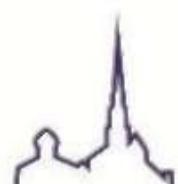


ISSN 2078-9955

КАЗАНСКИЙ ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ



КАЗАНСКАЯ НАУКА

№ 6

Казань
2010

УДК 08
ББК 72
Я4 94

Я4 94 Казанская наука. №6. 2010г. – Казань: Изд-во Казанский Издательский Дом, 2010. - 138

ISSN 2078-9955 (print)
ISSN 2078-9963 (online)
ISBN 978-5-9902017-1-2

Журнал зарегистрирован в Управлении Федеральной службы по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций 13.01.2010 № ТУ 16-00287.

Журнал размещен в открытом бесплатном доступе на сайте www.kazanscience.ru.

В сборнике научных трудов отражены материалы по теории и практике направлений науки, наиболее интенсивно развивающихся в настоящее время.

В сборнике представлены труды ученых и специалистов вузов, институтов РАН, организаций, учреждений и предприятий, представителей органов власти.

Материалы сборника будут полезны преподавателям, научным работникам, специалистам научных предприятий, организаций и учреждений, а также аспирантам, магистрантам и студентам.

УДК 08
ББК 72

ISSN 2078-9955 (print)
ISSN 2078-9963 (online)
ISBN 978-5-9902017-1-2

© Казанский Издательский Дом, 2010 г.

СОДЕРЖАНИЕ

СЕКЦИЯ 05.00.00 - ТЕХНИЧЕСКИЕ НАУКИ

<i>Г.В. Алексеев, Е.А. Гришанова</i> МОДЕЛИРОВАНИЕ ПРОЦЕССА ИЗМЕЛЬЧЕНИЯ ПИЩЕВЫХ ДОБАВОК ДЛЯ ПРОИЗВОДСТВА ФУНКЦИОНАЛЬНЫХ МУЧНЫХ КОНДИТЕРСКИХ ИЗДЕЛИЙ	3
<i>В.В. Горшенин</i> ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СИСТЕМ ВИДЕОНАБЛЮДЕНИЯ	7

СЕКЦИЯ 07.00.00 - ИСТОРИЧЕСКИЕ НАУКИ И АРХЕОЛОГИЯ

<i>А.В. Васильева</i> НЕДЕЛЯ ДОБРОТЫ ИЛИ СЕМЬ СМЕРТНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ	10
<i>В.В. Ходаковский</i> ВОРОНЕЖ В НАЧАЛЬНЫЙ ПЕРИОД ИНДУСТРИАЛЬНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА (1928-1933 гг.)	16

СЕКЦИЯ 08.00.00 - ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ

<i>Л.Г. Булах</i> ЛИЗИНГ КАК СПОСОБ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА НА МАЛОМ ПРЕДПРИЯТИИ	22
<i>Т.В. Верзилина</i> МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ ПО ОЦЕНКЕ И УЧЕТУ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ: ХАРАКТЕРИСТИКА И АНАЛИЗ	26
<i>А.О. Жуков</i> ПОНЯТИЕ И СУЩНОСТЬ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА	32
<i>К.А. Катушонок</i> ИНДИКАТОРЫ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ В ТУРИЗМЕ	35
<i>И.В. Корчагина</i> МАЛЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ В СИСТЕМЕ ТЕРРИТОРИАЛЬНЫХ КЛАСТЕРОВ	37
<i>С.В. Семенова</i> ОБ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ	43
<i>К.И. Старостина</i> К ВОПРОСУ О КЛАССИФИКАЦИИ ТИПОВ И ФОРМ ВОСПРОИЗВОДСТВА ОСНОВНЫХ ФОНДОВ ПРЕДПРИЯТИЯ	48
<i>Н.С. Стулова</i> ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ	53
<i>А.В. Хатнянская, С.В. Верзилина</i> ТЕРРИТОРИАЛЬНЫЙ БРЕНДИНГ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ОРГАНИЗАЦИОННО – ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ	58
<i>М.М. Центр</i> ИДЕНТИФИКАЦИЯ ФАКТОРОВ ЭФФЕКТИВНОСТИ КРОМПАНИИ НА ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОМ РЫНКЕ	63

