

Серов Михаил Сергеевич, магистрант,  
Сургутский государственный Университет  
Институт экономики и управления, Сургут

## ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДИК ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ПРИМЕРЕ ПАО МАГНИТ

**Аннотация:** В статье рассматриваются основные методы оценки предприятия, акцент делается на их особенностях. Представлены примеры расчётов стоимости предприятия, сопоставленные с фактической и расчётной стоимостью в исследуемые периоды. Научная новизна заключается в практическом анализе и табличном сравнении результатов применения различных методов оценки.

**Ключевые слова:** оценка стоимости предприятия, методы оценки, ПАО «Магнит», экономическая добавленная стоимость, SVA, CVA, MVA, дисконтированные денежные потоки.

Обзор литературы:

Как обсуждалось ранее, существовало множество попыток объяснить методы оценки стоимости предприятия. Особый вклад внесли лауреаты Нобелевской премии по экономике из стран с развитой рыночной экономикой, где потребность в инструментах оценки возникла раньше. Среди ключевых авторов:

Джеймс Тобин (1969), разработавший теорию q-коэффициента, связывающую стоимость активов с рыночной ценой в работе «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory» [1].

Франко Модильяни и Мертон Миллер (1958), чья теорема ММ изменила понимание структуры капитала в работе «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment» [2].

Уильям Шарп (1964), создатель модели CAPM в статье «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium» [3].

Майрон Шоулз (1973), соавтор модели Блэка-Шоулза для оценки опционов в работе «The Pricing of Options and Corporate Liabilities» (совместно с Ф. Блэком) [4].

В области прогнозирования и ситуационного подхода выделяются:

Патрик Салливан (2000) с работой по оценке нематериальных активов «Value-Driven Intellectual Capital» [5].

Джон Пеппард и Джо Уорд (2005), интегрировавшие стратегию и оценку в «Strategic Planning for Information Systems» [6].

Асват Дамодаран (2012), систематизировавший методы DCF в книге «Investment Valuation: Tools and Techniques» [7].

Том Коупленд и соавторы (2000) с работой «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies» [8].

В прикладном управленческом контексте:

Габриэль Хававини и Клод Виалле (1999) с книгой «Finance for Executives» [9].

Роберт Каплан и Дэвид Нортон (1992), разработавшие Сбалансированную систему показателей в статье «The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance» [10].

Шэннон Пратт (2008) с практическими кейсами в «Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies» [11].

Таким образом можно перейти к разбору того как проходит оценка стоимости предприятия, начнём с Модели экономической прибыли.

Модель экономической прибыли (EVA)



Данный метод как указано в ряде научных работ и статей [12] основывается на том, что недостаточно просто получать прибыль, покрывающую стоимость капитала. Необходимо получать сверхприбыль. Именно возможность получения сверхприбыли формирует стоимость компании.

Процесс получения стоимости строится по следующим процедурам:

1. Определение размера чистой операционной прибыли после налогообложения (NOPAT).
2. Определение размера инвестированного капитала.
3. Определение рентабельности инвестированного капитала.
4. Определение стоимости капитала как средневзвешенной стоимости капитала (WACC).
5. Расчет EVA как разницы между NOPAT и произведением WACC на инвестированный капитал.

Формула:

$$EVA = NOPAT - WACC \times \text{Инвестированный капитал}$$

где:

- NOPAT – чистая операционная прибыль после налогообложения;
- WACC – средневзвешенная стоимость капитала (в %);
- Инвестированный капитал – сумма инвестиций в предприятие.

Пример расчета для компании «Магнит» за период 2021-2023 годов представлен в таблице 1.

Таблица 1.

Расчёт стоимости компании методом EVA

| Год  | NOPAT | Инвестированный капитал | WACC   | EVA (Экономическая добавленная стоимость) |
|------|-------|-------------------------|--------|-------------------------------------------|
| 2023 | 37,40 | 561,9                   | 10,70% | -22,72                                    |
| 2022 | 31,8  | 498,3                   | 11,07% | -23,36                                    |
| 2021 | 25,11 | 432,6                   | 9,31%  | -15,16                                    |

Источник: составлено автором на основании отчетности компании [13, 15].

