

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

Институт экономики, управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ  
Заведующий кафедрой

\_\_\_\_\_ И.С. Ферова  
подпись  
« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 г.

**ДИПЛОМНАЯ РАБОТА**

специальность 38.05.01 «Экономическая безопасность»

**ВЛИЯНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИЧЕСКУЮ  
БЕЗОПАСНОСТЬ КОМПАНИИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «МАГНИТ»)**

Научный руководитель	_____	канд. экон. наук, доцент	<u>Е.А. Шнюкова</u>
	подпись, дата	должность, ученая степень	инициалы, фамилия
Выпускник	_____		<u>Д.А. Андреева</u>
	подпись, дата		инициалы, фамилия
Рецензент	_____	начальник отдела финансового планирования сети ПАО ВТБ в СФО	<u>А.А. Бас</u>
	подпись, дата	должность, ученая степень	инициалы, фамилия
Нормоконтролер	_____		<u>Е.В. Шкарпетина</u>
	подпись, дата		инициалы, фамилия

Красноярск 2019

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1 Теоретические основы влияния дивидендной политики на экономическую безопасность компании.....	6
1.1 Понятие, этапы формирования и типы дивидендной политики компании.....	6
1.2 Понятие и подходы к определению рыночной капитализации компании как объекта влияния дивидендной политики.....	13
1.3 Оценка влияния дивидендной политики на экономическую безопасность компании.....	20
2 Методы расчета капитализируемой стоимости компании на основе справедливой стоимости ее акций.....	25
2.1 Метод расчета справедливой стоимости акций на основе капитализации доходов.....	25
2.2 Расчет справедливой стоимости акций методом дисконтирования денежных потоков.....	29
3 Анализ влияния структуры распределения чистой прибыли на экономическую безопасность ПАО «Магнит».....	32
3.1 Краткая характеристика акционерного общества и его финансово-экономический анализ.....	32
3.2 Анализ чистой прибыли и ее распределения в акционерном обществе.....	46
3.3 Анализ вариантов распределения чистой прибыли, обеспечивающих экономическую безопасность ПАО «Магнит».....	52
Заключение.....	69
Список использованных источников.....	77
Приложение А-Г.....	76

## ВВЕДЕНИЕ

Поддержание состояния экономической безопасности является актуальным вопросом как для страны в целом и входящих в нее регионов, так и для каждой отдельно взятой компании. Обеспечение состояния безопасности является стратегической задачей финансового менеджмента, поскольку любой экономический субъект в ходе реализации своей деятельности сталкивается с внутренними и внешними угрозами, которые могут повлечь непоправимые последствия. Поэтому так важно своевременно подобрать тот инструмент, который позволит объективно оценить состояние компании и принять грамотное решение в рамках управления рисками.

Зачастую, чтобы оценить уровень угрозы и тем самым снизить уровень неопределенности, компании прибегают к анализу финансовой устойчивости, при этом вопрос влияния дивидендной политики и рыночной составляющей на безопасность компании остается не тронутым. Не стоит игнорировать данное влияние, поскольку выбранный тип дивидендной политики определяет заинтересованность акционеров в приобретении акций компании, влияет на структуру капитала компании и на ее рыночную стоимость. Главной целью дивидендной политики любого общества является повышение значения рыночной капитализации, но как известно из закона фундаментального анализа, рыночная стоимость компании всегда стремится к справедливой. Следовательно, в случае переоценённости или недооценённости акций рынком и наличием иных сопутствующих угроз, положение компании может существенно пошатнуться.

В данной работе предполагается, что дивидендная политика может выступать регулятором уровня финансовой безопасности через влияние на показатель рыночной капитализации компании, поскольку повышение дивидендных выплат стимулирует инвесторов на покупку акций, следствием чего и является повышение рыночной стоимости акционерного общества. Другим вариантом для компании с высоким уровнем дивидендных выплат,

рациональнее будет направить свои средства на дальнейшее развитие. Таким образом, выбор подходящего типа дивидендной политики для акционерной компании является одной из стратегических задач в рамках обеспечения финансовой стабильности.

Цель исследования - оценить влияние структуры распределения чистой прибыли компании и дать рекомендации по повышению ее экономической безопасности.

Предметом дипломной работы являются методы расчета справедливой стоимости компании, зависящей от структуры распределения чистой прибыли.

Объектом данной дипломной работы является публичное акционерное общество «Магнит».

В данной дипломной работе было выделено несколько задач:

- выразить связь дивидендной политики с экономической безопасностью посредством показателя стоимости компании;

- рассмотреть необходимость определения справедливой стоимости акций компании и представить методику ее расчета в рамках доходного подхода;

- оценить состояние объекта исследования со стороны рыночных показателей и коэффициентов;

- рассмотреть варианты распределения чистой прибыли и с помощью использования предложенных в работе методов рассчитать справедливую стоимость акционерного общества для каждого варианта;

- дать рекомендации для ПАО Магнит по формированию дивидендной политики, обеспечивающей наибольший уровень экономической безопасности.

С целью отражения связи дивидендной политики и экономической безопасности были использованы учебные пособия, труды и взгляды зарубежных и отечественных ученых в области предмета исследования: М. Гордона, М. Миллера, А. Абалкина, В. Тамбовцева, В. Севостьянова, Лимитовского М.А.

Для проведения аналитической части работы были использованы годовые отчеты, положение о дивидендной политике, устав ПАО Магнит. Также рассматривались данные таких электронных ресурсов, как сайт CONOMY и Investing.com.

Для достижения цели и задач, поставленных в данной работе, применялись следующие общенаучные методы: анализ и синтез, дедукция и индукция, сравнение и расчетные методы.

Структура дипломной работы представлена введением, основной частью, состоящей из трех глав и подпунктов, заключением, списком использованных источников и приложений.

# **1 Теоретические основы влияния дивидендной политики на экономическую безопасность компании**

## **1.1 Понятие, этапы формирования и типы дивидендной политики компании**

Вопрос о формировании эффективной дивидендной политики является актуальным для многих компаний, это обусловлено тем, что грамотное распределение чистых доходов является мощным инструментом, влияющим, как на благосостояние собственников, так и на рыночную стоимость компании.

В соответствии со статьей 43 налогового кодекса РФ, дивидендом признается любой доход, полученный акционером от компании при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру акциям (долям) пропорционально долям акционеров в уставном капитале этой компании. [1]

Иначе говоря, дивиденд — это часть прибыли акционерного общества, распределяемая между акционерами, в соответствии с количеством и видом акций, долей, находящихся в их владении.

Порядок выплаты и размер выплачиваемых дивидендов обычно определяется собранием акционеров и уставом акционерного общества. Источником выплаты, как было упомянуто ранее, является чистая прибыль компании. Общее собрание акционеров принимает решение об объявлении дивидендов, в котором определены их размер по акциям каждого типа, форма и порядок выплаты, дата и т.д. Важно отметить, что, исходя из дивидендной политики отдельной компании, дивиденды могут выплачиваться несколько раз в год или не выплачиваться вовсе.

Исходя из вышесказанного, можно определить дивидендную политику как набор определенных правил, закрепленных уставом, по которым компания определяет размер выплаты дивидендов. Но обращаясь к экономическим

трусам, можно столкнуться с многообразием подходов к определению дивидендной политики. Если рассматривать ее под призмой механизма формирования и распределения прибыли между акционерами, то становится понятным, что дивидендная политика отражает совокупность элементов, находящихся во взаимодействии и определяющих правила для оптимального распределения средств компании. Когда данный термин рассматривается как элемент финансовой стратегии, речь идет о наиболее эффективном распределении прибыли, целью которого является повышение благосостояния акционеров компании.

Распределение чистой прибыли должно представлять собой определенную структуру, которая бы отражала наиболее эффективный способ управления средствами компании, предназначенными для выплаты дивидендов или процентов, формирования резервов, расширения производства товаров или услуг, это обусловлено тем, что основной задачей дивидендной политики является обеспечение оптимального сочетания между интересами инвесторов и интересами собственников, которые могут направить чистую прибыль на укрупнение и развитие компании.

Для каждой отдельно взятой компании необходимо соблюдать баланс при формировании дивидендной политики или, иначе говоря, структуры распределения дохода, поскольку, когда прибыль распределяется таким образом, что большая часть идет на выплаты дивидендов акционерам, а меньшая на самофинансирование, компания может оказаться в достаточно рискованном финансовом положении, что может отразиться на финансовой устойчивости, темпах роста и рыночной стоимости компании. Когда возникает обратная ситуация и инвестора не получают желаемый уровень дохода, они скорее всего начнут избавлять от акций данной компании. Исходя из сказанного, ключевая роль дивидендной политики компании выражается в наилучшем определении пропорции между текущими выплачиваемыми дивидендами и обеспечением стабильного роста рыночной стоимости акций в предстоящем периоде.

Существует несколько основных этапов формирования дивидендной политики:

1. учет основных факторов, определяющих предпосылки формирования дивидендной политики;
2. выбор типа дивидендной политики в соответствии с финансовой стратегией компании;
3. разработка механизма распределения прибыли в соответствии с выбранным типом дивидендной политики;
4. определение уровня дивидендных выплат на одну акцию;
5. оценка эффективности дивидендной политики.

Таким образом, дивидендная политика является частью целой финансовой стратегии компании, поскольку ее можно применять как инструмент управления ресурсами компании, оказывающий влияние на инвестиционную привлекательность, а также как инструмент, обеспечивающий развитие компании.

В процессе формирования дивидендной политики, изначально необходимо учитывать основные факторы, на которых она строится. Нормативное регулирование дивидендных выплат является одним из первых факторов, поскольку законодательством закрепляются допустимые параметры в части порядка, процедуры, периодичности и источников выплат. Также существуют схемы дивидендных выплат, когда используется только прибыль компании, либо прибыль вместе с эмиссионным доходом.

Еще одним из существенных факторов является определение инвестиционных возможностей компании, которое характеризуется стадией жизненного цикла компании, количеством и качеством (эффективностью) ее инвестиционных проектов, возможностью влияния на инвестиционный процесс. Данный фактор оказывает влияние таким образом, что акционер чаще заинтересован не в ожидании будущих проектов конкретной компании, а в



получении в текущий момент наиболее высоких доходов, которые он может инвестировать в другие более перспективные компании.

Также нельзя не обозначить влияние такого фактора, как финансовый леверидж компании, который показывает соотношение собственного капитала к заемному. Здесь может сложиться двоякая ситуация, с одной стороны, если у компании высокий уровень заемных средств, она способна быстро мобилизовать эти средства в качестве выплаты дивидендов, не вовлекая в этот процесс собственные ресурсы, которые могут быть направлены в наиболее подходящее место, с точки зрения развития компании. С другой стороны, поддержание кредитоспособности для любого экономического субъекта по приоритету значимее, чем выплата дивидендов.

Вместе с этим, важно также удовлетворять интересы акционеров, доход которых формируется также и за счет прироста стоимости капитала компании, которая в свою очередь зависит от динамики рыночной стоимости акций. Стоимость акций может формироваться под воздействием многочисленных, не поддающихся прогнозированию факторов, но нельзя отрицать тот факт, что правильно сформированная дивидендная политика может оказывать на нее влияние. Именно поэтому при формировании дивидендной политики необходимо быть открытыми к предпочтению инвесторов, которые могут найти альтернативные и наиболее эффективные варианты вложения своих средств с тем же уровнем риска.

Стабильная дивидендная политика также будет существенным плюсом, поскольку принятие решения о невыплате дивидендов или их уменьшении может привести к снижению уровня рыночной капитализации и, как следствие, привести к массовой продаже акций компании, что повлечет за собой череду неблагоприятных событий для компании.

Понимая и оценивая то, как могут воздействовать вышеперечисленные факторы, необходимо выбрать тип дивидендной политики. Что касается данного вопроса, то тут нет однозначного мнения, поскольку вопрос о

правильном формировании дивидендной политики является дискуссионным среди многих экономических ученых.

Начало данным дискуссиям было положено в трудах М. Миллера и Ф. Модильяни, которые склонялись к тому, что дивидендная политика влияет в меньшей степени на стоимость фирмы, нежели инвестиционная политика. Данное влияние было рассмотрено в условиях совершенного рынка. Предложение ученых заключалось в том, что дивиденды необходимо начислять после инвестирования в проблемные места компании, то есть по остаточному эффекту.

Оппозиционерами данной теории выступали М. Гордон и Д. Линтнер, которые в своих трудах утверждали, что дивидендная политика оказывает существенное влияние на состояние компании. К данному мнению, они привели такое обоснование, что инвестора охотнее стали бы получать стабильный дивидендный доход, нежели брать на себя высокий уровень риска, связанный с игрой на курсовой стоимости акций. Также, по их мнению, компании, которые выплачивают более высокие дивиденды будут оцениваться рынком намного выше.

В трудах Роберта Литценбергера и Кришны Рамасвами акцент делается на налоговой составляющей дивидендной политики. По их мнению, уровень капитализированного дохода для инвесторов значимее, чем доходы в виде дивидендов, поскольку он облагается наименьшим налогом. Также для компании достаточно невыгодно выплачивать очень высокие дивиденды в случае, если ставка налогов на них больше, чем налог на прибыль, в этом случае ученые рекомендуют свести к минимуму уровень дивидендов.

Теория клиентуры, предложенная М. Бреннаном основана на том, что дивидендная политика должна соответствовать целям вложения инвесторов и тем самым быть ориентированной в большей степени на их предпочтения.

Для более лучшего восприятия данные теории представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Теории дивидендной политики [17]

Название теории	Авторы	Содержание теории дивидендной политики
1. Перпетуитетная теория	Ф. Модильяни М. Миллер	Начисление дивидендов осуществляется по остаточному принципу. Стоимость фирмы определяется только прибылью, производимой ее активами, а не тем, как эту прибыль компания распределит между выплатой дивидендов и реинвестированием. Основной вывод – нет необходимости в дивидендной политике.
2. Теория «синицы в руках»	М. Гордон и Д. Линтнер	Стоимость акции - функция ожидаемых в следующем году дивидендов. Инвесторы предпочитают текущие дивиденды возможным будущим, равно как и вероятному приросту акционерного капитала. Текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и выгоды вложений в данное предприятие; тем самым их удовлетворяет меньшая норма дохода на инвестированный капитал, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала
3. Теория налоговой дифференциации	Р. Литценбергер К. Рамасвами	Эффективность определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственников. Так как налогообложение текущих доходов в форме дивидендов всегда выше, чем предстоящих, дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат и, следовательно, максимизацию капитализации прибыли, чтобы получить наивысшую налоговую защиту совокупного дохода собственников
4. Теория клиентуры	М. Бреннан	компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров. Если основной состав акционеров заинтересован в получении дивидендов, то именно эту дивидендную политику следует предпочесть компании

Данные теории послужили основой для представления типов дивидендной политики в наше время и оказали огромное влияние на них. На современном этапе развития принято выделять три основных подхода к структуре выплаты дивидендов:

- консервативный подход (приоритет отдается развитию компании; дивиденды выплачиваются по остаточному принципу, сначала выделяются средства для инвестирования в расширение компании, а затем оставшиеся средства распределяются между акционерами);

- умеренный подход (подразумевает минимальный постоянный размер дивидендов с увеличением их в те периоды, когда это для компании это возможно за счет роста прибыли);

- агрессивный подход (характеризуется постоянным ростом дивидендных выплат, таким образом, в приоритете стоит вознаграждение акционеров, а не инвестиции в развитие).