СЕКЦИЯ 09.00.00 - ФИЛОСОФСКИЕ НАУКИ

<i>Е.В. Папченко</i> ТИПОЛОГИЯ СОВРЕМЕННЫХ НАУЧНЫХ КОНЦЕПЦИЙ ЧУВСТВЕННОСТИ	70
----------------------------------------------------------------------------	----

СЕКЦИЯ 10.00.00 - ФИЛОЛОГИЧЕСКИЕ НАУКИ

<i>А.К. Голандам</i> РЕАЛИЯ РУССКОГО ЯЗЫКА КАК МЕЖКУЛЬТУРНАЯ КОММУНИКАЦИЯ И ВОЗМОЖНОСТИ ИХ ПЕРЕВОДА НА ПЕРСИДСКИЙ ЯЗЫК	76
<i>Н.А. Ерокина</i> ГРАФИЧЕСКИЕ СТИЛИСТИЧЕСКИЕ СРЕДСТВА (ГСС), КАК СПОСОБ ПЕРЕДАЧИ ХУДОЖЕСТВЕННОГО ЗАМЫСЛА АВТОРВ. ПУНКТУАЦИОННАЯ СОСТАВНАЯ СТИЛЯ КЭТРИН МЭНСФИЛД	79

СЕКЦИЯ 12.00.00 - ЮРИДИЧЕСКИЕ НАУКИ

*С.И. Ивентьев ЧЕТВЁРТОЕ И ПЯТОЕ ПОКОЛЕНИЕ ПРАВ ЧЕЛОВЕКА.
ПРОСТРАНСТВО.*

85

СЕКЦИЯ 14.00.00 – МЕДИЦИНСКИЕ НАУКИ

*В.В. Байтаков ПЛАЗМАФЕРЕЗ С АУТОТРАНСФУЗИЕЙ ОЗОНОМ
МОДИФИЦИРОВАННОЙ ЭРИТРОЦИТАРНОЙ ВЗВЕСИ В КОМПЛЕКСНОЙ
ТЕРАПИИ РАСПРОСТРАНЕННОГО ПСОРИАЗА*

90

СЕКЦИЯ 17.00.00 - ИСКУССТВОВЕДЕНИЕ И КУЛЬТУРОЛОГИЯ

*С.Н. Корсаков, И.А. Корсакова О РОЛИ АРХИВНЫХ МАТЕРИАЛОВ В
СОХРАНЕНИИ КУЛЬТУРНОЙ ПРЕЕМСТВЕННОСТИ*

95

*А.В. Мартынюк КОНЦЕПЦИЯ ТВОРЧЕСКОГО МЕТОДА В ПРОГРАММНЫХ
ДОКУМЕНТАХ СЮРРЕАЛИСТОВ*

99

А.А. Рогозина ИСТОЧНИКИ ИЗУЧЕНИЯ ШКОЛЫ ЖИВОПИСИ ЭСКОРИАЛА

103

Ю.В. Трусов ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ ОБРАЗ В ИСКУССТВЕ ИНТЕРЬЕРА

106

СЕКЦИЯ 23.00.00 - ПОЛИТОЛОГИЯ

*Ю.Ю. Лекторова ПОЛИТИЧЕСКАЯ КОММУНИКАЦИЯ В ВНТЕРНЕТЕ:
ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ И РИСКИ*

111

*М.А. Моргайлик ПРОБЛЕМА «ВСЕЯДНОСТИ» ПАРТИЙ В ИСТОРИЧЕСКОМ И
СОВРЕМЕННОМ КОНТЕКСТЕ*

113

*Е.А. Попова БАЗОВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РАЗРАБОТКИ ДОЛГОСРОЧНЫХ
ПРОЕКТОВ СОЦИАЛЬНО-ПОЛИТИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ РЕГИОНОВ*

119

*Д.М. Семенова ПОЛИТИЧЕСКАЯ ИДЕНТИЧНОСТЬ РОССИЙСКОГО НАУЧНОГО
СООБЩЕСТВА В 2000-Е ГОДЫ*

121

АННОТАЦИИ

127

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

Стоимость компании является одним из главных индикаторов успешности ее деятельности, а также принятия управленческих и инвестиционных решений. В статье рассмотрены различные модели оценки стоимости компании, и проведено сравнение полученных величин стоимости компании с реальной ценой сделки на примере слияния компаний «Пятерочка» и «Перекресток».

