

УДК 330.322

Ключевые слова:

оценка бизнеса, тест на обесценение, модель Гордона, дисконтирование денежных потоков, справедливая стоимость, рыночная стоимость

М. К. Шабалин,

начальник сектора финансового анализа и прогнозирования ПАО «ТрансКонтейнер», соискатель ученой степени к. э. н. (e-mail: shabalinmk@gmail.com)

Правильная оценка стоимости инвестиционного объекта в кризисное время

Для анализа большинства инвестиционных объектов применяется финансово-математическая модель, описывающая динамику денежных потоков в прогнозном периоде, по которой с помощью формулы Гордона можно оценить справедливую стоимость проекта, если условия применимости методики выполняются в первом приближении. При актуализации данной величины актива на очередную дату оценки, попавшую на период экономико-политического кризиса в стране, аналитики и консультанты сталкиваются с критическим обесцениванием объекта.

Факторами падения стоимости выступают снижение прогнозных финансовых потоков и повышение риска бизнес-единицы, отражающееся на росте ставки дисконтирования денежных эквивалентов, используемой для приведения суммы средств к сегодняшнему дню. В случае долгосрочного кризисного периода резкое изменение результата оценки коррелирует с общим мнением продавцов и покупателей актива об уменьшении его эффективности и доходности. Однако если экономико-политическое напряжение имеет краткосрочный или прогнозируемый среднесрочный характер, владелец инвестиционного объекта не согласится с существенным обесценением и просто отложит продажу. Проблема оценки справедливой стоимости актива кроется в адаптации существующих теоретических подходов к «нестандартным» реалиям, которые нужно учесть в финансовой модели. «Разовые» факторы могут значительно влиять на результат, создавая большую волатильность итоговой стоимости при малых изменениях нового параметра, характеризующего дополнительный риск и сильно зависящего от экспертного мнения специалиста или консультанта.

Многие аналитики и экономисты вновь столкнулись с этой проблемой после начала кризиса 2014 г. В данной статье предлагается фундаментальное изменение одного из классических подходов к оценке стоимости бизнеса по методике Гордона, позволяющее адаптировать тестирующую финансовую модель к факторам, не имеющим постоянного характера. В итоге временный скачок доходности актива не будет столь существенно влиять на результат, что расширит сферу применимости формулы со стабильной экономической ситуации на более приближенную к российской экономике. Теоретические аспекты оценки бизнеса предприятий отражены в работах таких авторов, как С. В. Валдайцев [1],

А. Г. Грязнова [2], А. И. Зимин, Ю. В. Козырь [3], Л. И. Найденова, Е. И. Овечкина, Н. А. Колайко, Е. Е. Румянцева, Н. Г. Синявский, Г. И. Сычев, Л. А. Филиппов [4], Р. Райли и Р. Швайс [5]. В данной статье мы сосредоточимся на практической значимости нового подхода.

ОПИСАНИЕ КЛАССИЧЕСКОГО ПОДХОДА

Оценка финансовой привлекательности инвестиционных объектов методом дисконтирования прогнозных денежных потоков с использованием формулы Гордона [6] довольно часто встречается в практике экономического анализа и аудита. Тест на обесценение основных средств по международным стандартам финансовой отчетности, оценка эффективности капитальных затрат, проверка справедливой стоимости инвестиционных проектов — регулярные аналитические документы, содержащие расчеты по данной методике.

В то же время существует ряд ограничений для объектов оценки, нарушение которых может привести к отсутствию корректного результата и значительному отличию от рыночной стоимости. Рассматриваемый актив должен иметь возможность работать с одинаковой эффективностью неограниченный во времени период. Темпы роста производственной деятельности должны быть прогнозируемыми и достаточно устойчивыми. Экономическая ситуация на бесконечном временном промежутке предполагается стабильной. Оценка актива проводится в два этапа (мы рассмотрим пример двухстадийной модели [7], но некоторые авторы, например А. Damodaran [8], предлагают обращаться к трехстадийной модели, чтобы приблизиться к реальным темпам роста проектов).

