

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ  
Заведующий кафедрой

\_\_\_\_\_ И.С. Ферова  
подпись

« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2017 г.

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ  
КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ СОВРЕМЕННОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

38.04.08 «Финансы и кредит»

(код и наименование направления)

магистерская программа 38.04.08.01 «Финансовые рынки»

код и наименование магистерской программы

Научный  
руководитель

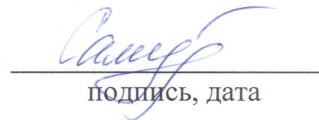
  
подпись, дата

к.э.н., доцент

должность, ученая степень

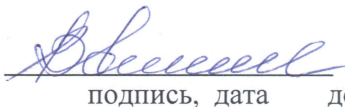
Е.А.Шнюкова  
(Ф.И.О.)

Выпускник

  
подпись, дата

С.А.Самухина  
(Ф.И.О.)

Рецензент

  
подпись, дата

глав.бухгалтер

должность, ученая степень

Н.В.Звегинцева  
(Ф.И.О.)

Красноярск 2017

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1 Теоретические аспекты оценки стоимости компаний.....	7
1.1 Фундаментальный анализ и концепция управления стоимостью компании .....	7
1.2 Современные критерии выбора метода оценки .....	20
1.3 Место сравнительного подхода в оценке стоимости компании .....	24
2 Методические подходы к оценке стоимости компании .....	34
2.1 Особенности мультипликативного подхода к оценке стоимости компании .....	34
2.2 Виды мультипликаторов и методы их расчета.....	38
2.3 Совершенствование применяемых методов мультипликаторов для компаний развивающихся рынков капитала.....	48
3 Оценка стоимости АО «Красноярсккрайгаз» мультипликативным методом .....	54
3.1 Обоснование выбора объекта исследования и компаний-аналогов....	54
3.2 Анализ показателей принятых в качестве финансовой базы мультипликаторов.....	58
3.3 Результаты оценки стоимости компании АО «Красноярсккрайгаз» усовершенствованным мультипликативным методом .....	62
Заключение .....	64
Список используемых источников.....	66
Приложения А-Д.....	71

## ВВЕДЕНИЕ

«Люди готовы заплатить за имущество (активы) не больше той суммы, за которую в настоящее время торгуются аналоги» - это ключевой тезис подхода рыночных сравнений и применения мультипликаторов.[40]

К сожалению, современные методы оценки стоимости компаний, не способны дать полную оценку стоимости компаний, особенно, при смене экономического цикла развития.

Проблема определения стоимостной оценки предприятий стала актуальной с момента перехода на рыночные отношения и с начала осуществления Правительством Российской Федерации политики приватизации. Как показала практика, процесс передачи собственности из под контроля государства в частные руки с самого начала не оправдал своего первоначального замысла. Это подтверждается тем, что объекты государственной собственности по весьма низким ценам продавались и продолжают продаваться новым собственникам, а предприятия оценивались и продолжают оцениваться по стоимости имущественного комплекса. В данном случае, поскольку продавцом выступает государство, на этих сделках бюджеты всех уровней недополучают огромные средства, что, в свою очередь, сказывается на их расходных статьях.

Существующий в настоящее время этап перераспределения собственности показывает, что операции по покупке и продаже предприятий по ценам, экономически не обоснованным, нередко сопровождаются финансовыми потерями их владельцев. Поэтому процедуры купли, продажи, поглощения, слияния, разделения и передачи предприятия в аренду объективно требуют знания его научно-обоснованной стоимостной оценки.

Таким образом, актуальность темы диссертационной работы обусловлена необходимостью совершенствования методов оценки стоимости компаний на современном рынке, и выбором лучшего для рассматриваемого предприятия.

Развитие методологии, теории и методики определения стоимости предприятий нашли отражение в трудах таких отечественных ученых, как Валдайцев С.В., Федотова М.А., Теплова Т.В. и др.

Например, Валдайцев С.В. в своих работах определял предмет и цели оценки бизнеса, рассматривал различные подходы к методологии его оценки, особенно актуальные в условиях развития рыночной экономики. Федотова М.А. рассматривала основные понятия оценки, регулирование оценочной деятельности, временную оценку денежных потоков, необходимую информацию и методы оценки бизнеса, особенности оценки при реструктуризации, инвестировании, ликвидации предприятий. Теплова Т.В. особое внимание отводила в своих книгах разработке моделей и методов поиска инвестиционно привлекательных направлений инвестирования в рамках фундаментального анализа с позиции, как частного портфельного инвестора, так и других участников инвестиционного рынка, а также анализу финансовых активов как наиболее ликвидных активов инвестиционного рынка и т.д.

За рубежом данной проблемой занимались Фридман Дж., Ордуэй Н., и др.

Фридман Дж., Ордуэй Н. анализировали основные подходы к оценке бизнеса. Описывают базовый математический аппарат оценки, показывают применение в расчетах финансовых калькуляторов. Большое внимание уделили финансовым инструментам в сделках с недвижимостью, технике ипотечно - инвестиционного анализа, методам оценки новых инвестиционных проектов.

Отдельную группу исследований представляют работы К. Майера, Р. Раджана и Л. Зингалеса, В. Максимовича, рассматривающие взаимосвязь между внешними факторами, воздействующими на компании, и их структурой капитала.

Несмотря на наличие, сравнительно большого числа публикаций по данной проблеме, их анализ позволяет утверждать, что ввиду ее сложности и многогранности не все аспекты исследованы и разработаны в должной мере.

Цель диссертационной работы – исследование методических подходов к оценке стоимости компании и путей их совершенствования. В рамках указанной цели основными задачами стали:

- изучение теоретических основ фундаментального анализа и концепций управления стоимостью компании;
- рассмотрение сущности сравнительного подхода в оценке стоимости компании;
- анализ особенностей мультипликативного подхода к оценке стоимости компании, рассмотрение видов мультипликаторов и методов их расчета;
- усовершенствование применяемого метода мультипликаторов, получение результатов оценки стоимости исследуемой компании усовершенствованным методом.

Предмет исследования - мультипликаторы, как инструменты сравнительного подхода оценки стоимости компании.

Объектом исследования в данной работе является акционерное общество «Красноярсккрайгаз».

Гипотеза исследования – совершенствование методики оценки стоимости компаний даст возможность более точно и справедливо определить внутреннюю стоимость компании путем сравнения с аналогами.

Новизной данной работы является:

1. разработка сравнительной характеристики мультипликаторов и их применение в оценке стоимости компаний;
2. совершенствование процедуры оценки методом мультипликаторов для компаний развивающихся рынков капитала.

В работе применялись такие общенаучные методы познания, как системность и комплексность, конкретизация и абстрагирование, использовались конкретно-научные методы и приемы экономического анализа (расчет абсолютных, относительных и средних величин, метод сравнения, группировки, табличный).

Работа состоит из трех глав. В первой главе рассмотрены теоретические аспекты оценки стоимости компаний. Во второй главе – методические подходы к оценке стоимости компаний мультипликативным методом, обоснован выбор подходящего мультипликатора и составлен алгоритм усовершенствования методики. В третьей главе проведена оценка стоимости компании АО «Красноярсккрайгаз» мультипликативным методом.

## **1 Теоретические аспекты оценки стоимости компаний**

### **1.1 Фундаментальный анализ и концепция управления стоимостью компании**

Фундаментальный анализ (Fundamental analysis) – это методы качественного и количественного анализа документов отчетности компании, направленные на нахождение реальной стоимости активов компании и предсказание ее будущих доходов.

Одно из практических применений фундаментального анализа - обнаружив недооцененные компании, купить акции данных компаний в надежде на то, что рынок оценит их по достоинству и цена на них возрастет. Сравнивая компании одной отрасли, можно выявить "недооцененные" и "переоцененные" бумаги.

В рамках фундаментального анализа производится основательное изучение информации о текущем состоянии компании и перспективах её развития, материалов, которые компания публикует о себе, бухгалтерских отчётов. По итогам анализа определяется состав инвестиционного портфеля. В него отбираются акции компаний, характеризующиеся устойчивыми финансово-экономическими показателями и имеющие высокий потенциал для дальнейшего развития. Также учитывается ряд макроэкономических показателей, таких как инфляция, ключевая процентная ставка Центрального Банка, уровень деловой активности. При этом аналитик-фундаменталист пытается отвлечься от поведения рыночных котировок акций. Поэтому фундаментальный анализ прекрасно дополняет технический анализ, базирующийся на изучении динамики рыночной цены и объёма торгов. Совместное применение этих методов позволяет получить целостное представление о рыночной ситуации и наиболее точно предсказать направление изменения цен на акции.

Фундаментальный анализ проводится на трех уровнях:

- анализ состояния экономики в целом;

- отраслевой анализ;
- анализ компаний.

Состояние экономики фондового рынка в целом

На этом уровне рассматривается влияние экономических и политических факторов на развитие фондового рынка. Фундаментальный анализ позволяет выяснить, насколько общая ситуация благоприятная для инвестирования. Неустойчивость на макроэкономическом уровне имеет огромное значение, так как она может повлиять на ожидаемый доход и риск даже по хорошо сбалансированному портфелю.

Особенно важными показателями являются:

- базовая процентная ставка (ключевая ставка) в стране и ее изменение. Повышение ставки негативно сказывается на цене акций, а снижение, наоборот, поддерживает их рост. Объясняется это в основном большой степенью зависимости компаний от кредитов;

- объем ВВП и ВНП. Рост этих показателей означает рост объемов производства компаний, что отражается на показателях фондового рынка;

- цены на нефть. Они очень важны для оценки компаний, так или иначе связанных с топливным сектором;

- политический строй, правящая партия. Приход власти демократов в США негативно отразился на состоянии американского фондового рынка. Поскольку считается, что демократы негативно относятся к крупным компаниям (акции которых торгуются на бирже), и склонны повышать налоговое бремя. После переворота и революции 1917 года, все биржи в России были закрыты, так как являлись ненужными элементами, по мнению правящей, партии;

- уровень экономической активности. Наиболее ярко его отражают индексы деловой активности ISM в сфере услуг и производства. Рост показателей характеризует подъем на фондовом рынке.



## Анализ отдельных сфер рынка ценных бумаг

На этом этапе определяются наиболее перспективные отрасли. Динамику развития отраслей отражают фондовые индексы. Самыми известными из них можно назвать DJIA (Dow Jones Industrial Average), отражающий динамику развития промышленного сектора, DJTA (Dow Jones Transportation Average) - транспортный сектор и DJUA (Dow Jones Utilities Average) – коммунальный сектор. Существует также целый ряд индексов NASDAQ: Nasdaq Financial-100 определяется на основе около ста акций финансовых компаний. Индексы Nasdaq Industrial, Nasdaq Transportation, Nasdaq Bank, Nasdaq Telecommunications, Nasdaq Insurance, Nasdaq Computer, Nasdaq Other Finance, Nasdaq Biotechnology характеризуют курсовые колебания акций промышленных и транспортных компаний, банков, телекоммуникационных, страховых и компьютерных компаний, финансовых небанковских учреждений, компаний, работающих с биотехнологиями.

В ходе отраслевого анализа потенциальный инвестор выбирает отрасль, имеющую для него наибольший интерес.

Все отрасли условно делят на следующие основные группы:

1. Растущие отрасли (для них характерно постоянное и опережающее по сравнению с другими отраслями увеличение объемов продаж и прибыли). Компании таких отраслей называют компаниями роста, а их акции – акциями роста.

2. Стабильные отрасли (отличаются устойчивостью своего развития; они в меньшей степени, чем другие, подвержены воздействию ситуации в экономике в целом).

Различают следующие наиболее общие категории акций компаний стабильных отраслей:

- «голубые фишки» - акции с лучшими инвестиционными свойствами, платят дивиденды даже во время неблагоприятной экономической конъюнктуры, имеют монопольное право на рынке, финансовую мощь и эффективный менеджмент;

- оборонительные - акции компаний, проявляющие относительную устойчивость к плохой конъюнктуре, более или менее стабильно получающих прибыль и выплачивающих дивиденды;

- доходные - акции, на которые выплачиваются щедрое дивиденды. Амплитуда ценовых колебаний и потенциал роста капитала доходных акций незначительны.

3. Циклические отрасли (характеризуются особой чувствительностью к тому, в какой фазе находится экономика (подъем, спад, кризис). К таким отраслям относятся, отрасли, производящие средства производства, а также товары длительного пользования. Доходность и риск по инвестициям в акции компаний циклических отраслей существенно зависят от фазы цикла деловой активности).

4. Увядающие отрасли (Отрасли, применяющие устаревшую технологию или производящие устаревшую продукцию).

5. Спекулятивные отрасли (Отрасли, которые из-за отсутствия надежной информации представляют собой особый риск для инвесторов).

Состояние отдельных фирм и компаний

Выбрав отрасль, которая кажется наиболее привлекательной и перспективной, важно правильно определиться с самой компанией, акции которой выгоднее всего приобрести.

Для этого необходимо проанализировать следующие показатели деятельности компаний:

- данные годовых и квартальных отчетов о деятельности компании - годовой отчет, основной документ, наиболее полно отражающий деятельность компании. Во внимание следует принимать не столько опубликованные прибыли, сколько динамику показателей и их сущность;

- материалы, которые компания публикует о себе;

- сведения, сообщаемые в публичных выступлениях руководства акционерного общества;

- запуск новой продукции;

- слияния и поглощения;
- увеличение/сокращение дивидендных выплат;
- наличие государственных заказов у компании;
- судебные разбирательства, в которых замешана компания;
- смена управляющего;
- наличие акций у высшего руководства.

Анализ компаний наиболее сложный и трудоёмкий. На этом этапе изучается финансово-хозяйственное положение компании за несколько последних лет, как правило, от 3 до 5 лет, эффективность управления компанией и прогнозируются перспективы её развития через концепцию управления стоимостью компаний.

Концепция управления стоимостью компании (Value-Based Management, VBM) - это построение системы оценки результатов деятельности на основе стоимости и выстраивание по этому интегрированному показателю рычагов управления [40]. VBM ориентирует топ-менеджмент на максимизацию рыночной стоимости предприятия. Стоимость же предприятия определяется ее дисконтированными будущими свободными денежными потоками. Принципиальным различием по сравнению с классической концепцией управления является ориентация на стоимость предприятия, а не на текущую прибыль. Согласно концепции VBM, классические бухгалтерские критерии оценки деятельности компании неэффективны. К основным ограничениям традиционной финансовой отчетности являются:

- ориентация на прошлое, а не на будущее;
- не позволяет оценить устойчивость финансовых результатов;
- не показывает, что происходит со стоимостью предприятия.

Концепция управления стоимостью компании предполагает, что топ-менеджмент фирмы принимает лишь те управленческие решения, которые способствуют не только усилению текущей бизнес-модели предприятия, а направлены на ее устойчивое развитие. Существует прямая взаимосвязь между стоимостью компании и ее бизнес-моделью, так как в зависимости от

используемой бизнес-модели или используемых бизнес-моделей напрямую зависит то, какими будут будущие свободные денежные потоки компании.

