

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 «ВымпелКом» 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 «ВымпелКом».

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

Расчёт суммарной премии за риск представим в таблице 2.6.

Таблица 2.6 – Расчёт премии за риск

Фактор риска	Премия за риск, %
1. Ключевая фигура, качество и глубина управления	3
2. Размер предприятия	0
3. Финансовая структура (источники финансирования компании)	3,5
4. Рентабельность и стабильность доходов	1
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	17,5

Таким образом, определим ставку дисконтирования для оценки стоимости ПАО «ВымпелКом» методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного метода (таблица 2.7).

Таблица 2.7 – Определение ставки дисконтирования

Составляющая ставки дисконтирования	Величина ставки, %
Безрисковая ставка	6,3
Премия за риск	17,5
Итого ставка дисконтирования	23,8

Таким образом, ставка дисконтирования, рассчитанная по модели кумулятивного построения, составила 23,8% (рисунок 2.1).

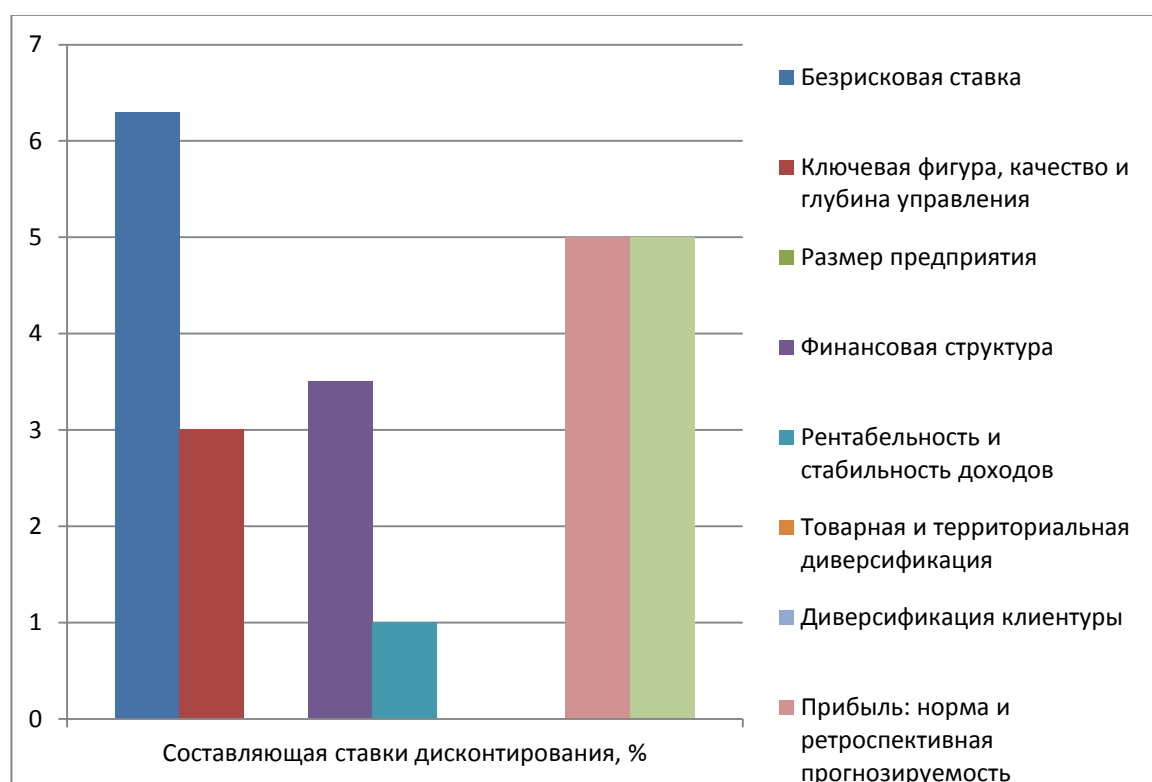


Рисунок 2.1 – Составляющие ставки дисконтирования

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

2.3 Оценка стоимости ПАО «ВымпелКом»

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 «ВымпелКом» 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 2.8 представлена динамика финансовых результатов деятельности ПАО «ВымпелКом» за последние три года.

Таблица 2.8 - Основные финансовые результаты деятельности ПАО «ВымпелКом» 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	2768 3298 7	2724 3312 0	2753 0167 8	- 43998 67	28685 58	- 15313 09	- 1,59%	1,05%	- 0,55%
Прибыль (убыток) от продаж	4873 4570	5094 6227	5045 2086	22116 57	- 49414 1	17175 16	4,54%	- 0,97%	3,52%
Чистая прибыль (убыток) от прочих операций	- 1447 2230	- 2508 5846	- 4048 8713	- 10613 616	- 15402 867	- 26016 483	73,34 %	61,40 %	179,7 7%
Налог на прибыль, включая отложенный	2726 139	5037 384	- 1754 155	23112 45	- 67915 39	- 44802 94	84,78 %	- 134,8 2%	- 164,3 5%
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	3261 8880	1978 7561	1385 3115	- 12831 319	- 59344 46	- 18765 765	- 39,34 %	- 29,99 %	- 57,53 %
Отношение прочих доходов и расходов, кроме процентов к уплате, к выручке от основной деятельности, %	4	-0,5	-6,8	-4,5	-6,3	-10,8			

На рисунке 2.2 наглядно представлено изменение финансовых результатов ПАО «ВымпелКом» в течение всего анализируемого периода.