Также важно сказать, что выплата дивидендов для собственников компании является формой реализации их права, а не обязанностью. В соответствии со ст. 42 Закона РФ «Об акционерных обществах», владельцы акций не могут требовать иной размер дивидендов, чем определенный в уставе общества. Также дивиденды могут не выплачиваться вовсе, если такое решение было принято советом директоров. [2]

Таким образом, определяя способ формирования дивидендной политики для определенной компании, необходимо учитывать множество факторов, начиная от финансовой устойчивости компании и заканчивая удовлетворением интересов инвесторов, все это в совокупности может оказывать влияние на рыночную стоимость компании.

## **1.2 Понятие и подходы к определению рыночной капитализации компании**

Исследование влияния дивидендной политики компании на ее рыночную стоимость представляет собой актуальную тему, поскольку, рост стоимости предприятия влияет на благосостояние компании, ее инвестиционную привлекательность, и, в целом, на доходы ее собственников. В связи с этим, необходимо обратиться к понятию рыночной стоимости или, иначе говоря, рыночной капитализации компании.

Существует несколько подходов для определения стоимости фирмы, и они различаются для компании с разными организационно-правовыми формами. Например, если речь идет о компаниях, акции которых не обращаются на фондовой бирже, то их стоимость будет представлена величиной собственного капитала или оценкой активов, в то время как стоимость публичных компании оценивается стоимостью их акций.

Для того, чтобы оценить рыночную стоимость акций существует несколько видов анализа, в практике выделяют фундаментальный и технический, которые в свою очередь содержат различные подходы и методы определения рыночной стоимости акций.

Фундаментальный анализ позволяет оценить воздействие внешних факторов на финансово-экономическую деятельность компании, например, выход новостей может спровоцировать рост или падение рыночной стоимости компаний. Помимо этого, фундаментальный анализ позволяет выявить недооцененные акции, которые имеют высокий потенциал роста.

Для оценки стоимости компании в рамках фундаментального анализа используют сравнительный, доходный и затратный подходы, которые в свою очередь содержат несколько методов.

Сравнительный подход содержит совокупность методов, характеризующих стоимость объектов оценки, которые основываются на

сравнении данных объектов с аналогичными. Точности оценки зависит от того, насколько достоверна информация о конкурирующем объекте.

Существуют следующие методы сравнительного подхода:

- метод отраслевых коэффициентов (стоимость базируется на основе расчета формул отраслевой статистики);
- метод рынка капитала (рассчитывается на основе рыночных цен акций аналогичных компаний);
- метод сделок (производится анализ цен, по которым приобретены контрольные пакеты акций аналогичных компаний).

Затратный подход содержит методы оценки стоимости компании, которые основаны на расчете учетной или рыночной стоимости активов за вычетом стоимости обязательств.

Затратный подход включает в себя следующие методы:

- метод чистых активов (определяется как разность между стоимостью всех активов и обязательствами);
- метод ликвидационной стоимости (определяется как разность между стоимостью всех активов и затратами на ликвидацию компании).

Доходный подход содержит методы оценки стоимости компании, которые основываются на оценке ожидаемых от компании доходов, при последующем их приведении к стоимости на дату оценки.

Данный подход включает в себя следующие методы:

- метод капитализации доходов (рыночная стоимость рассчитывается как частное от деления годового чистого дохода на ставку капитализации);
- метод дисконтирования денежных потоков (основывается дисконтировании денежных потоков компании, где ставка дисконта - ставка дохода, требуемая инвестором).

Таким образом, используя один из выбранных подходов, можно оценить стоимость компании.

Возвращаясь к понятию рыночной стоимости (капитализации) компании, были рассмотрены различные толкования и выбрано то, которое применимо к

экономическим субъекта с организационно-правовой формой акционерного общества.

Капитал данных компаний представлен в виде акций, находящихся в собственности акционеров. Акции представляют собой ценную бумагу, утверждающую право собственности ее владельца (акционера) на часть капитала, и, в определенных случаях, управлению им, а также получения дивидендов, в соответствие с утвержденной дивидендной политикой компании.

У акций, прошедших процедуру листинга и свободно обращающихся на фондовой бирже, под воздействием различных факторов формируется определенная рыночная цена. Произведение количества акций компании в обращении на их текущую рыночную стоимость как раз и есть отражение рыночной капитализации компании. Таким образом, можно сказать, что капитализация — это цена компании, выраженная в суммарной стоимости ее акции, находящихся в обращении.

Показатель рыночной капитализации позволяет достаточно быстро сделать предположение о финансовом положении компании, но дело в том, что данное предположение не всегда будет корректно, поскольку падение цены акций может быть вызвано другими факторами, не связанными с ухудшением реальных дел в компании.

Низкий уровень капитализации присущ компаниям, которые появились на рынке относительно недавно, потому большинство инвесторов и рыночных спекулянтов будут воспринимать взаимодействие с данной компанией достаточно рискованным, но в то же время перспективным, поскольку возможный рост компании обеспечит наибольший уровень прибыли.

Компании с высоким уровнем капитализации наиболее привлекательны для инвестирования, поскольку они воспринимаются наиболее надежными и стабильными в части выплаты дивидендов. Но бывает так, что цена акций таких компании находится в процессе затяжной коррекции, и ей характерна низкая волатильность, в этом случае спрогнозировать дальнейшую динамику становится труднее. Чтобы избежать данной ситуации, необходимо

проанализировать справедливую стоимость акций и сделать вывод недооценена она или переоценена. В первом случае, потенциал роста компании наиболее вероятностен нежели во втором.

Стоимость акций во многом формируется исходя из поведения участников рынка. Это достаточно логично, поскольку повышение доверия инвесторов к компании будет закономерно влиять на рост стоимости её акций. Все это сформирует положительное развитие событий для деятельности компании, которое может выражаться в еще большем повышении инвестиционной привлекательности, развитии связей с другими экономическими субъектами и расширении деятельности компании, что служит защитой от возможных угроз её финансовой безопасности.

Но несмотря на вышесказанное, можно отметить, что по одному показателю рыночной капитализации объективно оценить финансовое состояние компании достаточно трудно, необходимо использовать методы фундаментального анализа, которые позволят сделать более полный вывод о внутренней стоимости акций или, иначе говоря, справедливой цене акций.

Справедливая стоимость акций позволяет определить истинную стоимость актива с целью ее сопоставления с биржевыми котировками, тем самым, позволяя более объективно оценить потенциал компании, сводя к минимуму психологическую составляющую в формировании цены на бирже.

Существует несколько методов с помощью которых ее можно определить. Первым из рассмотренных будет метод стоимости чистых активов компании. Стоимость акции по данному методу определяется следующим образом:

$$CC = \frac{ЧА}{V}, \quad (1)$$

где ЧА – величина чистых активов;

V – общее количество акций эмитента;



Данный метод подразумевает, что акции должны стоить столько, сколько имущества свободного от обязательств перед третьими лицами приходится на одну акцию компании.

У данного подхода есть недостаток, который выражается в том, что при расчете стоимости акции по данной формуле, не учитывается уровень рентабельности компании и, следовательно, сделать предположение о ее перспективном развитии невозможно.

Также существует метод сравнения с отраслевыми аналогами, который основывается на сравнительном анализе финансово-производственных показателей и рыночной стоимости оцениваемой компании с аналогичными показателями других аналогичных компаний (отраслевых аналогов).

По данному стоимость предприятия определяется путем анализа недавних продаж сопоставимых компаний или пакетов акций открытых акционерных обществ и проведения соответствующих корректировок на различия между оцениваемой компанией и компаниями-аналогами. Для того чтобы применить сравнительный подход, необходим тщательный поиск компаний-аналогов среди как открытых, так и закрытых акционерных обществ, сравнительный анализ и корректировка полученных данных.

Метод основывается на расчете следующих мультипликаторов, по которым проводится сравнение:

- отношение капитализации к чистой прибыли;
- чистая прибыль (находится как разность между доходами компании от основной деятельности и всеми ее расходами, включая налоги и уплату процентов по кредитам);
- отношение капитализации к выручке от реализации;
- отношение стоимости предприятия для инвестора к прибыли до выплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА);
- отношение стоимости предприятия для инвестора к выручке от реализации;

- прибыль на одну акцию (EPS) (определяется как отношение чистой прибыли к числу обыкновенных акций);
- показатель выплаты дивидендов (характеризует долю прибыли на акцию, которая распределяется фирмой в качестве дивидендов, или долю чистого дохода, выплачиваемого как дивиденды; находится отношением дивидендов на одну акцию к чистой прибыли на акцию, выражается в процентах);
- дивидендный доход (рассчитывается делением величины последнего выплаченного дивиденда на курсовую стоимость (цену закрытия предыдущего дня) акции и выражается в процентах. Данный показатель характеризует процентный доход, который можно ожидать в случае приобретения акции по сегодняшней рыночной цене).

Для того, чтобы дальше провести анализ необходимо выбрать несколько отраслевых аналогов (обычно от 4 до 7) и рассчитать среднеарифметическое значение. После чего, полученные показатели сравниваются со среднеотраслевыми и делается вывод о переоценённости или неоцененности акций компании.

Справедливая цена рассчитывается по следующей формуле:

$$CC = (NE_{\text{оцениваемой компании}} * C/NE_{\text{среднеотр.показатель}}) / V_{\text{а.о.}}, \quad (2)$$

где NE - чистая прибыль компании;

C/NE - отношение капитализации к чистой прибыли;

$V_{\text{а.о.}}$  – число обыкновенных акций оцениваемой компании.

Для оценки методом дисконтирования денежного потока используется следующая формула:

$$V = \sum (CF_n / (1+r)^n) + CF(1+g) / r-g, \quad (3)$$

где  $n$  – прогнозный год,

$CF$  – денежный поток,

$r$  – ставка дисконтирования,

$g$  – темп роста денежного потока в постпрогнозный период.

Метод дисконтированных денежных потоков имеет ряд преимуществ перед другими методами, поскольку он учитывает стоимость денег во времени и основан на составлении прогноза будущей деятельности компании, а не на ретроспективных данных. Но вместе с тем у него есть недостаток, связанный с тем, что при изменении прогнозных значений колебания справедливой цены могут быть очень сильными, что влияет на достоверность расчета.

Как было сказано ранее, вместе с фундаментальным существует технический анализ, который заключается в оценке рыночной стоимости компании путем исследования динамики цен на акции. Технический анализ включает в себя три группы методов:

- методы графического анализа (анализируется графическое движение рынка с использованием определенных инструментов: линии поддержки и сопротивления, линии тренда и т.д.);

- методы математического анализа (предполагают использование технических индикаторов);

- методы волнового анализа (используются волновые модели Эллиота, веер Ганна, золотое сечение, числа Фибоначчи и т.д.)

Таким образом, существует несколько видов анализа для определения рыночной стоимости акций компании, которые содержат группы подходов с различными методами. В данной дипломной работе наиболее подходящими являются методы доходного подхода, либо сравнительного анализа. Компания продолжает наращивать торговые площади и развиваться, поэтому использовать затратный метод для ее оценки было бы неверным решением.

### **1.3 Влияние дивидендной политики на экономическую безопасность компании**

Прежде чем охарактеризовать влияние дивидендной политики на экономическую безопасность, необходимо разобраться в теоретических аспектах данного понятия, поскольку оно может применяться для характеристики разных уровней системы безопасности, начиная от деятельности в отдельной компании и заканчивая деятельностью государства на мировом рынке.

Понятие экономической безопасности является достаточно молодым для истории России, поскольку его появление и использование было обусловлено переходом от командно-административной экономической системы к рыночной. Данный переход обусловил появление наиболее высокого уровня неопределенности, поскольку экономические субъекты, обладая наибольшей самостоятельностью, несут большую ответственность при осуществлении своей деятельности. Это выражается в необходимости адаптации к условиям политической и экономической нестабильности.

Экономическая безопасность компании - это способность минимизировать вероятностное наступление риска, с целью обеспечения условий для устойчивого функционирования компании.

Существуют факторы, оказывающие влияние на экономическую безопасность. Все внешние факторы условно можно разделить на три подгруппы:

- макроэкономические (государственная политика, уровень инфляции, паритет валют и т.д.);
- рыночные (потребительский спрос, динамика конкуренции в регионе и по отрасли, уровень цена на готовую продукцию и сырье, уровень платежеспособности контрагентов и т.д.);
- прочие (научно-технический прогресс, криминогенная обстановка, природно-климатические факторы).

В свою очередь, внутренние факторы делятся на следующие подгруппы:

- финансовые (структура капитала, обеспеченность собственным оборотным капиталом, ликвидность активов, уровень рентабельности, доходность инвестиционных проектов и т.д.);
- производственные (использование оборотных и основных средств, состояние основных фондов, структура себестоимости и т.д.);
- кадровые (организационная структура управления, квалификация персонала, структура оплаты труда и т.д.);
- материально-технического обеспечения (периодичность поставок сырья, качество поставляемого сырья, наличие современных технологий снабжения и т.д.);
- инвестиционно-технологические (НИОКР, наличие инвестиционных ресурсов, уровень инновационной активности и др.);
- сбытовые (ценовая политика, ассортимент продукции, проведение маркетинговых исследований и т.д.);
- экологические (осуществление природоохранных мероприятий, внедрение технологий, обеспечивающих сохранность окружающей среды и др.).

Формирование факторов экономической безопасности в подгруппы дает представление о том, что экономическая безопасность предприятия является системой, включающей в себя финансовую, кадровую, технологическую, инвестиционную и другие элементы безопасности компании.

Поскольку в данной работе будет проводиться анализ влияния изменения структуры распределения прибыли на рыночную стоимость предприятия, речь будет идти об обеспечении финансовой безопасности предприятия, которая в свою очередь является элементом системы экономической безопасности.

Финансовая безопасность предприятия - это элемент системы экономической безопасности, характеризующий способность компании качественно управлять совокупностью финансовых рисков, минимизируя

уровень вероятностных угроз до приемлемого или минимального, с целью обеспечения финансового равновесия.

Равновесие, о котором идет речь, выражается в индикаторах финансовой безопасности компании. Сами по себе не финансовые показатели являются отражением безопасности, а их пороговые значения, выход за пределы которых сигнализирует о возникновении угроз деятельности компании.

Существует определенная система индикаторов (показателей), которая позволяет сделать количественную оценку финансовой безопасности компании. Каждый индикатор имеет пороговые значения, выход за пределы которых служит некоторым звоночком, на который нужно обратить внимание при управлении рисками компании.

По мнению ряда авторов экономической литературы, есть система показателей, которую необходимо использовать для оценки финансовой безопасности компании, а именно:

- финансовые коэффициенты;
- состояние дебиторской и кредиторской задолженности;
- темпы роста прибыли, реализации продукции, активов;
- система показателей стоимости компании.