На первом этапе строится соответствующая финансово-математическая модель денежных потоков, учитывающая дополнительные затраты на поддержание объекта в рабочем состоянии. Срок эксплуатации актива также разбивается на два периода: прогнозный и остаточный (или терминальный, постпрогнозный). На стадии первого этапа рассчитывается прогнозная часть на базе потоков финансовой модели. Для приведения будущих денежных поступлений к сегодняшнему эквиваленту определяется актуальная альтернативная ставка доходности для владельца актива, по которой дисконтируются прибыли прогнозного периода:

$$PV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

где r — альтернативная доходность или ставка дисконтирования;

n — количество рассматриваемых прогнозных лет;

CF_t — прибыль t -го года.

На втором этапе считается остаточная стоимость инвестиционного объекта. Эта величина оценивает актив в постпрогнозный период и является суммой бесконечно убывающего ряда. Использование формулы суммы геометрической прогрессии аргументируется предположением о стабильном и устойчивом росте экономики в целом и прибыли, генерируемой активом. Таким образом, мы сохраняем эффективность и рентабельность объекта на весь бесконечный временной отрезок. Данные условия позволяют применить формулу Гордона, по которой оценивается терминальная стоимость:

$$PV_1 = \frac{CF_n(1+g)}{(1+r)^n(r-g)}, \quad (2)$$

где CF_n — прибыль последнего прогнозного года;

g — постоянный темп роста прибыли в терминальном периоде.

Для упрощения дальнейших расчетов заметим, что множитель произведения PV_1 :

$$DCF_n = \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (3)$$

является одним из слагаемых PV_0 , которые мы должны вычислить на первом этапе, поэтому нам будет полезно записать остаточную стоимость в упрощенном виде:

$$PV_1 = \frac{CF_n(1+g)}{(1+r)^n(r-g)} = \frac{DCF_n(1+g)}{(r-g)}. \quad (4)$$

В результате рыночная оценка объекта будет складываться из определенных выше частей:

$$PV = PV_0 + PV_1. \quad (5)$$

Данная методика расчета не зависит от экономической ситуации в стране на дату проведения теста. В случае наступления кризиса пересматриваются базовые параметры финансовой модели из-за снижения объемных и производственных показателей. Это сказывается на увеличении рискованности актива и снижении его доходности. Рассмотрим сценарий повторной оценки инвестиционного объекта через год, когда в стране начало возрастать экономико-политическое напряжение. Увеличение риска инвестиций в рассматриваемый объект повлияет на рост альтернативной ставки финансовых вложений инвестора. На практике в качестве ставки дисконта часто используется величина WACC (*Weighted Average Cost of Capital*, средневзвешенная стоимость капитала) компании при оценке проектов [7]. WACC включает в себя, например, страновой риск и растет одновременно с ним. Чем выше ставка дисконтирования, тем ниже приведенная стоимость денежных потоков, формирующих стоимость объекта.

Допустим, ставка дисконта при проведении оценки в кризисное время выросла до $r'' > r$. Тогда при изменении денежных потоков, но сохранении прогнозируемого устойчивого темпа роста прибыли в терминальном периоде общая стоимость объекта сократится до величины:

$$PV'' = PV_0'' + PV_1'' = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t''}{(1+r'')^t} + \frac{DCF_n''(1+g)}{(r''-g)} < PV. \quad (6)$$

На практике часто оказывается, что остаточная стоимость оцениваемого проекта обладает высокой волатильностью по отношению к альтернативной ставке доходности вложений инвестора. Экономическая дестабилизация ведет к росту странового риска и ставки дисконта. В результате терминальная часть резко уменьшается, что значительно влияет на итог оценки. В новом подходе фундаментальным моментом является сокращение зависимости финансового итога тестирования актива на обесценение от несистемных скачков альтернативной доходности, что автоматически скажется на повышении устойчивости формулы и модели к временным политическим или экономическим факторам. В качестве лакмусовой бумажки новой методики используем чувствительность результата оценки справедливой величины инвестиционного объекта:

$$k = \frac{PV''}{PV}. \quad (7)$$

ФОРМУЛИРОВКА ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО ИЗМЕНЕНИЯ

Таргетированной (целевой) ставкой доходности назовем величину альтернативной доходности финансовых вложений для определенного инвестора без учета временных рисков, отвечающую стабильной экономической ситуации. Физически это может быть слабо колеблющимся значением за прошлые периоды, когда макроэкономические параметры отличались устойчивостью. Предположение о существовании такой ставки для пула инвестиционных объектов означает высокую вероятность возвращения суммы рисков в краткосрочном или среднесрочном периодах на докризисный уровень.

Рассмотрим бесконечно действующий и приносящий прибыль актив, имеющий финансовую модель притоков и оттоков. Для данного объекта определим таргетированную ставку альтернативной доходности, не зависящей от кратковременных бизнес-изменений. Допуская стабильные темпы роста экономики, зафиксируем актуальную альтернативную ставку, соответствующую дате оценки. Выделив релевантный прогнозный период из финансовой модели, вычислим первую часть стоимости объекта:

$$TPV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = PV_0. \quad (8)$$

При расчете терминальной стоимости учтем, что на бесконечном промежутке предполагается стабильная экономика, соответствующая таргетированной ставке Tr , которая подтверждается расчетами или ретроспективой и может отличаться от актуального значения r . Тогда остаточная часть справедливой величины актива составит:

$$TPV_1 = \frac{DCF_n(1+g)}{(Tr-g)}. \quad (9)$$

Полученная итоговая сумма

$$TPV = TPV_0 + TPV_1 \quad (10)$$

при нормальном макроклимате в стране не будет значительно различаться с оценкой PV при классическом подходе. Однако если появляются временные экономико-политические факторы, поднимающие величину альтернативной ставки r'' на дату проведения теста, результат существенно меняется. Увеличение ставки дисконта не является долгосрочным в отличие от стандартной методики, поэтому его наибольшее влияние должно отразиться в прогнозном периоде на первой части ответа:

$$TPV_0'' = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t''}{(1+r'')^t} < TPV_0. \quad (11)$$

На бесконечности, определяющей остаточную стоимость, предполагаем выравнивание напряженности в стране и постепенный возврат к таргетированной ставке:

$$TPV_1'' = \frac{DCF_n''(1+g)}{(Tr-g)} = TPV_1. \quad (12)$$

Таким образом, краткосрочные риски не повлияли на терминальную стоимость актива, что согласуется с их определением, и, соответственно, минимизировали влияние на общую сумму:

$$TPV'' = TPV_0'' + TPV_1'' \quad (13)$$

Утверждается, что благодаря введению таргетированной ставки в случае проведения теста на изменение стоимости инвестиционного объекта в кризисное время финансовый результат будет гораздо менее волатильно зависеть от альтернативной ставки доходности вложений, т. е.:

$$Tk = \frac{TPV''}{TPV} > \frac{PV''}{PV} = k. \quad (14)$$

ДОКАЗАТЕЛЬНАЯ БАЗА

Приведем доказательство повышения устойчивости справедливой стоимости в новой модели на примере компании с постоянным темпом роста прибыли в постпрогнозный период. Рассмотрим ПАО «ТрансКонтейнер» — крупнейший российский интермодальный контейнерный оператор. Компания предоставляет полный спектр услуг, связанных с контейнерными перевозками, терминальной обработкой и логистикой.

Следуя международным стандартам финансовой отчетности и аудита, спрогнозируем пять лет операционной деятельности бизнеса, отталкиваясь от фактических данных за 2014 г., раскрытых в отчете ПАО «ТрансКонтейнер» о движении денежных средств [10]. Проведем расчет по классическому использованию формулы Гордона. Предположим, что в стабильной экономической ситуации прибыль первого прогнозного года в финансово-экономической модели компании составляет 5200 млн руб. (сумма свободного денежного потока до выплат акционерам и кредиторам в 2014 г. с учетом допущения, что доля обязательных инвестиций для поддержания деятельности составила 40 %). Рост денежного потока в пятилетнем промежутке установим на уровне 5 % в год. Пусть альтернативная ставка доходности объекта оценки на дату проведения теста равняется 16 %. Согласно методике она сохраняется на каждый год прогнозного периода. Тогда дисконтированные денежные потоки будут следующими (табл. 1).