Ключевые слова: стоимость компании, финансовый менеджмент, методы оценки

Проведение оценки рыночной стоимости бизнеса необходимо не только в рамках сделок купли-продажи или в целях определения залоговой стоимости активов, но и при принятии грамотных стратегических и управленческих решений, составления управленческой отчетности, соответствующей требованиям международных стандартов. Оценка стоимости компании играет ключевую роль во многих сегментах финансовой сферы: в корпоративных финансах, при слиянии и приобретении фирм, а также при управлении портфелями. Если при работе с корпоративными финансами целью является максимальное увеличение стоимости фирмы, то следует очертить отношения между финансовыми решениями, корпоративной стратегией и стоимостью фирмы. Стоимость фирмы непосредственно определяется принимаемыми ею решениями: реализуемыми проектами, источником их финансирования, а также политикой дивидендных выплат. Понимание данных взаимоотношений является ключевым в принятии решений, направленных на увеличение стоимости компании.

Определение рыночной стоимости любого актива (и в особенности такого комплексного, как предприятия) является творческой и весьма сложной задачей. Результат оценки опирается на ряд зачастую спорных предположений и экспертных суждений. В этой связи проведение корректной оценки требует от аналитика четкого понимания факторов, влияющих на результат оценки, точного знания методик и подходов оценки. Следует помнить, что оценка не является вполне объективным методом, и любые установки и предубеждения, которые аналитик привносит в процесс оценки, отразятся на полученной величине стоимости.

Рассмотрим, насколько существенными могут быть колебания значений стоимости компаний, полученных в результате применения различных подходов. В качестве примера используем одну из крупнейших сделок в ритейл-индустрии России – слияние компаний «Пятерочка» и «Перекресток» в 2006 году. Объединение этих двух сетей привело к созданию компании X5 Retail Group — абсолютного лидера отрасли по объему продаж. Итак, к моменту слияния «Пятерочка» занимала 2-е место по объему продаж и владела крупнейшей в России сетью универсамов формата «мягкий дискаунт». На конец 2009 года группе принадлежало около 1000 магазинов, расположенных преимущественно в жилых кварталах крупных городов, особенно Санкт-Петербурга и Москвы. Примерно 43% из них находятся в корпоративной собственности и управляются самой группой, остальные работают по франшизе в 15 регионах России, а также в Украине и Казахстане. «Пятерочка» — акционерная компания открытого типа, ее акции с 2005 г. торгуются на Лондонской фондовой бирже. Стратегия развития и финансовая политика группы могут быть оценены как относительно агрессивные с учетом быстрого роста числа магазинов, а также общего масштаба бизнеса. Об амбициозности планов «Пятерочки» свидетельствует, в частности, ряд

сделок по покупке магазинов у ближайших конкурентов — 18ти у ТД «Копейка» и 25ти у СРТ. За год, предшествовавший объединению, рост числа магазинов составил более 50%.

На момент слияния российский розничный рынок находился на этапе бурного роста. В России в рамках организованной розничной торговли продавалось всего 15-20% продуктов питания, что свидетельствовало о наличии большого потенциала для ее дальнейшего расширения и развития, особенно в регионах страны. Постепенное расширение организованной розничной торговли, выражющееся в том, что потребители все больше предпочитают малоприятным уличным рынкам, киоскам и несовременным продовольственным магазинам универсамы экономичного класса, способствовало развитию бизнеса «Пятерочки». Рынок дискаунтеров отличается особенно высоким потенциалом роста, поскольку средний уровень дохода в России является довольно скромным, особенно в регионах. Как и в настоящий момент, в 2006 году довольно большой процент граждан страны не имел личного транспорта, и потому большинство людей предпочитают покупать продукты часто и в небольших количествах, что называется, «за углом». Другой благоприятный фактор развития отрасли — отсутствие в системе регулирования торговли правил (аналогичных существующим во многих странах ЕС), ограничивающих часы работы розничных магазинов, — имеются лишь ограничения на часы работы сотрудников.