Существует также перечень финансовых показателей, основными из которых являются показатели, характеризующие ликвидность, платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия.

Зачастую финансовая безопасность компании рассматривается с точки зрения показателей финансовой устойчивости, при этом вопрос влияния дивидендной политики на безопасность компании остается не тронутым. Нельзя игнорировать данное влияние, поскольку выбранный тип дивидендной политики определяет заинтересованность акционеров в приобретении акций компании, влияет на структуру капитала компании и на ее рыночную стоимость.

Интересы акционеров заключаются в получении наибольшего стабильного дохода за счет повышения рыночной стоимости акций и размера выплачиваемых дивидендов. В случае, когда интересы акционеров не

удовлетворены, может произойти ситуация снижения рыночной стоимости компании и возникновения возможных трудностей при размещении новых акций, в результате их активной продажи. Такая ситуация может повлечь колоссальные убытки для компании. Именно поэтому основной задачей финансового менеджмента в сфере обеспечения безопасности является формирование такой дивидендной политики, которая способствовала повышению акционерной стоимости компании.

Таким образом, чтобы полноценно оценить финансовую безопасность экономического субъекта, необходимо использовать систему показателей стоимости, к которой относятся:

- инвестиционная стоимость собственного капитала компании;
- рыночная капитализация компании;
- темпы прироста теоретической стоимости и рыночной капитализации компании;
- сравнение теоретической стоимости и рыночной капитализации компании;
- сравнение темпов роста рыночной капитализации и фондового индекса.

Сравнение теоретической стоимости и рыночной капитализации позволит сделать вывод о финансовой безопасности компании, поскольку большая разница между этими показателями характеризует то, что стоимость компании оценивается рынком недостаточно объективно, а это в свою очередь порождает состояние неопределенности и риска для будущего существования компании.

Недооценка стоимости компании может свидетельствовать об отсутствии качественной системы управления инвестиционными ресурсами, тем самым повышается вероятность ее поглощения более крупным и устойчивым экономическим субъектом. В некоторых ситуациях, недооценка характеризует компанию с потенциальным ростом их стоимости, но с точки зрения минимизации финансовых угроз, лучше, когда уровень неопределенности минимален, а значит и рыночная стоимость приближена к справедливой стоимости компании.

Ситуация, когда стоимость компании переоценена, также является неблагоприятной. Переоценка может свидетельствовать о подводных камнях в деятельности субъекта и возможном будущем падении рыночной стоимости акций.

Что касается остальных показателей стоимости, то их рост является свидетельством увеличения уровня финансовой безопасности компании.

В целях минимизации финансовых рисков компании необходимо проводить тщательный анализ динамики курса акций на фондовом рынке, отслеживать их в связи с движением фондовых индексов. Также необходимо проводить анализ стоимости акционерного капитала компании и его отклонения от рыночной стоимости, что позволит вовремя принять меры по минимизации вероятностных угроз в виде банкротства и поглощения другими компаниями.

Дивидендная политика может выступать регулятором уровня финансовой безопасности через влияние на показатель рыночной капитализации компании. Это происходит таким образом, что повышение дивидендных выплат стимулирует инвесторов на покупку акций, следствием чего и является повышение рыночной стоимости компании. Таким образом, выбор подходящего типа дивидендной политики для акционерной компании является одной из стратегических задач в рамках обеспечения финансовой стабильности.



## 2 Методы расчета справедливой стоимости акций компании

### 2.1 Метод расчета справедливой стоимости акций на основе капитализации доходов

Метод капитализации доходов основывается на идее дисконтирования денежных потоков, поэтому для его применения необходимо рассчитать приемлемую ставку дисконтирования.

Ставка дисконтирования (норма дохода) – это процентная ставка, которая используется для того чтобы переоценить стоимость будущего капитала на текущий момент.

Ставка дисконтирования рассчитывается по модели средневзвешенной стоимости капитала (WACC). При расчете учитывается удельный вес каждого источника финансирования в общей стоимости. WACC зависит от стоимости заемного и собственного капитала.

Формула для расчета выглядит следующим образом:

$$WACC = R_e * (E/V) + R_d * (1-t) * (D/V), \quad (4)$$

где  $R_e$  – доходность собственного капитала компании;

$R_d$  – доходность заемного капитала компании;

$E/V$  – доля собственного капитала в структуре компании;

$D/V$  – доля заемного капитала в структуре компании;

$t$  – эффективная процентная ставка налога на прибыль.

Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала определяется как сумма показателя стоимости заемных средств, умноженной на их долю в структуре всего капитала, и показателя стоимости собственных средств, умноженной также на их долю в структуре всего капитала. Также при расчете ставки дисконтирования существует такое понятие, как «налоговый щит». Данный налоговый щит выражает то, что компания уменьшает свою прибыль на

сумму обязательств по налоговым выплатам, что и отражено в представленной формуле. Эффект налогового щита уменьшает средневзвешенную стоимость капитала.

Для расчета налогового щита необходимо использовать эффективную процентную ставку налога на прибыль, которую можно рассчитать по следующей формуле:

$$t = \text{НС}_{\text{пр}}/\text{ЕВИТ}, \quad (5)$$

где  $\text{НС}_{\text{пр}}$  - ставка налога на прибыль;

$\text{ЕВИТ}$  – прибыль компании до налогообложения и вычета процентов по заёмным средствам.

Для определения доходности собственного капитала используется модель CAPM, предложенная У. Шарпом. Используя данную модель для оценки финансовых активов, можно определить требуемый уровень доходности с учетом рыночного риска по активу. Формула для расчета имеет следующий вид:

$$R_e = R_f + b(R_m - R_f), \quad (6)$$

где  $R_f$ – доходность по безрисковому активу;

$b$ – бета-коэффициент;

$R_m$ – среднерыночная ставка доходности.

Разность между среднерыночной ставкой доходности и безрисковой ставкой доходности называется премией за риск. Это величина, на которую среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке превышали ставку дохода по безрисковым ценным бумагам в течение длительного времени.

Основным инструментом модели CAPM выступает бета-коэффициент, который является показателем рискованности. Иными словами, этот коэффициент используется для определения чувствительности показателей,

связанных с доходностью акций или других ценных бумаг конкретной компании, к изменению рыночного риска.

Рычаговый бета-коэффициент можно определить по формуле Хамады [33]:

$$B = \beta_u \times [1 + (1-t) \times D/E], \quad (7)$$

где  $\beta$  – рычаговый бета-коэффициент;

$\beta_u$  – безрычаговый бета-коэффициент;

$t$  – эффективная ставка налога на прибыль;

$D/E$  – отношение рыночной стоимости заемного капитала  $D$  к рыночной стоимости акционерного капитала  $E$ .

Среднерыночная ставка доходности рассчитывается на основе доходности фондовых индексов ММВБ, РТС, или на основе фьючерсов на них.

При расчете среднерыночной ставки доходности применяется следующая формула:

$$r_m = (P_1 - P_n) / (P_n * n), \quad (8)$$

где  $P_1$  – рыночная цена акций к определенному моменту;

$P_n$  – рыночная цена акций на начало периода;

$n$  - число лет владения акциями.

Стоимость заемного капитала рассчитывается в двух вариантах:

- если организация имеет ценные бумаги в обороте — то суммарное количество их стоимости и будет размером заемного капитала;

- если количество займов в виде кредитов не превысили сумму уставного капитала, то его балансовая стоимость и будет размером займа.

Для того, чтобы найти средневзвешенную стоимость заемного капитала, необходимо сделать расчет по следующей формуле:

$$R_d = R_H * (1-t) + (R_d - R_H), \quad (9)$$

где  $R_H$  – годовая процентная ставка за пользование заемным капиталом;

$R_d$  - ставка процента по кредитному договору;

$t$  – ставка налога на прибыль.

Для того, чтобы найти капитализируемую стоимость компании, необходимо рассчитать ставку капитализации.

Формула для расчета ставки капитализации:

$$R = r - g / 1 + g, \quad (10)$$

где  $r$  – ставка дисконтирования, рассчитанная по WACC;

$g$  - прогнозируемые средние темпы прироста доходов компании.

Чтобы рассчитать средневзвешенный темп прироста доходов, необходимо на основе динамики чистой прибыли за определенный период времени найти среднюю чистую прибыль и найти ее вес относительно конкретного года, после чего станет возможным найти темп прироста доходов компании.

После проведения вышеперечисленных расчетов, можно рассчитать капитализируемую стоимость компании по следующей формуле:

$$V = \text{ЧП}_{\text{средн}} / R, \quad (11)$$

где  $\text{ЧП}_{\text{средн}}$  – среднегодовая чистая прибыль компании;

$R$  – ставка капитализации.

Полученное значение капитализируемой стоимости компании необходимо для расчета справедливой стоимости акций компании, которая находится по формуле:

$$P_0 = V/Q, \quad (12)$$

где  $V$  – капитализируемая стоимость компании;

$Q$  – количество акций компании, находящихся в обращении.

Определение справедливой стоимости акций является завещающим этапом.

Таким образом, основная идея метода капитализации доходов заключается в определении величины чистой прибыли (доходов) компании и соответствующей ей ставки капитализации, на основе которой рассчитывается рыночная стоимость компании и справедливая стоимость акции. Данный метод рекомендуется применять для крупных, не убыточных, компаний со стабильными доходами и темпами роста, поскольку только в этом случае расчёт будет достоверным и значимым для оценки.

## **2.2 Метод расчета справедливой стоимости акций на основе дисконтирования денежных потоков**

Основная идея метода на основе дисконтирования денежных потоков состоит в определении потоков денежных средств за весь период функционирования компании, владения собственностью или акциями и приведения этих потоков к текущей стоимости.

Чтобы привести денежные потоки к их текущей стоимости предварительно необходимо провести расчет ставки дисконтирования. В предыдущем параграфе был представлен процесс расчета ставки по модели WACC.

При оценке стоимости компании может существовать два основных подхода. Речь идет о том, что компанию можно оценивать с учетом собственного и заемного капитала или же только с учетом собственного капитала.

В первом случае дисконтируются денежные потоки, генерируемые всеми источниками капитала — собственными и заемными. Денежный поток, генерируемый всем капиталом, называется свободным денежным потоком компании. Данный денежный поток выражает остаток денежных средств компании после уплаты из прибыли налогов, платежей по долгам и расходов на поддержание и развитие операционной деятельности компании.

Стоимость компании, рассчитанная с использованием свободного денежного потока, выглядит следующим образом:

$$V_0 = \sum(CF_{\text{прог}}/(1+WACC)^n) + CF_{\text{ост}}, \quad (13)$$

где CF - денежный поток за определенный период времени;

WACC - средневзвешенная стоимость капитала;

n - количество периодов за которые были взяты денежные потоки.

Для расчета стоимости фирмы необходимо определить суммарный денежный поток за определенный период. Для этого нужно продисконтировать все денежные потоки компании.

Остаточная стоимость компании находится по следующей формуле:

$$CF_{\text{ост}} = CF_n/R, \quad (14)$$

где CF - денежный поток за определенный период времени;

R – ставка капитализации.

Справедливая стоимость акции находится по следующей формуле:

$$P_0 = V_0/N_{\text{об}}, \quad (15)$$

где  $V_0$  – стоимость компании;

$N_{\text{об}}$  – количество обыкновенных акций.

Применение данного метода наиболее обосновано для оценки компаний, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно, прибыльной) и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития.

Данный метод в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости может быть фактом для принятия управленческих решений).

Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых компаний на рынке, пусть даже и многообещающих, поскольку отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков компании.

### **3 Анализ влияния структуры распределения чистой прибыли на экономическую безопасность ПАО «Магнит»**

#### **3.1 Краткая характеристика акционерного общества и его финансово-экономический анализ**

Публичное акционерное общество «Магнит» представляет собой холдинговую компанию группы сообществ, которая через сеть магазинов «Магнит» занимается розничной торговлей продуктов питания. Компания была основана в 1994 году, штаб-квартира расположена в городе Краснодаре. В 2014 году прошла процедуру реорганизации из открытого акционерного общества в публичное.

ПАО «Магнит» осуществляет свою работу в нескольких форматах: гипермаркеты, магазины «у дома» и «Магнит Семейный», магазины косметики. На сегодняшний день является лидером российского розничного рынка по объему продаж, количеству магазинов, торговой площади, географическому охвату, темпам роста, рентабельности и рыночной капитализации. Экспортом продукции компания не занимается.

Для начала будет проведен небольшой обзор операционных результатов деятельности компании по состоянию на конец 2018 года.

Магазины розничной сети «Магнит» расположены в 2 976 населенных пунктах Российской Федерации. Зона покрытия магазинов занимает огромную территорию, которая растянулась с запада на восток от Брянска до Красноярска, с севера на юг от Мурманска до Владикавказа.

Согласно данным компании, отраженным в таблице 2, всего на конец 2018 года насчитывается 18399 магазинов разных форматов.



Таблица 2 – Количество магазинов в федеральных округах на конец 2018 года

Федеральный округ	Количество магазинов, шт.
Северо-Кавказский	583
Южный	2985
Центральный	5168
Приволжский	5073
Северо-западный	1734
Уральский	1906
Сибирский	950
Итого	18399

Большинство магазинов расположено в Южном, Центральном и Приволжском Федеральных округах, но вместе с этим продолжает развиваться как в крупных городах, так и в небольших населенных пунктах. Около двух третей магазинов компании работает в городах с населением менее 500 000 человек.

Компания обладает развитой системой логистики. На территории России всего расположено 37 распределительных центров, большинство из которых находятся Южном, Центральном и Приволжском Федеральных округах. Во владении ПАО «Магнит» есть собственный автопарк, в который входят около 5897 грузовых автомобилей. Общая площадь складских помещений составляет 1645 тыс. кв.м.

Розничная сеть «Магнит» является крупнейшим частным работодателем в России. Компании неоднократно присуждалось звание «Привлекательный работодатель года». По данным ПАО «Магнит», персонал компании состоит из 297746 человек, среднемесячная заработная плата которых составляет 34485 руб. [7] Структура персонала холдинга по категориям и динамика его списочной численности представлена в таблице 3.

Таблица 3 – Структура персонала и динамика его численности (человек)

Категория сотрудников	2017	2018
Сотрудники головного офиса	11 992	11 347
Сотрудники филиалов	13 161	13 899
Персонал магазинов	211 498	231 836
Логистический блок	36 461	36 834
Прочие сотрудники	3 178	3 830
Всего	276 290	297 746

По сравнению с 2017 годом численность персонала выросла на 7,8%, что связано с открытием новых магазинов и покупкой фармацевтического дистрибьютера «СИА Групп» в конце 2018 года.

В организационную структуру компании входят следующие органы управления [7]:

- Совет директоров (7 человек);
- секретарь Совета директоров;
- комитет Совета директоров по аудиту (3 человека);
- комитет Совета директоров по кадрам и вознаграждениям (3 человека);
- комитет Совета директоров по стратегии (3 человека);
- комитет Совета директоров по финансовым рынкам (3 человека);
- правление (10 человек);
- президент;
- генеральный директор.