Согласно оценке рыночной стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков, стоимость предприятия складывается из дисконтированных прогнозируемых свободных денежных потоков и приведенной остаточной стоимости бизнеса. Остаточная стоимость бизнеса, как правило, составляет 50% и более текущей стоимости предприятия. Таким образом, «управление стоимостью – это управление будущим».

Чтобы акционеры и менеджмент компании понимали, какой дополнительной стоимости можно ждать от внедрения системы управления стоимостью компании, можно воспользоваться гексаграммой структурной перестройки (рисунок 1), которая была разработана компанией МакКинзи [41].

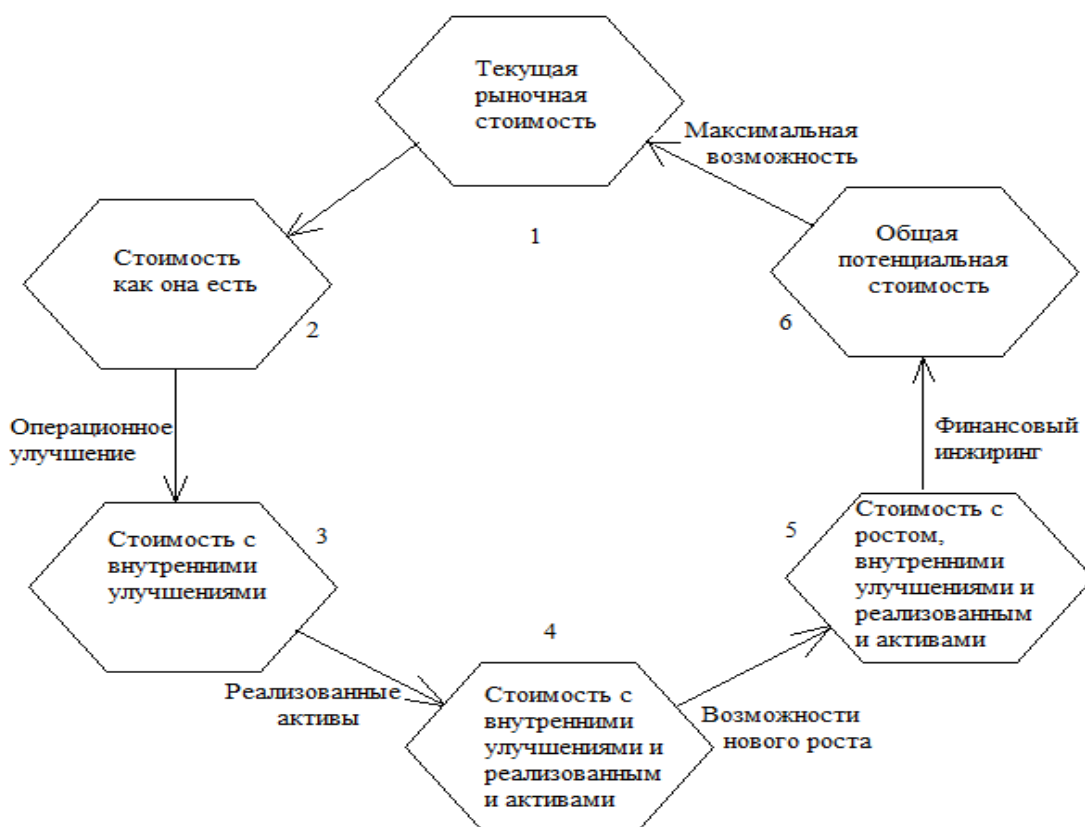


Рисунок 1- Гексаграмма структурной перестройки

Гексаграмма позволяет количественно измерить эффективность рычагов создания стоимости: информационного обмена с инвесторами; внутренних

улучшений; объединения структурных подразделений; перспектив роста (как органического, так и через слияния и поглощения); финансового конструирования.

Ивашковская И.В. [21] предложила пентаграмму управления стоимостью акционерного капитала (рисунок 2). В представленной модели первое слагаемое - это перевод стратегического планирования на язык стоимости. Второе слагаемое - оперативное планирование создания стоимости, что означает внедрение стоимостных показателей на корпоративном уровне, которые будут увязаны с нижними уровнями управления. Третье слагаемое - мониторинг ведущими факторами стоимости для своевременного выявления и реагирования на «разрушителей стоимости». Четвертое слагаемое - перевод системы мотивации и вознаграждения на язык приращения стоимости компании. Пятое слагаемое - система коммуникаций с инвесторами, здесь Ивашковская предлагает создание системы информации о политике, используемой для управления стоимостью акционерного капитала.



Рисунок 2 - Пентаграмма управления стоимостью акционерного капитала

Пятое слагаемое может быть расширено предложением Колина Кларка, он предлагает расширить существующую финансовую отчетность за счет

включения в нее отчета о доходах акционеров, что приведет к тому, что управление предприятием будет больше сосредоточено на создании корпоративной стоимости, а не на традиционной бухгалтерской рентабельности [8].

Том Коупленд, Тим Коллер и Джек Муррин в своей книге «Стоимость компании. Оценка и управление»[41] акцентируют свое внимание на создание стоимостного мышления как архи-задачу для организации успешного процесса управления стоимостью фирмы. Авторы выделяют шесть компонентов, в которых организация должна «добиться порядка». Компонентами являются: формирование целевых установок и индикаторов, управление бизнес-портфелем, разработка организационной структуры, определение факторов создания стоимости, управление эффективностью функционирования бизнеса и управление эффективностью работы персонала.

Для создания и управления стоимостью компания должна предпринять следующее [41]:

- подкреплять свои целевые установки четкими количественными индикаторами, увязанными с созданием стоимости;
- строго придерживаться такого подхода к управлению своим бизнес-портфелем, который позволяет максимизировать стоимость (не пренебрегая в случае необходимости и радикальной реорганизацией);
- удостовериться в том, что организационная структура компании и ее корпоративная культура подчинены требованию создания стоимости;
- глубоко изучить ключевые факторы создания стоимости, характерные для каждого бизнес-подразделения;
- наладить эффективное управление своими бизнес-подразделениями, установив для них специфические целевые индикаторы и строго контролируя результаты их деятельности;
- найти способы создания у менеджеров и рядовых работников мотивации к созданию стоимости (нужно использовать как материальное вознаграждение, так и другие формы поощрения).

Последний компонент – создание мотивации, является критическим для управления стоимостью компании. «Без функционирующей многоуровневой системы мотивации управление по стоимости превращается в периодическую процедуру оценки стоимости бизнеса, в узкую задачу департамента финансов и высших руководителей компании» [19].

Ибрагимов Р.Г. предлагает цикл создания стоимости, где максимизация стоимости является не разовой задачей, а непрерывным процессом (рисунок 3).



Рисунок 3-Цикл "создания" стоимости

Для разработки эффективной мотивационной системы, которая будет нацелена на создание стоимости, необходимо чтобы каждый линейный менеджер понимал, как показатель, по которому измеряется его отдача, влияет на итоговый показатель стоимости фирмы.

Для того чтобы менеджмент имел возможность управлять стоимостью и устанавливать показатели эффективности для персонала необходим стоимостной показатель на уровне фирмы. Условно показатели стоимости можно разделить на 2 уровня. Показатели первого уровня рассчитываются на рыночной базе и показывают, произошло ли приращение стоимости за анализируемый период или нет. Их можно использовать только для публичных компаний. К таким показателям относятся:

## 1. Общая акционерная рентабельность (TSR).

Показатель TSR показывает доход, который получает акционер компании за все время владения акциями, если он реинвестирует полученные дивиденды. Показатель может также рассчитываться за определенный период и измеряется в процентном выражении.

TSR рассчитывается, как:

Совокупный доход акционеров = (Цена акции на конец периода  $t$  - Цена акции на начало периода  $t$ ) + Дивиденды) / Цена акции на начало периода  $t$ . (1)

## 2. Экономическая добавленная стоимость (EVA).

Модель была разработана американской консультационной фирмой Стерн Стюарт в 1991 году. Показатель экономической добавленной стоимости соединяет бухгалтерскую отчетность компании и требования стоимостной концепции управления, что определяет его роль в практике финансового управления.

Экономическая добавленная стоимость или экономическая прибыль рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после налогообложения (NOPAT) и суммой расходов на обслуживание капитала компании ( $IC * WACC$ ), или как разница между рентабельностью инвестированного капитала (ROIC) и средневзвешенной стоимостью капитала (WACC), умноженная на инвестированный капитал (IC).

$$EVA = NOPAT - IC * WACC = (ROIC - WACC) * IC \quad (2)$$

Положительная величина EVA показывает, что менеджмент компании за анализируемый период прирастил стоимость для акционеров, а отрицательная величина свидетельствует о разрушении стоимости.

Из формулы видно, что максимизация экономической добавленной стоимости и тем самым стоимости фирмы возможна за счет максимизации рентабельности инвестированного капитала (повышение эффективности бизнеса), минимизации средневзвешенной стоимости капитала (снижение рисков бизнеса и тем самым снижение требуемой доходности со стороны



инвесторов) и максимизации инвестированного капитала (масштабируемость бизнеса).

### 3. Рыночная добавленная стоимость (MVA).

Показатель MVA рассчитывается как разница между рыночной капитализацией и балансовой стоимостью собственного капитала или как разница стоимости предприятия (рыночная капитализация + чистый долг) и инвестированным капиталом (балансовое значение собственного капитала + балансовое значение заемного капитала).

Рыночная балансовая стоимость может быть рассчитана, используя показатели прибыли (RI) и экономической добавленной стоимости (EVA):

$$MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i}{(1+R_e)^i} \text{ или } MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+WACC_e)^i}, \quad (3)$$

где RI – остаточная стоимость;

$R_e$  – стоимость собственного капитала;

EVA – экономическая добавленная стоимость;

WACC<sub>e</sub> – стоимость капитала.

Даже для публичных компаний опираться в чистом виде на показатели TSR и MVA в целях управления стоимостью для оперативного контроля представляется невозможным, из-за того что курс акций в краткосрочном периоде не всегда совпадает с фундаментальной (внутренней) стоимостью. Пол Ли в своей работе «инвесторы и долгосрочная стоимость для акционеров» приводит 4 причины, почему рыночная капитализация не всегда отражает внутреннюю стоимость компании [8]:

1. Наличие на рынке краткосрочных инвесторов. Краткосрочные инвесторы более активны и имеют большее влияние на ежедневное колебание курса акций.

2. «Агенты, действующие от лица долгосрочных инвесторов, могут не работать на те долгосрочные перспективы, которые были бы выгодны их клиентам» [13]. Пенсионные фонды нацелены на долгосрочный период инвестирования, однако работа управляющих и их вознаграждение привязаны

на квартальные и полугодовые показатели. Таким образом, менеджерам трудно думать о долгосрочной стоимости.

3. Не все долгосрочные инвесторы одинаковы. Ли приводит исследование Ш. Зара из Университета штата Джорджия. Исследования показывают, что компании, где акционеры больше сопротивляются давлению со стороны компаний, более эффективны.

4. Большинство институциональных инвесторов имеют строгие правила при инвестировании. Они ориентируются на размер компании, местонахождение, включенности в тот или иной индекс, принадлежности к отрасли и пр.

Поэтому вполне возможна ситуация, когда компания за определенный период создает стоимость, показывая положительную экономическую прибыль (RI или EVA), а рыночная капитализация снижается, за тот же период показывает снижение стоимости. TSR и EVA могут использоваться в системе управления стоимостью, но только как стратегические показатели стоимости на горизонте от 5 лет.

Показатели TSR и EVA обладают следующими недостатками:

- не позволяет оценивать эффективность принятия решений;
- затруднительно использовать как мотивационный критерий для менеджмента.

#### 4. Остаточная прибыль (RI).

Модель остаточной прибыли является первой моделью, которая разработана еще в 60-х годах 20-го века. Иногда ее еще называют модель EVO, так как значительный вклад в разработку модели внесли Эдвардс, Белл и Олсон, хотя Волков [12] в своей работе предлагает название EВОР, так как Пинмен (Penman) внес огромный вклад в доказательство значимости и популяризацию данной модели.

Остаточная прибыль рассчитывается как разница между чистой прибылью (NI) и суммой расходов на обслуживание собственного капитала (BVE) или как разница между рентабельностью собственного капитала (ROE) и

стоимостью собственного капитала ( $R_e$ ), умноженная на балансовое значение собственного капитала ( $BVE$ ).

$$RI = NI - BVE * R_e = (ROE - R_e) * BVE \quad (4)$$

Положительная величина  $RI$  показывает, что менеджмент компании за анализируемый период прирастил стоимость для акционеров, а отрицательная величина свидетельствует о разрушении стоимости.

#### 5. Добавленная акционерная стоимость (SVA).

Показатель  $SVA$  был предложен Раппапортом в 1986 году и рассчитывается как сумма приведенной стоимости ( $PV$ ) чистого денежного потока ( $NCF$ ) и разницы между приведенными стоимостями ( $PV$ ) остаточных ценностей, определенных на конец и начало прогнозного года [4].

$$SVA = PV(NCF_n) + (PV(TV_n) - PV(TV_{n-1})) \quad (5)$$

Чистый денежный поток рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после налогов ( $NOPAT$ ) и величиной приростных инвестиций ( $\Delta I$ ) во внеоборотные активы и рабочий капитал. Величина приростных инвестиций рассчитывается как произведение прироста чистой операционной прибыли после налогов за период на норму приростных инвестиций во внеоборотные активы и рабочий капитал (доля от  $NOPAT$ ).

Остаточная стоимость рассчитывается как  $NOPAT$ , деленная на средневзвешенную стоимость капитала ( $WACC$ ).

#### 6. Денежная добавленная стоимость (CVA).

Показатель был предложен консалтинговой компанией Boston Consulting Group в 1996 году и рассчитывается как разница между чистым денежным потоком до процентных расходов ( $CFBI$ ) и произведением чистых активов по первоначальной стоимости ( $NA$ ) и средневзвешенной стоимости капитала ( $WACC$ ) [12].

$$CVA = CFBI_n - NA_0 * WACC \quad (6)$$

Денежный поток до процентных расходов (CFBI) рассчитывается как чистая операционная прибыль после налогов (NOPAT) плюс амортизация (DA) и минус экономическая амортизация (ED).

$$СВІ = NOPAT + DA - ED \quad (7)$$

Экономическая амортизация рассчитывается по следующей формуле:

$$ED = \frac{CFA * WACC}{(1 + WACC)^{n-1}}, \quad (8)$$

где GFA (Gross Fixed Assets) — внеоборотные активы в оценке по первоначальной стоимости;

n – срок полезного использования внеоборотных активов.