Поскольку российский розничный рынок еще относительно неразвит и находится на этапе быстрого роста, он не очень конкурентен и сильно фрагментирован (на долю пяти крупнейших владельцев розничных сетей приходится всего 5% общего объема продаж). При этом наибольший рост ожидается в форматах дискаунтеров и супермаркетов. На розничный рынок приходят многие иностранные конкуренты, но их целью, как правило, является создание магазинов крупного формата — гипермаркетов, крупных торговых центров и супермаркетов, в то время как дисконтный сегмент занимают российские розничные компании — в первую очередь «Пятерочка», «Магнит» и «Копейка». Сферу деятельности иностранных компаний в России сдерживают такие факторы, как сложный и непрозрачный сектор недвижимости и дефицит подходящих мест в жилых районах, — то есть все то, что необходимо для работы дискаунтера. Кроме того, приход иностранных компаний ограничен в силу отсутствия развитой инфраструктуры логистики.

Таким образом, являясь лидером рынка и располагая быстрорастущей и географически диверсифицированной сетью магазинов и объектов логистики, «Пятерочка» имеет конкурентные преимущества, поддержанию которых способствуют ее растущая возможность отстаивать свои интересы при заключении сделок (в том числе договариваясь о более выгодных ценах на закупаемые товары), экономия на росте масштаба бизнеса, расширяющийся доступ к рынкам капитала и хороший уровень генерируемого денежного потока. Стратегия «Пятерочки», предусматривающая постепенный отход от формата «жесткий дискаунт» (hard discount) и постепенное приближение к менее крупному формату универсама экономкласса, который становится все более востребован у российских потребителей, позволяет группе удерживать лидерство по доле рынка и при этом совершенствовать внешний вид и возможности каждого из своих магазинов. Немаловажно и то, что «Пятерочка» имеет и развивает собственную логистическую и вспомогательную инфраструктуру, — это обеспечивает группе существенные конкурентные преимущества и повышает эффективность ее операций. Группа проводит разумную стратегию региональной экспансии, используя сеть франчайзинговых магазинов, и имеет достаточную гибкость для оптимизации капиталовложений на своих ключевых рынках.

Итак, конкурентоспособность торговой сети Пятерочки базируется на следующих факторах: удобное расположение магазина (магазины Пятерочки расположены в плотнонаселенных «спальных» районах); уровень цен (Пятерочка поддерживает минимальные цены на 150 товаров-индикаторов, покупатель сравнивает именно эти товары для определения места своих покупок в будущем); товарный ассортимент (ассортимент

Пятерочки построен так, чтобы удовлетворять до 90% потребностей покупателей в ежедневных покупках).

На момент слияния возможность экономического спада в течение горизонта прогнозирования в серьез не рассматривалась ни одним из аналитических агентств. Ождалось, что даже в случае падения покупательной способности россиян снижение потребительского спроса будет несущественным, поскольку продукты питания являются товарами первой необходимости, и, следовательно, эластичность спроса невелика. Таким образом, даже в случае возникновения таких проблем, финансовое положение компании не должно значительно ухудшиться.

При проведении расчетов стоимости компании были введены следующие предпосылки. Предполагается, что компания будет рассматриваться в качестве действующего предприятия, поскольку целью сделки является расширение сферы влияния и достижение доминирующего положения в отрасли. Горизонт прогнозирования составляет 10 лет.

Согласно оценкам «Ренессанс Капитал» отрасль розничной торговли в период с 2006 до 2010 гг. будет прирастать на 21% в год [3]. Поскольку «Пятерочка» является одной из самых перспективных компаний отрасли, то разумно предположить, что ее темпы роста будут не ниже темпа роста отрасли. Поэтому на период с 2006г по 2010 г. закладывается рост выручки, равный 21%. Далее, начиная с 2011 года, темпы роста начинают постепенно снижаться (линейно) до 6% в 2015 году. Предполагается, что компания в течение прогнозного периода будет придерживаться постоянного уровня долга в активах. D /Assets = 34% (2005 г.). В 2005 г. наблюдается существенное увеличение долга с 42 млн. долл. до 229,2 млн. долл. Предполагается, что такая политика финансирования сохраниться и будущем. Оценка затрат на собственный капитал производится на основе модели глобальной CAPM. Оценка затрат на заемный капитал производится на основе синтетического кредитного рейтинга. Предполагается, что в течение горизонта прогнозирования дивиденды не выплачиваются, основные средства не продаются, доходы/расходы от курсовых разниц отсутствуют. Кредиторская и дебиторская задолженности, а также запасы прогнозируются как процент от выручки, поскольку колебания данного соотношения малые.