Основные производственные показатели за несколько лет обобщены и приведены в таблице 4. Можно отметить положительную динамику, поскольку количество магазинов холдинга стремительно растет (в 2014 году – 9711 шт., а в в 2018 г – 18399 шт.). Вместе с этим увеличивается торговая площадь ПАО Магнит.

Таблица 4 – Производственные показатели ПАО «Магнит» 2014-2018 г.г.[27]

Годы \ Показатели	2014	2015	2016	2017	2018
Количество магазинов, шт.	9 711	12 089	14 059	16 350	18 399
Торговая площадь, тыс. кв.м.	3 591	4 414	5 068	5 755	6 424
Количество населенных пунктов, шт.	2 108	2 361	2 494	2 709	2 976

Производственные показатели холдинга находятся в положительной динамике. С каждым годом розничная сеть «Магнит» расширяет свою деятельность и появляется во всех больших городах России, о чем свидетельствует положительная динамика количества населенных пунктов, где функционируют магазины ПАО Магнит.

Далее будет проведен краткий финансово-экономический анализ, что позволит дать более полную характеристику состояния холдинга.

Технико-экономические показатели хозяйственной деятельности, отраженные в таблице 5.

Анализируя динамику данных показателей, можно отметить что при росте выручки от реализации товаров, чистая прибыль в отчетном году ниже, что связано с тем, что у компании возросли расходы, связанные с реализацией товаров.

Также, анализируя отчетность компании за 2018 представленной в приложении Г, можно увидеть, что основной доход формируется не от продаж компании, а за счет доходов от участия в других организациях и получения процентов. Данный факт влияет на значение рентабельности продаж, которое достигает в 2018 году 7478 %. Так происходит, поскольку выручка практически не влияет на сумму получаемой чистой прибыли общества.

Таблица 5 – Техничко-экономические показатели компании за 2017-2018 гг

Годы Показатели	2017	2018	Абсолютное отклонение, тыс. руб.	Относительное отклонение, %
1. Выручка, тыс. руб.	413 495	414 553	1 058	0,26
2. Себестоимость продаж, тыс. руб.	47 810	71 803	23 993	50,18
3. Валовая прибыль, тыс. руб.	365685	342750	-22 935	-6,27
4. Доходы от участия в других организациях, тыс. руб.	32500	24350	-8150	-25
5. Чистая прибыль, тыс. руб.	37 559 017	30998 450	-6 560 567	-17,47
6. Среднегодовая стоимость основных фондов, тыс. руб.	731 897	696 650	-35 248	-4,82
7. Фондоотдача, руб./ руб.	0,56	0,6	0,04	7,14
8. Количество сотрудников, чел.	276 290	295 882	19 592	7,09
9. Рентабельность продаж, %	9083	7478	-1606	-17,68

По данным отчета за 4 квартал 2018 года, структура держателей акций представлена в таблице 6.

Таблица 6 - Структура держателей акций [30]

Участник (акционер) эмитента	Доля уставного капитала, %	Количество акций, шт.
ООО «ВТБ Инфраструктурные инвестиции»	7,72	7 868 423
Банк ВТБ (ПАО)	18,34	18 689 309
Прочие	73,94	75 353 623
Всего	100	101 911 355

В 2018 году произошли изменения в структуре акционеров, поскольку крупный пакет акций перешел во владение Группы ВТБ. Таким образом, ПАО ВТБ владеет почти 26% акций холдинга.

Прежде чем привести основные рыночные показатели сети «Магнит», необходимо обратиться к рассмотрению динамики стоимости акций компании с момента их размещения на фондовом рынке.

Первичное размещение акций компании было проведено в 2006 году. Продажа бумаг эмитента была произведена, как на Московской Межбанковской Валютной бирже, так и в РТС. В результате первичного размещения акций инвесторам удалось реализовать 18,94% обыкновенных акций холдинга. Общий объем привлеченных инвестиций во время первичного размещения, достиг суммы, равной 368,4 млн. долл. После 2006 года акции компании Магнит были вторично размещены эмитентом на российском фондовом рынке осенью 2009 года. На сегодняшний день акции холдинга входят в число «голубых фишек». Они включены в расчет таких индексов, как Субиндекс акций, Индекс МосБиржи, Индекс МосБиржи 10, Индекс МосБиржи голубых фишек, Индекс МосБиржи широкого рынка, Индекс потребительского сектора / Индекс потребит сектора, Индекс РТС потреб. сектора, Индекс РТС, Индекс РТС широкого рынка и другие.

22 апреля 2008 г. начались торги глобальными депозитарными расписками (GDR) на основном рынке Лондонской фондовой биржи, тикер MGNT. Одна акция представлена пятью депозитарными расписками. По

состоянию на 31 декабря 2018 г. 27,78% общего объема акций обращаются на Лондонской фондовой бирже в виде GDR. Котировки GDR представлены на рисунке 1.



Рисунок 1 - Котировки GDR на Лондонской фондовой бирже, долл. США

На рисунке 2 отражена динамика акций, начиная с их размещения на Московской Бирже.



Рисунок 2 – Динамика стоимости акций «Магнит» с момента IPO, руб.

Анализируя данную динамику, можно наблюдать, что с начала первичного размещения и до 2008 года акции компании находились в стадии роста. Но уже в 2008 году началось падение курсовой стоимости, обусловленное кризисными явлениями мировой экономики и обвалами фондовых рынков США и европейских стран.

После пережитых кризисных явлений, в период до 2015 года начался восходящий тренд с некоторыми коррекционными явлениями. В августе 2015 года цена за одну акцию компании достигла своего максимального значения 12275 рублей, после чего началась корректировка цены, и тренд приобрел нисходящее движение, которое продолжается по сегодняшний день, что можно лучше увидеть на рисунке 3.



Рисунок 3 – Динамика стоимости акций «Магнит» за последние 5 лет, руб.

Разворот тренда произошел после опубликования финансовой отчетности компании в совокупности с экономическим спадом, который вызван выживанием в условиях санкционных режимов. В целом, 2015 год характеризовался низким потребительским спросом и низкой инвестиционной активностью в российской экономике. Вся эта совокупность факторов привела к тому, что многие инвесторы посчитали необходимым быстрее продавать акции холдинга и приобретать ценные бумаги, которые обладают большими перспективами извлечения прибыли.

Резкий обвал случился осенью 2017 года после выхода квартальной отчетности, в которой показатели чистой прибыли компании за отчетный период упали в половину относительно уровня годичной давности. Все это повлекло снижение стоимости котировок в следующие 5 месяцев больше чем в половину (с 10800 рублей до 4680 рублей за акцию).

Но и на этом падение не закончилось, в 2018 году случился очередной обвал, вызванный тем, что 29,1% акций перешли Группе ВТБ. На сегодняшний день курсовая стоимость колеблется в районе 3500 рублей, при том, что политика ПАО «Магнит» направлена на повышение капитализируемой стоимости, и это является одной из задач сети. Стоимость акций магнит за 2018 год представлена в приложении А. В таблице 7 содержатся данные о том, как изменялась рыночная стоимость компании в период 2013-2018 гг.

Таблица 7 – Рыночная стоимость ПАО Магнит за 2013-2018 гг

Показатели \ Годы	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Количество акций в обращении, шт.	101911355					
Цена акции на конец года, руб.	8395	9701	11228	11000	6340	3511,5
Капитализация, млн. руб.	855545,8	988642,1	1144260,7	1121024,9	646118,0	357861,7

По данным устава компании за 2018 год количество обыкновенных акций в обороте составляет 101 911 355 штук. [25] Значения рыночной капитализации, начиная с 2013 года, менялись с достаточной волатильностью. Стоимость холдинга достигла своего максимума в 2015, и уже с 2016 года начала падение. В 2018 году рыночные котировки акций достигли минимальной отметки за последние 6 лет, тем самым рыночная капитализация ПАО Магнит составила 357861,7 млн. руб., что на 44,6% ниже показателя в 2017 году.

Как было упомянуто выше, одной из целей компании является максимизация ее рыночной стоимости, что является одним из показателей



финансовой безопасности. С этой точки зрения, компания должна обладать инвестиционной привлекательностью, гарантировать получение стабильного дохода в виде дивидендов. Существуют коэффициенты рыночной активности, позволяющие оценить компанию с точки зрения привлекательности для инвесторов. Произведем расчет основных рыночных коэффициентов и финансовых показателей, взяв за базу данные 2018 года.

Рассчитаем EBITDA компании в млн. руб.:

$$EBITDA = П_{\text{до налообл.}} + \% \text{ к уплате} + A_{OC} + A_{HMA}; \quad (16)$$

где EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации;

П – прибыль до налогообложения;

$A_{OC}$  – амортизация основных средств;

$A_{HMA}$  – амортизация нематериальных активов.

$$EBITDA = 32777 + 465 + 31583 + 996 = 65822 \text{ млн. руб.}$$

Таким образом, если исключить влияние процентов, уплачиваемых компанией и амортизационных отчислений, то ее финансовый результат составит 65822 млн. руб. Также важно отметить, что в 2018 году у ПАО Магнит отсутствуют краткосрочные и долгосрочные заемные средства, но при этом уплачиваются проценты по заемным средствам за 2017 год.

Теперь произведем расчет стоимости компании (EV), для расчета будет использовано значение рыночной капитализации из таблицы 7:

$$EV = V + (KЗ + ДЗ - ДС) \quad (17)$$

где EV – стоимость компании;

V – рыночная капитализация компании;

KЗ – краткосрочные заемные средства;

ДЗ – долгосрочные заемные средства;

ДС – денежные средства и их эквиваленты.

$$EV = 357861,7 - 5,7 = 357856 \text{ млн. руб.}$$

Заемные средства за вычетом денежных средств являются чистым долгом компании. Если обратиться к данным отчетности компании за 2018 год, то в краткосрочных обязательствах компании заемные средства отсутствуют, таким образом стоимость компании составит 357856 млн. руб.

Одним из основных рыночных мультипликаторов является отношение стоимости компании (EV) к EBITDA, которое позволяет дать представление о том, за какое количество времени вложения инвесторов окупятся.

Отношение чистого долга (Net debt) к EBITDA позволяет оценить платежеспособность компании, то есть способность погасить имеющиеся обязательства без влияния неденежных статей, таких как амортизация, проценты к уплате и др. Данный мультипликатор зависит от отраслевых особенностей компании, поэтому его нормативное значение может рассматриваться в сравнении с другими компаниями определенной отрасли. Но все же есть предложенное нормативное значение: компания является платежеспособной, если значение коэффициента не превышает 3.[28]

Коэффициент EPS представляет собой отношение чистой прибыли компании к количеству обыкновенных акций в обращении, что позволяет держателю акции оценить, на какую прибыль можно претендовать из расчета количества акции, находящихся в его владении. Чем больше значение EPS, тем компания обеспечивает большую отдачу на вложенный капитал. EPS может использоваться для расчета мультипликатора P/E, который представляет собой отношение рыночной цены акции к прибыли на одну акцию. Считается, что чем ниже значение данного коэффициента, тем лучше, поскольку это означает, что акции компании недооценены и существует потенциал роста, нежели, когда значение высокое.

Следующий коэффициент P/S представляет собой соотношение капитализации компании к годовой выручке. Он характеризует меру покрытия рыночной стоимости компании выручкой. Следовательно, чем выше объем продаж, тем ниже значение коэффициента и чем выше капитализация и ожидания инвесторов, тем оно выше. Определенного нормативного значения P/S нет, в некоторых источниках принято, что оно меньше 2, в других – менее 1. Чаще он рассматривается относительно значения других компаний.

Мультипликатор P/BV представляет отношение капитализации компании к ее балансовой стоимости, что позволяет оценить, сколько инвестор готов заплатить за имущество компании, приходящееся на 1 акцию. Например, если получившееся значение коэффициента ниже 1, это означает, что рынок оценивает компанию ниже, чем имеющиеся у нее активы, следовательно, это благоприятный момент для инвестирования.

Существуют следующие нормативные показатели P/BV:

- $P/BV > 2$  – компания переоценена;
- $P/BV = 2 - 1$  – справедливая оценка;
- $P/BV < 2$  – предприятие недооценено.

И последний рассматриваемый рыночный коэффициент EV/S, представленный как соотношение стоимости компании к ее годовой выручке.

В таблице 8 приведены рассчитанные значения финансовых показателей и рыночных коэффициентов компании.

Показатель EBITDA дает представление, что холдинг способен генерировать доход в размере 65822 млн. руб. Балансовое значение чистой прибыли ниже в 2 раза, поскольку половина аккумулируемого дохода уходит на амортизацию, налоговые выплаты и выплаты по процентам. Компания способна генерировать денежные средства, при этом обязательства по выплатам, амортизационные отчисления не сказываются негативным образом на получении чистой прибыли.

Таблица 8 – Основные финансовые показатели и рыночные коэффициенты компании

Показатели	Значение
ЕБИТДА, млн. руб.	65822
EV, млн. руб.	357856
V, млн. руб.	357861,7
EV/ЕБИТДА	5,44
Net debt/ЕБИТДА	0,000087
EPS, руб.	304,17
P/E	11,54
P/S	1392,41
P/BV	2,45
EV/S	1392,39

Показатель стоимости акционерного общества (EV) очень близок к значению рыночной капитализации (V), поскольку в 2018 году у компании отсутствуют краткосрочные и долгосрочные заемные средства. Стоимость компании практически соответствует рыночной, но для более объективной оценки следует учесть и другие показатели, поскольку анализ проводится за один год, и в случае необходимости получения холдингом дополнительных денежных средств в форме займов, стоимость станет значительно ниже.

Мультипликатор EV/ЕБИТДА близок по смыслу к P/E. Получается, что срок окупаемости инвестиций составит 5,4 года, что значительно отличается от значения P/E – 11,5 лет. Такая разница обусловлена тем, что ЕБИТДА в два раза превосходит чистую прибыль компании. Для вывода полученные результаты необходимо сравнить с теми, что у аналогичных компаний из отрасли торговли и ритейла. Для этого используем данные аналитического сайта CONOMY, которые приведены в таблице 9.

Инвестиции в ритейлер X5 Retail Group, по результатам мультипликатора P/E, будут окупаться намного дольше, чем в такие компании как ПАО «Магнит» и «Лента лтд».

Таблица 9 - Сравнительный анализ компаний по рыночным мультипликаторам

Эмитент	V, млн. руб.	P/E	P/S	EV/S
ПАО «Магнит»	357856	11,54	1392,41	1392,39
«Лента Лтд»	114018	9,7	0,27	0,5
X5 Retail Group	522099	16,6	0,42	0,54

Мультипликаторы P/S и EV/S имеют одинаковое значение, так как стоимость компании (EV) практически не отличается от рыночной капитализации, поскольку отсутствует задолженность. P/S компании Магнит не соответствует выбранному нормативу – 2, вместе с этим оно невообразимо выше значений компаний-аналогов. В действительности, полученный результат говорит о том, что холдинг не способен за счет выручки покрыть рыночную стоимость. Чистая прибыль ПАО Магнит, как не раз было сказано, сформирована за счет доходов от участия в других организациях, а не выручки, которая всего составляет 414553 тыс. руб. в 2018 году. Очевидно, что у компаний-аналогов выручка выше их рыночной стоимости, что означает ставит их в более преимущественное положение, чем у объекта исследования.