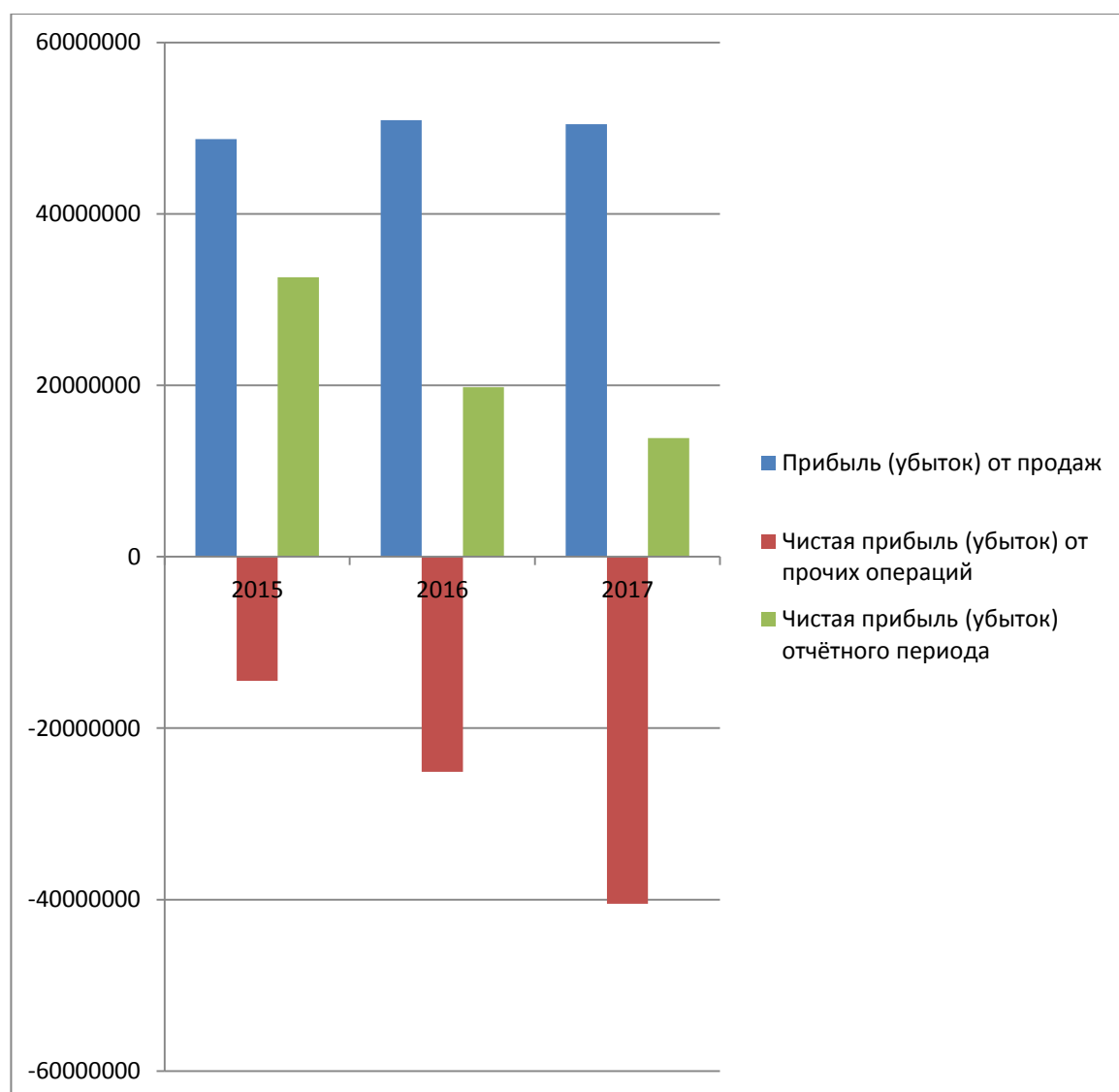


Рисунок 2.2 – Динамика финансовых результатов ПАО «ВымпелКом» за 2015-2017 гг.

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 2.9 – Расчёт средней величины чистой прибыли

№ п/п	Показатель	Значение показателя
1	2	3
1	Чистая прибыль (убыток) за 2017 год, тыс. руб.	13 853 115
	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.	-40 488 713
3	Отношение прибыли (убытка) от прочих операций к выручке от основной деятельности - среднее арифметическое за все рассматриваемые периоды	-1,1
4	Расчетная величина прибыли (убытка) от прочих операций исходя из среднего процента (выручка за 2017 год x стр.3 :100%), тыс. руб.	-3 028 318
5	Сумма корректировки чистой прибыли (убытка) на колебания финансового результата от прочих операций, тыс. руб.	37 460 395
6	Учет налогового эффекта от корректировки, тыс. руб.	6 595 290
7	Чистая прибыль (убыток) за 2017 год после корректировок, тыс. руб.	57 908 800
	Усреднение чистой прибыли (убытка) с учетом динамики показателя:	
8	Чистая прибыль - средняя величина за весь рассматриваемый период, тыс. руб.	22 086 519
9	Чистая прибыль - прогнозная величина на период через 1 год	3 320 754
10	Средневзвешенная величина чистой прибыли (убытка), тыс. руб.	40 765 023

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 40 765 023 тыс. руб.

