

важных и сложных задач. Товары «рыночной новизны» являются ключевыми для коммерческого успеха деятельности любой организации. Новый товар открывает перед потребителем возможность удовлетворения совершенно новой потребности либо поднимает на новую качественную ступень удовлетворение обычной, известной потребности. Таким образом, продвижение нового товара на потребительский рынок предполагает четко спланированную деятельность по подбору и применению наиболее эффек-

тивных инструментов информирования и стимулирования потребителей. Главными составляющими успеха внедрения нового товара на рынок являются: соответствие продукта требованиям потребителя и рынка, возможность осуществления изменений в его разработке и производстве. Важным фактором служит расположение новейшими и превосходными технологиями. Необходимо также опираться на поддержку руководства и разрабатывать процесс принятия товара рынком.

#### Литература:

1. Котлер Ф. Маркетинг менеджмент / Ф. Котлер, К. Л. Келлер; [пер. с англ.]. СПб.: Питер, 2016.
2. Бронникова, Т. С. Маркетинг: теория, методика, практика: учеб. пособие / Т. С. Бронникова. — М., 2015. — 207 с..
3. Зонин Н. А., Прохорова О. В., Самылкина К. А. Выведение нового товара на региональный рынок: основные этапы // Молодой ученый. — 2016. — № 19.1. — С. 64–66. — URL
4. «Электронная энциклопедия маркетинга»: <https://www.marketing.spb.ru/read/article/a43.htm>
5. Цахаев Р. К. Маркетинг: учебник / Р. К. Цахаев, Т. В. Муртузалиева. М., 2013. — 548 с.

## Метод рынка капитала при оценке стоимости телекоммуникационной компании

Костин Дмитрий Эдуардович, магистр

Московский финансово-промышленный университет «Синергия»

*В статье рассматриваются теоретические аспекты и практическое применение метода рынка капитала в рамках реализации сравнительного подхода при оценке стоимости телекоммуникационной компании ПАО «Ростелеком».*

**Ключевые слова:** корпоративные финансы, оценка стоимости бизнеса, метод рынка капитала, мультипликаторы, телекоммуникации, операторы сотовой связи

Как известно, в оценке стоимости бизнеса, так же, как и в оценке любых других объектов, используются несколько подходов — доходный, затратный и сравнительный. Метод рынка капитала, который относится к методологии сравнительного подхода, является одним распространенных способов оценки крупных компаний, и именно его применение будет рассмотрено в данной статье.

Сравнительный подход не является основным для оценки бизнеса и применяется лишь в определенных ситуациях. Он основывается на принципе замещения — в рамках данного подхода предполагается, что стоимость объекта оценки может быть определена с помощью сформированного финансового рынка, на котором объект может быть продан (при наличии такого рынка). В этом случае цена продажи бизнес-аналога может считаться наиболее вероятной величиной стоимости объекта оценки, которая фиксируется в рыночных условиях при проведении сделки. Пункт 10 ФСО № 8 регламентирует требования к применению сравнительного подхода при оценке стоимости бизнеса. [2]

Сравнительный подход используется в следующих ситуациях:

- необходимость быстрой упрощенной оценки;

- недостаток данных для доходного подхода (метод дисконтированных денежных потоков) или сложность прогнозирования деятельности компании;

- необходимость в альтернативном способе расчета в целях повышения объективности процесса оценки.

Помимо метода рынка капитала, сравнительный подход включает в себя метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала — в своей основе использует сравнение с реальными ценами, выплаченными за акции бизнес-аналогов на фондовом рынке. После применения корректировок величина стоимости объекта оценки может быть определена на основе данных сопоставимых аналогичных компаний. В данном методе используются фактические данные — необходимо наличие достоверной финансовой и рыночной информации об объекте оценки и о его компаниях-аналогах. С помощью метода рынка капитала определяется стоимость бизнеса на уровне неконтрольной доли акций (миноритарный пакет).