Таблица 1

Оценка стоимости компании в стабильное экономическое время по классической методике

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Рост прибыли (к прошлому году)		105 %	105 %	105 %	105 %
Денежный поток (млн руб.)	5200	5460	5733	6020	6321
Альтернативная ставка	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %
Фактор дисконта	1,2	1,3	1,6	1,8	2,1
Приведенный поток (млн руб.)	4483	4058	3673	3325	3010

Источник: рассчитано автором.

$$\text{Здесь Фактор дисконта} = (1 + \text{альтернативная ставка})^{\text{количество лет}} \quad (15)$$

$$\text{Приведенный поток} = \frac{\text{Денежный поток}}{\text{Фактор дисконта}} \quad (16)$$

Прогнозная стоимость (сумма приведенных потоков) составит:

$$PV_0 = 18\,548 \text{ млн руб.} \quad (17)$$

В терминальном периоде предположим устойчивый рост прибыли по 3 % в год, что согласуется с международными стандартами, если нет достаточных доказательств большего значения (например, заключенных долгосрочных контрактов). В классическом подходе альтернативная ставка сохраняется на весь постпрогнозный период, поэтому терминальная стоимость по формуле Гордона составит:

$$PV_1 = \frac{DCF_5(1 + g)}{(r - g)} = \frac{3010 \cdot (1 + 3\%)}{(16\% - 3\%)} = 23\,845 \text{ млн руб.} \quad (18)$$

Тогда общая стоимость объекта равна:

$$PV = PV_0 + PV_1 = 18\,548 + 23\,845 = 42\,393 \text{ млн руб.} \quad (19)$$

Предположим, что через год появились временные экономико-политические риски, повлиявшие на рост альтернативной ставки доходности вложений до 20 %. Нам нужно актуализировать стоимость компании, но увеличение напряженности в стране сказалось на снижении объемов производства. Допустим, что следствием спада станет уменьшение прибыли в первый прогнозный год на 5 %, до 4940 млн руб. Если рассмотреть среднесрочную длительность кризиса в стране, то к четвертому году темпы роста прибыли вернуться к нормальному для компании уровню — 5 %. В период восстановления предполагаем плавное увеличение на 3 % и 4 % во второй и третий годы после даты оценки соответственно. Это повлияет на расчет дисконтированных денежных потоков следующим образом (табл. 2).

Таблица 2

**Оценка стоимости компании
в кризисное экономическое время по классической методике**

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Рост прибыли (к прошлому году)		103 %	104 %	105 %	105 %
Денежный поток (млн руб.)	4940	5089	5292	5557	5835
Альтернативная ставка	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Фактор дисконта	1,2	1,4	1,7	2,1	2,5
Приведенные потоки (млн руб.)	4117	3534	3063	2680	2345

Источник: рассчитано автором.

Прогнозная стоимость (сумма приведенных потоков) составит:

$$PV_0'' = 15\,738 \text{ млн руб.} \quad (20)$$

Терминальная стоимость с учетом новой «кризисной» альтернативной ставки, сохраняющейся на весь постпрогнозный период, окажется:

$$PV_1'' = \frac{DCF_5''(1+g)}{(r''-g)} = \frac{2345 \cdot (1+3\%)}{(20\% - 3\%)} = 14\,206 \text{ млн руб.} \quad (21)$$

Стоимость компании будет равна:

$$PV'' = PV_0'' + PV_1'' = 15\,738 + 14\,206 = 29\,944 \text{ млн руб.} \quad (22)$$

В результате того что оценка проводилась в напряженное для страны время, ценность бизнеса сократилась с 42 до 30 млрд руб. Относительное изменение стоимости актива от наличия кратковременного риска:

$$k = \frac{PV''}{PV} = 71\%, \quad (23)$$

Но подтвердят ли участники рынка, а тем более собственники, обесценение инвестиционного объекта почти на 30 %, понимая, что будущая эффективность актива занижена из-за текущего экономического положения?