Следующий этап в оценке стоимости ПАО «ВымпелКом» - 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 «ВымпелКом» относится к данной категории.

Согласно данным бухгалтерской отчётности ПАО «ВымпелКом», значение чистых активов на последний день анализируемого периода составило 93 274 949 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. При определении текущей стоимости денежного потока за постпрогнозный период рассчитанную ставку дисконтирования дополнительно скорректируем на прогнозируемый темп инфляции - 4%.

Итак, продисконтируем денежные потоки, используя рассчитанную ставку дисконтирования по кумулятивной модели, и представим расчёт в таблице 2.10.

Таблица 2.10 - Расчёт дисконтированных денежных потоков

Период	Прогнозный денежный поток (прогнозная чистая прибыль), тыс. руб.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный денежный поток, тыс. руб.
2018	40 765 023	$1/1,238^1=0,808$	32 928 128,43
2019	40 765 023	$1/1,238^2=0,652$	26 597 842,03
2020	40 765 023	$1/1,238^3=0,527$	21 484 525,06
2021	40 765 023	$1/1,238^4=0,426$	17 354 220,57
2022	40 765 023	$1/1,238^5=0,344$	14 017 948,76
2023	40 765 023	$1/1,238^6=0,278$	11 323 060,39
Постпрогнозный период	93 274 949	$1/1,278^6=0,230$	21 408 187,38
Итого стоимость ПАО «ВымпелКом»			145 113 912,63

Таким образом, стоимость ПАО «ВымпелКом», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составила 145 113 912,63 тыс. руб.

3 Рекомендации по применению моделей ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса

3.1 Рекомендации по выбору модели определения ставки дисконтирования

Следует отметить, что результат оценки стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков напрямую зависит от величины выбранной ставки дисконтирования.

Соответственно, выбор модели определения ставки дисконтирования, которая бы отражала реальную требуемую норму доходности – один из ключевых аспектов в оценке стоимости бизнеса.

Важно учитывать тот факт, ставка дисконтирования для оценки стоимости российского бизнеса, рассчитанная методом кумулятивного построения, рассчитанная с помощью модифицированной модели оценки капитальных активов, рассчитанная через показатель средневзвешенной цены капитала, может принимать совершенно противоположные значения.

Так, модель кумулятивного построения основана на экспертных оценках, учитывает множество факторов, которые оказывают влияние на деятельность компании.

SAPM модель за основу берёт рыночный риск, однако в российской практике очень частым явлением выступает тот факт, что премия за рыночный риск принимает отрицательное значение, то есть доходность индекса рынка превышает безрисковую ставку. В данной ситуации применение SAPM модели будет снижать выбранную ставку дисконтирования, то есть неоправданно завышать реальную стоимость компании.

Что касается модели, основанной на показателе WACC, то здесь также присутствует субъективная составляющая в части определения стоимости собственного капитала. Также немаловажным является тот факт, что в случае высокой доли заёмных средств в структуре капитала компании, не будет достаточно учтена безрисковая ставка.

Таким образом, мы можем сделать вывод о том, что наиболее объективной моделью, которая отражает требуемую норму доходности, выступает метод кумулятивного построения, несмотря на то, что данная модель основана на экспертных оценках. Так, она позволяет учесть различные факторы риска, присущие деятельности компании.

Предложим рекомендации по применению моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса:

1. Применять модель CAPM только в том случае, если величина премии за рыночный риск принимает положительное значение. Также рекомендуется использовать средневзвешенный бета-коэффициент за несколько периодов, причём как для самой компании, так и для отрасли в целом. В обязательном порядке корректировать полученную величину ставки дисконтирования на несистематические факторы риска.

2. При использовании модели WACC к полученной величине ставки дисконтирования прибавлять дополнительно величину премии за риск. Иначе при высокой доле заёмных средств премия за риск будет недостаточно учтена, что исказит реальную стоимость бизнеса.

3. При использовании метода кумулятивного построения учитывать все возможные факторы риска, присущие деятельности компании.

4. Для наиболее объективной оценки использовать средневзвешенное значение ставки дисконтирования на основе полученных её значений по различным моделям.

На наш взгляд, использование данных рекомендаций позволит повысить объективность оценки стоимости российского бизнеса.

3.2 Мероприятия по снижению ставки дисконтирования и оценка стоимости ПАО «ВымпелКом» после внедрения мероприятий

Важно отметить, что практически в каждой модели определения ставки дисконтирования ключевым элементом выступает премия за несистематические риски.

В частности, при оценке стоимости ПАО «ВымпелКом» нами была использована модель кумулятивного построения, где в качестве одного из факторов риска выступил фактор качества системы риск-менеджмента на предприятии, и данный фактор принял значение 5% в связи недостаточно эффективно построенной системы риск-менеджмента на предприятии.

Так, эффективная система управления финансовыми рисками ПАО «ВымпелКом» должна отвечать определенным критериям эффективности (качественным и количественным) и должна быть нацелена на результативность, продуктивность, соответствие стандартам и нормам

М. Г. Абилова, О. А. Рыжкова считают, что «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» [4].