Не стоит оценивать текущие состояние компании лишь по отдельным значениям мультипликаторов. Рассматривая их в совокупности, можно сделать вывод, что ПАО Магнит занимает устойчивое положение на российском рынке, что логично, так как компания входит в число голубых фишек и является одним из лидеров по рыночной капитализации. Мультипликатор Net debt/EBITDA характеризует компанию как платежеспособную и устойчивую к возможным финансовым обязательствам. Несмотря на это, такие коэффициенты, как P/E и P/BV свидетельствуют о том, что акции компании переоценены, как и у аналогичных компаний данной отрасли. Уже достаточное количество времени стоимость акций ПАО Магнит находится в нисходящем тренде, который может продолжить свое движение дальше, если не предложить инструмент, который повысит доверие и заинтересованность инвесторов в возможном росте

компании и позволит удержать ее положение без катастрофических последствий.

### **3.2 Анализ чистой прибыли и ее распределения в акционерном обществе**

Неотъемлемой частью акционерного общества является дивидендная политика, в которой отражены основные положения, принципы, порядок и сроки выплаты дивидендов.

В ПАО Магнит дивидендная политика направлена на повышение благосостояния акционеров и обеспечение роста рыночной капитализации. Общество рассматривает рост капитализации как основной способ удовлетворения имущественных интересов акционеров по извлечению доходов от акций. Также дивидендная политика компании направлена на оптимизацию пропорций между потребляемой и капитализируемой частями полученной ею чистой прибыли.

Дивидендным периодом может быть квартал, полугодие, 9 месяцев или финансовый год, в зависимости от решения общества о выплате дивидендов по размещенным акциям. Срок выплаты устанавливается решением общего собрания акционеров, и он не может превышать 60 дней со дня объявления о выплате дивидендов.

Базой для расчета дивидендов является чистая прибыль компании, следовательно, необходимо рассмотреть, каким образом она распределяется, какую долю в ней составляют дивиденды.

В таблице 10 представлена динамика чистой прибыли, выплаченные дивиденды, а также доля дивидендов в структуре чистой прибыли по данным отчетности ПАО Магнит.

Для расчета доли дивидендов были взяты данные о чистой прибыли из отчета о финансовых результатах Магнита, за исключением дочерних

компаний. По результатам консолидированной отчетности, доля дивидендов в структуре распределения прибыли будет иметь меньшее значение.

Таблица 10 – Доля дивидендов в чистой прибыли за период 2013-2018 гг

Показатель \ Период	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (9 мес)	2018
Чистая прибыль, тыс. руб.	13073967	37098811	37536826	29785206	37559017	14393992	30998450
Выплаченные дивиденды, тыс. руб.	12785624	34320058	29358428	26300262	24731742	14000581	30997358
Доля дивидендов в чистой прибыли, %	97,8	92,5	78,2	88,3	65,8	97,3	99,997
Количество акций, шт.	101911355						
Номинал акции, руб.	0,01						

Как и обозначено в дивидендной политике компании, Магнит реализует цель повышения благосостояния акционеров, тем самым предпочитая выделять огромную долю своей прибыли на выплату дивидендов.

В 2013 году, не смотря на стагнацию российской экономики, Магнит находился в процессе своего роста, и 97,8% доля прибыли компании была распределена на дивиденды, которые имели рекордное значение для данной отрасли. По различным информационным источникам это обусловлено тем, что основателю холдинга, который являлся держателем 38,6 % акций, было необходимо мобилизовать денежные средства для реализации ряда личных проектов. Несмотря на то, что компания нуждалась в денежных средствах для финансирования инвестиционной программы по развитию сети и открытию новых магазинов, Сергей Галицкий обещали в будущем повышать дивидендные выплаты.

В 2014 году Магнит стал одним из лидеров по рыночной капитализации на московской бирже, также вошел в десятку крупнейших импортеров РФ. Дивиденды, несмотря на более высокую годовую прибыль, составили чуть меньшую долю в структуре чистой прибыли. В 2015 году прибыль компании

ненамного превысила прошлогоднее значение, поскольку компания достаточно много ресурсов потратила на реализацию инвестиционных программ. По завершению года сеть вышла на рекордный темп роста, всего было открыто 2561 торговых точек разного формата, в среднем в день открывалось по 7 новых магазинов. Также был проведен инвестиционный форум, где был подписан договор о создании промышленного парка. Все эти проекты требовали больших денежных ресурсов, в следствие чего акционерами было решено выделить меньшую долю на дивиденды.

По итогам 2016 года ретейлер впервые в своей истории показал падение чистой прибыли. Последующие 2 года директором компании было заявлено, что дивиденды больше не будут выплачиваться, но все же по рекомендациям совета директоров, было принято решение об объявлении дивидендов. Во втором полугодии 2017 года 51,2% чистой прибыли был направлен на выплату дивидендов, а остальные - 48% нераспределенной прибыли на производственное развитие холдинга. Все эти результаты негативно повлияли на настроение рынка, тем более, что у холдинга появился крупный конкурент в отрасли - X5 Retail Group, который начинает платить дивиденды. Данные факторы спровоцировали то, что в 2018 году дивидендные выплаты составили 99,9% от чистой прибыли.

Проведем оценку рыночной активности холдинга. Для этого рассчитаны основные рыночные коэффициенты, результаты полученных значений приведены в таблице 11.

Значение дивидендной нормы доходности, начиная с 2014 года, постепенно снижалось, поскольку за этот период меньшая доля прибыли была направлена на выплату дивидендов. Данный факт, создает предпосылки для отказа от покупки акций компании, но все же в 2018 году значение коэффициента повысилось за счет увеличения размера дивидендов на акцию, что возможно повлияет на текущее настроение рынка.



Таблица 11 – Расчет коэффициентов рыночной активности ПАО Магнит

Показатели \ Годы	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Дивидендная норма доходности, руб.	12546	33676	28808	25807	24268	30416
Коэффициент чистой прибыли на акцию (EPS), руб.	128,3	364,0	368,3	292,3	368,5	304,2
Коэффициент дивидендов на акцию (DPS), руб.	125,5	336,8	288,1	258,1	242,7	304,2
Коэффициент дивидендных выплат на акцию, %	97,79	92,51	78,21	88,30	65,85	99,997
Уровень выплаты дивидендов, %	2,52	3,52	2,96	2,30	2,20	4,81
M/B	10,47	10,66	8,74	8,88	4,31	2,45

Оценивая холдинг по коэффициенту EPS, можно отметить, что, начиная с 2013 года компания стала генерировать больше прибыли, также значение коэффициента за выбранный период времени приобрело более стабильный характер, но все же, сравнивая последние 2 года, падение коэффициента в 2018 году составило 64,3 рубля, что может негативно повлиять на рост стоимости акций, поскольку для инвестора важно не только повышение данного показателя, но и его низкая волатильность.

DPS характеризует размер дивидендов на одну акцию. Максимальное значение коэффициент достиг в 2014 году – 336,8 рублей за акцию. С 2015 по 2017 значение упало до 242,7 рублей. В 2018 году наблюдается повышение, которое находится в связи с тем, что 99% чистой прибыли были направлены на дивиденды. Коэффициент дивидендных выплат уже был рассмотрен ранее, относительно него, можно характеризовать дивидендную политику ПАО Магнит как агрессивную.

Уровень выплаты дивидендов был рассчитан с использованием значения котировок акций ПАО Магнит на момент открытия. Данные представлены в таблице 9.

Таблица 12 – Цена открытия котировок акций

Год	Значение, руб.
2013	4 975,40
2014	9 558,00
2015	9 728,00
2016	11 230,00
2017	11 015,00
2018	6 327,00

В 2018 значение уровня выплаты дивидендов достигло максимума за выбранный период и составило 4,8 %.

Значение коэффициента М/В выражает отношение оценки стоимости фондовым рынком к валюте баланса компании. Для коэффициента М/В положительным значением является то, что больше единицы. Когда коэффициент равен 2, считается, что компания находится на хорошем уровне [28]. В случае с объектом исследования, в 2014 году было максимальное значение – 10,66, после чего началось постепенное снижение, и в 2018 году данный коэффициент составил 2,45. Это связано с тем, что до 2018 года рыночная стоимость компании была выше, а балансовая стоимость наоборот только начинала расти. На 2017-2018 годы балансовая стоимость компании на порядок увеличилась, и вместе с этим капитализация упала, что поспособствовало снижению значения коэффициента.

Еще одним важным показателем оценки рыночной активности общества является – совокупная акционерная прибыль (TSR). Рассчитаем показатель за 2018 год по следующей формуле:

$$TSR = (DIV/MC_0) + ((MC_1 - MC_0)/MC_0), \quad (18)$$

где  $TSR$  – совокупная акционерная прибыль;

$DIV$  – сумма выплаченных дивидендов за год;

$MC_0$  – рыночная капитализация в начале изучаемого периода;

$MC_1$  – рыночная капитализация в конце изучаемого периода.

$$TSR = ((30997/660895) + ((357862 - 660895)/660895)) * 100\% = - 41\%$$

Особенностью данного показателя является то, что он позволяет оценить компанию с помощью двух составляющих: дохода за счет выплаты дивидендов и дохода за счет роста цены акций, таким образом он выражает то, каким образом создается стоимость. Значение данного показателя зависит от влияния конъюнктуры рынка, поэтому полученное значение необходимо сравнивать с результатами других компаний в данной отрасли. Но несмотря на это, для ПАО Магнит  $TSR$  показал отрицательное значение, поскольку рыночная капитализация компании в 2018 году снизилась почти в 2 раза.

Таким образом, дивидендная политика общества сформирована так, что ПАО Магнит большую часть своей прибыли направляет на выплату дивидендов, а не на производственное развитие, но несмотря на это, стоимость акций остается на месте после длительного падения, и основная цель дивидендной политики не реализуется. Также по анализу отчетности, видно, что почти всю свою прибыль компания извлекает, не от продаж, как основного вида своей деятельности, а из участия в доли других организаций, представленных в приложении Б, и получения процентов.

Рыночные коэффициенты, представленные в таблице 5, свидетельствуют о том, что стоимость холдинга переоценена, при этом на рынке в данной отрасли появляются новые конкуренты, что является предпосылкой к еще большему падению. Вся эта совокупность факторов порождает угрозы экономической деятельности розничной сети. Несмотря на высокие производственные

показатели, компания встречается с тем, что у нее не в полном объеме реализуется потенциал роста, и один из вероятностных прогнозов – это падение ее капитализируемой стоимости, что при наличии других факторов, может привести к отказу инвесторов удерживать акции ПАО «Магнит».

### **3.3 Анализ вариантов распределения чистой прибыли, обеспечивающих экономическую безопасность ПАО «Магнит»**

Дивидендная политика в условиях общего регресса деятельности акционерного общества может стать тем фундаментом, который позволит компании сохранить устойчивость и перешагнуть через возникшее препятствие с минимальными потерями.

Для объекта исследования проанализировано несколько вариантов структуры распределения чистой прибыли, чтобы сделать вывод о том, какой из них способствует повышению капитализируемой стоимости ПАО Магнит, как показателя его финансовой безопасности.

Опираясь на методы доходного подхода, проведен расчет справедливой стоимости холдинга.

Ставкой дисконтирования является расчетное значение средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Для расчета WACC необходимо найти значение доходности собственного капитала ( $R_e$ ) по методу CAPM. Используя методику, предложенную во второй главе, представим результаты полученных вычислений в таблице 13.

У компании отсутствуют заемные средства в 2018 году, поэтому средневзвешенная стоимость капитала имеет то же значение, что и доходность собственного капитала.

Значение рычагового бета-коэффициента было приравнено к значению безрычагового бета-коэффициента, поскольку для расчета по формуле Хамады [33] необходимо использовать данные о заемных средствах, которые отсутствуют по данным отчетности (РСБУ) ПАО Магнит (Приложение Г).

Таблица 13 – Расчет доходности собственного капитала по методу CAPM

Показатель	Значение	Комментарий
Rf, %	6,53	Доходность индекса 5–10-летних государственных облигаций (RUGBITR10Y) за 2018 год [30]
Безрычаговый бета-коэффициент	0,61	Значение бета-коэффициента взято для отрасли торговли продуктами питания на сайте А. Дамодарана, для развивающихся рынков капитала [28]
Рычаговый бета-коэффициент	0,61	Соответствует значению безрычагового бета-коэффициента
Rm, %	12,28	Среднерыночная ставка доходности, рассчитанная на основе индекса МосБиржи
Re, %	10,04	

Для расчета среднерыночной ставки доходности используется доходность индекса или фьючерса на индекс. В конкретном случае использован индекс Московской Биржи. Стоимость данного индекса по месяцам за 2018 год представлена в Приложении В. Ставка рассчитана по формуле 2.5, полученные результаты отражены в таблице 14.

Таблица 14 – Расчет среднерыночной ставки доходности

Показатель	Значение
P1, руб	2370,56
Pn, руб.	2111,24
n, лет	1
Rm, %	12,28

Средний темп прироста рассчитан на основе изменений чистой прибыли за период 2015-2018 гг. В таблице 15 представлены полученные результаты.

Таблица 15 – Расчет среднего темпа прироста чистой прибыли

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018
Чистая прибыль, тыс.руб.	37 536 826	29 785 206	37 559 017	30 998 450
Среднегодовая чистая прибыль, тыс. руб.	33969874,75			
Темп прироста (снижения), %	1,18	-20,7	26,1	-17,5
Средний темп снижения, %	- 2,7			

Чистая прибыль за данный интервал времени имела изменчивый характер, средний темп прироста получил отрицательное значение -2,7%.

По формуле 10 рассчитаем ставку капитализации:

$$R = (10,04 + (- 2,7))/(1 - (- 2,7)) = 13 \%$$

Для расчета справедливой стоимости компании по методу капитализации прибыли использована формула 11.

$$V = 33969874,75/0,13 = 259238401,34 \text{ тыс. руб.}$$

Рассчитаем справедливую стоимость акции ПАО Магнит:

$$\text{СЦА} = (259238401,34 * 1000)/101911355 = 2543,76 \text{ руб.}$$

По результатам расчёта методом капитализации прибыли, справедливая стоимость компании получилась значительно ниже, чем рыночная.

Найдем стоимость холдинга, используя метод дисконтирования денежных потоков компании. Для дисконтирования будет применяться ранее рассчитанная ставка - 10,04%.

Денежные потоки компании представлены в таблице 16.

Таблица 16 – Расчет дисконтированного денежного потока

Показатели \ Годы	2015	2016	2017	2018
Операционная прибыль/убыток, тыс. руб.	41970742	37085662	42801475	33242378
Эффективная ставка налога на прибыль, %	3	5	3	5
NOPLAT, тыс. руб.	40681234,18	35358585,22	41341405,81	31437876,04
Амортизация, тыс. руб.	20605896,00	25219767,00	32947360,00	31583532,00
Капитальные затраты, тыс. руб.	-881,00	0,00	0,00	0,00
Изменения оборотного капитала, тыс. руб.	-4716387,00	-40383593,00	-22046261,00	57124784,00
CF, тыс. руб.	66002636,18	100961945,22	96335026,81	5896624,04
Ставка дисконтирования, %	10,04			
DDP, тыс. руб.	59981007,45	83380147,25	72300557,32	4021733,931
Суммарный DDP, тыс. руб.	219683446			

Чтобы найти справедливую стоимость компании необходимо значение суммарного дисконтированного денежного потока сложить с дисконтированной остаточной стоимостью холдинга на 2018 год. Расчет остаточной стоимости ПАО Магнит представлен в таблице 17.