Теперь рассмотрим новую финансовую модель, обладающую таргетированной величиной. Пусть целевая альтернативная ставка доходности вложений (Tr) в долгосрочном периоде при стабильной экономике равна 15 %. Отклонение данного числа от актуального значения ставки дисконта 16 % может объясняться, например, целевой структурой долга, к которой стремится компания, если альтернативная доходность соответствует WACC.

Как и ранее, сначала предположим нормальную экономическую ситуацию, отвечающую первому случаю, рассмотренному выше.

Таблица 3

**Оценка стоимости компании
в стабильное экономическое время по новой методике**

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Рост прибыли (к прошлому году)		105 %	105 %	105 %	105 %
Денежный поток (млн руб.)	5200	5460	5733	6020	6321
Альтернативная ставка	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %
Фактор дисконта	1,2	1,3	1,6	1,8	2,1
Приведенный поток (млн руб.)	4483	4058	3673	3325	3010

Источник: рассчитано автором.

Все базовые параметры финансовой модели сохранены по отношению к классическому подходу, поэтому прогнозная стоимость (сумма приведенных потоков) остается без изменений:

$$TPV_0 = 18\ 548 \text{ млн руб.} \quad (24)$$

В терминальном периоде прибыль растет на 3 % ежегодно, но дисконтируется по таргетированной альтернативной ставке, показывающей общий целевой риск финансовых вложений инвестора. По формуле Гордона получим:

$$TPV_1 = \frac{TCF_5(1 + g)}{(Tr - g)} = \frac{3010 \cdot (1 + 3\%)}{(15\% - 3\%)} = 25\ 832 \text{ млн руб.} \quad (25)$$

Тогда общая стоимость объекта равна:

$$TPV = TPV_0 + TPV_1 = 18\ 548 + 25\ 832 = 44\ 380 \text{ млн руб.} \quad (26)$$

Заметим, что уточнение альтернативной доходности на терминальный период привело к росту справедливой стоимости объекта на 5 %. Увеличение рыночной цены связано с утвержденной стратегией развития компании, ведущей к сокращению общих рисков и альтернативной доходности для оценки проектов до целевого уровня в 15 %, о которой мы договорились в начале доказательной базы.

Предположим, что через год нам снова понадобилось провести тест на обесценение активов бизнеса. Появление разовых экономико-политических рисков поднимет альтернативную ставку до 20 % и сократит прибыль первого прогнозного года на 5 %. Темпы роста потоков будут плавно восстанавливаться к четвертому году по ранее описанной схеме.

Таблица 4

**Оценка стоимости компании
в кризисное экономическое время по новой методике**

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Рост прибыли (к прошлому году)		103 %	104 %	105 %	105 %
Денежный поток (млн руб.)	4940	5089	5292	5557	5835
Альтернативная ставка	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Фактор дисконта	1,2	1,4	1,7	2,1	2,5
Приведенные потоки (млн руб.)	4117	3534	3063	2680	2345

Источник: рассчитано автором.

Указанные факторы уменьшат сумму дисконтированных денежных потоков следующим образом:

$$TPV_0'' = 15\,738 \text{ млн руб.} \quad (27)$$

Разница между актуальной, но явно завышенной и целевой ставками дисконта на этот раз становится существенной — 5 п. п. Это влияет на дисконтированную прибыль не только прогнозных, но и всех последующих лет.