Необходимая информация для реализации метода может быть получена из следующих источников: [www.akm.ru](http://www.akm.ru); [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru); [www.skryn.ru](http://www.skryn.ru); ОАО «Московская биржа»; ин-

формационный бюллетень «Государственное имущество»; база данных СПАРК (Интерфакс) и прочие.

При подборе сопоставимых аналогов оценщик должен руководствоваться четкими критериями отбора, которые зависят от условий оценки, наличия сведений об объектах и используемых методов. Одним из важнейших критериев является отраслевое сходство — различные отрасли кардинально отличаются друг от друга по параметрам доходности, капиталоемкости, темпов роста, в связи с чем компании-аналоги должны принадлежать той же отрасли, что и объект оценки. Тем не менее, в этом случае также должны быть учтены многие факторы:

- уровень диверсификации производства;
- характер взаимозаменяемости производимой продукции;

- состав экономических факторов, оказывающих влияние.
- этап экономического развития компании.

Среди важнейших критериев отбора также выделяют сходство выпускаемой продукции, размер компании и перспективы её роста. Данные о размерах аналога могут подвергаться корректировкам в отличие от информации о сходстве продукции (если существуют различия по этому критерию). Критерий о размере включает в себя данные об объемах реализованной продукции, объемы прибыли, структура и количество филиалов и другие. При этом оценщик должен учитывать географическую диверсификацию, количественные скидки при закупке крупных объемов сырья, ценовые различия по аналогичным товарам.

Таблица 1. Перечень использованных при проведении оценки источников информации по аналогам

Данные для оценки	Источник получения
Финансовая отчетность ПАО «Мегафон»	<a href="http://megafon.ru">http://megafon.ru</a>
Финансовая отчетность ПАО МГТС	<a href="http://mgts.ru">http://mgts.ru</a>
Финансовая отчетность ПАО «МТС»	<a href="http://mts.ru">http://mts.ru</a>
Финансовая отчетность ПАО «ВымпелКом»	<a href="http://beeline.ru">http://beeline.ru</a>
Финансовая отчетность ПАО «Ростелеком»	<a href="http://rt.ru">http://rt.ru</a>
Котировки акций объекта оценки и аналогов	<a href="http://moex.com">http://moex.com</a>
Финансовый анализ объекта оценки и аналогов	Расчеты автора

Проведем оценку рыночной стоимости ПАО «Ростелеком» методом рынка капитала в рамках сравнительного подхода. Для реализации метода были подобраны компании-аналоги: ПАО «Мегафон», ПАО МГТС, ПАО «МТС». Также, была рассмотрена компания ПАО «Вымпелком» (бренд «Билайн»), однако, она является дочерней компанией зарубежного холдинга VEON Ltd. и её акции не обращаются на российском фондовом рынке.

В целях определения финансовых рисков и структуры капитала проводится финансовый анализ аналогичных компаний (на основе финансовых коэффициентов, средних арифметических и медианных значений, возможно применение рейтинговой оценки), позволяющий оценить:

- соотношение собственных и заемных средств;
- ликвидность и платежеспособность;

- кредитоспособность (привлечение заемных средств на выгодных условиях).

При оценке рисков также используется критерий качества менеджмента и фактор корпоративного управления, формируемые на основе косвенных данных: качество отчетности, возраст руководящего звена, его опыт, уровень образования, заработная плата.

К перечисленным критериям на усмотрение оценщика можно добавить критерии репутации компании, опыт сотрудников, характер конкуренции, дивидендная политика, балансовая стоимость компании. После предварительного анализа оценщик делает вывод о сопоставимости аналога с объектом оценки по определенному набору критериев и использует его для расчета мультипликаторов. Или, в обратном случае, при недостаточности сопоставимых качеств такой аналог исключается из процесса оценки.

Таблица 2. Структура балансовых показателей объекта оценки и аналогов по итогам 2018 г. (млн руб.)