Мы предлагаем ПАО «ВымпелКом» разработать систему риск-контроллинга с целью распознавания, определения и оценки рисков, которая поможет создать комплексные мероприятия по преодолению и устранению рискованных ситуаций, специфичных для телекоммуникационной отрасли.

По мнению М. Г. Абиловой, О. А. Рыжковой, «риск-контроллинг является одним из новейших инструментов корпоративного управления,

особенно в зарубежной практике. Обращение к риск-контроллингу в управленческой деятельности обусловлено нарастающим усложнением целевой ориентации и условий предпринимательской деятельности, ростом актуальности проблем корпоративной безопасности. Контроллинг как инструмент управления обладает огромным потенциалом, который пока в должной мере не раскрыт и даже не осознан» [4].

Концепция риск-контроллинга близка по своему содержанию к концепции риск-менеджмента, к его целям и методологии, однако необходимо понимать, что данные понятия не означают одно и то же. Согласно авторам научных изданий «риск-контроллинг – это нацеленный на практическое использование этап развития риск-менеджмента, своего рода надстройка над риск-менеджментом» [4]. Соответственно, можно сделать вывод, что риск-контроллинг способен выявить и оценить сложный взаимосвязанный комплекс рисков, создающих угрозу для деятельности предприятия.

Финансовый риск-контроллинг в настоящее время эффективно работает в зарубежных странах, например, в США и Германии. В России это направление для отечественных предприятий новое, и службы риск-контроллинга встречаются достаточно редко.

На рисунке 3.1 представлена модель системы риск-контроллинга на основе современных принципов менеджмента, которая позволяет координировать и интегрировать все элементы системы, обеспечивая тем самым достижение целей предприятия. Мы предлагаем внедрить данную модель в деятельности ПАО «ВымпелКом».



Рисунок 3.1 - Модель системы риск-контроллинга для ПАО «Вымпелком»

По оценкам экспертов, эффективно построенная система риск менеджмента и риск-контроллинга на предприятии позволяет снизить премию за риск на 3%.

Таким образом, скорректируем премию за риск в соответствии с предложенной рекомендацией. Расчёт скорректированной премии за риск представим в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Расчёт скорректированной премии за риск

Фактор риска	Премия за риск, %
1. Ключевая фигура, качество и глубина управления	3
2. Размер предприятия	0
3. Финансовая структура (источники финансирования компании)	3,5
4. Рентабельность и стабильность доходов	1
5. Товарная и территориальная диверсификация	0
6. Диверсификация клиентуры	0
7. Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	4
8. Прочие риски	3
Итого премия за риск	14,5

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

Таблица 3.2 – Определение скорректированной ставки дисконтирования

Составляющая ставки дисконтирования	Величина ставки, %
Безрисковая ставка	6,3
Премия за риск	14,5
Итого ставка дисконтирования	20,8

Таким образом, ставка дисконтирования, рассчитанная по модели кумулятивного построения, составила 20,8% (рисунок 3.2).

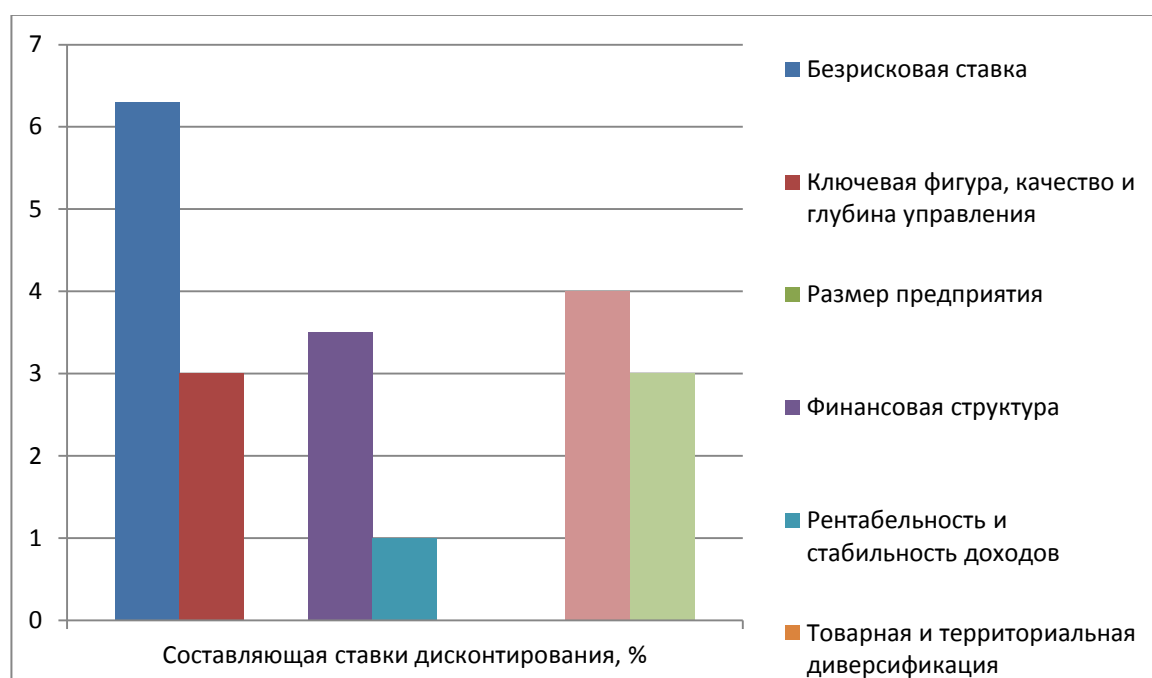


Рисунок 3.2 – Составляющие ставки дисконтирования после внедрения мероприятия

Итак, продисконтируем денежные потоки, используя скорректированную ставку дисконтирования по кумулятивной модели, и представим расчёт в таблице 3.3.