Терминальную стоимость рассчитываем по закрепленной таргетированной ставке. В результате остаточная стоимость сокращается только за счет снижения денежного потока в последний прогнозный год:

$$TPV_1'' = \frac{TCF_5''(1+g)}{(Tr-g)} = \frac{2345 \cdot (1+3\%)}{(15\% - 3\%)} = 20\,126 \text{ млн руб.} \quad (28)$$

Итоговая сумма получится:

$$TPV'' = TPV_0'' + TPV_1'' = 15\,738 + 20\,126 = 35\,864 \text{ млн руб.} \quad (29)$$

Сокращение стоимости актива от наличия кратковременного риска составит:

$$Tk = \frac{TPV''}{TPV} = 81\% > \frac{PV''}{PV} = k = 71\%, \quad (30)$$

что подтверждает повышение устойчивости новой финансовой модели оценки стоимости инвестиционных объектов к временным факторам при использовании методики расчета по формуле Гордона.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ УЛУЧШЕНИЯ НОВОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ

В процессе доказательства эффективности новой методики мы не стали регулировать все параметры, стараясь максимально акцентировать внимание на основном фундаментальном изменении — введении таргетированной величины, соответствующей инвестиционному проекту. Однако существует ряд дополнений, которые являются следствием сделанных предположений в описанной выше бизнес-модели. Данные условия сделают финансовую модель еще более устойчивой к кратковременным несистемным проблемам.

Одним из используемых утверждений было предположение о среднесрочном характере повышения политических или экономических рисков во время проведения повторного теста на обесценение. Плавно восстанавливающиеся к четвертому году темпы роста прибыли показывают конкретную длительность кризисного периода. В нашем расчете мы устанавливали единую ставку дисконтирования, возросшую до 20 %, на весь прогнозный пятилетний промежуток. Формально срок ее применимости ограничивается тремя годами спада национальной экономики. Далее, в четвертый и пятый годы после даты оценки ставка должна быть максимально приближена к сегодняшнему дню без учета разовых факторов — число из сценария стабилизации экономического состояния (16 %). Она не равна таргетированной ставке, т. к. существуют системные отклонения от целевого значения, которые будут устранены в будущем. Эти отклонения отразились на разнице актуальной и таргетированной величин в устойчивый экономический период.

В результате получаем следующую модель денежных потоков за прогнозные годы (табл. 5).

Таблица 5

Дополнение к новой методике: длительность среднесрочного кризиса — три года

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Рост прибыли (к прошлому году)		103 %	104 %	105 %	105 %
Денежный поток (млн руб.)	4940	5089	5292	5557	5835
Альтернативная ставка	20 %	20 %	20 %	16 %	16 %
Фактор дисконта	1,2	1,4	1,7	2,0	2,3
Приведенные потоки (млн руб.)	4117	3534	3063	2772	2509

Источник: рассчитано автором.

Снижение фактора дисконта в последние два года повлияет на рост первой части стоимости компании ($TPV_0'' = 15\,995$ млн руб.). Прогнозная стоимость меняется незначительно (+2 %). На рост терминальной части окажет влияние увеличение приведенного потока в пятом году:

$$TPV_1'' = \frac{TCF_5''(1+g)}{(Tr-g)} = \frac{2509 \cdot (1+3\%)}{(15\% - 3\%)} = 21\,538 \text{ млн руб.} \quad (31)$$

Финансовым результатом будет:

$$TPV'' = TPV_0'' + TPV_1'' = 15\,995 + 21\,538 = 37\,532 \text{ млн руб.} \quad (32)$$

Уменьшение стоимости актива по сравнению с оценкой в стабильное время для страны составит:

$$Tk = \frac{TPV''}{TPV} = 85\% > \frac{PV''}{PV} = k = 71\%. \quad (33)$$

Потеря от краткосрочных негативных факторов окажется равной 15 %. Данное снижение больше соответствует действительности, чем 29 %, полученное в классическом подходе. При стоимости компании 44 млрд руб. обесценение на 13 млрд руб. из-за среднесрочных политических или экономических факторов не будет подтверждаться рынком.