Модель свободных денежных потоков на собственный капитал (FCFE) основывается на расчете денежных потоков, остающихся после выполнения компанией всех финансовых обязательств, в частности платежей по долгам, а также после осуществления капитальных затрат и финансирования потребностей в оборотном капитале. Для оценки того, какой объем денежных средств фирма может позволить себе вернуть держателям акций, необходимо скорректировать величину чистой прибыли компании на капитальные затраты, износ и амортизация, изменение оборотного капитала и объема долга. Данные денежные потоки могут быть выплачены в качестве дивидендов, таким образом, их дисконтированная величина и составляет стоимость собственного капитала компании. Как правило, для упрощения расчетов выделяется несколько периодов роста, так, например, трехфазная модель применяется для фирм, первоначально обладающих высокими темпами роста, которые затем будут постепенно снижаться, пока не достигнут стабильного уровня:

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}},$$

где $FCFE_t$ – денежный поток на собственный капитал в период t ,

k_e - стоимость привлечения собственного капитала,

P_{n2} - заключительная цена на конец переходного периода [1].

В рамках данной модели в соответствии с описанными выше предпосылками стоимости компании «Петерочка» составляет **3584,64 млн. долл.**

Подход на основе стоимости привлечения капитала (FCFF) состоит в том, что фирма в целом оценивается путем дисконтирования кумулятивных денежных потоков по любым требованиям к фирме по ставке дисконтирования, определяемой в размере

средневзвешенной стоимости привлечения капитала. Разница между FCFF и FCFE по большей части определяется денежными потоками, связанными с долгом: процентными выплатами, основными платежами и новыми долговыми обязательствами, а также другими требованиями, не связанными с основным капиталом, такими как дивиденды по привилегированным акциям.

Для оценки стоимости группы «Пятерочка», также как и в случае оценки на основе свободных денежных потоков на собственный капитал, используем трехфазную модель:

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{,hg})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{P_{n2}}{(1 + WACC_{,sig})^{n2}}$$

Согласно данной методике стоимости компании составляет **4007,05 млн. долл.**

Отметим, что стоимости, рассчитанные на основе этих двух методов, отличаются друг от друга на довольно существенную величину – около 500 млн. долл. Причина столь значительных отличий заключается в том, что метод FCFF не учитывает потоки, имеющие отношение к долгу. В этом плане предпочтительнее использовать именно метод FCFF, поскольку используется довольно большой горизонт прогнозирования, в течение которого достаточно трудно точно оценить долг, поэтому при расчете FCFE могут возникнуть значительные погрешности.

Цель *сравнительной оценки* состоит в определении стоимости активов на основе рыночной цены аналогичных активов. Иными словами необходимо выявить сопоставимые фирмы по таким параметрам, как сфера деятельности, риск, потенциал роста, денежные потоки и другие. Сравнительная оценка имеет широкое использование, поскольку такой анализ требует гораздо меньшего числа явных предпосылок, а также является менее трудоемким и более прозрачным. Наиболее распространенными показателями для сравнения являются мультипликаторы прибыли (рассчитываемые как на основе чистой прибыли, так и операционной, и прибыли до уплаты налогов), мультипликаторы балансовой стоимости и мультипликаторы выручки [2]. Главным в выборе аналогов для оцениваемой компании является соблюдение принципа «единства места времени и действия». Так, при выборе аналогов использовались следующие критерии: вид деятельности, ценовая политика, целевая аудитория, работа в России, объем выручки.