Таблица 3.3 - Расчёт дисконтированных денежных потоков после внедрения мероприятия

Период	Прогнозный денежный поток (прогнозная чистая прибыль), тыс. руб.	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный денежный поток, тыс. руб.
2018	40 765 023	$1/1,208^1=0,828$	33 745 879,97
2019	40 765 023	$1/1,208^2=0,685$	27 935 331,10
2020	40 765 023	$1/1,208^3=0,567$	23 125 274,09
2021	40 765 023	$1/1,208^4=0,470$	19 143 438,81
2022	40 765 023	$1/1,208^5=0,389$	15 847 217,56
2023	40 765 023	$1/1,208^6=0,322$	13 118 557,58
Постпрогнозный период	93 274 949	$1/1,248^6=0,265$	24 687 522,47
Итого скорректированная стоимость ПАО «ВымпелКом»			157 603 221,58

Таким образом, стоимость ПАО «ВымпелКом», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, после внедрения мероприятия составила 157 603 221,58 тыс. руб., то есть увеличилась на 12 489 308,95 тыс. руб., или на 8,6%.

Это свидетельствует об экономической эффективности предлагаемых мероприятий.

Заключение

В первой главе были рассмотрены экономическая сущность и содержание основных моделей определения ставки дисконтирования при оценке российского бизнеса.

Во второй главе была проведена оценка стоимости ПАО «ВымпелКом» на основе расчёта ставки дисконтирования.

ПАО «ВымпелКом» - один из ведущих поставщиков услуг связи в России, который осуществляет деятельность под брендом «Билайн».

В работе была 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 – 6,3%.

К данной ставке были прибавлены премии за такие различные факторы риска.

Премия за риск за каждый фактор риска была оценена от 0 до 5%.

Итого премия за риск получилась равной 17,5%, а суммарно ставка дисконтирования - 23,8 %.

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

Согласно ретроспективному анализу, была рассчитана средневзвешенная величина чистой прибыли, которая составила 40 765 023 тыс. руб. В качестве постпрогнозного денежного потока была выбрана величина чистых активов, равная 93 274 949 тыс. руб., которая была продисконтирована под 27,8% - с учётом прогнозируемой инфляции 4%.

Таким образом, стоимость ПАО «ВымпелКом», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составила 145 113 912,63 тыс. руб.

Далее в третьей главе были представлены рекомендации по применению моделей определения ставки дисконтирования:

1. Применять модель CAPM только в том случае, если величина премии за рыночный риск принимает положительное значение. Также рекомендуется использовать средневзвешенный бета-коэффициент за несколько периодов, причём как для самой компании, так и для отрасли в целом. В обязательном порядке корректировать полученную величину ставки дисконтирования на несистематические факторы риска.

2. При использовании модели WACC к полученной величине ставки дисконтирования прибавлять дополнительно величину премии за риск. Иначе при высокой доле заёмных средств премия за риск будет недостаточно учтена, что исказит реальную стоимость бизнеса.

3. При использовании метода кумулятивного построения учитывать все возможные факторы риска, присущие деятельности компании.

4. Для наиболее объективной оценки использовать средневзвешенное значение ставки дисконтирования на основе полученных её значений по различным моделям.

На наш взгляд, использование данных рекомендаций позволит повысить объективность оценки стоимости российского бизнеса.

Далее в работе были представлены мероприятия по снижению ставки дисконтирования. Было отмечено, что практически в каждой модели определения ставки дисконтирования ключевым элементом выступает премия за несистематические риски.

В частности, при оценке стоимости ПАО «ВымпелКом» нами была использована модель кумулятивного построения, где в качестве одного из факторов риска выступил фактор качества системы риск-менеджмента на предприятии, и данный фактор принял значение 5% в связи недостаточно эффективно построенной системы риск-менеджмента на предприятии.

Так, эффективная система управления финансовыми рисками ПАО «ВымпелКом» должна отвечать определенным критериям эффективности (качественным и количественным) и должна быть нацелена на результативность, продуктивность, соответствие стандартам и нормам

В работе была представлена модель системы риск-контроллинга на основе современных принципов менеджмента, которая позволяет координировать и интегрировать все элементы системы, обеспечивая тем самым достижение целей предприятия. Мы предлагаем внедрить данную модель в деятельности ПАО «ВымпелКом».

По оценкам экспертов, эффективно построенная система риск менеджмента и риск-контроллинга на предприятии позволяет снизить премию за риск на 3%.

Таким образом, премия за риск была скорректирована в соответствии с предложенной рекомендацией. Теперь ставка дисконтирования, рассчитанная по модели кумулятивного построения, составила 20,8% .

Таким образом, стоимость ПАО «ВымпелКом», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, после внедрения мероприятия составила 157 603 221,58 тыс. руб., то есть увеличилась на 12 489 308,95 тыс. руб., или на 8,6%.