Следующее логическое дополнение новой методики — уточнение допущения плавного восстановления экономики во второй и третий годы. Несмотря на это предположение, мы сохранили высокую ставку дисконтирования на все три года. Если мы закладываем в финансовую модель позитивную динамику, альтернативная ставка должна приближаться к своему естественному значению — 16 %. Поэтому, предположив равномерность возвращения коэффициента дисконта на привычный уровень, мы получим более соответствующую рассмотренному сценарию ежегодную динамику приведенных потоков:

Таблица 6

**Дополнение к новой методике:
постепенное восстановление уровня рисков в кризисное время**

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Рост прибыли (к прошлому году)		103 %	104 %	105 %	105 %
Денежный поток (млн руб.)	4940	5089	5292	5557	5835
Альтернативная ставка	20,0 %	18,7 %	17,3 %	16,0 %	16,0 %
Фактор дисконта	1,2	1,4	1,7	1,9	2,2
Приведенные потоки (млн руб.)	4117	3573	3167	2867	2595

Источник: рассчитано автором.

Снижение средней эффективной ставки дисконтирования приведет к росту прогнозной стоимости:

$$TPV_0'' = 16\,319 \text{ млн руб.} \quad (34)$$

Терминальная часть, зависящая от приведенного результата последнего года из финансовой модели, поднимется до:

$$TPV_1'' = \frac{TCF_s''(1+g)}{(Tr-g)} = \frac{2595 \cdot (1+3\%)}{(15\% - 3\%)} = 22\,273 \text{ млн руб.} \quad (35)$$

Итоговый справедливый результат:

$$TPV'' = TPV_0'' + TPV_1'' = 16\,319 + 22\,273 = 38\,592 \text{ млн руб.} \quad (36)$$

Уменьшение стоимости актива по сравнению с тестом на оценку рыночной стоимости компании, проведенным во время стабильной экономической ситуации, составит:

$$Tk = \frac{TPV''}{TPV} = 87\% > \frac{PV''}{PV} = k = 71\%. \quad (37)$$

Таким образом, падение ценности актива сокращается до 13 %.

Привлеченные консультанты часто предлагают заложить оптимизм восстановления объемов производства в сценарии среднесрочных негативных факторов (повышение ежегодных темпов роста прибыли в двух последних прогнозных периодах относительно тех, которые соответствуют стабильной экономике). Тогда разница в итоговых результатах классического и нового подхода будет еще существеннее.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Оценка стоимости инвестиционного актива по методу дисконтирования денежных потоков с использованием формулы Гордона часто используется на практике в случае стабильной экономической ситуации, но перестает работать при появлении кратковременных рисков. Новый подход к оценке, основанный на введении таргетированной величины риска — альтернативной доходности финансовых вложений для определенного инвестора без учета разовых факторов, отвечающей нормальному росту экономики, позволил значительно сократить волатильность финансового результата от временного увеличения риска актива, увеличив вес терминального периода в формуле расчета.

Библиография

1. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса: учебник. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2008.
2. Оценка бизнеса: учебник для вузов / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2008.
3. Козырь Ю. В. Стоимость компании: Оценка и управленческие решения. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Альфа-Пресс, 2009.
4. Филиппов Л. А. Оценка бизнеса: учебное пособие. М.: КНОРУС, 2006.
5. Райли Р., Швайс Р. Оценка бизнеса — опыт профессионалов; пер. с англ.: Бюро переводов Ройд. М.: Квинто-Консалтинг, 2010.
6. Gordon M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices // The Review of Economics and Statistics. 1959. Vol. 41. № 2.
7. Методика теста на обесценение активов компании E&Y [Электронный ресурс]. Режим доступа: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IFRS-conference-Impairment-test/\\$FILE/EY-IFRS-conference-Impairment-test.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IFRS-conference-Impairment-test/$FILE/EY-IFRS-conference-Impairment-test.pdf).
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2010.
9. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес. Серия: Библиотека «Тройки Диалог», 2007.
10. Отчет о движении денежных средств ПАО «ТрансКонтейнер» за 2014 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.trcont.ru/fileadmin/content/Documents/FinRep-RAS/Russian/2015/4q15-CashFlow.pdf>.