Таблица 1

Значения мультипликаторов компаний-аналогов

	Магнит	Копейка	Седьмой континент
EV/Sales	1,33	1,14	2,6
EV/EBITDA	26,58	18,66	24,83
P/E	53,76	66,61	41,09
P/S	1,26	1,08	2,71

P/S и EV/Sales в меньшей степени, чем другие, подвержены краткосрочной волатильности, а также практически не зависят от специфики применявшегося стандарта бухгалтерского учета. Однако они совершенно не учитывают разницы в эффективности операций сравниваемых компаний. Не смотря на большую популярность у аналитиков, P/E мультипликатор обладает рядом недостатков, которые делают его использование оспоримым. Например, он более подвержен случайным колебаниям и более зависим от единовременных расходов и доходов. Кроме того, он не учитывает разницу в размере долга в структуре капитала. EV/EBITDA оценивает компанию по всему денежному потоку, остающемуся в распоряжении компании до того, как она выплатит проценты и налоги и начнет осуществлять капиталовложения. Он отражает способность компании обслуживать долги, а также позволяет сравнивать компании с разным уровнем задолженности, поскольку он устраняет различия в доходности, вызванные процентным бременем.

Итак, рассчитаем стоимость компании «Пятерочка» на основе мультипликатора EV/EBITDA. Среднее значение показателя EV/EBITDA равно 23,3567. Следовательно,

$EV(\text{Пятерочка}) = (\text{EV}/\text{EBITDA}) \text{среднее} * \text{EBITDA}(\text{Пятерочка}) = 23,3567 * 163 = 3807,14$. После корректировки на величину долга получаем, что стоимость компании на основе сравнительного метода составляет 3634,44 млн. долл.

Следует отметить, что в результате применения описанных выше моделей были получены различные значения стоимости Pyaterochka Holding N.V. от 3584 до 4007 млн. долл. Фактически сделка была осуществлена с помощью покупки 54% акций за 1 200 млн. долл., то есть покупателями общая стоимость компании была оценена примерно в 2 220 млн. долл. Отклонение реальной стоимости от оценок, полученных с помощью всех рассмотренных моделей, весьма существенно. Далее проанализируем, какая из представленных моделей дает наиболее справедливую оценку стоимости компании. А также рассмотрим, что могло привести к получению столь различных результатов, какие из введенных параметров оценки имели наиболее сильное воздействие на полученный результат.

Если сравнивать модели FCFF и FCFE, то предпочтение следует отдать первому способу оценки, поскольку он не учитывает долг. Дело в том, что при прогнозировании долга на столь длительный период весьма вероятно возникновение ошибок. И более того, нельзя с уверенностью сказать, что фирма все 10 лет будет поддерживать один и тот же уровень долга. Однако и при использовании FCFF компания может быть оценена с погрешностью в силу того, что при прогнозировании денежных потоков делается слишком много допущений.

Значения мультипликаторов имеют достаточно большой разброс, что может привести к существенной погрешности при усреднении. Кроме того, сравнение происходит всего с 3-мя российскими аналогами, что может быть недостаточно для справедливой оценки. Для получения более эффективной оценки следует расширить число рассматриваемых аналогов, а также включить в рассмотрение компаний, функционирующие на зарубежных рынках.

Рассмотрим, насколько полученные оценки подвержены колебаниям в зависимости от значений параметров, прогнозируемых при реализации моделей. Одним из наиболее принципиальных и неоднозначных параметров, используемых при оценке стоимости компании, является ее будущий рост. В модели FCFE экономический рост оказывает решающее воздействие на ожидаемые денежные потоки в период прогнозирования, а также на величину заключительной стоимости, также вносящей весомый вклад в итоговое значение стоимости компании. В модели FCFF кроме этого темп роста определяет и величину коэффициента дисконтирования. Таким образом, ожидаемый рост оказывает существенное влияние на значение стоимости компании.