## 1.2 Современные критерии выбора метода оценки

Задача оценки стоимости предприятия возникает на разных стадиях развития предприятия и никогда не теряет своей актуальности. В связи с этим вспомним подходы к оценке стоимости предприятия, наиболее часто используемые на практике:

### 1. Затратный подход.

Определение стоимости предприятия в рамках затратного подхода осуществляется по методике чистых активов, которая базируется на результатах финансово-хозяйственной деятельности рассматриваемого предприятия, отраженных в статьях бухгалтерского баланса, как разница между стоимостью совокупных активов и заемных средств.

Преимущество данной методики состоит в том, что:

- во-первых, на сегодняшний день она является официально утвержденным стандартом оценки бизнеса;
- во-вторых, ее использование достаточно просто и не требует детального анализа финансово-экономической деятельности предприятия.

В связи с чем, как правило, использованию этой методики отдается предпочтение в официальных инстанциях.

В соответствии с порядком расчета по данной методике под стоимостью чистых активов понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов организации, суммы ее обязательств.

В состав активов, принимаемых к расчету, включаются:

- внеоборотные активы, отражаемые в первом разделе баланса (нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы);

- оборотные активы, отражаемые во втором разделе бухгалтерского баланса (запасы, налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные средства, прочие оборотные активы).

В состав пассивов, принимаемых к расчету, включаются:

- статьи четвертого раздела баланса - долгосрочные обязательства по займам и кредитам и прочие долгосрочные обязательства;

- статьи пятого раздела баланса - краткосрочные обязательства по займам и кредитам; кредиторская задолженность; прочие краткосрочные обязательства, за исключением доходов будущих периодов.

## 2. Доходный подход

Оценка предприятия с применением доходного подхода осуществляется на основе тех экономических выгод, которые получает собственник от владения предприятием.

Оценка основана на том принципе, что потенциальный покупатель не заплатит за долю в предприятии больше, чем она может принести доходов в будущем.

Оценка будущих доходов производится с учётом фактора изменения стоимости денег во времени - доход, полученный в настоящий момент времени, имеет для инвестора большую ценность, чем такой же доход, который будет получен в будущем.

Общая стоимость рассчитывается как сумма потоков доходов от деятельности бизнеса в прогнозный период, приведенная к текущему уровню цен, плюс стоимость бизнеса в прогнозируемый период.

В рамках доходного подхода применяют в основном два метода оценки:

- метод прямой капитализации;
- метод дисконтирования предполагаемых денежных потоков доходов.

Метод прямой капитализации

Доходный подход рассматривает бизнес как долгосрочный актив, приносящий владельцу определенный доход. Метод прямой капитализации отождествляет бизнес с финансовым активом определенного рода – бессрочной рентой.

Особенностями этого актива являются:

- бесконечный срок жизни;
- неизменность потока денежных средств (равные годовые суммы или годовые суммы, возрастающие с постоянным темпом).

Метод дисконтирования предполагаемых денежных потоков доходов

Данный метод доходного подхода применяют для оценки предприятий, находящихся в стадии интенсивного развития бизнеса, для оценки компаний, в отношении которых нет основания предполагать неограниченный срок жизни. Срок жизни бизнеса может быть ограничен договорами аренды, падением спроса на выпускаемую продукцию и т.д.

Согласно методу дисконтирования денежных потоков, стоимость предприятия основывается на будущих, прогнозируемых потоках доходов.

Для действующего бизнеса длительность прогнозного периода соответствует оставшемуся эффективному сроку жизни бизнеса и отражает возможность прогнозирования сроков получения доходов от деятельности бизнеса с разумной степенью вероятности их получения, без дополнительных, существенных финансовых вложений в оцениваемый бизнес.

Оставшийся эффективный прогнозируемый срок жизни может быть ограничен сроком экономической жизни продукта, сроком экономической

жизни товара, моральным и физическим износом оборудования и технологий производства, сроками аренды производственных и офисных площадей, перспективами рынка, на котором работает оцениваемый бизнес.

На величину риска получения доходов в сторону увеличения или уменьшения влияет ряд факторов. Учет рисков инвестирования в бизнес при определении стоимости предприятия доходным подходом производится подбором адекватной рискам ставки капитализации или дисконта, применяемой для определения текущей стоимости ожидаемых от бизнеса денежных потоков.

Ставка дисконтирования представляет собой коэффициент, применяемый для перевода будущих платежей или поступлений в текущую стоимость. То есть, ставка дисконта используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня за инвестиционный актив, с целью получения в будущем доходов.

### 3. Оценка стоимости бизнеса сравнительным подходом

Сравнительный подход к оценке бизнеса предполагает, что его ценность определяется тем, за какую сумму он может быть продан при наличии достаточно сформированного рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли - продажи аналогичных компаний, метод реально отражает спрос и предложение на данный объект оценки, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке продаж готовых компаний.

Для определения стоимости бизнеса сравнительным подходом необходима достоверная рыночная информация о сделках купли - продажи готовых бизнесов, и достоверная финансовая информации о проданных бизнесах. На рынке данная информация является закрытой.

Оценка методом сравниваемых продаж имеет свои ограничения применения. Сравнительный подход к оценке не учитывает перспектив развития оцениваемого бизнеса, по этому данным подходом целесообразно оценивать бизнесы, вышедшие на стабильную прибыль, и в отношении которых можно предполагать, что в реально прогнозируемой перспективе их деятельность не будет прекращена.

#### 4. Оценка стоимости бизнеса методом эмпирических правил.

Эмпирические правила позволяют взглянуть изнутри на проблемы стоимости предприятия, компании или доли в ней, а также на вопросы обеспечения и надежности бизнеса. Тем не менее, данные о стоимости, полученные с использованием эмпирических правил, должны играть решающую роль при принятии решения, только если они подкреплены другими методами оценки.

Большинство из эмпирических правил представляет собой процентное выражение величины валового дохода (объема реализации, суммы оплаченных счетов за год, годовой величины валового дохода, годового размера полученных гонораров, годовой выручки, причем все они равноценны в смысле применения эмпирических правил). Скорректированный годовой объем дохода в случае применения эмпирического правила соответствует общему денежному потоку, включая заработную плату владельца и чистую прибыль самого бизнеса. Другими словами, это величина пересмотренного, нормированного дохода, который часто называют дискреционным доходом продавца или наличными средствами компании.

Оценки, полученные вышеуказанными методами, могут различаться.

Заключительным элементом процесса оценки является сравнение оценок, полученных на основе указанных методов, и сведение полученных стоимостных оценок к единой стоимости объекта. Процесс согласования учитывает слабые и сильные стороны каждого метода, определяет, насколько они адекватно отражают объективное состояние рынка. Итоговая рыночная стоимость предприятия рассчитывается как средневзвешенная величина.



Процесс сведения оценок приводит к установлению окончательной стоимости объекта, чем и достигается цель оценки.

### **1.3 Место сравнительного подхода в оценке стоимости компании**

Оценка стоимости предприятия сравнительным подходом строится на принципе замещения. Сравнительный подход в оценке предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком. В сравнительном подходе выделяют три метода:

- метод компании-аналога

Предполагает использование в качестве базы для сравнения реальные цены, выплаченные за акции аналогичных компаний на фондовых рынках. Данные о сопоставимых предприятиях при использовании соответствующих корректировок могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Преимущество данного метода заключается в использовании фактической информации, а не прогнозных данных, имеющих известную неопределенность. Для реализации данного метода необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий. Данный метод оценивает стоимость предприятия на уровне неконтрольного (миноритарного) пакета акций;

- метод сделок

является частным случаем метода компании-аналога. Основан на ценах приобретения целых аналогичных предприятий, предполагает использование в качестве базы для сравнения цены акций, по которым приобретались контрольные пакеты акций или компании в целом. Метод определяет уровень стоимости контрольного (мажоритарного) пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием;

- метод отраслевых коэффициентов

основан на рекомендуемых соотношениях между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами. Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

Все три метода сравнительного подхода основываются на ценах за акции компаний-аналогов на фондовых рынках. Учитывая особенности оцениваемой компании, а также практически полное отсутствие данных о сделках по продаже предприятий, аналогичных оцениваемому, данный метод при выполнении оценки рассматриваемых предприятий применяется с ограничениями.

Как уже указывалось, первые два метода схожи по алгоритму их реализации. Отличие составляет исходная информация (продажа не контрольных пакетов акций аналогов или их контрольных пакетов (компаний целиком)).

Этапы реализации указанных методов:

1. Сбор информации о проданных предприятиях или их пакетах акций.

Сравнительный подход к оценке бизнеса основан на использовании двух типов информации:

- Рыночная (ценовая) информация.

Рыночная информация представляет собой данные о фактических ценах купли-продажи акций, аналогичных с акциями оцениваемой компании. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка.

- Финансовая информация.

Финансовая информация обычно представлена бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями,

позволяющими определить сходство компаний и провести необходимые корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость. Финансовая информация должна быть представлена отчетностью за последний отчетный год и предшествующий период.

## 2. Осуществляется отбор аналогичных компаний по критериям

Состав критериев сопоставимости компаний аналогов определяется условиями оценки, наличием необходимой информации, приемами и методами, наработанными оценщиком. На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор, однако критерий отраслевого сходства является обязательным.

Рассмотрим основные критерии отбора:

- отраслевое сходство список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие в отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы;

- размер является важнейшим критерием, оцениваемым аналитиком при составлении окончательного списка аналогов. Сравнительные оценки размера компании включают такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т. д. Однако принятие решения о включении компании в список сопоставимых только на основе ее размера может привести оценщика к неправильным выводам, так как объективно закрытые компании обычно меньше, чем открытые. Кроме того, оценщик должен учитывать, что более крупная компания не будет автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера;

- перспективы роста оценщик должен определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она определяет распределение чистой прибыли на дивидендные выплаты и затраты, связанные с развитием предприятия;

- финансовый риск. Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

1. сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;

2. оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;

3. анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

- качество менеджмента оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких, как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место компании на рынке.

Перечень критериев сопоставимости, приведенный выше, не является исчерпывающим, и эксперт имеет возможность самостоятельно дополнять список дополнительными факторами. Оценщик редко находит компании, абсолютно идентичные оцениваемой, поэтому на основе анализа критериев он может сделать один из следующих выводов:

- компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликаторов;

- компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки.

3. Осуществляется выбор и расчет оценочных (ценовых) мультипликаторов.

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным методом основано на использовании ценовых мультипликаторов.

Ценовой мультипликатор - это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой.

Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия,

к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

1. определить цену рыночной стоимости компании аналога - это даст значение числителя в формуле;
2. вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки - это даст величину знаменателя.

В оценочной практике используются два типа мультипликаторов: интервальные и моментные.

К интервальным мультипликаторам относятся:

1. цена/прибыль;
2. цена/денежный поток;
3. цена/дивидендные выплаты;
4. цена/выручка от продаж.

К моментным мультипликаторам относятся:

1. цена/балансовая стоимость активов;
2. цена/чистая стоимость активов (собственного капитала).

Рассмотрим порядок расчета и основные правила применения ценовых мультипликаторов.

Мультипликатор цена/выручка от реализации

Достоинством данного мультипликатора является его универсальность, избавляющая оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора цена/прибыль, т.е. мультипликатор цена/выручка от продаж не зависит от методов бухучета.

Особенность применения мультипликатора цена/выручка от продаж заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определяется при расчете на инвестированный

капитал. Процедура оценки предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств осуществляется следующим образом:

1. по компании-аналогу рассчитывается инвестированный капитал как сумма рыночной стоимости собственного капитала и долгосрочных обязательств;

2. рассчитывается мультипликатор как отношение инвестированного капитала к финансовой базе аналога;

3. по оцениваемому предприятию определяется величина инвестированного капитала: адекватная финансовая база оцениваемого предприятия умножается на величину мультипликатора;

4. рассчитывается стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия как разность инвестированного капитала и стоимости долгосрочных обязательств оцениваемой компании.

Мультипликатор цена/физический объем является разновидностью мультипликатора цена/выручка от продаж. В этом случае цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения мощности.

Мультипликатор цена/балансовая стоимость активов

Для расчета в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных компаний на дату оценки либо на последнюю отчетную дату. Этот мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Оптимальная сфера применения данного мультипликатора оценка холдинговых компаний либо необходимость быстро реализовать крупный пакет акций. Финансовой базой для расчета являются чистые активы оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем за основу можно брать

как балансовые отчеты компаний, так и ориентированную величину чистых активов, полученную оценщиком расчетным путем.

Мультипликатор цена/чистая стоимость активов

Его применяют в том случае, если соблюдаются следующие требования:

- оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;
- основной деятельностью компании являются хранение, покупка и продажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

При применении мультипликатора цена/чистая стоимость активов оценщику необходимо:

- проанализировать по аналогам и оцениваемой компании долю прибыли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может вывести к искусственному росту прибыли в последний год;
- изучить по всему списку сравниваемых компаний структуру активов, используя различные признаки классификации, такие, как виды активов, местоположение и т.д.;
- осуществить анализ чистых активов всех компаний, позволяющий определить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные пакеты дочерних фирм;
- оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение доли акций, принадлежащих компаниям открытого и закрытого типов, является определяющим признаком сопоставимости.

Формирование итоговой величины стоимости.

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из следующих этапов:

1. выбора величины мультипликатора и применения его к оцениваемому предприятию;
2. анализа полученного уровня стоимости (уровень контроля или не контроля зависит от примененного метода оценки);

### 3. внесения итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям аналогам бывает достаточно широк. Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее значение мультипликатора по группе аналогов. Либо можно по результатам финансового анализа оцениваемой компании и аналогов провести рейтинговую оценку и определить наиболее близкие по финансовым показателям аналоги. Для выбора величины конкретного мультипликатора использует финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяется положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемой компании.

При использовании результатов, полученных в ходе оценки сравнительным подходом необходимо помнить, что в методе компании-аналога формируется стоимость на уровне не контроля, а в методе сделок – на уровне контроля. Поэтому при согласовании результатов оценки, когда получены заключения в доходном и затратном подходах, необходимо применять либо результат метода сделок, либо приводить к уровню контроля результаты метода компании-аналога.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичными являются следующие поправки. Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы непроизводственного назначения или неработающие активы. Если в процессе финансового анализа выявлены либо



недостаточность чистого оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть.

Таким образом, сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения рыночной стоимости. Результаты, полученные таким способом, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

## **2 Методические подходы к оценке стоимости компании**

### **2.1 Особенности мультипликативного подхода к оценке стоимости компании**

Сравнительный подход или как еще называют мультипликативный, основан на предположении, что покупатель не заплатит за объект больше той суммы, за которую он может приобрести на открытом рынке объект, обладающий аналогичными характеристиками. Главной особенностью этого метода является его максимальная приближенность к рыночной ситуации, так как он ориентируется или на биржевую цену акций компании аналога (той компании которая работает в той же отрасли что и оцениваемая компания) или на оценочную стоимость компании-аналога при ее оценке для сделок слияния и поглощения. Этот метод универсален и подходит для абсолютно каждого сектора экономики [14].