Таблица 17 - Расчет остаточной стоимости компании

Показатель	Значение
NOPLAT, тыс. руб.	31437876,04
Амортизация, тыс. руб.	31583532
Денежный поток, тыс. руб.	5896624,04
Остаточная стоимость, тыс. руб.	45037393,3
Ставка капитализации, %	13

Найдем справедливую стоимость холдинга по формуле 13.

$$V = 219683446 + 45037393,3 = 264720839 \text{ тыс. руб.}$$

Произведем расчет справедливой стоимости акции ПАО Магнит:

$$\text{СЦА} = (264720839 * 1000) / 101911355 = 2597,6 \text{ руб.}$$

Данный метод расчета стоимости компании также свидетельствует о том, что рыночная стоимость ПАО Магнит переоценена. В таблице 18 представлены используемые методы и значения полученные при расчете стоимости акций компании.

Таблица 18 – Стоимость акций ПАО Магнит

Способ расчета стоимости акции	Стоимость, руб.	М/В
СЦА методом капитализации прибыли	2543,76	1,77
СЦА методом дисконтирования денежного потока	2597,6	1,8
Рыночная цена на конец 2018 г.	3511,5	2,45

Таким образом, рыночная цена акции ПАО Магнит на конец 2018 года выше их справедливой стоимости на 26-28%. Соотношение справедливой стоимости компании, рассчитанной по двум методам, к балансовой дали представление о том, что стоимость акций ПАО Магнит переоценена рынком, значение коэффициента М/В составило 1,8 в сравнении со значением по рыночной стоимости в 2,45.

Рассмотрим 3 варианта структуры распределения чистой прибыли ПАО Магнит и оценим практическую целесообразность применения одного из них.

Для расчетов использована модель устойчивого состояния (SRG), которая характеризуется максимально возможным приростом выручки. Данная модель основана на таких показателях, как рентабельность продаж, коэффициент оборачиваемости общих активов, мультипликатор собственного капитала и



коэффициент reinvestирования прибыли. Существует два варианта расчета SGR, для работы был использован тот, что предполагает изменение одного из перечисленных коэффициентов. Формула, используемая для расчета [15]:

$$SGR = ((СК_0 + \Delta СК + Div) * K_{об} * M * (1/B_0) / (1 - ROS * K_{об} * M)) - 1, \quad (19)$$

где SGR – максимально возможный прирост выручки;

ROS – рентабельность продаж;

$K_{об}$  – коэффициент оборачиваемости общих активов;

M – мультипликатор собственного капитала;

$СК_0$  – величина собственного капитала в базовом году;

$\Delta СК$  – изменение собственного капитала;

Div – сумма планируемых к выплате дивидендов;

$B_0$  – выручка от продаж в базовом году.

Целесообразность использования данной модели состоит в том, что, согласно Лимитовскому, предполагается, что темп прироста объемов продаж равен темпу прироста прибыли, дивидендов, активов и собственного капитала. [15].

Таким образом, изменение суммы дивидендов, иначе говоря, рассмотрение разных вариантов структуры распределения прибыли, дает определенные результаты возможного прироста выручки, который равен приросту чистой прибыли.

Основываясь на данном тождестве, была рассчитана справедливая стоимость компании при уменьшении доли дивидендов на 5%, 10% и 15% от базового значения.

Вариант 1 – уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 5%. Результаты полученного значения SGR при уменьшении доли дивидендов на 5% приведены в таблице 19.

Таблица 19 – Расчет SGR

Показатель	Годы			
	2015	2016	2017	2018
Выручка в базовом году, тыс. руб.	344604	370517	413495	414553
Фактическая чистая прибыль, тыс. руб.	37536826	29785206	37559017	30998450
Фактически выплаченные дивиденды, тыс. руб.	27481587	24811002	22853791	29447436
Доля дивидендов в чистой прибыли по прогнозу, %	73,21	83,30	60,85	95,00
Балансовая стоимость активов, тыс. руб.	130949557	126226733	149829064	146271850
Собственный капитал, тыс. руб.	74384835	63231440	83481241	132110271
Кр.п.	0,27	0,17	0,39	0,05
ROS, %	108,93	80,39	90,83	74,78
Коб	0,0026	0,0029	0,0028	0,0028
М	1,76	2,00	1,79	1,11
SGR, %	86	-18	76	50

При условии, что темп прироста выручки от продаж равен темпу прироста чистой прибыли, в таблице 20 отражены полученные значения среднего темпа прироста и ставки капитализации.

Таблица 20 – Расчет ставки капитализации

Показатель	Годы			
	2015	2016	2017	2018
Прогнозная чистая прибыль, тыс. руб.	69812178,99	24282390,1	66148147,4	46382443,5
Среднегодовая чистая прибыль, тыс. руб.	51656290			
Темп прироста (снижения), %	5,39	-26,03	20,70	-21,16
Средний темп снижения, %	-5,28			
r, %	10,04			
R, %	16,17			

Ставка капитализации стала выше, теперь приведем расчеты справедливой стоимости ПАО Магнит по методу капитализации прибыли с использованием формулы 11.

$$V = 51656290 / 0,1617 = 319488362,5 \text{ тыс. руб.}$$

Найдем справедливую стоимость акции холдинга:

$$\text{СЦА} = (319488362,5 * 1000) / 101911355 = 3134,96 \text{ руб.}$$

Теперь найдем стоимость компании по методу дисконтирования денежных потоков. Для начала приведем расчетные данные в таблице 21.

Таблица 21 – Данные для расчета справедливой цены акции

Показатель	Годы			
	2015	2016	2017	2018
CF, тыс. руб.	122753795	82309228	169663214	8823016
DDP, тыс. руб.	111554579	74799898	1541843049	8018065
Суммарный DDP, тыс. руб.	348556846,2			
Ставка капитализации, %	16,17			
Остаточная стоимость, тыс. руб.	54569367,06			

Рассчитаем справедливую стоимость ПАО Магнит по методу дисконтирования денежных потоков.

$$V = 348556846,2 + 54569367,06 = 403126213,3 \text{ тыс. руб.}$$

Найдем справедливую стоимость акции компании:

$$\text{СЦА} = (403126213,3 * 1000) / 101911355 = 3955,66 \text{ руб.}$$

Таким образом, уменьшив долю дивидендов в чистой прибыли на 5 процентов, согласно расчетам по методам доходного подхода, справедливая стоимость ПАО Магнит увеличится.

Вариант 2 - уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 10 %.

При изменении структуры распределения чистой прибыли, значение темпа прироста выручки (SGR) изменилось, расчет представлен в таблице 22.

Таблица 22 – Расчет SGR при уменьшении доли дивидендов 10%

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018
Выручка в базовом году, тыс. руб.	344604	370517	413495	414553
Фактическая чистая прибыль, тыс. руб.	37536826	29785206	37559017	30998450
Фактически выплаченные дивиденды, тыс. руб.	25604745	23321741	20975840	27897513
Доля дивидендов в чистой прибыли по прогнозу, %	68,2	78,3	55,8	90,0
Балансовая стоимость активов, тыс. руб.	130949557	126226733	149829064	146271850
Собственный капитал, тыс. руб.	74384835	63231440	83481241	132110271
Кр.п.	0,32	0,22	0,44	0,10
ROS, %	108,93	80,39	90,83	74,78
Коб	0,0026	0,0029	0,0028	0,0028
М	1,76	2,00	1,79	1,11
SGR, %	91,08	-14,02	80,21	51,16

Пересчитаем ставку капитализации, на основе обновленных данных в таблице 23.

Таблица 23 – Расчет ставки капитализации

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018
Прогнозная чистая прибыль, тыс. руб.	71724104,96	25608635,8	67684091,9	46857612,5
Среднегодовая чистая прибыль, тыс. руб.	52968611,28			
Темп прироста (снижения), %	5,28	-26,03	20,70	-21,16
Средний темп снижения, %	-5,3			
r, %	10,04			
R, %	16,2			

В сравнении с 1 вариантом ставка капитализации и среднегодовая чистая прибыль немного увеличилась, рассчитаем справедливую стоимость для объекта исследования по методу капитализации прибыли.

$$V = 52968611,28 / 0,162 = 326955189,1 \text{ тыс. руб.}$$

Найдем стоимость акции:

$$\text{СЦА} = (326955189,1 * 1000) / 101911355 = 3208,23 \text{ руб.}$$

Произведем расчет по методу дисконтирования денежного потока. Данные приведены в таблице 24.

Таблица 24 – Данные для расчета справедливой цены акции

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018
CF, тыс. руб.	126115617,9	86804761	173602754,4	8913404,511
DDP, тыс. руб.	114609692,2	78885288,8	157764427,4	8100206,497
Суммарный DDP, тыс. руб.	359359614,9			
Ставка капитализации, %	16,17			
Остаточная стоимость, тыс. руб.	55019072,38			

Найдем справедливую стоимость ПАО Магнит:

$$V = 359359614,9 + 55019072,38 = 414378687,3 \text{ тыс. руб.}$$

Рассчитаем справедливую стоимость акций компании:

$$\text{СЦА} = (414378687,3 * 1000) / 101911355 = 4066,07 \text{ руб.}$$

В результате выбора 2 варианта структуры распределения чистой прибыли, стоимость акции компании повысится до 4077,07 руб.

Вариант 3 - уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 15 %.

Рассчитаем значение устойчивого роста (SGR) для 3 варианта. Результат приведен в таблице 25.

Таблица 25 - Расчет SGR при уменьшении доли дивидендов на 15%

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018
Выручка в базовом году, тыс. руб.	344604	370517	413495	414553
Фактическая чистая прибыль, тыс. руб.	37536826	29785206	37559017	30998450
Фактически выплаченные дивиденды, тыс. руб.	23727904	21832481	19097889	26347591
Доля дивидендов в чистой прибыли по прогнозу, %	63,2	73,3	50,8	85,0
Балансовая стоимость, тыс. руб.	130949557	126226733	149829064	146271850
Собственный капитал, тыс. руб.	74384835	63231440	83481241	132110271
Кр.п.	0,37	0,27	0,49	0,15
ROS, %	108,93	80,39	90,83	74,78
Коб	0,0026	0,0029	0,0028	0,0028
М	1,76	2,00	1,79	1,11
SGR, %	96,17	-9,57	84,30	52,69

Пересчитаем ставку капитализации, результат отражен в таблице 26.

Таблица 26 – Расчет ставки капитализации

Показатель \ Годы	2015	2016	2017	2018
Прогнозная чистая прибыль, тыс. руб.	73636030,93	26934881,56	69220036,37	47332781,38
Среднегодовая чистая прибыль, тыс. руб.	54280932,56			
Темп прироста (снижения), %	5,18	-26,03	20,70	-21,16
Средний темп снижения, %	-5,33			
г, %	10,04			
Р, %	16,23			

Найдем справедливую стоимость компании по методу капитализации прибыли.

$$V = 54280932,56 / 0,1623 = 334392090,5 \text{ тыс. руб.}$$

Рассчитаем справедливую стоимость акции ПАО Магнит.

$$\text{СЦА} = (334392090,5 * 1000) / 101911355 = 3281,21 \text{ руб.}$$

При этом же значении прироста прибыли рассчитаем стоимость холдинга по методу дисконтирования денежных потоков. Данные для расчета приведены в таблице 27.

Таблица 27 – Данные для расчета справедливой стоимости акций

Показатель	Годы			
	2015	2016	2017	2018
CF, тыс. руб.	129477440,6	91300293,05	177542294,6	9003792,66
DDP, тыс. руб.	117664805,2	82970679,28	161344550,9	8182348,25
Суммарный DDP, тыс. руб.	370162383,7			
Ставка капитализации, %	16,17			
Остаточная стоимость, тыс. руб.	55466936,7			

На основе приведенных данных найдем справедливую стоимость ПАО Магнит.

$$V = 370162383,7 + 55466936,7 = 425629320,4 \text{ тыс. руб.}$$

Рассчитаем справедливую стоимость акции компании.

$$\text{СЦА} = (407993057,6 * 1000) / 101911355 = 4176,47 \text{ руб.}$$

Обобщим полученные результаты, рассчитанные для разных вариантов структуры распределения чистой прибыли, в таблице 28.

Можно сделать вывод, что при снижении доли дивидендных выплат из чистой прибыли, справедливая цена акций ПАО Магнит увеличивается, об этом свидетельствуют все три рассмотренных варианта. Наибольшую стоимость

акции компании достигают, при снижении доли дивидендов на 15 % - в районе 3281,21- 4176,47 рублей.

Таблица 28 – Результаты прогноза справедливой стоимости акции для разных вариантов дивидендной политики

Снижение доли дивидендов в чистой прибыли, %	СЦА (по капитализации прибыли), руб.	СЦА (по дисконтированию денежных потоков), руб.
На 5%	3134,96	3955,66
На 10%	3208,23	4066,07
На 15 %	3281,21	4176,47

Рассмотрим, как изменяются рыночные коэффициенты при применении определенного варианта дивидендной политики в таблице 29.

Таблица 29– Сравнение рыночных коэффициентов с базовым вариантом

Показатели	1 вариант		2 вариант		3 вариант		Базовый вариант
	По капитализации дохода	По дисконтированию CF	По капитализации дохода	По дисконтированию CF	По капитализации дохода	По дисконтированию CF	
ЕБИТДА, млн. руб.	82088	82088	82591	82591	83093	83093	65822
EV, млн. руб.	319488	403126	326955	414379	334392	425629	357856
EV/ЕБИТДА	3,89202	4,91090	3,95875	5,01727	4,02431	5,12233	5,44
Чистый долг/ЕБИТДА	0,00007	0,00007	0,00007	0,00007	0,00007	0,00007	0,0001
P/E	6,89	8,69	6,98	8,84	7,06	8,99	11,54
P/BV	2,18	2,76	2,24	2,83	2,29	2,91	2,45
M/B	2,18	2,76	2,24	2,83	2,29	2,91	2,45
Дивидендная норма доходности, руб.	28895,1		27374,3		25853,4		30416
EPS, руб.	455,1		459,8		464,5		304,17
DPS, руб.	289,0		273,7		258,5		304,2
Уровень выплаты дивидендов, %	4,6		4,3		4,1		4,81



Все варианты обеспечивают повышение справедливой стоимости ПАО Магнит, для сравнения приведем данные в таблице 30.

Таблица 30 – Справедливая стоимость компании при разных вариантах дивидендной политики

Вариант	Используемый метод	V, млн. руб.
Снижение доли дивидендов в чистой прибыли на 5 %	Капитализации доходов	319488
	Дисконтирования CF	403126
Снижение доли дивидендов в чистой прибыли на 10 %	Капитализации доходов	326955
	Дисконтирования CF	414379
Снижение доли дивидендов в чистой прибыли на 15 %	Капитализации доходов	334392
	Дисконтирования CF	425629
Справедливая стоимость на текущий момент	Капитализации доходов	259238
	Дисконтирования CF	264721

Подведем итоги по полученным результатам, чтобы определить оптимальный вариант структуры распределения чистой прибыли, который будет обеспечивать наибольший уровень экономической безопасности ПАО Магнит.