Это свидетельствует об экономической эффективности предлагаемых мероприятий.

Список используемой литературы

1. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29.07.1998г. N 135-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации.
2. О консолидированной финансовой отчетности: Федеральный закон от 27.07. 2010 г. N 208-ФЗ.
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. Абилова, М.Г. Формирование механизма управления финансовыми рисками промышленного предприятия в условиях Российской экономики. / М. Г. Абилова, О. А. Рыжкова // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. - 2018. - № 3 (109). - С. 10.
5. Анопченко, Т.Ю. Трансформация управления собственным капиталом в современных экономических условиях. / Т.Ю. Анопченко, М.В. Чараева, Е.М. Евстафьева // Вестник Северо-Кавказского федерального университета. - 2017. - № 4 (61). - С. 67-74.
6. Арсентьев, А.И. Доходный подход при оценке предприятий. / А.И. Арсентьев // Аллея науки. - 2017. - № 9. - С. 393-397.
7. Бянкин, В.М. Современные проблемы в оценке Российских компаний. / В.М. Бянкин, А.О. Кириченко // Синергия Наук. - 2017. - № 18. - С. 251-273.
8. Волкова, Н.В. Влияние инфляции на оценку стоимости компании / Н.В. Волкова, Н.С. Вдовина // В сборнике: современная экономика социальные вызовы и финансовые проблемы XXI века сборник статей Международной научно-практической конференции. - 2017. – С. 7-11.
9. Генералов, Д.А. Сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости бизнеса / Д.А. Генералов, Ю.А. Герасина // Экономические системы. - 2017. - № 3 (38). - С. 45-49.
10. Григорьев, В. В. Оценка предприятия: теория и практика [Текст] / В. В. Григорьев // – М.: Норма, 2016. – 320 с.

11. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. // – М.: Альпина Паблишер, 2010. – С. 254.
12. Демьяненко, М.М. Методы и проблемы сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса / М.М. Демьяненко // Aspectus. - 2017. - № 1 (14). - С. 77-81.
13. Еремеева, Г.С. Значение оценки стоимости бизнеса для повышения эффективности стратегического управления компанией / Г.С. Еремеева, А.А. Еремеев // Журнал научных публикаций «Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук». – 2015. – №4. – Ч. 1. – С. 208.
14. Илышева, Н. Н. Анализ финансовой отчетности / Н. Н. Илышева, С. И. Крылов // — М.: Финансы и статистика, 2015. — С. 368.
15. Кашина, Е.В. Факторы, влияющие на рыночную стоимость строительной компании. / Е.В. Кашина, О.А. Микрюкова, А.В. Кашина // Бизнес. Образование. Право. - 2018. - № 1 (42). - С. 33-39.
16. Когденко, В. Г. Анализ показателей создания стоимости. / В. Г. Когденко // -Экономический анализ: теория и практика. - 2010. - № 19. – С. 184.
17. Королькова, Е.М. Проблемы оценки стоимости предприятия. / Е.М. Королькова // Дневник науки. - 2017. - № 11 (11). - С. 33.
18. Кошкарлова, А.С. Теоретические основы оценки: понятие, виды и принципы. / А.С. Кошкарлова, А.А. Ильясова // Научное обозрение. Экономические науки. - 2017. - № 1. - С. 43-49.
19. Лаврова, Ж.А. Особенности применения доходного подхода в оценке стоимости компании в процессе реструктуризации / Ж.А. Лаврова, Т.В. Липницкий // В сборнике: Наука, бизнес, власть - триада регионального развития сборник статей II Международной научно- практической конференции. - 2017. – С. 111-115.
20. Лансине, Б. Актуальные вопросы оценки стоимости компании / Б. Лансине, Е.Р. Синянская // Вестник Уральского финансово-юридического института. - 2017. - № 2. - С. 79-84.

21. Леонова, М.А. Выявление ключевых факторов стоимости и оценка их влияния на стоимость компании. / М.А. Леонова, С.С. Пискунов // Вектор экономики. 2017. № 11. - С. 47.

22. Лукьянова, З. А. Анализ подходов к управлению структурой капитала корпорации / З.А. Лукьянова, А.И. Кочкина // 21 век: фундаментальная наука и технологии. Материалы VI международной научно-практической конференции. - 2015. - Том 1. - С. 183-185.

23. 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.

24. Перфильев, А.А. Развитие подхода к оценке стоимости компании. / А.А. Перфильев А.А., Л.П. Буфетова, К.С. Вировец, О.В. Гуслистова // Мир экономики и управления. - 2017. - № 3. - С. 85-99.

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

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

27. Ромашова, Ю.А. Пути снижения себестоимости на предприятиях в нефтегазовой отрасли / Ю.А. Ромашова, Ю.Е. Ахметшина, П.Ю. Компанеец // в сборнике: Проблемы геологии и освоения недр Труды XX Международного симпозиума имени академика М.А. Усова. Национальный исследовательский Томский политехнический университет (ТПУ). - 2016. - С.1080-1081.

28. Руденко, В.В. Понятие стоимости бизнеса / В. В. Руденко // Бенефициар. - 2017. - № 14. - С. 3-6.

29. Сазонов, А.А. Рыночная стоимость капитала предприятия как основа реализации его конкурентной стратегии в условиях инновационного развития. /

А.А. Сазонов, Л.В. Михайлова, В.В. Колосова // Вестник Московского государственного областного университета. Серия: Экономика. - 2017. - № 4. - С. 118-125.