В сравнительном подходе, как уже было сказано выше, для оценки стоимости акций принято выделять три метода:

- метод компании-аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод компании-аналога или как его еще называют метод рынка капитала очень часто применяется оценщиками для компаний акции, которых торгуются на бирже. Этот метод использует рыночную оценку акций компаний-аналогов как базу для оценки акций компании. Этот метод так же применим для оценки миноритарного пакета акций.

Подход на основе анализа компаний-аналогов обычно подходит для компаний, у которых есть компании-аналоги открытого акционерного типа, акции которых торгуются на фондовом рынке. Оценщику необходимо иметь достаточную информацию относительно каждой из компаний-аналогов, такую как курсы акций, операционные характеристики, финансовое состояние. Гораздо проще получить эту информацию для компаний, которые торгуются на

бирже, чем для закрытых компаний, которые эту информацию в общедоступном режиме предоставлять не обязаны. Для компаний нефтегазового и электроэнергетического сектора, а это основная часть компаний, акции которых торгуются на бирже, можно найти обширную информации относительно сделок по таким компаниям; если такая информация доступна, то подход на основе сопоставления с компаниями-аналогами может быть применен.

Отбор компаний-аналогов является самым сложным моментом в этом методе. Разумеется, абсолютно одинаковых компаний не существует и все они индивидуальны, но в этом и заключается работа оценщика отобрать компании, бизнес которых максимально приближен к бизнесу оцениваемой компании. Отбор компаний-аналогов является первым и одним из наиболее сложных шагов в применении метода компаний-аналогов. Определение потенциального круга компаний-аналогов осуществляется в следующем порядке:

1. сначала необходимо составить перечень компаний конкурентов или аналогов;
2. затем нужно, если это возможно, из компаний аналогов выбрать те, которые участвовали в слияниях или поглощались кем-либо;
3. из компаний, которые участвовали в сделках по слиянию и поглощению нужно выбирать те, сделки по которым были осуществлены в течение 1 года, но не более 2 лет.

Отбор компаний осуществляется исходя из нескольких факторов. Перечень компаний-аналогов должна базироваться по отраслевому признаку. Однако допускается сравнение с компаниями, которые осуществляют не только тот вид деятельности, что и оцениваемая, но и другими сферами деятельности. Главное, чтобы оценщик мог оценить финансовые потоки именно от той сферы деятельности, в которой задействована оцениваемая компания.

Желательно отбирать компании примерно одинаковые по размеру. Размер компаний может определяться такими показателями как выручка, прибыль, объем выпускаемой продукции или оказываемых услуг. Разумеется, тяжело

найти одинаковые компании по размеру, но если такие компании находятся, то это позволяет оценщику более точно оценить стоимость компании.

После отбора компаний-аналогов, оценщик выбирает для себя мультипликаторы, на основе которых будет осуществляться оценка. Обычно универсальными показателями принято считать такие показатели как Цена/Прибыль, Цена/Выручка. Помимо универсальных показателей можно использовать так же показатели, привязанные к специфике деятельности компании. Например, для нефтегазовых компаний Капитализация/Объем добычи, электрогенерирующих - Капитализация/Установленная мощность, стивидорных компаний - Капитализация/Грузооборот. В выборе мультипликаторов оценщик опирается на свой опыт или на мультипликаторы применяемые другими оценщиками. Выбрав мультипликаторы, оценщик определяет вес каждого из них, а затем получает итоговую оценку стоимости компании.

Метод сделок или как его еще называют методом продаж во многом схож с методом компании-аналогов. Технология применения метода сделок практически полностью совпадает с технологией метода компании-аналога. В их основе лежит сравнение с рыночными ценами, которые сейчас готовы заплатить покупатели за крупный или контрольный пакет акций.

Источником информации для этого метода служит публичная информация о заключенных сделках купли-продажи ценных бумаг. Как при использовании метода компаний-аналогов составляется база сделок по компаниям из одной отрасли. В целом процесс оценки компании абсолютно идентичен методу компаний-аналогов, однако есть ряд существенных отличий к методу сделок.

Можно выделить четыре основных различия в методиках оценки компаний:

1. типы исходной ценовой информации;
2. период анализируемых сделок;
3. учет элементов контроля;

#### 4. результат проведенной оценки.

По типу исходной информации метод компаний-аналогов опирается на единичную цену акций компаний, в отличие от метода сделок, где информация основывается на статистических данных цен продаж контрольных пакетов компаний, а так же цен сделок слияния и поглощения.

Период, за который анализируются сделки методом компаний-аналогов - текущие котировки фондового рынка. Метод сделок же анализирует уже совершенные сделки, т. е. отсутствует привязка к текущему состоянию котировок рынка ценных бумаг.

К учету элементов контроля оба метода подходят по разному, метод компаний-аналогов при оценке стоимости компании не учитывает элементы контроля. Получается, что размер оцениваемого пакета акций не влияет на его конечную цену. Метод сделок при оценке предполагает премии или дисконт в зависимости от присутствия элемента контроля.

Приблизённость в принципах и порядке оценки этих двух методов позволяет применять метод сделки для определения цены акций при оценке миноритарного пакета и наоборот методом компаний-аналогов можно оценить стоимость 100 % акций компании. Это возможно, если в первом случае сделать скидку на неконтрольный характер оцениваемого пакета. Во втором случае стоимость компании должна быть увеличена на сумму премии за контроль. Таким образом, в обоих случаях оценщик должен учесть дополнительную стоимость, создаваемую контролем.

Метод отраслевых коэффициентов. При его использовании основываются на принятых или рекомендуемых соотношениях между оценкой стоимости бизнеса и определенными физическими или финансовыми показателями. За отраслевыми коэффициентами стоят многолетние статистические наблюдения за оценкой компаний в момент их продажи, а так же производственно-финансовыми показателями, которые наблюдались в тот момент. Для применения этого метода необходимо располагать статистическими данными за

продолжительный период времени. Этот метод редко применяют, обычно его используют как дополнение к основному.

Таблица 1- Сравнительная таблица по методам оценки стоимости акций

Различия	Особенности		
	Метод компании-аналога	Метод сделок	Метод отраслевых коэффициентов
Типы исходной ценовой информации	Цены на единичные акции предприятий-аналогов	Цены продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о слияниях и поглощениях предприятий	В качестве информации для оценки принимается рыночная цена акций компаний-аналогов, цена акции берется на последнюю дату, предшествующую оценке, либо как усредненная цена за последний месяц.
Время анализируемых сделок	Данные о текущих ценах акций	Информация о ранее совершенных сделках	Многолетние статистические наблюдения. Финансовая база рассчитывается либо за последний год, либо путем усреднения показателей за несколько периодов (3-5 лет), предшествующих дате оценки.
Учет элементов контроля	Цена одной акции не учитывает никаких элементов контроля	Цена контрольного пакета акций или предприятия в целом включает премию за элементы контроля	Соотношение между ценой бизнеса и определенными финансовыми параметрами
Применение	Оценка стоимости одной акции или неконтрольного пакета (миноритарного)	Оценки стоимости контрольного пакета (мажоритарного) или предприятия в целом	Применяется для ориентировочных оценок стоимости предприятия

Данная таблица содержит краткое описание рассмотренных выше методов. Для оценки стоимости объекта исследования в работе выбран метод компаний-аналогов (обоснование данного выбора рассмотрено в п.2.3).

## 2.2 Виды мультипликаторов и методы их расчета

Основные методы сравнительного подхода к оценке бизнеса - метод компании-аналога и метод сделок, применение которых предполагают обязательный этап - расчет оценочных мультипликаторов как соотношений между рыночной ценой предприятия и его финансовой базой.

В качестве числителя мультипликатора в оценке бизнеса, как правило, выступает цена: в методе сделок – цена сделки на рынке слияний-поглощений аналогичных компаний; в методе компании-аналога – цены купли-продажи миноритарных пакетов акций на фондовом рынке. При этом в расчет обычно принимаются цены, максимально приближенные к дате оценки, для наших расчетов берется дата 10 января 2016.

С точки зрения структуры капитала, числитель может быть выражен одним из следующих показателей:

- стоимостью собственного капитала, которая на фондовом рынке представлена в виде рыночной капитализации компании (МС - market capitalisation);

- стоимостью всего инвестированного капитала (EV - Enterprise Value) как суммы рыночной капитализации компании (МС) и рыночной стоимости ее долгосрочной задолженности.

Необходимо подчеркнуть, что за рубежом под стоимостью предприятия понимается стоимость его инвестированного капитала, тогда как в нашей стране стоимость предприятия соответствует стоимости его собственного капитала.

При этом мультипликаторы по инвестированному капиталу применяются при наличии существенных различий в структуре капитала - либо по компаниям-аналогам, либо между оцениваемой компанией и компаниями-аналогам. В остальных случаях применяют мультипликаторы собственного капитала.

Один из ключевых вопросов, касающихся мультипликаторов, состоит в изучении, насколько согласованно (непротиворечиво) определены числитель и знаменатель относительно друг друга.

С учетом различных видов знаменателей выделяют следующие варианты классификации мультипликаторов:

- финансовые и натуральные мультипликаторы: к финансовым относятся мультипликаторы, в знаменателе которых денежный показатель (выручка,

прибыль и т.д.), к натуральным – те, в знаменателе которых натуральный показатель (объем продаж в штуках, объем нефтедобычи в тоннах, количество абонентов оператора связи и т.п.);

- балансовые и доходные мультипликаторы: балансовые рассчитывают по балансовым показателям (стоимость активов, стоимость чистых активов); доходные — по показателям отчета о прибылях и убытках (выручка, прибыль, денежный поток и др.)

Таблица 2 - Классификация мультипликаторов в оценке бизнеса

Виды мультипликаторов	Показатели	
	Финансовые	Натуральные
Балансовые (моментные)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- стоимость бизнеса/ балансовая стоимость активов,</li> <li>- цена/ балансовая стоимость чистых активов</li> </ul>	стоимость бизнеса/ производственная мощность
Доходные (интервальные)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- цена/ выручка,</li> <li>- стоимость бизнеса/ выручка,</li> <li>- стоимость бизнеса/ прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации,</li> <li>- стоимость бизнеса/ прибыль до уплаты налогов, процентов,</li> <li>- цена/ прибыль до уплаты налогов,</li> <li>- цена/ чистая прибыль,</li> <li>- цена/ денежный поток,</li> <li>- цена/ денежный поток до налогообложения,</li> <li>- цена/ дивиденды</li> </ul>	стоимость бизнеса/ объем производства

Варианты классификации мультипликаторов приведены в таблице 2, на пересечении строк и колонок которой приведены примеры мультипликаторов соответствующего типа.

Примечание: «Стоимость бизнеса» в числителе мультипликатора рассчитывается по стоимости инвестированного капитала; «цена» — по стоимости собственного капитала.



Как представлено в таблице 2, применение в числителе стоимости бизнеса (стоимости инвестированного капитала) связано с использованием в знаменателе показателей, отражающих доходы и активы всего бизнеса. Например, при использовании в числителе стоимости всего инвестированного капитала в знаменателе используют такие показатели доходов, из которых осуществляется выплаты как акционерам, так и кредиторам – а именно прибыль до уплаты налогов и процентов; прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации. Универсальным показателем является выручка от реализации продукции (работ, услуг), которая применяется в расчете мультипликаторов, как по собственному, так и по всему инвестированному капиталу.

Названия и обозначения оценочных мультипликаторов на русском и английском языках приведены в Приложении А.

Доходные (интервальные) мультипликаторы в оценке бизнеса

- «цена/ выручка» (P/S), «стоимость бизнеса/ выручка» (EV/S);
- «стоимость бизнеса/ прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации» (EV/ EBITDA);
- «цена/ чистая прибыль» (P/E);
- мультипликаторы денежного потока;
- «цена/ дивиденды» (P/ DIV).

Мультипликаторы выручки («цена/ выручка» P/S и «стоимость бизнеса/ выручка» EV/S) характеризуется наиболее широкими возможностями применения по следующим основаниям:

- их можно рассчитать практически для любого действующего предприятия - выручка от реализации, в отличие от прибыли, не может быть отрицательной;
- волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию случайных факторов конкретного года;
- чем «ближе» финансовый показатель к чистой прибыли и чем «дальше» он от выручки, тем сильнее на него влияют применявшиеся компанией методы

бухгалтерского учета. С этой точки зрения выручка – это практически единственный показатель, по которому можно сравнивать различные компании, в том числе и те, что пользуются различными системами налогообложения;

- информация о величине выручки является обычно наиболее доступной по сравнению с другими показателями, которые используются в качестве знаменателей мультипликаторов. Например, в случае оценки дочернего предприятия публичной компании в годовом отчете материнской компании, скорее всего, будут представлены данные по выручке дочерних предприятий, а не по их прибыли, величине активов и т.д. То же касается и непубличных сделок по слияниям и поглощениям, стороны которых чаще всего раскрывают выручку поглощенной компании, чем ее прибыль.

Однако эти достоинства мультипликатора P/S (EV/S) являются обратной стороной его недостатков. Стоимость того или иного актива может определяться той прибылью, которую она приносит инвестору; с этих позиций общий объем продаж - лишь один из факторов, влияющих на прибыль. Компании с одинаковыми продажами могут иметь совершенно разную рентабельность продаж, соответственно, они могут стоить по-разному.

Согласно финансовой теории, более корректным считается мультипликатор «стоимость бизнеса/выручка» (Enterprisevalue/ Sales) (EV/S) - поскольку выручка от реализации продукции (работ, услуг) компании служит источником доходов как для акционеров, так и для кредиторов, а также источником уплаты налогов.

Мультипликатор «стоимость бизнеса/прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации» (EV/ EBITDA) широко применяется не только в обычных, но и в специфических ситуациях, связанных с привлечением долгового финансирования.

Данный мультипликатор целесообразно также использовать для оценки компаний с невысокой эффективностью капиталовложений, поскольку мультипликатор дает представление о том, какие средства останутся в

распоряжении компании при одновременном сокращении капиталовложений и кредитов с последующим сокращением процентных выплат.

С точки зрения отраслевой принадлежности, мультипликатор «стоимость бизнеса/прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации» обоснованно использовать при оценке предприятий капиталоемких отраслей, где амортизация составляет существенную статью - таких, как сталелитейные компании, кабельное телевидение и т.п.

Мультипликатор «цена/чистая прибыль» (P/E) широко распространен, однако является одним из самых проблемных. Недостатки его применения могут рассматриваться как зеркальное отображение достоинств мультипликатора «цена/выручка»:

- мультипликатор «цена/чистая прибыль» гораздо чаще (по сравнению с другими мультипликаторами) не может быть рассчитан, поскольку чистая прибыль бывает отрицательной чаще, чем прибыль до выплаты процентов и налогов или прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации. Проблемой является и то, что по компаниям-аналогам, которые получили очень маленькую прибыль, P/E существенно возрастает, и его нельзя использовать в качестве ориентира для сравнительного анализа;

- чистая прибыль подвержена большим случайным колебаниям, что вносит погрешность в оценку по рассматриваемому мультипликатору. Этот недостаток имеет важное значение для предприятий циклических отраслей;

- при расчетах чистой прибыли учитываются, в частности, единовременные доходы и расходы (например, доходы от продажи части имущества, убытки от списаний и т.п.), которые носят разовый характер, не являются типичными для нормально функционирующего предприятия и не должны приниматься во внимание при оценке компании;

- величина мультипликатора «цена/чистая прибыль» сильно зависит от доли долга в структуре капитала компании, поскольку проценты за пользование заемными средствами входят в состав расходов и влияют на размер чистой

прибыли. В результате данный мультипликатор игнорирует различия между компаниями с высокой и низкой долей долга в совокупном капитале компании.