Анализируя полученные данные, можно отметить, что при использовании первого варианта дивидендной политики, справедливая стоимость холдинга увеличится до 23-46% от текущей, но все же результат по методу капитализации дохода в 319488 млн. руб. ниже рыночной оценки стоимости компании. Получается, что уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 5% обеспечивает повышение справедливой стоимости ПАО магнит, близкое к рыночному значению.

Значения рыночных коэффициентов в таблице 29 свидетельствуют, что предложенный в 1 варианте уровень дивидендных выплат, способствует повышению показателей стоимости компании, за счет увеличения доли чистой прибыли на развитие компании и, как следствие, прироста выручки. При этом снижается коэффициент P/E, уменьшается срок окупаемости вложенных инвесторами средств до 8,7 лет, в сравнении с текущим значением 11,5 лет,

аналогичные изменения по показателю EV/EBITDA. Соотношение чистого долга компании к EBITDA при базовом варианте показало высокий уровень платежеспособности компании - 0,0001, но повышение стоимости поспособствовало уменьшению значения данного показателя, следовательно, для ПАО Магнит снижены риски по выплате обязательств.

Показатель EPS увеличился, поскольку уменьшение доли дивидендов, поспособствовало приросту чистой прибыли, но вместе с этим и DPS снизился на 5% в сравнении с текущим значением и составил 289 руб.

Для сравнения рассмотрим 2 вариант. Очевидно, что за счет уменьшения доли дивидендов в чистой прибыли на 10 % , справедливая стоимость общества становится еще выше и составляет 326955 млн. руб. (по методу капитализации дохода) и 414379 млн. руб. (по методу дисконтирования CF). В целом все показатели, зависящие от стоимости компании, находятся в той же динамике, что и при варианте 1. Есть незначительные изменения коэффициент P/E в сторону повышения до 8,8 лет. Дивидендная норма доходности, соответственно, снизилась на 10% и значение составило 27374,3 руб. за 0,01 руб. акции.

Вариант 3 обеспечивает наибольший рост стоимости компании – до 60%. При применении данного варианта структуры распределения чистой прибыли, справедливая стоимость компании по методу капитализации доходов будет ближе всего к рыночной стоимости в 357861,7 млн. руб. По методу дисконтирования денежных потоков стоимость холдинга достигнет 425629 млн. руб., что выше рыночной на 18,9 %. Очевидно, что при данном варианте, цель дивидендной политики ПАО Магнит будет достигнута в большей мере, чем при применении других вариантов, но вместе с этим, существует обратная сторона медали, поскольку политика ПАО Магнит предыдущие годы была агрессивно направлена на выплату дивидендов, и уменьшение доли дивидендных выплат из чистой прибыли на 15% может поспособствовать негативной оценке со стороны рынка и инвесторов, которые нацелены на получение более высокого дохода. Дальнейшее снижение выплаты дивидендов может привести к

снижению инвестиционной привлекательности акций компании и, как следствие, к снижению их стоимости.

В таблице 31 представлены данные о нераспределенной прибыли компании для предложенных вариантов.

Таблица 31 – Размер нераспределенной прибыли за 2015-2018 гг

Годы	2015	2016	2017	2018	Итого
Вариант					
Уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 5%, тыс. руб.	10055239	4974204	14705226	1551015	31285684
Уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 10%, тыс. руб.	11932081	6463465	16583177	3100937	38079659
Уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 15%, тыс. руб.	13808922	7952725	18461128	4650860	44873634
Базовый вариант, тыс. руб.	8178398	3484944	12827275	1092	24491709

Данные таблицы дают представление о размере прибыли, направленной на капитализацию после выплаты дивидендов. Таким образом, применяя один из предложенных вариантов структуры распределения чистой прибыли, компании удалось бы за несколько лет мобилизовать большую сумму, чем в текущем варианте.

С точки зрения повышения уровня экономической безопасности для ПАО Магнит рекомендуется применять 1 или 2 вариант структуры распределения чистой прибыли. Это обусловлено тем, что уменьшение доли дивидендов в районе 5-10% обеспечивают повышение справедливой стоимости компании до 60%, при этом рыночные коэффициенты, являющиеся индикаторами экономической безопасности, остаются на приемлемом уровне (таблица 29).

Вариант 3 не рекомендуется к практическому применению, поскольку в данной отрасли появляются новые конкуренты, которые также направлены на привлечение инвестиций и выплату дивидендов, и резкое уменьшение дивидендных выплат даже при росте стоимости компании, увеличивает уровень неопределенности для будущего ПАО Магнит. Со стороны рыночных коэффициентов уменьшение доли дивидендов на 15% способствует росту срока

окупаемости инвестиций, при этом, такие показатели, как DPS, дивидендная норма доходности и уровень выплаты дивидендов значительно снижаются.

При использовании первых двух вариантов мобилизуется достаточное количество нераспределенной прибыли (суммарно с 2015 по 2018 гг – 38 млрд. руб.), которую можно направить на дальнейшее развитие холдинга, инвестирование новых проектов, что станет предпосылкой к еще большему извлечению прибыли компании.

Таким образом, для ПАО Магнит рекомендуется сократить долю средств, направленную на выплату дивидендов в чистой прибыли на 5-10%, это обеспечит рост справедливой стоимости компании, а также позволит мобилизовать денежные средства для реализации новых проектов при минимальных рисках.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В первой главе были затронуты теоретические аспекты дивидендной политики и ее связь с экономической безопасностью компании. По результату изучения предмета исследования данной работы, было сформировано мнение, что дивидендная политика компании является инструментом, с помощью которого можно минимизировать уровень вероятностных угроз экономической деятельности компании, тем самым обеспечивая состояние финансовой безопасности.

Было выявлено, что индикаторами финансовой безопасности могут выступать не только общепринятые показатели финансовой устойчивости, но и наряду с ними, показатели стоимости компании и рыночные коэффициенты, на которые может оказывать влияние используемый тип структуры распределения чистой прибыли, принятой в компании.

Интересы акционеров заключаются в получении наибольшего стабильного дохода за счет повышения рыночной стоимости акций и размера выплачиваемых дивидендов. В случае, когда интересы акционеров не удовлетворены, может произойти ситуация снижения рыночной стоимости компании и возникновения возможных трудностей при размещении новых акций, в результате их активной продажи. Такая ситуация влечет высокий уровень неопределенности для компании, что может стать причиной огромных убытков. Именно поэтому при формировании дивидендной политики необходимо соблюдать баланс между распределением средств на инвестирование и выплатой дивидендов, который одновременно удовлетворял бы интересы и собственников компании и получателей дивидендного дохода.

В третьей главе был проведен финансово-экономический анализ общества и оценка его текущего состояния по рыночным показателям и коэффициентам. Начиная с 2015 года, стоимость акций компании начала стремительно падать, и данная динамика наблюдается по сегодняшний день (в 2015 году стоимость одной акции достигла максимального значения - 12275 руб., на конец 2018 года

– 3511,5 руб. за акцию). Несмотря на это, ПАО Магнит занимает устойчивое положение на российском рынке и является одним из лидеров по рыночной капитализации (на конец 2018 года капитализируемая стоимость составила – 357861 млн.руб.). С 2013 по 2018 годы, значительную долю чистой прибыли общество направляло на выплату дивидендов (в 2018 году – 99,996%). При этом, совокупный акционерный доход (TSR) показал отрицательное значение -41%, поскольку рыночная капитализация на начало 2018 года была выше почти в 2 раза и составляла 660895 млн. руб. Рыночные коэффициенты в совокупности с полученными значениями справедливой стоимости акции по доходным методам дали представление о том, что стоимость акций компании переоценена. Справедливая стоимость одной акции общества по методу капитализации прибыли составила – 2543,8 руб., а по методу дисконтирования денежных потоков – 2597,6 руб., что ниже рыночного значения на конец 2018 года, которое составило 3511, 5 руб.

Для целей повышения рыночной капитализации ПАО Магнит и, как следствие, его экономической безопасности, были рассмотрены варианты структуры распределения чистой прибыли.

Первый вариант заключается в снижении доли дивидендов в чистой прибыли общества на 5%. Такая структура обеспечивает повышение стоимости компании (по методу капитализации прибыли справедливая стоимость холдинга составит – 319488 млн. руб., по дисконтированию денежных потоков (CF) – 403126 млн. руб.). Данный вариант обеспечивает минимальный срок окупаемости инвестиционных вложений (EV/EBIDTA) в 3,9-4,9 лет, соответственно применяемым методам, что ниже текущего значения – 5,4 года. Дивидендная норма доходности имеет самое высокое значение, в сравнении с другими представленными вариантами: доходность за каждый 0,01 руб. акции составляет 28895 руб. Сумма дивидендов к чистой прибыли (EPS) составила – 455 руб., что ниже, чем во втором и третьем варианте, где данный коэффициент имеет значение 460 руб. и 465 руб., соответственно. Но несмотря на это, держатели акций ПАО Магнит при уменьшении доли дивидендов на 5%

получат дивидендный доход в размере 289 руб. с одной акции, что является самым оптимальным вариантом, приближенным к текущему в 304 руб. Уровень выплаты дивидендов при применении данной структуры распределения чистой прибыли, составляет 4,6%, что ненамного отличается от текущего варианта – 4,8%.

Второй вариант структуры распределения чистой прибыли – снижение доли дивидендов на 10%. По результату справедливая стоимость компании увеличивается и достигает 326955 млн. руб. (по методу капитализации доходов), 414379 млн. руб. (по методу дисконтирования CF). Стоимостные показатели характеризуются еще большим ростом, чем при первом варианте структуры распределения чистой прибыли, но показатели, характеризующие дивидендные выплаты стали снижаться, например, коэффициент DPS составил 274 руб., а уровень выплаты дивидендов снизился до 4,3%.

Снижение доли дивидендов в чистой прибыли на 15% (третий вариант), обеспечивает наибольший рост справедливой стоимости компании: по методу капитализации дохода на 29%, а по дисконтированию CF на 60,8 %. При этом, срок окупаемости инвестиционных вложений ближе всего в текущему варианту (5,4 года) и составляет – 5 лет (по дисконтированию CF), тогда как в других вариантах значение данного коэффициента ниже. Уровень выплаты дивидендов снизился до 4,1%, тогда как в текущем варианте составляет около 5%.

Третий вариант дивидендной политики обеспечивает наибольший рост стоимости компании, но вместе с этим рыночные коэффициенты в совокупности, свидетельствуют, что первые варианты наиболее предпочтительны для повышения уровня экономической безопасности общества.

По результатам дипломной работы, для ПАО Магнит рекомендуется снизить долю дивидендов в чистой прибыли на 5-10%, поскольку это обеспечивает рост справедливой стоимости компании до 56,5%, при этом коэффициенты, характеризующие выплату дивидендов, находятся в приемлемых пределах, что не будет негативно сказываться на инвестиционной

привлекательности ПАО Магнит. Предложенный вариант структуры распределения чистой прибыли позволило бы извлекать большую долю нераспределенной прибыли (до 1,6-3,1 млрд. руб.), которую можно направить на создание новых проектов, что достаточно актуально при появлении новых конкурентов на рынке в данной отрасли.

Уменьшение доли дивидендов в чистой прибыли на 5-10% обеспечивает баланс между интересами инвесторов в получении дивидендного дохода и интересами компании, которая способна мобилизовать и направить на реинвестирование большую долю денежных средств, при этом справедливая стоимость холдинга будет близка к рыночной, что снижает уровень угроз экономической безопасности ПАО Магнит.



## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. НК РФ. от 31.07.1998 №146-ФЗ (ред. от 01.05.2016), ст. 43.
2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 N 208-ФЗ
3. Абалкин Л. Экономическая безопасность России: угрозы и их отражение // Вопр. экономики. - 1994. - N 12. - С.4-13.
4. Бочаров, В. В. Финансовый анализ : учебное пособие / В. В. Бочаров –
5. СПб. : Питер, 2014 – 240 с.
6. Володина И. Г. Анализ и оценка уровня финансовой безопасности предприятия [Текст] // Проблемы и перспективы экономики и управления: материалы II Междунар. науч. конф. (г. Санкт-Петербург, июнь 2013 г.). — СПб.: Реноме, 2013. — С. 101-104.
7. Годовой бухгалтерский отчет ПАО «Магнит» за 2018 [Электронный ресурс]: содержит сведения о бухгалтерской отчетности. – Режим доступа: [http://ir.magnit.com/ru/financial-reports-rus/annual-reports\\_magnit\\_2018/](http://ir.magnit.com/ru/financial-reports-rus/annual-reports_magnit_2018/)
8. Григорьев А.В., Улина С.Л., Кузьмина И.Г., Шнюкова Е.А.. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ, 2008
9. Зайков, В. П. Финансовый менеджмент : теория, стратегия, организация : учебное пособие / В. П. Зайков. – Москва : Вузовская книга, 2016. – 340 с.
10. Ионова, Ю. Г. Финансовый менеджмент : учебник / Ю. Г. Ионова. – Москва : МФПУ Синергия, 2015. – 288 с
11. Каранина Е.В. Экономическая безопасность: на уровне государства, региона, предприятия : учебник / Е.В. Каранина. - Киров : ВятГУ, 2016. - 391 с.
12. Климочкина Н.И. Влияние ДП на рыночную стоимость акций// Вестник науки и творчества. №3(3). 2016. –С.125-129.
13. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – Москва: ПроспектКовалев, В. В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью: учебно-практическое пособие / В. В. Ковалев. – Москва: Проспект, 2014 – 336 с., 2017. – 343 с.
14. Кониная Е.А. Реализация теорий дивидендной политики на российском рынке// Science Time. № 2 (26). 2016. -С. 290-295

15. Лимитовский М. А. Устойчивый рост компании и эффекты леввериджа // Российский журнал менеджмента. – 2010. – Т. 8. – С. 35-46
16. Мусатаева М. О. Источники, виды и факторы угроз экономической безопасности, создание службы экономической безопасности // Научно-методический электронный журнал «Концепт». – 2015. – Т. 23. – С. 26–30.
17. Осипов В.В., Воронина М.В.. Финансовый менеджмент. Учебно-практическое пособие. – М., МГУТУ, 2004. 2004
18. Папехин Р.С. Факторы финансовой устойчивости и безопасности предприятий / Р.С. Папехин // Автореф. дисс. канд. экон. наук: Волгоградский государственный университет. – В.: ВГУ, 2007. – 16 с
19. Савицкая, Г. В. Комплексный анализ хозяйственной деятельности предприятия: учебник по направлению "Экономика" / Г. В. Савицкая. – Изд. 7-е, перераб. и доп. – Москва : ИНФРА-М, 2016. – 608 с.
20. Саламова С.С. Теоретические подходы к обеспечению экономической безопасности предприятия / Т.А. Волкова, М.Н. Волкова, Н.В. Плужникова, С.С. Саламова // ФЭС: Финансы. Экономика. Стратегия – 2015. - №3. – С.29-32.
21. Сенчагов, В.К. Экономическая безопасность России Общий курс изд3 / В.К. Сенчагов. - М.: Бином. Лаборатория знаний, 2009. - 815 с
22. Севостьянов В.Н. Влияние дивидендной политики российских компаний на доходность их акций на фондовом рынке // Современные инновации. № 3 (5). 2016. - С. 37-39.
23. Тамбовцев В. Объект экономической безопасности России // Вопр. экономики. - 1994. - N 12. - С.45-53.
24. Устюжанина, Е. В. Корпоративные финансы : учебник / Е. В. Устюжанина. – Москва : Дело, 2017. – 756 с.
25. Уставный капитал и эмиссионные документы ПАО «Магнит» [Электронный ресурс]: содержит сведения о размещенных акциях и структуре уставного капитала. - Режим доступа: <http://ir.magnit.com/ru/raskrytie-informatsii/ustavniy-kapital-i-emissionnie-dokumenty/>