30. Семиколонова, М.Н. Оценка справедливой стоимости. Доходный метод. / М.Н. Семиколонова // Иннов: электронный научный журнал. - 2017. - № 4 (33). - С. 29.

31. Тюжина, М.С. Расчет рыночной стоимости компании затратным и доходным подходами. / М.С. Тюжина // Новая наука: Теоретический и практический взгляд. - 2017. - № 2-1. - С. 201-203.

32. Уильям, Ф. Шарп. Инвестиции [Текст] / У. Ф. Шарп, Дж. А. Гордон, В. Б. Джеффри // – М.: Инфра-М. - 2009. – С.137.

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

34. Шураева, П.О. Риск-менеджмент как инструмент эффективного управления Российскими транснациональными компаниями. / П.О. Шураева, М.Д. Корхов // Синергия Наук. - 2017. - № 11. - С. 33-47.

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

36. Anghel, Ion, and Costin Ciora. Valuation standards around the world // In 19th Annual European Real Estate Society Conference. - 2012. – pp. 13-26

37. Antonczyk R.C., Salzmann A.J. Corporate governance, risk aversion and firm value // Applied Financial Economics. 2014. T. 24. № 8. С. 543- 556.

38. Barbi M. On the risk-neutral value of debt tax shields // Applied Financial Economics. 2012. T. 22. № 3. С. 251-258.

39. Beaulieu J.J., Matthey J. The workweek of capital and capital utilization in manufacturing. Journal of Productivity Analysis. 2014. T. 10. № 2. С. 199-223.

40. Brusov P., Filatova T., Eskindarov M., Orehova N., Brusova A. Influence of debt financing on the effectiveness of the finite duration investment project // Applied Financial Economics. 2012. T. 22. № 13. С. 1043-1052.

41. Официальный сайт ПАО «ВымпелКом». – Режим доступа:
www.beeline.ru

42. Официальный сайт Банка России. – Режим доступа:
<http://www.cbr.ru/>

43. Официальный сайт Московской биржи. – Режим доступа:
www.moex.ru

Приложение А

(обязательное)

БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС на 31 декабря 2017 г.

Организация: ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
"ВЫМПЕЛ-КОММУНИКАЦИИ"

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид экономической деятельности: Деятельность по предоставлению услуг телефонной связи

Организационно-правовая форма/форма собственности: Публичное акционерное общество /

Собственность иностранных юридических лиц

Единица измерения: тыс. руб.

Местонахождение (адрес):

127083, Российская Федерация, г. Москва, ул. Восьмого Марта, 10, стр. 14

Форма по ОКУД
Дата (число месяц) год

по ОКТО

ИНН

по ОКВЭД

по ОКФСР /

по ОКФС

КЗБ
07 1000
31.12.2017
17337364
7713078301
61.20.1
12247 / 23
384

Показатель	Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2015 г.
1	2	3	4	5	6
	АКТИВ				
	I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
6.2	Нематериальные активы	1110	546 276	512 283	461 837
	Результаты исследований и разработок	1120	-	-	-
	Нематериальные поисковые активы	1130	-	-	-
	Материальные поисковые активы	1140	-	-	-
6.1	Основные средства	1150	151 248 158	157 940 345	173 611 759
6.1	Доходные вложения в материальные ценности	1160	681 140	382	595
6.5	Финансовые вложения	1170	91 328 351	146 114 185	187 866 227
6.10	Отложенные налоговые активы	1180	9 391 828	3 781 281	3 535 510
6.6	Прочие внеоборотные активы	1190	27 270 074	28 154 625	24 787 734
	Итого по разделу I	1100	280 465 827	336 503 101	390 243 862
	II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
6.3	Запасы	1210	3 584 829	6 679 302	6 547 402
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1 366 181	481 393	343 008
6.9	Дебиторская задолженность	1230	43 177 480	41 195 093	52 356 518
6.5	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	49 872 516	14 228 895	16 433 476
6.4	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	9 596 073	12 399 937	10 023 981
6.6	Прочие оборотные активы	1260	2 788 719	2 512 270	1 950 204
	Итого по разделу II	1200	110 365 578	77 496 890	87 654 589
	БАЛАНС	1600	390 831 405	413 999 991	477 898 251

Показатель	Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2018 г.	На 31 декабря 2019 г.
1	2	3	4	5	6
	ПАССИВ				
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
6.7	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	289	289	289
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	1340	546 784	548 179	560 683
	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	18 428 864	18 428 864	18 428 864
	Резервный капитал	1360	43	43	43
6.7	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	74 270 800	89 255 204	100 483 728
	Итого по разделу III	1300	93 246 780	108 232 579	119 473 607
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
6.9	Заемные средства	1410	198 483 138	140 620 909	212 994 400
6.10	Отложенные налоговые обязательства	1420	14 230 308	15 051 273	15 438 863
6.12	Оценочные обязательства	1430	3 438 274	2 601 272	2 658 233
6.9	Прочие обязательства	1450	2 169 044	1 982 179	1 143 007
	Итого по разделу IV	1400	218 320 765	160 255 633	232 234 503
	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
6.9	Заемные средства	1510	31 429 996	102 688 069	77 180 040
6.9	Кредиторская задолженность	1520	43 706 973	40 243 152	44 823 195
	Доходы будущих периодов	1530	28 169	47 130	64 626
6.12	Оценочные обязательства	1540	4 098 722	2 533 428	4 122 280
	Прочие обязательства	1550	-	-	-
	Итого по разделу V	1500	79 263 860	145 511 779	126 190 141
	БАЛАНС	1700	390 831 405	413 999 991	477 898 251

Руководитель


Владим Василь
(расшифровка подписи)

"27" марта 2019 г.