Важную роль в оценке бизнеса сравнительным подходом также занимают мультипликаторы денежного потока, поскольку для инвесторов часто больший интерес представляют не бухгалтерские доходы компании, а ее денежные потоки. В сравнительном подходе к оценке применяются валовые денежные потоки, рассчитываемые путем прибавления начисленных за период амортизационных отчислений к любому показателю прибыли за тот же период.

Так, в мультипликаторе «цена/ денежный поток» (Price/ Cash Flow; P/ CF) знаменатель рассчитывается путем прибавления амортизационных отчислений к чистой прибыли. Данный вид мультипликатора может также называться «цена/денежная прибыль» (Price/CashEarnings; P/CE).

В мультипликаторе «цена/ денежный поток до налогообложения» знаменатель рассчитывается путем суммирования прибыли до налогообложения и амортизационных отчислений.

В зарубежной практике оценки бизнеса широкое распространение получили следующие виды мультипликаторов денежного потока:

- «цена/ чистый денежный поток от операционной деятельности» (Price/ Free operating cash flow) (P/FOCF). При этом Чистый денежный поток по операционной деятельности = прибыль до уплаты процентов и налогов + амортизация – увеличение оборотного капитала;

- «цена/ чистый денежный поток компании» (Price/Free cash flow to the firm) (P/FCFF). Чистый денежный поток компании = чистый денежный поток по операционной деятельности - капиталовложения;

- «цена/ чистый денежный поток акционеров» (Price/Free cash flow to equity (P/FCFE). Чистый денежный поток акционеров = чистый денежный поток компании +/- изменение основной суммы долга – проценты за пользование заемными средствами.

Как видно из приведенного перечня, за рубежом в сравнительном подходе используются чистые денежные потоки, область применения которых

в российской практике ограничена методом дисконтированных денежных потоков. Это обусловлено различием в форматах представления бухгалтерской отчетности и отчетности эмитентов на рынке ценных бумаг. В РФ возможности расчета чистых денежных потоков по компаниям-аналогам, как правило, очень ограничены.

В любом случае мультипликаторы, рассчитанные на базе показателей денежного потока, устраняют одно из главных «искажений» мультипликаторов, рассчитанных на базе показателей прибыли, вызванных влиянием методов начисления амортизации на расчет прибыли.

В зарубежной практике оценки также широко используется мультипликатор «цена/ дивиденды» (Price/Dividends) (P/DIV). Данный мультипликатор рассчитывается для крупных стабильных компаний, регулярно выплачивающих дивиденды. Основная критика данного мультипликатора сводится к тому, что доходы владельца акций формируются не только за счет дивидендных выплат, но и благодаря росту их курсовой стоимости.

Чем выше текущие дивиденды, тем меньше средств остается для финансирования инвестиционных проектов, и тем медленнее будет расти прибыль и дивиденды в будущем и наоборот; т.е. высокие дивиденды текущего года не обязательно должны означать более высокую оценку акций. В среднем на длительном временном интервале зрелая компания выплачивает в виде дивидендов в достаточной степени фиксированную долю чистой прибыли; соответственно, усредненные дивидендные выплаты могут быть использованы для расчета стоимости компании.

Соответственно, использование мультипликатора «цена/дивиденды» представляется наиболее корректным для компаний, бизнес которых стабилен и, вместе с тем, стабильными являются и дивидендные выплаты. В российской практике указанные предпосылки применения мультипликатора «цена/ дивиденды» отмечаются крайне редко в отношении ограниченного количества компаний.

В процессе применения доходных (интервальных) мультипликаторов важно решить, за какой период времени необходимо использовать данные в процессе построения мультипликатора.

Балансовые (моментные) мультипликаторы в оценке бизнеса - мультипликаторы «Стоимость бизнеса/ Балансовая стоимость активов» ( $\text{Enterprisevalue/ Bookvalueofassets}$ ) (EV/BVA) и «Цена/ Балансовая стоимость чистых активов» ( $\text{Price/Bookvalue}$ ) (P/BV).

К достоинствам мультипликаторов на основе балансовой стоимости активов можно отнести их большую стабильность и меньшую зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры по сравнению с чистой прибылью.

Основным недостатком мультипликаторов рассматриваемой группы являются искажения, возникающие из-за того, что балансовая стоимость активов является бухгалтерской величиной, зависящей от применяемых норм бухгалтерского учета. Она может значительно отличаться от реальной экономической стоимости активов и не подлежит сравнению для компаний, применяющих разные методы бухгалтерского учета.

Кроме того, балансовые мультипликаторы не учитывают в стоимости бизнеса человеческий капитал, что для многих компаний (например, сферы услуг) является более важным фактором по сравнению с величиной материальных активов.

К недостаткам мультипликатора «Цена/ Балансовая стоимость чистых активов» можно отнести невозможность применения при отрицательной величине балансовой стоимости чистых активов.

Обычно балансовые показатели применяются для компаний, у которых материальные активы являются основными. К отраслям, оцениваемым в первую очередь по активам, традиционно относятся финансовые институты (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят в основном из ликвидных ценных бумаг. Также часто могут быть оценены дистрибьюторские компании, поскольку их стоимость во многом определяется

стоимостью их запасов. Наконец, балансовые мультипликаторы используются для оценки тех компаний, которые будут ликвидированы, т.е. их стоимость по денежным потокам ниже, чем стоимость активов, или вовсе является величиной отрицательной.

Натуральные мультипликаторы в оценке бизнеса

Натуральные показатели применимы в конкретных отраслях или группах отраслей, поэтому их еще называют «специфичными для сектора». По смыслу они ближе всего к показателям «стоимость бизнеса (цена)/выручка» и «стоимость бизнеса (цена)/балансовая стоимость (чистых) активов», так как для конструирования натуральных показателей выбираются те факторы, которые являются определяющими для выручки или для размера активов.

Натуральные показатели, как правило, применимы для монопродуктовых компаний:

1. сырьевых компаний, добывающих нефть, газ и др.;
2. компаний, производящих продукцию низкого передела (металлы в слитках);
3. компаний, экспортирующих лес, производящих электроэнергию; для оценки цементных заводов, птицефабрик, сахарных заводов и т.д.

Приведение разнородной продукции к единым натуральным единицам измерения может привести к большой погрешности из-за разницы в цене на разные виды продукции, различиях в качестве и структуре производимой продукции, когда, например, компания-аналог производит продукты с большей добавленной стоимостью, чем оцениваемая компания.

Помимо натуральных показателей «Стоимость бизнеса / Производственная мощность» (Enterprise value/ capacity) и «Стоимость компании/ Объем производства» (Enterprise value/ production), существует еще целый ряд натуральных показателей, которые, на первый взгляд, не имеют отношение ни к активам, ни к выручке.

Добывающие компании – особенно за рубежом – чаще всего оцениваются по запасам, поскольку по размеру запасов нефти можно судить о фактической и

ожидаемой добыче, а также о размере активов. Например, в оценке стоимости нефтедобывающих компаний используют мультипликаторы «Стоимость компании / запасы нефти». Для нефтяной компании запасы являются неким аналогом мощности, по которой определяется возможный объем годового производства.

Специфичные для отрасли натуральные показатели используются также в оценке стоимости бизнеса таких секторов, как недвижимость (цена за 1 кв.м), транспортный бизнес (цена за 1 тонно-км перемещенных грузов), сети автозаправок (продажи бензина в литрах в месяц). Большое количество натуральных показателей придумано для телекоммуникационной компании и подобных ей отраслей. Например, выручку телекоммуникационной компании, предоставляющей услуги традиционной (стационарной) связи можно представить как количество линий (или количество абонентов), умноженное на доход с одной линии; этот показатель используется для мобильных операторов, Интернет-провайдеров, кабельных компаний.

Обобщающая характеристика рассмотренных различных мультипликаторов приведена в Приложении Б.

### **2.3 Совершенствование применяемых методов мультипликаторов для компаний развивающихся рынков капитала**

Определение рыночной стоимости инвестированного и собственного капитала предприятия сравнительным подходом основано на использовании ценовых мультипликаторов.

Ценовой мультипликатор - это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой.

Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым относятся прибыль, выручка от реализации и т.д.



Для расчёта мультипликатора необходимо.

- определить величину капитализации (количество акций, умноженное на их рыночную цену) по компаниям, выбранным в качестве аналога; это даст значение числителя в формуле;

- вычислить финансовую базу (себестоимость, выручку от реализации, балансовую стоимость активов и т.д.) это даст величину знаменателя.

Для оценки стоимости объекта исследования нами выбран метод компаний-аналогов, так как известны цены на единичную акцию без учета контрольного пакета и компании-аналоги, как и анализируемая компания в слияниях и поглощениях не учувствовали.

Для учета различий в структуре капитала оцениваемой компании и компаний-аналогов мультипликаторы рассчитывают по стоимости инвестированного капитала компании-аналога как суммы рыночной стоимости собственного капитала и долгосрочных обязательств.

В процедуре оценки рыночной стоимости бизнеса с точки зрения собственного капитала могут быть выделены следующие этапы:

- расчет рыночной стоимости собственного капитала компании-аналога на дату оценки, путем умножения рыночной цены акции на количество акций в обращении;

- расчет стоимости долгосрочных обязательств компании-аналога на дату оценки (будем принимать по форме 1);

- расчет рыночной стоимости инвестированного капитала компании-аналога по формуле (9);

- выбор знаменателя мультипликатора для использования в качестве числителя рыночной стоимости инвестированного капитала;

- расчет мультипликатора путем деления рыночной стоимости инвестированного капитала компании-аналога на ее соответствующую финансовую базу;

- вычисление стоимости инвестированного капитала оцениваемой компании путем умножения величины мультипликатора на соответствующий показатель оцениваемой компании, выбранный в качестве финансовой базы;
- определение рыночной стоимости долгосрочного заемного капитала оцениваемой компании;
- определение стоимости собственного капитала оцениваемой компании как разности между стоимостью инвестированного капитала и стоимостью долгосрочного заемного капитала.

Вопрос выбора знаменателя мультипликатора для использования в качестве числителя рыночной стоимости инвестированного капитала рассматривался выше – в частности, отмечалось, что в этом случае в знаменателе должны использоваться показатели, отражающие доходы и активы всего бизнеса; например, совокупные активы, выручка, прибыль до уплаты налогов и процентов (из которой осуществляются выплаты как акционерам, так и кредиторам) и др.

Запишем представленные выше этапы оценки рыночной стоимости инвестированного и собственного капитала, применяемые при различии в структуре капитала, в формализованном виде.

Рыночная стоимость инвестированного капитала аналогичной компании рассчитывается по формуле (9):

$$EV_A = MC_A + D_A, \quad (9)$$

где  $EV_A$  – рыночная стоимость инвестированного капитала компании-аналога;

$MC_A$  – рыночная стоимость собственного капитала компании-аналога;

$D_A$  – стоимость долгосрочных обязательств компании-аналога.

Ввиду того, что мы выбрали метод компаний-аналогов, то при оценке стоимости компании мы не будем учитывать элементы контроля.

Для финансово не устойчивых компаний, в ситуации низкой эффективности инвестиций и существенной доли заемных средств в пассивах, целесообразно применить мультипликатор  $EV/EBITDA$ .

Преимущества мультипликатора:

1. возможность сравнения компаний с разным уровнем заемного капитала;
2. возможность сравнения компаний с разным уровнем амортизационных начислений;
3. возможность применения для убыточных компаний.

Аналитики консалтинговой компании McKinsey рекомендуют применять следующий алгоритм использования мультипликаторов:

1. отбор компаний-аналогов по характеристикам роста выручки и доходности на инвестированный капитал (ROIC);

Коэффициент рентабельности инвестированного капитала (Return On Invested Capital, ROIC) - отношение чистой операционной прибыли компании к среднегодовой сумме инвестированного капитала.

2. формирование прогнозных мультипликаторов (с прогнозом финансовых показателей);

3. расчет мультипликаторов на основе EV, а не на рыночной капитализации (P);

4. предпочтительный мультипликатор- EV/EBIDA с введением корректировок на избыточные доходы и операционную аренду. Для растущих компаний предпочтительно использовать мультипликатор PEG(отношение P/E к ожидаемому темпу роста прибыли на акцию g) .

EV/EBIDA менее волатилен.

Исходя из выше сказанного проводим расчет показателя EBIDA для компании-аналога и оцениваемой компании по формуле:

$$EBITDA = NI + t - tv + IE - IR + dd, \quad (10)$$

где NI - это чистая прибыль;

t - налог, налагаемый на прибыль;

tv - возмещение налога соответственно;

IE - уплаченные проценты;

IR – полученные проценты, если ваша компания не только брала займы, но и сама выдавала их;

dd — амортизационные отчисления, переносящие долями стоимость производственного оборудования на стоимость изготавливаемых товаров.

После расчета EV компании-аналога и EBIDA обеих компаний, начинаем расчет мультипликатора EV/EBIDA (обоснование выбора данного мультипликатора описано выше).

Для расчета EV оцениваемой компании нужно дробь компании-аналога EV/EBIDA умножить на EBIDA оцениваемой компании. Формула имеет следующий вид:

$$EV_{\text{оц.}} = \frac{EV_{\text{ан.}}}{EBIDA_{\text{ан.}}} * EBITDA_{\text{оц.}} \quad (11)$$

Для более точного расчёта стоимости компании необходимо скорректировать выбранный мультипликатор. Возможные виды коррекции мультипликаторов:

1. метод анализа странового спреда дефолта;
2. метод сопоставления стоимости капитала по компании-аналогу и по рассматриваемой компании;
3. метод Перейро расчета относительной стоимости одного странового мультипликатора в единицах другого.

Расчет коррекции мультипликатора будем проводить по методу сопоставления стоимости капитала компании-аналога и рассматриваемой компании, так как у компаний разная структура капитала и цена источников финансирования.