Организация-аналог	Единицы измерения	Всего активов	Основные средства	Оборотные активы	Запасы	Дебиторская задолженность
Мегафон	млн руб.	582 062	177 674	88 519	962	28 789
	%	100	30,52	15,21	0,17	4,95
МТС	млн руб.	844 811	173 851	141 130	460	30 502
	%	100	20,58	16,71	0,05	3,61
МГТС	млн руб.	105 307	47 421	29 896	790	6 203
	%	100	45,03	28,39	0,75	5,89

Организация-аналог	Единицы измерения	Всего активов	Основные средства	Оборотные активы	Запасы	Дебиторская задолженность
Среднее	%	100	32,04	20,10	0,32	4,82
Медиана	%	100	30,52	16,71	0,17	4,95
Ростелеком	млн руб.	602 685	339 088	82 758	7 132	57 659
	%	100	56,26	13,73	1,18	9,57

Источник: megafon.ru, mts.ru, mgts.ru, rt.ru

Таблица 3. Структура балансовых показателей объекта оценки и аналогов по итогам 2018 г. (продолжение, млн руб.)

Организация-аналог	Единицы измерения	Денежные средства	Собственный капитал	Всего обязательств	Долгоср. обязательства	Краткосрочные обязательства
Мегафон	млн.руб.	24 863	146 885	435 177	328 911	106 266
	%	4,27	25,24	74,76	56,51	18,26
МТС	млн.руб.	69 147	107 428	737 383	556 107	181 276
	%	8,18	12,72	87,28	65,83	21,46
МГТС	млн.руб.	375	80 117	25 189	13 152	12 037
	%	0,36	76,08	23,92	12,49	11,43
Среднее	%	3,86	32,49	67,51	48,57	18,94
Медиана	%	3,44	20,58	79,42	57,99	19,86
Ростелеком	млн.руб.	11 329	247 452	355 234	211 407	143 827
	%	1,88	41,06	58,94	35,08	23,86

Источник: megafon.ru, mts.ru, mgts.ru, rt.ru

Как показал анализ структуры баланса и других показателей, наиболее близким аналогом ПАО «Ростелеком» является ПАО «Мегафон». Сходство компаний проявляется в следующих аспектах:

- сопоставимые величины активов;
- сопоставимые величины оборотных активов;
- близкая структура капитала компании;
- схожий уровень выручки;
- сопоставимый уровень чистой прибыли;
- более близкие значения коэффициентов автономии, рентабельности продаж и плеча финансового рычага, чем у других аналогов.

Таблица 4. Финансовые результаты объекта оценки и аналогов по итогам 2018 г. (млн руб.)

Организация-аналог	Выручка от продаж		Прибыль от продаж		Прибыль до налогообложения		Налог на прибыль	Чистая прибыль	
	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	млн руб.	%
Мегафон	305 426	100	49 531	16,2	20 609	6,8	2 840	16 430	5,4
МТС	331 236	100	94 258	28,5	20 302	6,1	12 369	9 160	2,8
МГТС	38 722	100	10 084	26,0	22 539	58,2	3 640	19 627	50,7
Среднее	225 128	100	51 291	23,6	21 150	23,7	6 283	15 072	19,6
Медиана	305 426	100	49 531	26,0	20 609	6,8	3 640	16 430	5,4
Ростелеком	305 939	100	24 041	7,9	7 515	2,5	3 193	5 381	1,8

Источник: расчеты автора

Таблица 5. Финансовые коэффициенты объекта оценки и аналогов на конец 2018 г.

