

**ББК 65.22**  
**О93**

**О93** Оценка собственности в условиях волатильности и трансформации рыночных условий : коллективная монография / под ред. Н.Ю. Пузыня. – СПб. : Изд-во СПбГЭУ, 2021. – 170 с.

ISBN 978-5-7310-5549-9

В монографии рассмотрена проблематика оценочной деятельности, изменения, происходящие в методиках и инструментарии оценки стоимости различных активов и предприятия (бизнеса) в условиях меняющейся конъюнктуры рынка.

The monograph presents the problems of valuation, changes in the methods and tools for valuation of various assets and an enterprise (business) in a changing market environment.

**ББК 65.22**

**Авторский коллектив:** Пузыня Н.Ю. (введение, 3.2), Мягков В.Н. (1.1), Баринов Н.П. (1.2), Булаевская Е.С., Ванзон Д.А., Вовк А.С., Красильников Д.С. (1.3), Стабровская К.Ю., Егорова А.К. (1.4), Григорьев И.В., Маринич Д.А., Кубрак Д.Н. (2.1), Киришина Н.Р. (2.2), Шведова Н.Ю. (2.3), Мамедли Орхан (3.1), Сахновская О.Е. (3.3)

**Рецензенты:** д-р экон. наук, профессор СПбГЭУ **Н.Г. Иванова**  
управляющий партнер оценочной компании «Магистр»,  
канд. экон. наук **Е.Н. Марковец**

ISBN 978-5-7310-5549-9

© СПбГЭУ, 2021

## ГЛАВА 2. ОЦЕНКА БИЗНЕСА В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЯЮЩЕГОСЯ, ВОЛАТИЛЬНОГО РЫНКА

### 2.1. Корректировка на различие в стоимости капитала в сравнительном подходе при оценке бизнеса

Методология сравнительного подхода при оценке бизнеса включает в себя расчет с использованием множества известных мультипликаторов.

Общее количество мультипликаторов весьма велико, и, учитывая скорость развития финансовых рынков и практики оценки, появление новых мультипликаторов (в основном натуральных – для компаний новых отраслей экономики) не должно удивлять.

При этом использование при оценке какого-либо одного мультипликатора или даже совокупности мультипликаторов не освобождает расчет от возможной ошибки, связанной с неполным учетом различий в финансово-экономическом положении компаний-аналогов и объекта оценки (разницы капитализации, темпах роста, рентабельности, финансовом леверидже, уровне капиталовложений, изношенности основных фондов, наличии инновационных продуктов и т.д.).

Увеличение же количества используемых в одной оценке мультипликаторов чаще всего лишь усугубляет проблему, так как разброс значений стоимости, полученных по расчетам по разным мультипликаторам, чаще всего весьма велик. К тому же в такой ситуации остается нерешенным вопрос, какой же именно мультипликатор дает наиболее точное значение стоимости и почему.

Соответственно, практически в любой оценке бизнеса сравнительным подходом возникает вопрос о необходимости корректировки используемого мультипликатора (мультипликаторов), позволяющей увеличить точность оценки.

Методология сравнительного подхода содержит разнообразный арсенал корректировок объектов аналогов на различия в финансово-экономическом положении.

В данной главе мы предлагаем рассмотреть корректировку на разницу в капитализации, описанную ниже, которая, кажется, не применялась еще на практике, и при этом, на наш взгляд, обладающую существенными достоинствами.

Ниже будет рассмотрен пример, основанный на корректировке мультипликатора  $EV/BV$  (enterprise value/book value) – стоимость инвестированного капитала/ балансовая стоимость активов (или, для простоты понимания, рыночная стоимость активов/балансовая стоимость активов),

который широко применяется на практике. При этом описанная методология позволяет применить данную корректировку и к другим используемым в оценке мультипликаторам.

Смысл корректировки на различие в капитализации между компаниями-аналогами и объектом оценки состоит в положении, согласно которому при увеличении размера компании (капитализации) инвесторы пересматривают риски компании в сторону уменьшения. Такое положение, широко рассмотренное и подтвержденное во множестве исследований, нашло свое выражение в наиболее часто применяемой в российской практике оценки модификации модели CAPM:

$$CAPM = rf + b*(rm - rf) + S1 + S2,$$

где  $S2$  – корректировка на размер компании.

Разница в ставке доходности, требуемой инвесторами от компаний разного размера, ведет к разному отношению капитализации (или стоимости инвестированного капитала) и денежного потока для компаний разных размеров, и влияет на величину любого мультипликатора. И чем больше разница в размере компаний-аналогов и объекта оценки, тем большим будет искажение стоимости.