Модель добавленной стоимости акционерного капитала (SVA)

Данный метод оценки и как результат управления стоимостью предприятия основывается, как многие из указанных методов основывается на процессе дисконтирования денежных потоков. что дифференцирует данный метод является то, что эта модель делает фокус на создании стоимости для акционеров.

Схема производства расчётов примерно такая:

Необходимо построить модель тренда компании. Это не столь необходимый шаг как прочие, но он поможет в прогнозировании прибылей и, как результат этого, позволит определить более точно стоимость предприятия на данный момент

Далее рассчитывается чистая операционная прибыль на основании доходов, расходов и ставки налога.

Далее рассчитываем изменение что произошло за период и это является базисом для оценки стоимости

Вторым показателем стоимости является изменение стоимости инвестируемого капитала. Мы его получаем в результате трендового прогнозирования.

Далее мы находим разность между двумя базисами что будет тем, что подвергнется дисконтированию.



Это показатель далее корректируется в соответствии с целью оценки на коэффициент производный от цели оценки, то есть в случае этого метода ставка дисконтирования=ставка дохода по акциям.

Далее мы складываем получившиеся потоки по периодам с стоимостью изначальных инвестиций.

Формула:

$$SVA = IC_{mv} + IAmv + \sum \Delta NOPAT - IC * WACC \quad (1)$$

Где:  $IC_{mv}$  рыночная стоимость инвестированного капитала

$IA_{mv}$  рыночная стоимость иных инвестированных ЦБ

В интересах иллюстрации работы методов мы изменим формулу убрав часть  $IA_{mv}$  с целью исключения показателей что нельзя найти в отчётности предприятия.

Пример расчета для компании «Магнит» за период 2021-2023 годов представлен в таблице 2 (упрощенная формула).

Таблица 2.

Расчёт стоимости компании методом SVA

| NOPAT | Инвестированный капитал | WACC   | Изменение NOPAT | SVA    |
|-------|-------------------------|--------|-----------------|--------|
| 37,40 | 561,9                   | 10,70% | 5,60            | 595,90 |
| 31,8  | 498,3                   | 11,07% | 6,69            | 527,32 |
| 25,11 | 432,6                   | 9,31%  | 5,96            | 455,93 |

Источник: составлено автором на основании отчетности компании [13, 15].

Модель добавленной стоимости потока денежных средств (CVA)

Данный метод согласно ряду работ, а в особенности с работой Назаровой В.В. и Бирюковы Д.С. “Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании” стоимость предприятия находится по методике следующей [14]:

Находиться операционная прибыль, изменение рабочего капитала, инвестиции в периоде, что иногда в практике называют  $OCFi$  – операционный денежный поток компании

Далее находят показатель  $OCFDi$  – поток, требуемый для обеспечения инвестиционных требований по стратегическим инвестициям (OperatingCashFlowDemand) по сути своей это любые инвестиции что необходимы для поддержания деятельности предприятия.

Далее эта разность корректируется с ставкой дисконтирования и суммируется по всем потокам.

Мы можем определить далее рациональность инвестиций путём деления дисконтированной суммы потока  $OCFi$  на сумму дисконтированных потоков  $OCFDi$  что при показателях более одного говорит о том, что инвестиции себя более чем оправдывают

Преимуществом данного метода можно назвать о что его результаты зависят от денежных потоков, а не бухгалтерские показатели. Иными словами, даже если мы маленький частник что не ведёт особого учёта мы можем узнать стоимость своего дела и его стоимость.

$$CVA = adjNOCF - IC * WACC \quad (2)$$

Где  $adjNOCF$ -чистый денежный поток от операционной деятельности, очищенный от налогов

$IC$  инвестированный капитал

$WACC$  стоимость капитала

Иначе используется, и то что будет использованна в этой работе

$$CVA_i = OCF_i - OCFDi \quad (3)$$

Где:

$OCFi$ -операционный денежный поток компании



OCFDi – поток, требуемый для обеспечения инвестиционных требований по стратегическим инвестициям

Есть и другие более развёрнутые формулы, но они исходят из этой и поэтому я их опускаю

Таблица 3

Расчёт стоимости компании методом CVA

| OCFi  | OCFDi | CVA (Добавленная стоимость денежных потоков) |
|-------|-------|----------------------------------------------|
| 103,8 | -67,2 | 36,60                                        |
| 82,1  | -52,9 | 29,20                                        |
| 89,4  | -45,3 | 44,10                                        |

Таблица составлена на основании отчётности компании [13] [15].