Приложение Б (обязательное)

ОТЧЕТ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ за 2017 год

Организация **ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
"ВЫМПЕЛ-КОММУНИКАЦИИ"**

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид экономической деятельности

Деятельность по предоставлению услуг телефонной связи

Организационно-правовая форма собственности Публичное акционерное общество /
Собственность иностранных юридических лиц

Единица измерения: тыс. руб.

Форма по ОКУД
Дата (число, месяц, год)
по ОКЕТО
ИНН
по ОКВЭД
по ОКФС
по ОКЕИ

КОДЫ
0710002
31.12.2017
17337364
7713076301
61.20.1
12247 / 23
384

Показатель	Наименование показателя	Код строки	За 2017 год	За 2016 год
1	2	3	4	5
6.11	Выручка	2110	275 301 678	272 433 120
6.11	Себестоимость продаж	2120	(127 310 596)	(137 960 271)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	147 991 082	134 472 849
	Коммерческие расходы	2210	-	-
6.11	Управленческие расходы	2220	(97 538 996)	(83 526 622)
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	50 452 086	50 946 227
6.11	Доходы от участия в других организациях	2310	23 553 530	3 986 706
6.11	Проценты к получению	2320	2 816 298	3 167 324
6.11	Проценты к уплате	2330	(21 746 580)	(23 652 725)
6.11	Прочие доходы	2340	79 027 748	20 632 804
6.11	Прочие расходы	2350	(124 139 709)	(29 219 954)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	9 953 373	25 860 381
6.11	Текущий налог на прибыль	2410	(4 406 392)	(4 813 828)
6.11	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	(3 701 316)	732 061
6.11	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	785 671	26 327
6.11	Изменение отложенных налоговых активов	2450	5 374 876	(249 883)
6.11	Прочее	2460	2 136 587	(1 035 436)
6.11	Чистая прибыль (убыток)	2400	13 853 115	19 787 561
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510	-	-
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520	-	-
	Совокупный финансовый результат периода	2500	13 853 115	19 787 561
	СПРАВОЧНО			
6.11	Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	0,3	0,4
6.11	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	2910	0,2	0,3

Руководитель



Лицезинг Виситль
(расшифровка подписи)

"27" марта 2018 г.

Приложение В (обязательное)

ОТЧЕТ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ за 2016 год

Организация: ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
"ВЫМПЕЛ-КОММУНИКАЦИИ"

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид экономической деятельности

Деятельность по предоставлению услуг телефонной связи

Организационно-правовая форма собственности: Публичное акционерное общество /
Собственность иностранных юридических лиц

Единица измерения: тыс. руб.

Форма по ОКУД
Дата (число, месяц, год)
по ОКТО
ИНН
по ОКВЭД
по ОКОП
ЮНЕСКО
по ОКЕИ

КОДЫ
0710002
31.12.2016
17337364
7713076301
61.20.1
12247 / 23
384

Показатель	Наименование показателя	Код строки	За 2016 год	За 2015 год
1	2	3	4	5
6.9	Выручка	2110	272 433 120	276 632 987
6.9	Себестоимость продаж	2120	(137 960 271)	(142 363 430)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	134 472 849	134 489 557
	Коммерческие расходы	2210	-	-
6.9	Управленческие расходы	2220	(83 526 622)	(85 734 907)
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	50 946 227	48 734 570
6.9	Доходы от участия в других организациях	2310	3 986 705	20 959 559
6.9	Проценты к получению	2320	3 167 324	5 914 551
6.9	Проценты к уплате	2330	(23 652 725)	(25 644 446)
6.9	Прочие доходы	2340	20 632 804	122 514 011
6.9	Прочие расходы	2350	(29 219 954)	(138 255 914)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	25 860 381	34 262 340
6.9	Текущий налог на прибыль	2410	(4 813 823)	(1 671 020)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	732 061	38 189
6.9	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	28 327	(1 518 161)
6.9	Изменение отложенных налоговых активов	2450	(249 883)	461 042
	Прочее	2460	(1 035 436)	1 082 679
6.9	Расчеты по налоговым санкциям (штрафы, пени)	24601	(71 644)	(59 077)
6.9	Корректировки ГНО прошлых лет	24602	(75 026)	1 142 366
6.9	Расчеты по налогу на прибыль за предыдущие годы	24603	(911 723)	-
6.9	Налог на прибыль контр. иностр. компаний	24604	(277 041)	-
	Чистая прибыль (убыток)	2400	19 787 561	32 618 880
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510	-	-
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520	-	-
	Совокупный финансовый результат периода	2500	19 787 561	32 618 880
	СПРАВОЧНО			
	Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	-	1
	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	2910	-	-

Руководитель



Илья Щепель Мортен
(подпись)

"27" марта 2017 г.