Организация-аналог	Коэф. текущей ликвидности	Коэф. быстрой ликвидности	Доля ОС в валюте баланса	Коэф. автономии	Рент. продаж	Плечо рычага	Рент. СК
Мегафон	0,83	0,23	0,31	0,25	0,16	2,96	0,11
МТС	0,78	0,38	0,21	0,13	0,28	6,86	0,09
МГТС	2,48	0,03	0,45	0,76	0,26	0,31	0,24
Среднее	1,37	0,22	0,32	0,38	0,24	3,38	0,15

Организация-аналог	Коэф. текущей ликвидности	Коэф. быстрой ликвидности	Доля ОС в валюте баланса	Коэф. автономии	Рент. продаж	Плечо рычага	Рент. СК
Медиана	0,83	0,23	0,31	0,25	0,26	2,96	0,11
Ростелеком	0,58	0,08	0,56	0,41	0,08	1,63	0,02

Источник: расчеты автора

На основе полученных мультипликаторов был проведен расчет стоимости, где в качестве аналога был выбран ПАО «Мегафон».

Метод рынка капитала предполагает использование ценовых мультипликаторов — коэффициентов, показывающих отношение рыночной цены акции ( $P$ , рыночная капитализация компании) или стоимости всего инвестированного капитала ( $EV$ , полная стоимость компании) компании-аналога к какому-либо финансовому или нефинансовому показателю этого предприятия. [3, с. 590] Мультипликаторы классифицируются следующим образом:

- финансовые (доходные и балансовые) и натуральные;
- моментные и интервальные.

Знаменатель финансовых мультипликаторов состоит из показателей финансовой отчетности в стоимостном выражении. Доходные финансовые мультипликаторы содержат такие параметры, как прибыль, денежный поток, дивиденды, выручка от продаж и прочие. Балансовые мультипликаторы включают в себя стоимость активов, стоимость чистых активов и другие. Знаменатель же натуральных мультипликаторов состоит из количественных показателей хозяйственно-экономической деятельности компании в натуральных единицах.

Наиболее распространенными финансовыми доходными мультипликаторами являются:

- $P/E$  (Рыночная цена акций/Чистая прибыль);
- $P/S$  или  $EV/S$  (Рыночная цена акций/Выручка или Стоимость компании/Выручка);
- $P/CF$  (Рыночная цена акций/Денежный поток);
- $P/DIV$  (Рыночная цена акций/Дивиденды);

—  $EV/EBITDA$  (Стоимость компании/Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации).

Величина стоимости всего инвестированного капитала или полная стоимость бизнеса ( $E/V$ ) определяется по формуле:

*Рыночная капитализация компании + Рыночная стоимость долгосрочных обязательств — Наиболее ликвидные активы (денежные средства и ликвидные ценные бумаги).*

Наиболее распространенными финансовыми балансовыми мультипликаторами являются:

- $EV/BV$  (также  $EV/B$ ,  $EV/BVA$ ) — «Стоимость компании/Балансовая стоимость активов»;
- $P/BV$  (также  $P/B$ ,  $P/BVE$ ) — «Рыночная цена акций/Балансовая стоимость акционерного капитала» или «Рыночная цена акций/Балансовая стоимость чистых активов»;
- $P/BE$  — «Рыночная цена акций/Стоимость внеоборотных активов»;
- $Q$  (мультипликатор  $Q$  или  $Q$  Тобина) — «Рыночная цена акций/Стоимость замещения чистых активов».

При выборе тех или иных мультипликаторов оценщик обязан обосновывать их применение. Для получения объективного результата необходимо соблюдать следующие правила использования мультипликаторов:

1. Используемые мультипликаторы должны быть сопоставимы в плане расчета числителя и знаменателя.
2. В связи с влиянием конъюнктуры рынка расчет мультипликаторов должен быть произведен на один и тот же момент времени.
3. Кроме отраслевого сходства, компании-аналоги должны иметь сходный потенциал роста и уровень риска.

Таблица 6. Расчет стоимости ПАО «Ростелеком» (млн руб.)