Модель добавленной рыночной стоимости (MVA)

Данный метод/модель строиться на том, что в ходе функционирования предприятия его рыночная стоимость будет расти в отношении суммы первоначальных инвестиций и стоимости её активов что указаны в балансе.

Мы можем рассчитать данную стоимость с помощью модели экономической прибыли, а именно используя следующую формулу:

$$MVA = \sum (EVA / (1 + WACC)^i) \quad (4)$$

Где EVA это стоимость по модели экономической прибыли

WACC это средневзвешенная стоимость капитала привлекаемого для функционирования предприятия

i – это период после начала инвестирования/функционирования компании

Иное определение данного показателя заключается в том, что MVA это разница между суммарной стоимостью акций предприятия на рынке и стоимостью активов предприятия.

Таблица 4

Расчёт стоимости компании методом MVA

| год  | EVA (Экономическая добавленная стоимость) | WACC   | MVA (Добавленная рыночная стоимость) |
|------|-------------------------------------------|--------|--------------------------------------|
| 2023 | -48,57                                    | 10,70% | -18,54                               |
| 2022 | -11,55                                    | 11,07% | -21,03                               |
| 2021 | -12,35                                    | 9,31%  | -15,16                               |

Таблица составлена на основании отчётности компании [13] [15].

Модель дисконтированных денежных потоков (DCF)

Закончим перечисление методов оценки стоимости предприятия с методом, который мне известен лучше всего и вообще применяемый наиболее часто, метод DCF либо просто метод дисконтирования.

Простой, понятный, не очень эффективный и уступающий методу CFROI который я так и не понял.

Процесс оценки по этому методу проходит по следующей схеме:

Необходимо определить величину необходимых первоначальных инвестиций

Определить величину прибыли/убытков в периоде, в которые входят потоки выручки, себестоимости, амортизация, себестоимости, стоимости оперирования, ЗП, логистические затраты, налоговое бремя.



Рассчитываем ставку дисконтирования, этот показатель характеризует постоянно уменьшающуюся привлекательность прибыли в последующих периодах в результате как привлекательности безрисковых вложений, инфляции и риска, так и в некоторых подходах ставка WACC.

Провести дисконтирование по схеме  $CF = \text{Чистый денежный поток} / (1 + \text{ставка дисконтирования})^{\text{номер периода оценки от изначальной инвестиции}}$ , где сумма этих потоков и стоимость первоначальных капитальных вложений составляют стоимость предприятия.

Сумму Приведённых денежных потоков/Сумма приведённых инвестиций. Таким образом мы получаем информацию о том создаёт ли менеджмент стоимость для предприятия или нет что выражена в том, что при значении меньше нуля следует понимать проект или предприятие нерентабельным и ведущим свою деятельность в минус.

Формулы:

$$DCF = \sum_{i=t}^n \frac{CF}{(1+r)^i} \quad (5)$$

Где CF – прибыль/убыток организации после всех выплат и налогов

r – это ставка дисконтирования, что принимается как WACC в целях данной работы

i – это номер периода после начала проекта/инвестиций

Таблица 5

Расчёт стоимости компании методом MVA

| год  | Чистый операционный поток | WACC   | DCF (Дисконтированные денежные потоки) |
|------|---------------------------|--------|----------------------------------------|
| 2023 | 72,5                      | 10,70% | 59,16                                  |
| 2022 | 58,7                      | 11,07% | 52,85                                  |
| 2021 | 64,2                      | 9,31%  | 64,20                                  |

Таблица составлена на основании отчётности компании [13] [15].