Ниже представлен расчет стоимости российской закрытой электроэнергетической компании. В качестве объектов-аналогов используются три российские компании, акции которых торгуются на фондовом рынке.

*Отбор компаний-аналогов.* Основные критерии отбора компаний-аналогов представлены в табл. 2.1

Таблица 2.1

### Критерии отбора компаний-аналогов

Показатель	Комментарий
Отрасль	Сетевая компания
Основные регионы работы	РФ
Валюта баланса	Не менее 10 млрд руб.
Наличие финансовой отчетности	Консолидированная отчетность, подготовленная по стандартам МСФО

Среди всех российских компаний, акции которых котируются на биржах, были отобраны три компании, которые являлись наиболее сопоставимыми с оцениваемой компанией по основным характеристикам, а также по географии деятельности:

- ОАО «МРСК Урала»,
- ПАО «Россети Волга»,
- ПАО «Ленэнерго».

*Выбор мультипликаторов.* Оценщик проводил экспертизу на основании мультипликатора EV/валюта баланса (балансовая стоимость активов).

Основания для выбора данного мультипликатора были следующими.

1. Финансовый леверидж оцениваемого предприятия существенно различался с финансовым левериджем аналогов. Это приводит к необходимости отказаться от использования мультипликаторов для собственного капитала и использовать мультипликаторы для инвестированного капитала.

2. В распоряжении Оценщика не было сведений относительно объема перетока или установленной мощности по объектам-аналогам. Соответственно, наиболее корректным было использование мультипликатора, характеризующего отношение стоимости бизнеса к величине валюты баланса, и далее произвести переход от стоимости всего инвестированного капитала к стоимости собственного капитала оцениваемого бизнеса.

В качестве базы для расчета мультипликатора Оценщик использует данные финансовой отчетности на дату оценки – 30.06.2021.

*Расчет по мультипликаторам.* В данном случае компании-аналоги различаются с оцениваемым предприятием и между собой величиной капитализации. Данная разница была учтена в качестве корректировки на ставку дисконтирования (CAPM), которая для компаний-аналогов была рассчитана на основании ставки дисконтирования для объекта оценки при вариативности премии за размер компании, специфического риска и неизменности прочих показателей.

Более подробно расчеты представлены в табл. 2.2–2.4.

Далее из полученной величины мультипликатора выводится стоимость инвестированного капитала предприятия. Валюта баланса была определена на основании консолидированного баланса оцениваемой компании за 6 мес. 2021 г.

Дальнейшие расчеты по переходу к стоимости собственного капитала и применению последующих корректировок не приводятся, так как выходят за рамки исследуемого вопроса.

В заключение отметим следующее.

1. Использование рассмотренной корректировки более оправдано в случае значительных различий в капитализации компаний-аналогов и/или размере компаний аналогов и оцениваемой компании (определяемой, например, по размеру выручки).

## Расчет ставок дисконтирования для компаний-аналогов

Наименование показателя	Оцениваемое предприятие	ОАО «МРСК Урала»	ПАО «Россети Волга»	ПАО «Россети Ленэнерго»
Безрисковая ставка, Rf	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Bu	0,49	0,49	0,49	0,49
D/E	108,26%	108,26%	108,26%	108,26%
D	51,98%	51,98%	51,98%	51,98%
E	48,02%	48,02%	48,02%	48,02%
Brl	0,91	0,91	0,91	0,91
ERP	4,21%	4,21%	4,21%	4,21%
Страновой риск	2,13%	2,13%	2,13%	2,13%
Специфический риск	3,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Премия за малую капитализацию	4,99%	4,99%	4,99%	1,59%
Ставка по кредитам свыше 3 лет в долларах	4,16%	4,16%	4,16%	4,16%
Ставка по кредитам свыше 3 лет в рублях	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%
Валютная корректировка	2,32%	2,32%	2,32%	2,32%
<b>САРМ</b>	<b>18,67%</b>	<b>16,62%</b>	<b>16,62%</b>	<b>13,14%</b>

## Расчет мультипликатора

Наименование	Единица измерения	ОАО «МРСК Урала»	ПАО «Россети Волга»	ПАО «Россети Ленэнерго»	Среднее
Тикер		MRKU	MRKV	LSNG, LSNG_p	
Отрасль		Электроэнергетика	Электроэнергетика	Электроэнергетика	
Стоимость обыкновенных акций на 30.06.2021 (среднее за I полугодие 2021 года)	Руб.	0,15	0,06	6,08	