Организация-аналог	Сред. цена акции, руб.	Кол-во обыкн. акций, млн шт.	Баланс. стоимость акции, руб.	EPS*, руб.	Выручка на акцию, руб.	Мультипликаторы		
						P/S	P/E	P/BV
Мегафон	647,8	620	236,91	26,50	492,62	1,32	24,45	2,73
МТС	260,75	1 998,38	53,76	4,58	165,75	1,57	56,89	4,85
МГТС	1780	79,71	1005,12	246,23	485,79	3,66	7,23	1,77
Среднее	896,18	899,36	431,93	92,44	381,39	2,18	29,52	3,12
Медиана	647,80	620,00	236,91	26,50	485,79	1,57	24,45	2,73
Ростелеком	72,25	2574,91	96,10	2,09	118,82	0,61	34,57	0,75
Стоимость по мультипликаторам	-	-	-	-	-	402 311	131 549	676 621
Весовые коэффициенты	-	-	-	-	-	0,33	0,33	0,33

Организация-аналог	Сред. цена акции, руб.	Кол-во обыкн. акций, млн шт.	Баланс. стоимость акции, руб.	EPS*, руб.	Выручка на акцию, руб.	Мультипликаторы		
						P/S	P/E	P/BV
Стоимость ПАО «Телеком» до поправок				403 494				
Применение корректировок (премия за контроль — 31,87%)				532 087				
Поправка на недостаток/избыток ЧОК				–96 771				
Поправка на избыточные активы				529				
Итоговая стоимость				435 845				

\*EPS — чистая прибыль на одну акцию.

Формирование итоговой величины стоимости включает в себя следующие этапы.

1. Выбор величины мультипликатора и включение его в расчет. Это наиболее сложный момент, так как требуется четкое обоснование, которое будет отражено в дальнейшем в отчете. При согласовании мультипликаторов аналогов необходимо учитывать проблемы:

— сравнительной оценки мультипликаторов: должны быть исключены экстремальные значения мультипликаторов и рассчитаны их средние и медианные значения. Подобная процедура проводится и с финансовыми показателями, позволяющая определить близость аналогов;

— взаимосвязь фундаментальных переменных величин (риск, рост и потенциал роста для генерирования денежных потоков) объекта оценки и его рыночных цен акций. Возможно использование модели Гордона как ориентир получения стоимости на основе доходных финансовых мультипликаторов:

$$P = \frac{E}{r - g} \text{ и } V = \frac{CF}{r - g}.$$

2. Анализ полученного результата величины стоимости. Важно учитывать, что при применении метода рынка капитала определяется стоимость неконтрольной доли акции (миноритарный пакет), а при применении метода сделок определяется стоимость контрольной доли (мажоритарный пакет).

3. Внесение итоговых поправок. К их числу относятся корректировки в случае наличия непроизводственных и нефункционирующих активов, при наличии недостатка чистого оборотного капитала и потребности в срочных капитальных вложений — данные величины должны быть вычтены.

При проведении оценки контрольного пакета акций и стоимости всего бизнеса необходимо применение премии за контроль. Премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольной доли в бизнесе.

По данным исследования величин премий за контроль, проведенного Федотовой М. А. и Евстафьевой Е. М. в статье «Премия за контроль и скидка за размер пакета: практическое применение отечественной статистики», средний уровень премии за контроль в российской практике колеблется в интервале 30–60 %.

Также, согласно результатам исследования, среднее арифметическое значение премии за контроль при сделках с пакетами (доля свыше 50 %) составляет 63,04 %; среднее медианное значение соответственно составляет 31,87 %. Результаты исследования Федотовой М. А. и Евстафьевой Е. М. приведены в таблице ниже.

Среднее арифметическое значение премии за контроль с пакетами свыше 50 % (63,04 %) выходит за интервалы 30–60 % и не применяется.