Далее приведена таблица показывающая основные показатели этих методов:

Таблица 6

| Параметр сравнения | EVA                                                                                      | SVA                                                                                | CVA (модифицированная DCF)                                              | MVA                                                               | DCF                                                                                                    |
|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Основание          | Экономическая прибыль (EBIT – (инвестированный капитал * стоимость капитала))            | Создание стоимости для акционеров, учитывая все источники                          | Прирост стоимости, генерируемый денежными потоками                      | Разница между рыночной капитализацией и инвестированным капиталом | Дисконтирование будущих денежных потоков к настоящей стоимости                                         |
| Надёжность         | Средняя. Зависит от точности определения стоимости капитала и инвестированного капитала. | Средняя. Зависит от прогнозирования будущих денежных потоков и стоимости капитала. | Средняя. Точность зависит от качества прогнозирования денежных потоков. | Высокая, если рынок эффективен. Зависит от ликвидности акций.     | Средняя-высокая. Зависит от качества прогнозирования денежных потоков и выбора ставки дисконтирования. |



|                         |                                                                                         |                                                                                                      |                                                                                           |                                                                            |                                                                                         |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| Сильные стороны         | Простота интерпретации, фокус на эффективности использования капитала.                  | Учёт всех источников создания стоимости.                                                             | Фокус на денежных потоках, более понятный для инвесторов, ориентированных на ликвидность. | Простота расчёта, прямая оценка созданной стоимости.                       | Широко применяется, гибкий метод, учитывает временную стоимость денег.                  |
| Слабые стороны          | Зависимость от выбора ставки дисконта, не учитывает все факторы, влияющие на стоимость. | Сложность расчёта, требует глубокого понимания бизнеса.                                              | Зависит от прогнозов, которые могут быть неточными.                                       | Зависимость от рыночной конъюнктуры, не подходит для непубличных компаний. | Сложность прогнозирования денежных потоков, чувствительность к ставкам дисконтирования. |
| Сложность использования | Средняя                                                                                 | Высокая                                                                                              | Средняя                                                                                   | Низкая                                                                     | Средняя-высокая                                                                         |
| Необходимая информация  | Финансовая отчётность, стоимость капитала.                                              | Финансовая отчётность, прогнозы, стоимость капитала, стратегический план.                            | Финансовая отчётность, прогнозы денежных потоков, ставка дисконтирования.                 | Рыночная капитализация, финансовая отчётность.                             | Финансовая отчётность, прогнозы денежных потоков, ставка дисконтирования.               |
| Отрасль применения      | Широко применима, особенно для оценки эффективности использования капитала.             | Подходит для компаний с чётко определённой стратегией и прогнозируемым ростом.                       | Подходит для компаний с устойчивыми денежными потоками.                                   | Подходит для публичных компаний с ликвидными акциями.                      | Широко применима, особенно для компаний с прогнозируемыми денежными потоками.           |
| Формулы                 | $NOPAT - WACC \cdot IC$                                                                 | $\Delta NOPAT - IC \cdot WACC$<br>$IC_{mv} + IC + IAm_v + \text{Сумм}(\Delta NOPAT - IC \cdot WACC)$ | $AdjNOCF - WACC \cdot IC$<br>Иначе $OCFi - OCFDi$                                         | $\text{Сумм} (EVA / (1 + WACC)^i)$                                         | $DCF = \sum CF / (1 + r)^i$                                                             |

Результаты применения методов оценки и выводы:

EVA (Экономическая добавленная стоимость):

За 2021–2023 гг. значения EVA для ПАО «Магнит» отрицательны (-22,72; -15,16; -49,85%), что как указывает на недостаточную прибыль при высокой стоимости капитала и



высоких капитальных затратах. Это может быть связано с ростом WACC (до 10,70% в 2023 г.) и недостаточной операционной прибылью, на мой взгляд здесь стоит принять во внимание факт того что компания активно развивается и расширяется в ширь, это может объяснить высокие инвестиционные потоки предприятия.

**SVA (Добавленная стоимость акционерного капитала):**

Значения стоимости компании SVA на протяжении всего периода демонстрируют рост (455,93 → 595,9) или в процентах 30,70 %, что отражает увеличение стоимости для акционеров, несмотря на негативные показатели EVA. Это может объясняться фокусом метода на дисконтированных денежных потоках и стратегических инвестициях.

**CVA (Добавленная стоимость денежных потоков):**

Положительные значения CVA (44,10 → 36,60 или -17,01%) свидетельствуют о том, что операционные денежные потоки компании превышают инвестиционные потребности. Это подтверждает эффективность управления ликвидностью но негативная тенденция к росту указывает на то что растут темпы проведения расширения и развития, хотя мне кажется это в большей мере связано с изменением курса рубля.