Наименование	Единица измерения	ОАО «МРСК Урала»	ПАО «Россети Волга»	ПАО «Россети Ленэнерго»	Среднее
Средневзвешенное количество обыкновенных акций в обращении	Шт.	87 430 485 711	188 307 958 700	8 465 960 168	
Стоимость привилегированных акций на 30.06.2021 (среднее за 1 полугодие 2021 года)	Руб.	0,00	0,00	160,24	
Средневзвешенное количество привилегированных акций в обращении	Шт.	0	0	93 264 101	
<i>Источник информации</i>		<a href="https://ru.investing.com/equities/mrsk-urala-ao-historical-data">https://ru.investing.com/equities/mrsk-urala-ao-historical-data</a>	<a href="https://ru.investing.com/equities/mrsk-volga-historical-data">https://ru.investing.com/equities/mrsk-volga-historical-data</a>	<a href="https://ru.investing.com/equities/lenenergo-historical-data">https://ru.investing.com/equities/lenenergo-historical-data</a> <a href="https://ru.investing.com/equities/lenenergo-(pref)-historical-data">https://ru.investing.com/equities/lenenergo-(pref)-historical-data</a>	
<b>Рыночная капитализация</b>	<b>30.06.2021,</b> <b>млн. руб.</b>	<b>13 414,21</b>	<b>12 206,27</b>	<b>66 448,98</b>	
SARМ		16,62%	16,62%	13,14%	
<i>SARМ оцениваемого предприятия</i>		18,67%			
Корректировка на SARМ <sup>56</sup>		0,89	0,89	0,70	
<b>Скорректированная рыночная капитализация</b>	<b>30.06.2021,</b> <b>млн. руб.</b>	<b>11 943,56</b>	<b>10 868,05</b>	<b>46 779,36</b>	
Задолженность (краткосрочные и долгосрочные кредиты и займы) на 30.06.2021	млн. руб.	22 914,17	8 078,04	22 563,46	
Денежные средства на 30.06.2021	млн. руб.	2 021,31	869,42	6 278,89	
Балансовая стоимость на 30.06.2021	млн. руб.	98 599,79	60 276,76	227 062,88	
<i>Источник информации</i>		<a href="https://www.mrsk-ural.ru/ir/financial-information/">https://www.mrsk-ural.ru/ir/financial-information/</a>	<a href="https://e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=12131&amp;type=4">https://e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=12131&amp;type=4</a>	<a href="https://rosseti-lenenergo.ru/shareholders/fin_reports/?part=1">https://rosseti-lenenergo.ru/shareholders/fin_reports/?part=1</a>	
<b>Мультипликаторы</b>					
<b>EV/BV</b>		<b>0,33</b>	<b>0,30</b>	<b>0,28</b>	<b>0,30</b>

<sup>56</sup> Отношение величины SARМ компании-аналога к величине SARМ оцениваемой компании

**Оценка стоимости инвестированного капитала  
в рамках сравнительного подхода**

Наименование	Единица измерения	Расчет на основании мультипликатора EV/Валюта баланса
Валюта баланса	млн. руб.	28 772,55
Мультипликатор		0,30
Расчетная стоимость инвестированного капитала в рамках сравнительного подхода, млн руб.	млн. руб.	8 734,00

2. Для получения более точных результатов необходима сопоставимость отчетности компаний-аналогов и объекта оценки. Так, использование частью компаний аналогов отчетности, составленной по стандартам GAAP, а части – по стандартам IFRS (МСФО) может привести к искажению стоимости вследствие возможной разницы в отражении стоимости активов и обязательств. При этом само по себе использование сопоставимой отчетности недостаточно во избежание искажений. Например, стандарт МСФО (IAS) «Основные средства» предусматривает как учет по первоначальной стоимости, так и учет по переоцененной стоимости. Для уверенности в точности полученных оценок необходимо удостовериться, что учетная политика компаний-аналогов и объекта оценки в части учета активов, занимающих наибольший вес в балансе, одинакова.

3. Применения данной корректировки не ограничивается только приложением к рассмотренному мультипликатору, такая методика вполне может быть распространена более широко. Например, при оценке бизнеса в рамках сравнительного подхода крупных международных компаний: значение ставки не будет отличаться только разницей в премии на размер, изменяться будут практически все составные элементы ставки. В этом случае такая корректировка становится еще более актуальной, поскольку аналоги редко расположены в тех же юрисдикциях, что и объект оценки, а это значит, что изменять будут даже базовые значения.

### Литература

1. E. F. Fama and K. R. French. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns // Journal of Finance. 50. 1995. P. 131–155.
2. Антилл Н., Кеннет Ли. Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО: Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010. 1008 с.

4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. 6-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2017.

5. Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии: Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов / Елена Чиркова. 4-е изд., испр. и доп. М.: Альпина Пабlishер, 2017.