Таблица 7. Результаты исследования Федотовой М. А. и Евстафьевой Е. М. величин премий за контроль по данным отечественного рынка

Размер пакета	Значения премии за контроль		Значения премии за контроль (для сделок с премиями от 0% до 100%)	
	Среднее	Медианное	Среднее	Медианное
Все	29,00%	14,84%	19,05%	14,18%
Сделки с пакетами свыше 50%	63,04%	31,87%	30,69%	23,82%
Сделки с пакетами свыше 25%	59,13%	30,76%	31,56%	25,18%



На основании этого в качестве премии за контроль оценщиком применяется среднее медианное значение в размере 31,87 %.

В рамках сравнительного подхода стоимость ПАО «Ростелеком» составила 435 844 508 000 рублей.

Результаты сравнительного подхода и метода рынка капитала в частности являются лишь частью комплексной оценки стоимости бизнеса. Для получения итоговой рыночной стоимости компании необходимо согласование полученных данных с результатами доходного и затратного подхода, если возможно их применение.

#### Литература:

1. Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (ред. от 03.08.2018 г.).
2. Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 г. № 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса» (ФСО № 8)».
3. Косорукова И. В. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса / И. В. Косорукова, С. А. Секачев, М. А. Шуклина; под ред. И. В. Косоруковой. — М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2016. — 904 с. (Университетская серия).
4. Селезнева Н. Н. Финансовый анализ. Управление финансами [Электронный ресурс]: учебное пособие для вузов / Селезнева Н. Н., Ионова А. Ф. — Электрон. текстовые данные. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017.
5. Федотова М. А., Евстафьева Е. М. Премия за контроль и скидка за размер пакета: практическое применение отечественной статистики / «Оценочная деятельность» № 1, 2008 г. — С. 67–71.

## Анализ кредитоспособности на основе рейтинговых моделей

Мухина Екатерина Владимировна, студент;

Мельникова Марина Андреевна, студент

Ярославский государственный университет имени П. Г. Демидова

*В современных рыночных условиях ни одно крупное предприятие не обходится без привлечения денежных средств. Чаще всего поступление денежного потока приходится через кредитование. В статье рассмотрены методы оценки кредитоспособности экономического субъекта на основе рейтинговых моделей.*

**Ключевые слова:** кредитоспособность, анализ кредитоспособности, рейтинговые модели оценки кредитоспособности.

На определенных этапах производственного процесса почти все предприятия испытывают недостаток средств для осуществления тех или иных хозяйственных операций, то есть возникает необходимость в привлечении средств извне. В такой ситуации экономические субъекты обращаются к кредитной организации для получения банковского кредита. Стоит заметить, что при выдаче кредита банки несут определенные риски по ее выплатам, например в случае банкротства организации. Во избежание подобных ситуаций, банковской сферой была разработана система оценки кредитоспособности заемщика. Основной целью анализа кредитоспособности можно назвать определение способности заемщика вернуть кредит, в зависимости от которой составляются условия кредитования по кредитному договору.

Для юридических лиц и физических лиц используются разные критерии и методы оценки.

Другим распространенным методом анализа кредитоспособности является рейтинговая оценка, причем вариаций

данного подхода разными авторами существует достаточное количество. В данной работе будет рассмотрена методика Л. Н. Донцовой и Н. А. Никифоровой, систематизируем показатели методики в таблице 1. Авторы данной методики выбрали 6 основных показателей и, проранжировав их по значимости, присвоили им определенное количество баллов. При этом диапазон значений этих показателей был разделен на 6 частей так, чтобы в дальнейшем от этого зависело, в какой класс попадет предприятие, набрав определенное количество баллов. Для всех показателей за каждые 0,1 пункта по сравнению с максимальным значением показателя снимается некоторое количество баллов (табл. 2).

На 31 декабря 2016 года сумма баллов, набранная заемщиком по данной методике, составила 42,5 баллов из 100, что на 5,5 баллов выше, чем на 31 декабря 2015 г. То есть мы можем говорить о незначительном улучшении положения. Это произошло за счет улучшения значений показателя текущей ликвидности с 1,06 до 1,13, обеспеченности собственными оборотными средствами — с 0,06 до 0,14,