**MVA (Добавленная рыночная стоимость):**

Отрицательные значения MVA (-15,16 → -18,54) указывают на снижение рыночной стоимости компании относительно балансовой стоимости активов, что может быть связано с падением доверия инвесторов или рыночными рисками. Это подтверждается так же высокими темпами роста этого показателя, 22,28 % это может быть связано в первую очередь с методами применяемыми в этой работе и доступным данными.

**DCF (Дисконтированные денежные потоки):**

Значения DCF а именно их падение на -7,85% указывает на то что либо наблюдается сокращение ЧДП-чистого дисконтированного денежного потока либо как мы можем видеть на примере компании ростом инвестиционных потоков компании.

### **Сравнительный анализ методов**

Наиболее подходящие методы для ПАО «Магнит»:

CVA и DCF оказались наиболее информативными и полезными, так как они, будучи более основанными на цели дачи корректной оценки стоимости предприятия, учитывают реальные денежные потоки и менее зависимы от бухгалтерских корректировок.

SVA полезен для оценки стратегических решений, направленных на увеличение стоимости для акционеров, именно этот метод будет полезен инвесторам что стремятся вложиться куда-то, положительные значения как самого показателя так и тенденций роста показывают на то что их вложения в долгосрочной перспективе будут расти. По факту мне кажется именно этот метод лучше подходит для ответа на вопрос сколько стоит предприятие без привязки к его материальным активам.

Методы с ограничениями:

EVA и MVA показали негативные результаты. Что может быть связано с высокой стоимостью капитала (WACC) и рыночными факторами. Мы можем сказать то, что эти методы не совсем направлены на дачу оценки того сколько денег стоит выложить за предприятие но на то, как эффективно оно, предприятие в деле использования своих ресурсов. Их лучше применять для проведения анализа эффективности деятельности предприятия, не его стоимости.

Практическая значимость исследования

Статья предоставляет четкий алгоритм применения методов оценки для компаний с открытой отчетностью, таких как ПАО «Магнит».

Результаты демонстрируют, что выбор метода зависит от целей оценки:

Для анализа операционной эффективности – CVA;



Для долгосрочного прогнозирования – DCF;  
Для оценки рыночных ожиданий – MVA и EVA (при наличии ликвидных акций).

*Список литературы:*

1. **Тобин Дж.** A General Equilibrium Approach to Monetary Theory // Journal of Money, Credit and Banking. 1969. Vol. 1. No. 1. P. 15–29.
2. **Модильяни Ф., Миллер М.** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. Vol. 48. No. 3. P. 261–297.
3. **Шарп У.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium // Journal of Finance. 1964. Vol. 19. No. 3. P. 425–442.
4. **Блэк Ф., Шоулз М.** The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy. 1973. Vol. 81. No. 3. P. 637–654.
5. **Салливан П.** Value-Driven Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate Assets into Market Value. New York: Wiley, 2000. 320 p.
6. **Пеппард Дж., Уорд Дж.** Strategic Planning for Information Systems. 3rd ed. Chichester: Wiley, 2005. 450 p.
7. **Дамодаран А.** Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2012. 720 p.
8. **Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.** Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 4th ed. New York: Wiley, 2000. 600 p.
9. **Хававини Г., Виалле К.** Finance for Executives: Managing for Value Creation. Boston: Cengage, 1999. 480 p.
10. **Каплан Р., Нортон Д.** The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance // Harvard Business Review. 1992. Vol. 70. No. 1. P. 71–79.
11. **Пратт Ш.** Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2008. 880 p.
12. Самаркина Т. А. МОДЕЛЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ: СУЩНОСТЬ, СПЕЦИФИКА ПРИМЕНЕНИЯ ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ // Теория и практика современной науки. 2017. №10 (28). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/model-ekonomicheskoy-pribyli-suschnost-spetsifika-primeneniya-pri-otsenke-biznesa-rossiyskih-kompaniy> (дата обращения: 13.12.2024).
13. Справочник аналитика (Databook) Магнит за 2024 год <https://www.magnit.com/ru/shareholders-and-investors/results-and-reports/>
14. Назарова В. В., Бирюкова Д. С. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании // Экономика и экологический менеджмент. 2014. №3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/stoimostnye-metody-otsenki-effektivnosti-menedzhmenta-kompanii> (дата обращения: 13.12.2024)
15. Операционные и финансовые результаты ПАО «Магнит» за 2024 год