26. Устав ПАО «Магнит» [Электронный ресурс] – Режим доступа:  
[http://ir.magnit.com/wp-content/uploads/Ustav-PAO-Magnit\\_21.06.2018.pdf](http://ir.magnit.com/wp-content/uploads/Ustav-PAO-Magnit_21.06.2018.pdf)
27. Официальный сайт ПАО «Магнит» [Сайт]. – Режим доступа:  
<http://ir.magnit.com/ru/>
28. Официальный сайт «Adamodar»: информация о значениях бета-коэффициентов по отраслям [Сайт]. – Режим доступа:  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
29. Официальный сайт «BCS EXPRESS» [Сайт]. – Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/mul-tiplikator-ev-ebitda-kak-ego-schitat-i-ispol-zovat>
30. Официальный сайт «CONOMY» [Сайт]. – Режим доступа:  
<https://www.conomy.ru/emitent/magnit>
31. Официальный сайт Investing.com [Сайт]. – Режим доступа:  
<https://ru.investing.com/>
32. Официальный сайт компании «Финам»: информация об оценке справедливой стоимости компании [Сайт]. – Режим доступа:  
<http://www.finam.ru>
33. Hamada, R. S. The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks» / R. S. Hamada // The Journal of Finance. – Vol. 27 – № 2 – pp. 435–452.

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

### Котировки акций ПАО Магнит за 2018 год [31]

Дата	Цена, руб.
Янв. '19	4155
Дек. '18	3511,5
Нояб. '18	3500
Окт. '18	3590
Сент. '18	3835
Авг. '18	4057
Июль '18	4128
Июнь '18	4600
Май '18	5111
Апр. '18	4902
Март '18	4680
Февр. '18	4782
Янв. '18	5330

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

### Доля участия ПАО Магнит в других компаниях [7]

Организация	Доля участия, %
ЗАО «Тандер»	100
ООО «Ритейл импорт»	100
ООО «БестТорг»	100
ООО «МФК»	100
ООО «Сельта»	100
ООО «ТК Зелёная Линия»	100
ООО «Тандем»	100
ООО «Алкотрейдинг»	100
ООО «Логистика-Альтернатива»	100
ООО «Звезда»	100
ООО «ИТМ»	100
ООО «ТД-Холдинг»	100
ООО «МагнитЭнерго»	100
ООО «Управляющая компания Индустриальный парк Краснодар»	100
ООО «Кондитер Кубани»	100
ООО «Кубанский комбинат хлебопродуктов»	100
ООО «Волшебная свежесть»	100
ООО «Морозные припасы»	100
ООО «Москва на Дону»	100
ООО "СИА Групп"	100
ЗАО "РИНК"	100

## ПРИЛОЖЕНИЕ В

### Стоимость индекса ММВБ за 2018 год [31]

Дата	Стоимость индекса ММВБ, руб.
01.01.2019	2 370,56
01.12.2018	2 405,18
01.11.2018	2 352,94
01.10.2018	2 481,45
01.09.2018	2 344,30
01.08.2018	2 317,83
01.07.2018	2 294,10
01.06.2018	2 297,13
01.05.2018	2 304,28
01.04.2018	2 271,91
01.03.2018	2 286,41
01.02.2018	2 292,22
01.01.2018	2 111,24

## ПРИЛОЖЕНИЕ Г

### Бухгалтерская отчетность ПАО Магнит за 2018 год [27]

Приложение № 1  
к Приказу Министерства финансов  
Российской Федерации  
от 02.07.2010 № 66н  
(в ред. Приказа Минфина РФ  
от 05.10.2011 № 124н;  
от 06.04.2015 № 57н)

#### Бухгалтерский баланс на 31 декабря 2018 г.

	Дата (число, месяц, год)	Форма по ОКУД
Организация <u>Публичное акционерное общество "Магнит"</u>		0710001
Идентификационный номер налогоплательщика		31   12   2018
Вид экономической деятельности <u>аренда и управление собственным или арендованным нежилым недвижимым имуществом</u>		70771130
ИНН		2309085638
ОКВЭД		68.20.2
Организационно-правовая форма/форма собственности <u>Публичное акционерное общество / Частная собственность</u>		12247   16
Единица измерения: тыс. руб. (млн.-руб.)		384 (386)
Местонахождение (адрес) <u>350072, г. Краснодар, ул. Солнечная, д. 15/5</u>		

Пояснения <sup>1</sup>	Наименование показателя <sup>2</sup>	Код	На <u>31 декабря 2018</u> г. <sup>3</sup>	На 31 декабря 2017 г. <sup>4</sup>	На 31 декабря 2016 г. <sup>5</sup>
	<b>АКТИВ</b>				
	<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>				
	Нематериальные активы	1110	0	0	0
	Результаты исследований и разработок	1120	0	0	0
	Нематериальные поисковые активы	1130	0	0	0
	Материальные поисковые активы	1140	0	0	0
	Основные средства	1150	879 933	713 366	750 428
	Доходные вложения в материальные ценности	1160	0	0	0
	Финансовые вложения	1170	80 166 992	129 293 082	111 545 343
	Отложенные налоговые активы	1180	0	0	0
	Прочие внеоборотные активы	1190	2 535	2 715	2 908
	<b>Итого по разделу I</b>	<b>1100</b>	<b>80 849 460</b>	<b>130 009 163</b>	<b>112 298 677</b>
	<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>				
	Запасы	1210	12 116	48	58
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	0	0	0
	Дебиторская задолженность	1230	8 766 105	10 910 716	12 905 213
	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	58 623 110	8 908 949	1 022 472
	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	1 058	172	289
	Прочие оборотные активы	1260	1	18	24
	<b>Итого по разделу II</b>	<b>1200</b>	<b>65 402 390</b>	<b>19 819 901</b>	<b>13 928 056</b>
	<b>БАЛАНС</b>	<b>1600</b>	<b>146 251 850</b>	<b>149 829 064</b>	<b>126 226 733</b>

# Продолжение приложения Г

Форма 0710001 с. 2

Пояснения <sup>1</sup>	Наименование показателя <sup>2</sup>	Код	На 31 декабря 20 18 г. <sup>3</sup>	На 31 декабря 20 17 г. <sup>4</sup>	На 31 декабря 20 16 г. <sup>5</sup>
	<b>ПАССИВ</b>				
	<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ<sup>6</sup></b>				
	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	1 019	946	946
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	( 0 ) <sup>7</sup>	( 0 ) <sup>7</sup>	( 0 ) <sup>7</sup>
	Переоценка внеоборотных активов	1340	0	0	0
	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	87 448 128	41 988 451	41 988 451
	Резервный капитал	1360	142	142	142
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	44 660 982	41 491 702	21 241 901
	<b>Итого по разделу III</b>	<b>1300</b>	<b>132 110 271</b>	<b>83 481 241</b>	<b>63 231 440</b>
	<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
	Заемные средства	1410	0	0	20 000 000
	Отложенные налоговые обязательства	1420	6 702	7 319	8 118
	Оценочные обязательства	1430	0	0	0
	Прочие обязательства	1450	0	0	0
	<b>Итого по разделу IV</b>	<b>1400</b>	<b>6 702</b>	<b>7 319</b>	<b>20 008 118</b>
	<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
	Заемные средства	1510	0	20 621 700	31 018 000
	Кредиторская задолженность	1520	14 128 055	45 716 551	11 967 796
	Доходы будущих периодов	1530		0	0
	Оценочные обязательства	1540	6 822	2 253	1 379
	Прочие обязательства	1550	0	0	0
	<b>Итого по разделу V</b>	<b>1500</b>	<b>14 134 877</b>	<b>66 340 504</b>	<b>42 987 175</b>
	<b>БАЛАНС</b>	<b>1700</b>	<b>146 251 850</b>	<b>149 829 064</b>	<b>126 226 733</b>



Руководитель \_\_\_\_\_ Наумова О.В.  
(подпись) (расшифровка подписи)

20 19 г.

Примечания

1. Указывается номер соответствующего пояснения к бухгалтерскому балансу и отчету в финансовых результатах.  
2. В соответствии с Положением по бухгалтерскому учету "Бухгалтерская отчетность организации" ПБУ 4/99, утвержденным Приказом Министерства финансов Российской Федерации от 6 июля 1999 г. N 43н (по заключению Министерства юстиции Российской Федерации N 6417-П/К от 6 августа 1999 г., указанный Приказ в государственной регистрации не нуждается), показатели об отдельных активах, обязательствах могут приводиться общей суммой с раскрытием в пояснениях к бухгалтерскому балансу, если каждый из этих показателей в отдельности несуществен для оценки заинтересованными пользователями финансового положения организации или финансовых результатов ее деятельности.

- Указывается отчетная дата отчетного периода.
- Указывается предыдущий год.
- Указывается год, предшествующий предыдущему.
- Некоммерческая организация имеет указанный раздел "Целевое финансирование". Вместо показателей "Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)", "Собственные акции, выкупленные у акционеров", "Добавочный капитал", "Резервный капитал" и "Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)" некоммерческая организация включает показатели "Правой фонд", "Целевой капитал", "Целевые средства", "Фонд недвижимого и особо ценного движимого имущества", "Резервный и иные целевые фонды" (в зависимости от формы некоммерческой организации и источников формирования имущества).

7. Здесь и в других формах отчетов вычитаемый или отрицательный показатель показывается в круглых скобках.



# Продолжение приложения Г

(в ред. Приказа Минфина России от 06.04.2015 № 57н)

## Отчет о финансовых результатах за отчетный год 20 18 г.

Организация	Публичное акционерное общество "Магнит"	Дата (число, месяц, год)	31	12	2018
Идентификационный номер налогоплательщика		Форма по ОКУД	0710002		
Вид экономической деятельности	аренда и управление собственным или арендованным нежилым недвижимым имуществом	по ОКПО	70771130		
Организационно-правовая форма/форма собственности	Публичное акционерное общество / Частная собственность	ИНН	2309085638		
Единица измерения: тыс. руб. (млн. руб.)		по ОКВЭД	68.20.2		
		по ОКОПФ/ОКФС	12247	16	
		по ОКЕИ	384 (386)		

Пояснения <sup>1</sup>	Наименование показателя <sup>2</sup>	Код	За отчетный год 20 18 г. <sup>3</sup>	За отчетный год 20 17 г. <sup>4</sup>
	Выручка <sup>5</sup>	2110	414 553	413 495
	Себестоимость продаж	2120	( 71 803 )	( 47 810 )
	Валовая прибыль (убыток)	2100	342 750	365 685
	Коммерческие расходы	2210	( - )	( - )
	Управленческие расходы	2220	( 504 412 )	( 296 535 )
	Прибыль (убыток) от продаж	2200	- 161 662	69 150
	Доходы от участия в других организациях	2310	24 350 000	32 500 000
	Проценты к получению	2320	8 927 100	10 492 592
	Проценты к уплате	2330	( 465 300 )	( 3 916 800 )
	Прочие доходы	2340	667 651	1 749
	Прочие расходы	2350	( 540 711 )	( 262 016 )
	Прибыль (убыток) до налогообложения		32 777 078	38 884 675
	Текущий налог на прибыль	2410	( 1 779 244 )	( 1 326 457 )
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	4 776 788	6 451 277
	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	618	799
	Изменение отложенных налоговых активов	2450		
	Прочее	2460	-	-
	Чистая прибыль (убыток)	2400	30 998 450	37 559 017

## Окончание приложения Г

Форма 0710002 с. 2

Пояснения <sup>1</sup>	Наименование показателя <sup>2</sup>	Код	отчетный год	
			За _____ г. <sup>3</sup>	За _____ г. <sup>4</sup>
	Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510		
	Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520		
	Совокупный финансовый результат периода <sup>6</sup>	2500	30 998 450	37 559 017
	СПРАВОЧНО			
	Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	0	0
	Разводненная прибыль (убыток) на акцию	2910	-	-

Руководитель \_\_\_\_\_ **Наумова О.В.**  
 (подпись) (расшифровка подписи)

" 14 " \_\_\_\_\_ 20 18 г.


**Примечания**

1. Указывается номер соответствующего пояснения к бухгалтерскому балансу и отчету о финансовых результатах.
2. В соответствии с Положением по бухгалтерскому учету "Бухгалтерская отчетность организации" ПБУ 4/99, утвержденным Приказом Министерства финансов Российской Федерации от 6 июля 1999 г. N 43н (по заключению Министерства юстиции Российской Федерации N 6417-ЛК от 6 августа 1999 г. указанный Приказ в государственной регистрации не нуждается), показатели об отдельных доходах и расходах могут приводиться в отчете о финансовых результатах общей суммой с раскрытием в пояснениях к отчету о финансовых результатах, если каждый из этих показателей в отдельности незначителен для оценки заинтересованными пользователями финансового положения организации или финансовых результатов ее деятельности.
3. Указывается отчетный период.
4. Указывается период предыдущего года, аналогичный отчетному периоду.
5. Выручка отражается за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов.
6. Совокупный финансовый результат периода определяется как сумма строк "Чистая прибыль (убыток)", "Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода" и "Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) отчетного периода".

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

Институт экономики, управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ  
Заведующий кафедрой

  
И.С. Ферова  
« 4 » июня 2019 г.

**ДИПЛОМНАЯ РАБОТА**

специальность 38.05.01 «Экономическая безопасность»

ВЛИЯНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИЧЕСКУЮ  
БЕЗОПАСНОСТЬ КОМПАНИИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «МАГНИТ»)

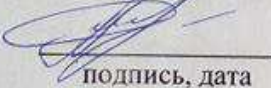
Научный  
руководитель

  
подпись, дата

канд. экон. наук, доцент  
должность, ученая степень

Е.А. Шнюкова  
инициалы, фамилия

Выпускник

  
подпись, дата

Д.А. Андреева  
инициалы, фамилия

Рецензент

  
подпись, дата 25.06.19

начальник отдела  
финансового планирования  
сети ПАО ВТБ в СФО  
должность, ученая степень

А.А. Бас  
инициалы, фамилия

Нормоконтролер

  
подпись, дата

Е.В. Шкарпетина  
инициалы, фамилия

Красноярск 2019