Отношения мультипликаторов оцениваемой компании и аналога равны отношениям значений WACC по компаниям:

$$\frac{P/E_{\text{ан.}}}{P/E_{\text{оц.}}} = \frac{WACC_{\text{ан.}}}{WACC_{\text{оц.}}} \quad (12)$$

Корректирующий коэффициент определяется по формуле:

$$PR = P/E_{\text{оц.}} = P/E_{\text{ан.}} * \frac{WACC_{\text{оц.}}}{WACC_{\text{ан.}}}, \quad (13)$$

где P/E – мультипликатор оцениваемой компании;

WACC – это средневзвешенная стоимость капитала компании:

$$WACC = K_s \times W_s + K_d \times W_d \times (1 - T), \quad (14)$$

где  $K_s$  - стоимость собственного капитала;

$W_s$  - доля собственного капитала (по балансу);

$K_d$  - стоимость заемного капитала;

$W_d$  - доля заемного капитала (по балансу);

T - ставка налога на прибыль.

P/E компании-аналога рассчитывается делением цены одной акции (P) на прибыль на акцию (Earnings Per Share, EPS):

$$P/E = \frac{P}{EPS} \quad (15)$$

$$EPS = \frac{NI}{\text{количество акций в обращении}}, \quad (16)$$

где NI – чистая прибыль.

С учетом корректировки на структуру капитала, рыночная стоимость инвестированного капитала оцениваемой компании:

$$EV_{\text{оц.}} = \left( \frac{EV_{\text{ан.}}}{EBITDA_{\text{ан.}}} * EBITDA_{\text{оц.}} \right) * PR \quad (17)$$

А рыночная стоимость собственного капитала оцениваемой компании:

$$M_{\text{Соц.}} = EV_{\text{оц.}} - D_{\text{оц.}} \quad (18)$$

### **3 Оценка стоимости АО «Красноярсккрайгаз» мультипликативным методом**

#### **3.1 Обоснование выбора объекта исследования и компаний-аналогов**

Выбор компаний-аналогов сделан исходя из следующих критериев:

- компании принадлежат к одной отрасли, в которой ведут свою деятельность.
- одинаковая структура баланса предприятий (соотношение текущих активов и пассивов – коэффициент покрытия).
- компания не вовлечена в переговоры или в фактический процесс поглощения другими компаниями, поскольку обычно это влияет на нормальную продажную цену неконтрольного пакета акций.

Объектом исследования в данной работе является акционерное общество «Красноярсккрайгаз»

АО «Красноярсккрайгаз» зарегистрировано, в Межрайонной инспекции Федеральной налоговой службы № 23 по Красноярскому краю 30.12.2009 года.

Юридический адрес: Российская Федерация, Красноярский край, г. Красноярск, ул. Северная, дом. 9 «А».

Почтовый адрес: 660075, г. Красноярск, ул. Северная, дом 9 «А».

Основные виды деятельности: реализация и транспортировка сжиженного газа потребителям (физическим и юридическим лицам).

Генеральный директор АО «Красноярсккрайгаз»: Коваль Александр Владимирович.

Учредители юридические лица: Красноярский край в лице Агентства по управлению государственным имуществом Красноярского края, Краевое газовое хозяйство «Красноярсккрайгаз» (производственный кооператив).

АО "Красноярсккрайгаз" имеет возможность производить поставки сжиженного углеводородного газа на территории всего Красноярского края. Наличие собственных ГНС с базами для хранения в г. Красноярске, Канске, Минусинске и Назарово позволяют бесперебойно производить:

- оптовые поставки сжиженного газа автоцистернами и ж.д. цистернами;
- поставку газа в баллонах (с доставкой и самовывозом);
- заправку автомобилей газом;
- проектирование систем автономного газового теплоснабжения от промышленных предприятий до частного пользования;
- проектирование газоснабжения котельных с централизованным и автономным отоплением от групповой установки до конечного потребителя (газовой плиты);
- проектирование АГЗС;
- проектирование частных систем газоснабжения и автономного отопления.
- поставка газового оборудования (котлы, емкости, запорная арматура и т.д.);
- комплектация объектов под ключ;
- монтаж систем газоснабжения любой сложности;
- комплексное обслуживание систем газоснабжения и внутридомовых газопроводов.

АО "Красноярсккрайгаз" предлагает:

- услуги по переработке и хранению газа;
- услуги спецавтотранспорта для перевозки газа от автоцистерн до баллонов;
- ремонт и освидетельствование газовых баллонов;
- строительно–монтажные работы;
- услуги автотранспорта юридическим и физическим лицам;
- отделочные работы;
- услуги лаборатории неразрушающего контроля;
- услуги по газифицированию частных домов и учреждений.

Основным видом деятельности общества является реализация сжиженного углеводородного газа (СУГ) населению Красноярского края.

На данный момент, в эксплуатации Общества находятся 397 групповых резервуарных установок (ГРУ), в том числе 284 ГРУ в городе Красноярске.

АО «Красноярсккрайгаз» обслуживает более 68 000 газифицированных квартир.

Наряду с основной деятельностью, АО «Красноярсккрайгаз» обеспечивает сжиженным углеводородным газом промышленные предприятия; транспортные предприятия, занимающиеся перевозкой населения; жителей индивидуальных домов, использующих сжиженный углеводородный газ для отопления; и прочих потребителей Красноярского края.

Основными конкурентами АО «Красноярсккрайгаз» являются АО «Терминалнефтегаз», АО «Сангилен+», ООО «Темер», ООО «Энергопром».

Из конкурентов нами выбраны наиболее подходящие компании-аналоги – это АО «Терминалнефтегаз», АО «Сангилен+», так как компании принадлежат к одной отрасли и имеют почти одинаковую структуру баланса предприятия.

#### Характеристика компаний-аналогов

АО «Сангилен+» стартовал в самом начале «нулевых» с небольшого автозаправочного бизнеса. Компания основана в 1999г.

Юридический адрес: Российская Федерация, Красноярский край, г. Красноярск, ул. Давыдова, 66.

Почтовый адрес: 660067, г. Красноярск, ул. Давыдова, 66.

Основные виды деятельности: оптово-розничные поставки нефтепродуктов, выращивание и переработка зерновых, производство и реализация мясной продукции, а так же проектирование и строительство «под ключ» объектов животноводства.

Генеральный директор АО «Сангилен+»: Шамехин Владимир Иванович.

Компания АО «Сангилен+» оказывает услуги:

- оптовые поставки нефтепродуктов;
- розничная реализация через собственную сеть АЗС;
- собственное семенное хозяйство;
- комбикормовый завод;



- свинокомплекс;
- бойня, оптовые продажи мяса;
- сеть магазинов под маркой "Мясничий";
- цех по производству полуфабрикатов.

АО «Терминалнефтегаз» была образована в марте 1998 года с целью развития рынка услуг по дооборудованию автомобилей газобаллонными установками (ГБО) и заправки газобаллонных автомобилей сжиженным углеводородным газом, а также использования газа в индивидуальных отопительных установках.

Юридический адрес: Российская Федерация, Красноярский край, г. Красноярск, ул. Вавилова, 2.

Почтовый адрес: 660093, г. Красноярск, ул. Вавилова, 2.

Основными видами деятельности компании является реализация газов: пропан-бутан (более 30 000 тонн в год), кислород, ацетилен, углекислый газ, аргон.

Генеральный директор АО «Терминалнефтегаз»: Коновалов Виталий Владимирович.

Компания АО «Терминалнефтегаз» виды деятельности:

- торговля оптовая моторным топливом, включая авиационный бензин;
- производство промышленных газов;
- обеспечение работоспособности котельных;
- производство электромонтажных, санитарно-технических и прочих строительно-монтажных работ;
- торговля оптовая твердым, жидким и газообразным топливом и подобными продуктами;
- хранение и складирование нефти и продуктов ее переработки;
- хранение и складирование газа и продуктов его переработки;
- деятельность, связанная с инженерно-техническим проектированием, управлением проектами строительства, выполнением строительного контроля и авторского надзора;

- аренда и лизинг легковых автомобилей и легких автотранспортных средств;
- аренда и лизинг торгового оборудования.

### 3.2 Анализ показателей принятых в качестве финансовой базы мультипликаторов

Горизонтальный и вертикальный анализ бухгалтерского баланса представлен в таблицах 3 и 4.

Таблица 3 - Горизонтальный анализ уплотненного баланса (тыс. руб.)

Показатели	2015	2015	2015
	АО «Сангилен+»	АО «Терминал нефтегаз»	АО «Краснояр сккрайгаз»
<b>АКТИВЫ</b>			
Имущество, всего	2 429	45 549	1 259 632
1.1 Имобилизованные активы	1 307	35 389	1 015 933
1.2 Мобильные, оборотные активы	1 122	10 160	243 699
1.2.1 Запасы и затраты	390	401	77 996
1.2.2 Дебиторская задолженность	285	3 717	155 335
1.2.3 Денежные средства и ценные бумаги	447	6 032	8 972
1.2.4. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	0	1	0
<b>ПАССИВЫ</b>			
Источники имущества	2 429	45 549	1 259 632
1.1 Собственный капитал	2 318	31 807	691 712
1.2 Заемный капитал	111	13 742	567 920
1.2.1 Долгосрочные обязательства	0	342	93 239
1.2.2 Краткосрочные обязательства	111	13 400	474 681
1.2.2.1 Краткосрочные кредиты и займы	0	5 316	175
1.2.2.2 Кредиторская задолженность	111	8 084	474 506
1.2.2.3 Прочие, доходы и резервы	0	0	0

Таблица 4 - Вертикальный анализ уплотненного баланса, %

Показатели	2015	2015	2015
	АО «Сангилен+»	АО «Терминал нефтегаз»	АО «Краснояр сккрайгаз»
<b>АКТИВЫ</b>			
Имущество, всего	100	100	100
1.1 Имобилизованные активы	53,8	77,7	80,6

Продолжение таблицы 4

Показатели	2015	2015	2015
	АО «Сангилен+»	АО «Терминал нефтегаз»	АО «Краснояр сккрайгаз»
<b>АКТИВЫ</b>			
1.2 Мобильные, оборотные активы	46,2	22,3	19,4
1.2.1 Запасы и затраты	16,1	0,9	6,2
1.2.2 Дебиторская задолженность	11,7	8,2	12,3
1.2.3 Денежные средства и ценные бумаги	18,4	13,2	0,7
1.2.4. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	0,0	0,0	0,0
<b>ПАССИВЫ</b>			
Источники имущества	100	100	100
1.1 Собственный капитал	95,4	69,8	55
1.2 Заемный капитал	4,6	30,2	45
1.2.1 Долгосрочные обязательства	0,0	0,8	16,4
1.2.2 Краткосрочные обязательства	4,6	29,4	37,7
1.2.2.1 Краткосрочные кредиты и займы	0,0	11,7	0,01
1.2.2.2 Кредиторская задолженность	4,6	17,7	37,7
1.2.2.3 Прочие, доходы и резервы	0,0	0,0	0,0

Для определения реальной стоимости собственного капитала компании используется такой показатель, как стоимость чистых активов. Зная размер чистых активов, можно достаточно точно определить успешность компании и целесообразность инвестиций в нее. Величина чистых активов предприятий показана в таблице 5.

Таблица 5 - Чистые активы предприятий

Показатели	2015	2015	2015
Величина чистых активов	АО «Сангилен+»	АО «Терминалнефте газ»	АО «Красноярсккра йгаз»
Чистые активы, тыс. руб.	2 318	31 807	691 712

Представленные данные позволяют сделать следующие выводы:

Чистые активы компаний превышают размер уставного капитала.

Коэффициент текущей ликвидности (покрытия) показывает, в какой степени все оборотные активы предприятия покроют краткосрочную задолженность (Таблица 6).

Таблица 6 – Показатель текущей ликвидности

Показатели	2015	2015	2015
	АО «Сангилен+»	АО «Терминалнефтегаз»	АО «Красноярсккрайгаз»
Коэффициент текущей ликвидности (покрытия)	10,11	0,75	0,51

Исходя из расчетов ликвидность балансов компании АО «Красноярсккрайгаз» и АО «Терминалнефтегаз» не достаточная.

Расчет коэффициента текущей ликвидности подтверждает один из критериев выбора компаний-аналогов, приведенных в п. 3.1, в котором говорится необходимой схожести структуры баланса предприятий (соотношение текущих активов и пассивов).

Одна из важнейших характеристик финансового состояния предприятия – стабильность его деятельности в свете долгосрочной перспективы. Данные с рассчитанными коэффициентами финансовой устойчивости приведены в таблице 7.

Таблица 7 - Показатели финансовой устойчивости

Наименование показателя	2015	2015	2015
	АО «Сангилен+»	АО «Терминалнефтегаз»	АО «Красноярсккрайгаз»
Коэффициент автономии (концентрации собственного капитала)	0,95	0,70	0,55
Коэффициент маневренности собственного капитала	0,44	-0,33	-0,47
Коэффициент финансовой зависимости	0,05	0,30	0,45
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств (структуры заемного капитала)	0,001	0,18	0,13

Данные таблицы показывают, что структура капитала компаний АО «Терминалнефтегаз» и АО «Красноярсккрайгаз» в большей мере схожа.

Отклонение, получается, по коэффициенту маневренности капитала, это говорит о том, что у компаний АО «Красноярсккрайгаз» и АО «Терминалнефтегаз» недостаточно собственных оборотных средств для осуществления текущей деятельности.

В связи с вышеприведенными расчетами деятельности предприятий, для дальнейшего расчета рыночной стоимости инвестиционного капитала АО «Красноярсккрайгаз» выбрано предприятие-аналог: АО «Терминалнефтегаз».

Таблица 8 – Анализ прибыли компаний, тыс.руб.

Показатели	АО «Терминалнефтегаз»	АО «Красноярсккрайгаз»
1. Валовая прибыль	17 988	365 907
2. Прибыль от продаж	17 988	-177 336
3. Сальдо прочих доходов и расходов	39 198	202 128
4. Прибыль до налогообложения	22 624	6 170
5. Чистая прибыль	21 541	2 356
6. Проценты к уплате	34 562	18 622
7. EBIT (п.4+п.6)	57 186	24 792
8. Амортизация	5 934,96	43 425
9. EBITDA (п.7+п.8)	63120,96	68 217

Данные таблицы показывают, что у компании АО «Терминалнефтегаз» прибыль до уплаты процентов и налогов выше, чем у АО «Красноярсккрайгаз», но за счет высокой амортизации у оцениваемой компании, показатель EBITDA больше.

В зависимости от направления вложений средств, а также формы привлечения капитала существуют и используются различные показатели рентабельности.

Таблица 9 - Показатели рентабельности

Наименование показателя	2015	2015
	АО "Терминалнефтегаз"	АО "Красноярсккрайгаз"
Чистая прибыль, тыс. руб.	21 546	2 356
Рентабельность основной деятельности, %	3,4	16,1
Рентабельность продукции, %	4,1	0,2
Рентабельность собственного капитала, %	67,7	0,3

Рентабельность собственного капитала АО «Терминалнефтегаз» выше нормы (по российским стандартам 20%- нормальное значение), а у компании АО «Красноярсккрайгаз» показатель < 1.

Таблица 10 – Расчет рыночной стоимости инвестиционного капитала компании-аналога, тыс.руб.