При проведении оценки были использованы трехфазные модели FCFE и FCFF, где предполагалось, что на третьем этапе компания будет поддерживать постоянные темпы роста на уровне темпов роста экономики в целом (6%). Однако стоит учесть тот факт, что темп роста экономики определяется не только темпами роста развитых отраслей, но и темпами роста развивающихся секторов экономики. Таким образом, рост фирм на устоявшемся рынке может быть чуть ниже роста экономики страны в целом. Если предположить, что начиная с 2015 года рост будет составлять не 6%, а 5%, проведя расчеты аналогичные вышеприведенным, получим следующие значения стоимости компании. Согласно модели FCFE стоимость компании составляет 3248,49 млн. долл., а в модели FCFF 3744,97 млн. долл. Таким образом, снижение темпов роста до 5% в модели FCFE привело к сокращению стоимости компании на 9,4%. В модели FCFF сокращение темпа роста на 1% повлекло снижение стоимости компании на 6,5%. В результате корректировки предположения о потенциальном росте, было получено более низкое значение стоимости компании, однако это изменение не является достаточным для получения величины, близкой к реальной рыночной оценке данного бизнеса.

Проведем корректировку предположения о потенциальных темпах роста в прогнозируемый период 2006-2015 гг. сторону уменьшения – предположим, что рост составит не 21%, а только 20%. Согласно модели FCFE стоимость компании теперь составит 3130,33 млн. долл., а в модели FCFF 3581,99 млн. долл.. Снижение темпов роста на 1% в

модели FCFE привело к сокращению стоимости компании на 3,6%. В модели FCFF данное изменение темпа роста повлекло снижение стоимости компании на 6,5%.

Таким образом, можно отметить, что стоимость компаний является чувствительной к изменению параметра темп роста, однако несоответствие рыночной оценки компании с рассмотренными моделями вызвано несоответствием неких других базовых предположений.

Рассмотрим далее **модель сравнительного анализа**. При проведении оценки мы проанализировали достоинства и недостатки таких мультипликаторов как EV/Sales, EV/EBITDA, P/E и P/S и пришли к выводу, что для получения наиболее справедливой оценки целесообразно использовать мультипликатор EV/EBITDA. Однако рассмотрим, к каким значениям стоимости компании приведет использование других мультипликаторов. Среднее значение показателя EV/Sales равно 1,69. Следовательно, $EV(\text{Пятерочка}) = (EV/\text{Sales})_{\text{ср}} * \text{Sales}(\text{Пятерочка}) = 1,69 * 1359,3 = 2297,22$. После корректировки на величину долга получаем, что стоимость компании на основе сравнительного метода составляет 2124,52 млн. долл.

Стоимость компании, оцененная с помощью мультипликатора EV/Sales, соответствует стоимости, исходя из которой заключалась сделка, таким образом, можно предположить, что аналитики Perekrestok Holdings Ltd. при оценке стоимости Pyaterochka Holding N.V. использовали именно метод сравнительной оценки на основе мультипликатора EV/Sales. Однако стоит отметить, что данный мультипликатор дает не совсем справедливую оценку стоимости, поскольку не учитывает разницу в эффективности операций сравниваемых компаний. Рациональность использования именно данного подхода также представляется сомнительной, поскольку полученное таким образом значение стоимости компании существенно отличается от всех прочих оценок, коррелирующих между собой.

Рассмотрение различных моделей оценки стоимости компаний, анализ достоинств и ограничений использования позволяет сделать вывод о том, что для получения наиболее справедливой оценки необходимо использовать не результат, полученный с помощью лишь одного из существующих методов, а результаты нескольких различных подходов. Поскольку каждая из представленных моделей обладает своими достоинствами, отличающими ее от прочих, и недостатками, отсутствующими в других моделях, справедливой будет являться некая синтетическая оценка, полученная на основе взвешивания результатов, полученных согласно нескольким наиболее подходящим в данном экономическом контексте моделям.

Библиографический список

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов; пер. с англ. / А. Дамодаран. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 1341 с.
2. www.cfin.ru
3. www.advertology.ru Статья «Встретились два одиночества» / Матвеева А. / Среда, 19 апреля, 2006 г.

А.В. Хатнянская

Воронежская государственная технологическая академия
г.Воронеж

С.В. Верзилина

Воронежский государственный университет
г.Воронеж

ТЕРРИТОРИАЛЬНЫЙ БРЕНДИНГ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ОРГАНИЗАЦИОННО – ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Полагаясь на зарубежный и отечественный опыт построения эффективных брендов можно с уверенностью утверждать, что институт брендов не может эффективно функционировать без поддержки со стороны государства. В последние годы органы