Показатель	Аббревиатура	АО «Терминалнефтегаз»
Рыночная стоимость собственного капитала	MC	300*719,84=215952
Стоимость долгосрочных обязательств	D	342
Рыночная стоимость инвестированного капитала	EV	216294

### 3.3 Результаты оценки стоимости компании АО «Красноярсккрайгаз» усовершенствованным мультипликативным методом

Расчет показателя рыночной стоимости инвестированного капитала для оцениваемой компании:

$$EV_{\text{оц.}} = \frac{EV_{\text{ан.}}}{EBIDA_{\text{ан.}}} * EBITDA_{\text{оц.}} = \frac{216\,294}{63\,120,96} * 68\,217 = 233\,756,4 \text{ тыс. руб.}$$

Таблица 11 – Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Показатель	АО «Терминалнефтегаз»	АО «Красноярсккрайгаз»
Ks, %	22	8
Ws	0,7	0,55

Продолжение таблицы 11

Показатель	АО «Красноярсккрайгаз»	АО «Терминалнефтегаз»
Kd, %	25	19,89
Wd	0,3	0,45
T	0,2	0,2
WACC, %	21,4	11,56

По произведенным расчетам мы определили, что средневзвешенная стоимость капитала компаний АО «Красноярсккрайгаз» и АО «Терминалнефтегаз» отличаются и из-за структуры капитала (меньшей степени), и из-за различий в цене источников финансирования (в большей степени).

Таблица 12 – Расчет мультипликатора P/E для компании-аналога

Показатели	АО «Терминалнефтегаз»
P, руб.	719,84
NI, тыс.руб.	21 546
Количество акций в обращении, тыс.штук	300
E (EPS), руб.	71,82
P/E	10,02

Коэффициент корректировки будем рассчитывать по формулам 13, 17, 18.

$$PR = P/E_{\text{оц.}} = P/E_{\text{ан.}} * \frac{WACC_{\text{оц.}}}{WACC_{\text{ан.}}} = (10,2 * 11,56) / 21,4 = 5,41$$

С учетом корректировки на структуру капитала, рыночная стоимость инвестированного капитала оцениваемой компании:

$$EV_{\text{оц.}} = \left( \frac{EV_{\text{ан.}}}{EBITDA_{\text{ан.}}} * EBITDA_{\text{оц.}} \right) * PR = 233\,756,4 * 5,41 = 1\,264\,622,12 \text{ тыс.руб}$$

А рыночная стоимость собственного капитала оцениваемой компании:

$$MC_{\text{оц.}} = EV_{\text{оц.}} - Доц. = 1\,264\,622,12 - 93\,239 = 1\,171\,383,12 \text{ тыс.руб.}$$

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В диссертационной работе ставилась цель исследования методических подходов к оценке стоимости компании и путей их совершенствования.

Для достижения данной цели были рассмотрены теоретические аспекты оценки стоимости компаний. Из трех подходов: затратный, доходный и сравнительный, был выбран сравнительный подход, несмотря на сложность выбора компании-аналога.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли - продажи аналогичных компаний, метод реально отражает спрос и предложение на данный объект оценки, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке продаж готовых компаний. Результаты, полученные таким способом, имеют объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

Так же были рассмотрены методические подходы к оценке стоимости компании мультипликативным методом. Выполнено обоснование выбора мультипликатора и целесообразности его применения для оцениваемой компании. Представлены этапы оценки рыночной стоимости инвестированного и собственного капитала в формализованном виде.

Алгоритм расчета рыночной стоимости инвестированного и собственного капитала для оцениваемой компании выполнен в данном порядке:

1. Произведен расчет показателей  $MC$  и  $D$  для компании-аналога и для оцениваемой компании;
2. Найден показатель  $EV$  для компании-аналога;
3. Рассчитана и представлена финансовая база мультипликаторов ( $EBIT$ ,  $EBITDA$ );
4. Представлен расчет  $EV$  оцениваемой компании, через соотношение показателей  $EV$ ,  $EBITDA$  компании-аналога и  $EBITDA$  оцениваемой компании.



Далее обоснованно введение корректировки стоимости оцениваемой компании методом сопоставления стоимости капитала компании-аналога и рассматриваемой компании, так как компании отличаются структурой капитала и ценой источников финансирования.

1. Представлена формула расчета корректирующего коэффициента PR;
2. Определены параметры для корректировки P/E и WACC.
3. Представлен способ расчета реальной рыночной стоимости инвестиционного капитала оцениваемой компании, через корректирующий коэффициент PR.

В практической части работы выполнено обоснование выбора оцениваемой компании и компаний-аналогов, рассчитаны показатели финансовой базы мультипликаторов и показаны результаты оценки стоимости оцениваемой компании усовершенствованным методом.

Расчеты показали, что рыночная откорректированная стоимость инвестиционного капитала компании равна 1 264 622,12 руб. Из этого следует, что рыночная стоимость собственного капитала компании равна 1 171 383,12 руб.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Федеральный закон РФ от 29 июля 1998г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»
2. Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки»
3. Аскеров, П.Ф. и др. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности организации: учеб. пос. / П.Ф. Аскеров, И.А. Цветков и др.; Под ред. П.Ф. Аскерова - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2015г.- 176 с.
4. Башлык, С.И. Визуализация отчетности. Мастер-класс / С.И. Башлык / Корпоративная финансовая отчетность, международные стандарты. - № 10 (48)., 2014г. - 27с.
5. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. - 4-е изд., доп. и перераб. - М.: Финансы и статистика, 2007г. - 416с.
6. Бердикова Т.Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятий: Учебное пособие. - М.: ИНФРА-М, 2008г. - 348с.
7. Бернстайн, Л А. Анализ финансовой отчетности: теория и практика.- М.: Финансы и статистика, 2013. - 402 с.
8. Блэк Э. (ред.) «Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании»,- И.: Олимп-Бизнес, 2011г.- 249с.
9. Бородина, Е.И. Анализ ликвидности и платежеспособности торгового предприятия / Е.И. Бородина // Бухгалтерский учет., 2014г.-№ 7,- 63-65с.
10. Бороненкова, С.А. Экономический анализ в управлении предприятием./ С.А. Бороненкова - Спб.: Приор, 2014г. -210 с.
11. Валдайцев С. В. «Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия», - Ж.: Финансовые исследования, 2011г.- №3- 14-17с.
12. Волков А.С. «Инвестиционные проекты: от моделирования до реализации»,- И.: Вершина, 2009г.- 148-152с.

13. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. (ред.) 2-е изд., «Оценка бизнеса», М.: Финансы и статистика, 2008г.- 214-232с.
14. Губер И. С. «Мультипликативный метод оценки стоимости компании», - И.: Молодой ученый, 2014г.- №3- 401-403с.
15. Дамодаран А. «Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов», 5-е изд,- М.: Альпина Бизнес Букс, 2014, Главы 17,18,19.
16. Дзагоева, М.Р. и др. Механизм комплексной оценки и управления рисками предприятий промышленности [Текст]: Монография/Дзагоева М. Р., Цховребов А. Р., Комаева Л. Э. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2016г.- 120 с.
17. Есипов В.С., Маховикова Г.А., Терехова В.В. «Оценка бизнеса». 2-е изд.,- СПб: Питер, 2010г.- 104-112с., 114-122с.
18. Землянский, О.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник для бакалавров / В.И. Бусов, О.А. Землянский, А.П. Поляков; Под общ. ред. В.И. Бусова. - М.: Юрайт, 2013г.- 430 с.
19. Ибрагимов Р.Г. «Управление по стоимости как система менеджмента», статья Менеджмент в России и за рубежом.–№4, 2010г.- 25с.
20. Иванов И.В., Баранов В.В. Оценка бизнеса: Методы и модели оценки стоимости предприятий традиционных и наукоемких отраслей: Учебное пособие. - М., 2007г.- 168 с.
21. Ивашковская И.В. «Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров», - М.: Москва-М, 2010г.- 264-289с.
22. Ковалев, В. В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели: учебное пособие / В. В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. 4-е изд., перераб. и доп. - М.: Проспект, 2015г.- 873 с.
23. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. - М.: Финансы и статистика, 2005г.- 251с.
24. Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. «Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса»: учебное пособие. Университетская серия.- М.:

Московская финансово-промышленная академия, 2015г.- 672с.

25. Кэхилл, М. Инвестиционный анализ и оценка бизнеса: Учебное пособие / М. Кэхилл.. - М.: ДиС, 2012г.- 432 с.

26. Манушин, Д. В. Совершенствование диагностики финансового состояния предприятия / Д.В. Манушин – И.: Актуальные проблемы экономики и права, 2014г. - №4.- 43 – 46с.

27. Негашев, Е.В. Аналитическое моделирование финансового состояния компании: монография Е.В. Негашев - М.: НИЦ ИНФРА-М.- 2013г.,186 с.

28. Островенко, Т. К. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности: метод. указания и задания к практ. занятиям / Т. К. Островенко, Г. Д. Гребнев; Оренбург : ИПК ГОУ ОГУ, 2014г. Ч. 1. - 63 с.

29. Парамонова, Т.Н. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебное пособие / Т.Н. Парамонова, И.Н. Красюк.,- М.:КноРус, 2013г.- 288 с.

30. Пивоваров, К. В. Планирование на предприятии: учебное пособие, - М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2015г.-132 с.

31. Панфилова, Е. Некоторые аспекты формирования системы корпоративного управления в промышленной организации / Е. Панфилова,– И.:Пробл. теории и практики управл. – 2014г.- № 4.- 48-60с.

32. Пещанская И.В. Финансовый менеджмент: краткосрочная финансовая политика: Учебное пособие для вузов / И.В. Пещанская. - М.: Издательство «Экзамен», 2013г.- 256с.

33. Половинкин, С.А. Управление финансами предприятия: учеб. практ. пособие / С.А. Половинкин - М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2014г. - 376 с.

34. Розанова, Н.М. «Макроэкономика: учебник для магистров»,- М.: Юрайт, 2013г.- 312с.

35. Савицкая, Г.В. Теория анализа хозяйственной деятельности: учеб. пособие для вузов / Г.В. Савицкая - М.: ИНФРА-М, 2013г.- 279 с.

36. Соколов В.Н. «Методы оценки предприятия»,-С.-Петербург.гос.инж. экон. акад. - СПб., 2010г.-144с.

37. Синельников Д.А. Оценка стоимости бизнеса // Финансовый менеджмент. - №3., 2009г.- 120с.
38. Таль Г.К. и др. Оценка предприятий: Доходный подход / Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б. - М., 2007г.- 147с.
39. Тарасевич Е.И. Оценка недвижимости / Санкт-Петербург. гос. техн. ун-т. - СПб.: СПбГТУ, 2007г.- 422с.
40. Теплова Т.В. «Инвестиции» 2-е изд.,- М.: Юрайт, 2011г.- 553с.
41. Том Коупленд, Тим Коллер и Джек Муррин , «Стоимость компании. Оценка и управление»,- М.: Олимп-Бизнес, 2008г.- 153с.
42. Федотова М.А. Сколько стоит бизнес (Методы оценки). - М.: Перспектива, 2006. - 217с.
43. Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник / Н.Ф. Чеботарев. - М.: Дашков и К, 2015г.- 256 с.
44. Черняк В.З. «Оценка бизнеса», - М.: Финансы и статистика, 2009г.- 175с.
45. Черкашина Т.А. Оценка собственности: Учебно-методический комплекс. - Ростов н/Д: РГЭУ, 2001г.- 59с.
46. Чиркова Е.В. «Как оценить бизнес по аналогии: Методическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг», М.:Альпина Бизнес Букс, 2009г.- Главы 3-7.
47. Шеремет, А.Д. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учебное пособие - 2-е изд., испр. и доп. / А.Д. Шеремет А.Ф. Ионова. - М.: Инфра - М., 2016г. - 326с.
48. Щербаков В.А. «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» - М.: Омега, 2012г.- 211-219с.
49. Шнюкова, Е.А. Финансовый анализ : учебно-методическое пособие / Е.А. Шнюкова. –Красноярск : Сиб.федер.ун-т, 2013. - 85 с.
50. Хасанова, Г.Ф. Синергия как метод повышения эффективности деятельности компании / Г.Ф. Хасанова, И.В. Буренина // Нефтегазовое дело. , 2011г.- № 6.- 188-196с.

51. Эскиндарова М.А., Федотовой М.А. (ред.) «Оценка стоимости бизнеса».- М.: Кнорус, 2015г.- 320с.

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

### Названия и обозначения оценочных мультипликаторов на русском и английском языках

Английская аббревиатура	Английский термин	Русский термин
BV	Book value Book value of equity	Балансовая стоимость Балансовая стоимость чистых активов
DIV	Dividends	Дивиденды
E	Earnings	Чистая прибыль
EBIT	Earnings before interest and tax	Прибыль до уплаты процентов и налогов
EBITDA	Earnings before interest, tax and Depreciation	Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации
EV	Enterprise value	Стоимость бизнеса
P	Price	Цена
S	Sales	Выручка
P/BV	Price/Book value	Цена/ Балансовая стоимость чистых активов
P/ DIV	Price/ Dividends	Цена/ Дивиденды
P/ E	Price/ Earnings	Цена/ Чистая прибыль
EV/ BVA	Enterprise value/ Book value of assets	Стоимость бизнеса/ Балансовая стоимость Активов
EV/ EBIT	Enterprise value/Earnings before interest and tax	Стоимость бизнеса/ Прибыль до уплаты процентов и налогов
EV/ EBITDA	Enterprise value/Earnings before interest, tax and depreciation	Стоимость бизнеса/ Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации
EV/ S	Enterprise value/Sales	Стоимость бизнеса/ Выручка
P/ S	Price/ Sales	Цена/ Выручка

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

### Сравнительная характеристика мультипликаторов в оценке бизнеса

Мультипликаторы (аббревиатура)	Преимущества	Недостатки	Сфера применения
Доходные (интервальные) мультипликаторы			
Цена /Выручка (P/S)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Применим для компаний с отрицательной операционной маржой;</li> <li>- меньшая вероятность влияния случайных факторов;</li> <li>- меньше зависит от специфики применявшегося метода бухучета;</li> <li>- легко найти информацию по выручке аналогов</li> </ul>	Не учитывает разницу в доходности продаж между оцениваемой компанией и аналогами.	Часто применяется, применяется для однородных отраслей, для оценки компаний в сфере услуг
Стоимость бизнеса/ Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (EV/EBITDA)	Хорошо для оценки компаний с разной величиной долга, с разными методами учета амортизации	Частая недостоверность и необоснованность знаменателя мультипликатора	Применяется для определения максимального размера привлекаемого долгового финансирования, для оценки компаний с неэффективными капвложениями и компаний капиталоемких отраслей (сталелитейные компании, кабельное телевидение)



## ПРОДОЛЖЕНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ Б

Мультипликаторы (аббревиатура)	Преимущества	Недостатки	Сфера применения
Цена/Чистая прибыль (P/E)	Большая популярность среди аналитиков.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Часто невозможно рассчитать, особенно в условиях кризиса;</li> <li>- более подвержен случайным колебаниям;</li> <li>- учитывает единовременные доходы и расходы;</li> <li>- не учитывает различия между компаниями с высокой и низкой долей долга в капитале</li> </ul>	Применение целесообразно в прибыльных компаниях со стабильной структурой капитала
Цена /Дивиденды (P/DIV)	Позволяет оценить контрольный пакет акций Компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>- не учитывает, что доходы инвестора формируются как за счет дивидендных выплат, так и благодаря росту курсовой стоимости акций;</li> <li>- чем больше текущие дивиденды, тем меньше средств остается для финансирования инвестиционных проектов, и тем медленнее будут расти прибыль и дивиденды в будущем</li> </ul>	Используются для зрелых компаний, стабильно выплачивающих дивиденды
- Цена /Денежный поток (P/CF) - Цена / Денежный поток до налого- обложения (P/PTCF)	Учитывает не бухгалтерские доходы компании, а реальные денежные потоки	Применяется редко в различных отраслях	Устраняет искажения, вызванные влиянием методов учета амортизации на расчет прибыли. Нивелируется разница в оценке, возникающая из-за различий в структуре капитал

## ОКОНЧАНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ Б

Балансовые (моментные) мультипликаторы			
Стоимость бизнеса/Балансовая стоимость активов (EV/BVA)	Большая стабильность и меньшая зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры	Искажение показателей из-за применения различных методов бухучета; - в стоимости бизнеса не учитывается человеческий капитал	Применяются в оценке бизнеса: - компаний, у которых материальные активы являются основными - (банки, страховые и инвестиционные компании); - компаний, которые будут ликвидированы
Цена/ Балансовая стоимость чистых активов (P/BV)		Ограниченность применения из-за возможного отрицательного значения знаменателя	Применяются для компаний, у которых материальные активы являются основными
Натуральные мультипликаторы			
- Стоимость бизнеса/Объем производства (EV/CP) - Стоимость бизнеса/Производственная мощность (EV/PD)	Дополняет результаты применения мультипликаторов «Цена/ Чистая прибыль», «Цена/ Выручка от продаж»	- Точность оценки требует выбора самых близких аналогов; - не учитывает различий между предприятиями с различным уровнем вертикальной интеграции	Применимы для отдельных отраслей (телекоммуникации, электро-энергетика); для монопродуктовых компаний (добыча нефти и газа, заготовка леса).

Примечание: «цена» в числителе мультипликатора рассчитывается по стоимости собственного капитала, «стоимость бизнеса» в числителе мультипликатора рассчитывается по стоимости инвестированного капитала.

## ПРИЛОЖЕНИЕ В

### Бухгалтерский баланс на 31 декабря 2015 г.

	Форма по ОКУД	<b>Коды</b> <b>0710001</b>		
Дата (число, месяц, год)	31	12	2015	
Организация <u>Акционерное общество "Красноярсккрайгаз"</u>	по ОКПО	<b>64090578</b>		
Идентификационный номер налогоплательщика	ИНН	<b>2460220440</b>		
Вид экономической деятельности <u>Распределение газообразного топлива</u>	по ОКВЭД	<b>40.20.2</b>		
Организационно-правовая форма / форма собственности <u>Акционерные общества / Смешанная российская Смешанная российская собственность с долей собственности субъектов Российской Федерации</u>	по ОКОПФ / ОКФС	47	42	
Единица измерения: в тыс. рублей	по ОКЕИ	<b>384</b>		
Местонахождение (адрес) <u>660075, Красноярский край, Красноярск г, Северная ул, дом № 9А</u>				

Наименование показателя	Код строки	На 31 декабря 2015 года	На 31 декабря 2014 года
<b>АКТИВ</b>			
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
Нематериальные активы	1110	1 185	1 150
Основные средства	1150	1 014 066	640 461
Отложенные налоговые активы	1180	682	547
Итого по разделу I	1100	1 015 933	642 158
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
Запасы	1210	77 996	85 484
Дебиторская задолженность	1230	155 335	119 702
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	0	45 000
Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	8 972	13 907
Прочие оборотные активы	1260	1 396	674
Итого по разделу II	1200	243 699	264 767
<b>БАЛАНС</b>	1600	1 259 632	906 925
<b>ПАССИВ</b>			
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>			
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	685 969	685 969

## ПРОДОЛЖЕНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ В

Добавочный капитал (без переоценки)	1350	1 615	1 615
Резервный капитал	1360	319	201
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	3 809	2 044
Итого по разделу III	1300	691 712	689 829
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
Заемные средства	1410	88 800	103 000
Отложенные налоговые обязательства	1420	4 439	2 762
Итого по разделу IV	1400	93 239	105 762
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
Заемные средства	1510	175	45 307
Кредиторская задолженность	1520	474 506	66 027
Итого по разделу V	1500	474 681	111 334
<b>БАЛАНС</b>	1700	1 259 632	906 925

## ОТЧЕТ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ

<i>Наименование показателя</i>	<i>Код строки</i>	<i>За 2015 год</i>	<i>За 2014 год</i>
Выручка			
Выручка отражается за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов.	2110	921 475	865 499
Себестоимость продаж	2120	(555 568)	(522 660)
Валовая прибыль (убыток)	2100	365 907	342 839
Коммерческие расходы	2210	(430 972)	(376 818)
Управленческие расходы	2220	(112 271)	(95 953)
Прибыль (убыток) от продаж	2200	-177 336	-129 932
Проценты к уплате	2330	(18 622)	(15 778)
Прочие доходы	2340	238 930	175 176
Прочие расходы	2350	(36 802)	(23 857)
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	2300	6 170	5 609
Текущий налог на прибыль	2410	(2 272)	(3 307)
в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	-2 605	-2 606

## ОКОНЧАНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ В

Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	1 677	673
Изменение отложенных налоговых активов	2450	135	252
<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	2400	2 356	1 881
Совокупный финансовый результат периода	2500	0	0

## ПРИЛОЖЕНИЕ Г

### БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС

на 31 декабря 2015 г.

Организация (орган исполнительной власти) АО "Терминалнефтегаз"

Идентификационный номер налогоплательщика \_\_\_\_\_

\*Вид экономической деятельности \_\_\_\_\_

топливом

по ОКВЭД \_\_\_\_\_

\*\*Организационно-правовая форма \_\_\_\_\_

частная

Единица измерения: тыс. руб.

по ОКЕИ \_\_\_\_\_

КОДЫ	
0710001	
31	12
71100969	
ИНН 2,464E+09	
01.21	
52	16
384	

Местонахождение (адрес г. Красноярск ул. Академика Вавилова д.2 стр. 9)

Наименование показателя	Коды	На 31 декабря	На 31 декабря	На 31 декабря
1	2	3	4	5
<b>АКТИВ</b>				
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>				
Нематериальные активы	1110	1125	874	64
Результаты исследований и разработок	1120	-	-	-
Нематериальные поисковые активы	1130	-	-	-
Материальные поисковые активы	1140	-	-	-
Основные средства	1150	34 264	32 143	25 414
Доходные вложения в материальные ценности	1160	-	-	-
Финансовые вложения	1170	-	-	-
Отложенные налоговые активы	1180	-	-	-
Прочие внеоборотные активы	1190	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу I</b>	<b>1100</b>	<b>35 389</b>	<b>33 017</b>	<b>25 478</b>
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>				
Запасы	1210	401	452	245
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1	14	2
Дебиторская задолженность	1230	3 717	2 784	4 046
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	-	-	-
Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	6032	10851	13797
Прочие оборотные активы	1260	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу II</b>	<b>1200</b>	<b>10 160</b>	<b>14 101</b>	<b>18 090</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>1600</b>	<b>45 549</b>	<b>47 118</b>	<b>43 568</b>

## ПРОДОЛЖЕНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ Г

Наименование показателя	Коды	На 31 декабря	На 31 декабря	На 31 декабря
1	2	3	4	5
<b>ПАССИВ</b>				
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>				
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	99	99	99
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-
Добавочный капитал (без переоценки)	1350	10 162	10 162	9 500
Резервный капитал	1360	-	-	-
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	21 546	19 586	12 969
<b>ИТОГО по разделу III</b>	<b>1300</b>	<b>31 807</b>	<b>29 847</b>	<b>22 568</b>
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
Заемные средства	1410	342	564	712
Отложенные налоговые обязательства	1420	-	-	-
Оценочные обязательства	1430	-	-	-
Прочие обязательства	1450	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу IV</b>	<b>1400</b>	<b>342</b>	<b>564</b>	<b>712</b>
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
Заемные средства	1510	5316	5500	6 314
Кредиторская задолженность	1520	8 084	11 207	13 974
Доходы будущих периодов	1530	-	-	-
Оценочные обязательства	1540	-	-	-
Прочие обязательства	1550	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу V</b>	<b>1500</b>	<b>13 400</b>	<b>16 707</b>	<b>20 288</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>1700</b>	<b>45 549</b>	<b>47 118</b>	<b>43 568</b>



# ОКОНЧАНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ Г

## ОТЧЕТ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ

за 12 месяцев 2015 г.

Форма № 2 по ОКУД	Коды		
Дата (год, месяц, число)	0710002		
	2015	12	31
Организация (орган исполнительной власти АО "Терминалнефтегаз" по ОКПО	71100969		
Идентификационный номер налогоплательщика _____ ИНН	2464049948		
*Вид деятельности Торговля оптовая моторным топливом по ОКВЭД	01.21		
**Организационно-правовая форма			
частная _____ по ОКОПФ/ОКФС	52		16
Единица измерения: тыс. руб. _____ по ОКЕИ	384		

Показатель		за 12 месяцев 2015	За 12 месяцев 2014 г.
наименование	код		
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
Выручка	2110	547 895	611 937
Себестоимость продаж	2120	(529907)	(601232)
Валовая прибыль (убыток)	2100	17988	10705
Коммерческие расходы	2210	-	-
Управленческие расходы	2220	-	-
Прибыль (убыток) от продаж	2200	17988	10705
Доходы от участия в других организациях	2310	-	-
Проценты к получению	2320	-	-
Проценты к уплате	2330	(34562)	(36580)
Прочие доходы	2340	52 712	63 525
Прочие расходы	2350	(13514)	(17210)
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	2300	22 624	20440
Текущий налог на прибыль	2410	1078	854
в том числе постоянные налоговые обязательства	2421	-	-
Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	-	-
Изменение отложенных налоговых активов	2450	-	-
Прочее	2460	-	-
<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	2400	<b>21 546</b>	<b>19586</b>



## ПРИЛОЖЕНИЕ Д

### БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС на 31 декабря 2015 г.

Организация (орган исполнительной власти) АО "Сангилен+"

Идентификационный номер налогоплательщика \_\_\_\_\_

\*Вид экономической деятельности \_\_\_\_\_

\*\*Организационно-правовая форма \_\_\_\_\_

частная \_\_\_\_\_

Единица измерения: тыс. руб.

твердым топливом

по ОКВЭД

по ОКЕИ

КОДЫ		
0710001		
31	12	#
74876699		
ИНН 2462031176		
01.21		
52	16	
384		

Местонахождение (адрес г. Красноярск ул. Семена Давыдова д.66) \_\_\_\_\_

Наименование показателя	Коды	На 31 декабря	На 31 декабря	На 31 декабря 2013 г.
1	2	3	4	5
<b>АКТИВ</b>				
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>				
Нематериальные активы	1110	-	-	-
Результаты исследований и разработок	1120	-	-	-
Нематериальные поисковые активы	1130	-	-	-
Материальные поисковые активы	1140	-	-	-
Основные средства	1150	1 307	1 270	1 120
Доходные вложения в материальные ценности	1160	-	-	-
Финансовые вложения	1170	-	-	-
Отложенные налоговые активы	1180	-	-	-
Прочие внеоборотные активы	1190	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу I</b>	<b>1100</b>	<b>1 307</b>	<b>1 270</b>	<b>1 120</b>
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>				
Запасы	1210	390	347	321
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	-	-	-
Дебиторская задолженность	1230	285	274	282
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	-	-	-
Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	447	436	392
Прочие оборотные активы	1260	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу II</b>	<b>1200</b>	<b>1 122</b>	<b>1 057</b>	<b>995</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>1600</b>	<b>2 429</b>	<b>2 327</b>	<b>2 115</b>

## ПРОДОЛЖЕНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ Д

Форма 0710001 с.2

Наименование показателя	Коды	На 31 декабря	На 31 декабря	На 31 декабря 2013 г.
1	2	3	4	5
<b>ПАССИВ</b>				
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>				
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	10	10	10
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-
Добавочный капитал (без переоценки)	1350	588	588	588
Резервный капитал	1360	-	-	-
нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	1 720	1 712	1 491
<b>ИТОГО по разделу III</b>	<b>1300</b>	<b>2 318</b>	<b>2 310</b>	<b>2 089</b>
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
Заемные средства	1410	-	-	-
Отложенные налоговые обязательства	1420	-	-	-
Оценочные обязательства	1430	-	-	-
Прочие обязательства	1450	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу IV</b>	<b>1400</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
Заемные средства	1510	-	-	-
Кредиторская задолженность	1520	111	17	26
Доходы будущих периодов	1530	-	-	-
Оценочные обязательства	1540	-	-	-
Прочие обязательства	1550	-	-	-
<b>ИТОГО по разделу V</b>	<b>1500</b>	<b>111</b>	<b>17</b>	<b>26</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>1700</b>	<b>2 429</b>	<b>2 327</b>	<b>2 115</b>



# ОКОНЧАНИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ Д

## ОТЧЕТ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ

за 12 месяцев 2015 г.

Форма № 2 по ОКУД		Коды	
Дата (год, месяц, число)		0710002	
Организация (орган исполнительной власти АО "Сангилен+" по ОКПО	74876699	#	12   31
Идентификационный номер налогоплательщика _____ ИНН	2462031176		
*Вид деятельности Торговля оптовая твердым топливом по ОКВЭД	01.21		
**Организационно-правовая форма			
частная _____ по ОКОПФ/ОКФС	52   16		
Единица измерения: тыс. руб.	по ОКЕИ	384	

Показатель		12 месяцев 2015	За 12 месяцев 2014 г.
наименование	код		
1	2	3	4
Выручка	2110	129 034	147 391
Себестоимость продаж	2120	(137 751)	(149 520)
Валовая прибыль (убыток)	2100	(8717)	(2 129)
Коммерческие расходы	2210	-	-
Управленческие расходы	2220	-	-
Прибыль (убыток) от продаж	2200	(8717)	(2 129)
Доходы от участия в других организациях	2310	-	-
Проценты к получению	2320	-	-
Проценты к уплате	2330	(21 265)	(23 166)
Прочие доходы	2340	32 204	27 824
Прочие расходы	2350	(89)	(15 901)
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	2300	2 133	(13 372)
Текущий налог на прибыль	2410	413	-
в том числе постоянные налоговые обязательства	2421	-	-
Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	-	-
Изменение отложенных налоговых активов	2450	-	-
Прочее	2460	-	(165)
<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	2400	<b>1 720</b>	<b>(13 537)</b>