

УДК 338.1

Е.З. Климова, И.А. Павлова, Ю.А. Макушева

Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Институт экономики и предпринимательства, Нижний Новгород, email: mikhe-elena@yandex.ru

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ ДОХОДНЫМ ПОДХОДОМ И ВЫЯВЛЕНИЕ НАПРАВЛЕНИЙ ЕЕ ПОВЫШЕНИЯ

Ключевые слова: стоимость предприятия, доходный подход, оценка, управление.

Оценка стоимости предприятия является важным инструментом для принятия решений в бизнесе, так как может быть использована при определении реального потенциала предприятия, его производственных возможностей, а также для обеспечения эффективности функционирования и конкурентоспособности. Оценка стоимости предприятия может включать анализ управления компанией, структуры ее капитала, перспектив ее будущей прибыли и рыночной стоимости ее активов. Это процесс определения стоимости предприятия на основе различных подходов и методов, включая доходный, рыночный и сравнительный. В статье представлена оценка стоимости предприятия ПАО «ГМК «Норильский никель» доходным подходом с использованием метода дисконтирования денежных потоков и выявлены направления для повышения рыночной стоимости предприятия.

E.Z. Klimova, I.A. Pavlova, Yu.A. Makusheva

Lobachevsky University, Institute of economics and entrepreneurship, Nizhny Novgorod, email: mikhe-elena@yandex.ru

VALUATION OF THE ENTERPRISE WITH A PROFITABLE APPROACH AND IDENTIFICATION OF WAYS TO INCREASE IT

Keywords: enterprise value, revenue approach, valuation, management.

Enterprise valuation is an important tool for making decisions in business, as it can be used to determine the real potential of the enterprise, its production capabilities, as well as to ensure the efficiency of functioning and competitiveness. The valuation of an enterprise may include an analysis of the management of the company, the structure of its capital, the prospects for its future profits and the market value of its assets. This is the process of determining the value of an enterprise based on various approaches and methods, including revenue, market and comparative. The article presents an assessment of the enterprise value of PJSC MMC Norilsk Nickel by a profitable approach using the method of discounting cash flows and identifies directions for increasing the market value of the enterprise.

Оценка стоимости предприятия – это процесс определения текущей стоимости предприятия и использования объективных показателей оценки всех аспектов бизнеса, который может быть оценен на основе рыночных условий, балансовых показателей и других факторов, а также оценка собственного или инвестированного капитала. По своей сути, оценка стоимости предприятия – это последовательный процесс определения стоимости объекта оценки на определенную дату с учетом всех влияющих на нее факторов. Данный процесс является важным для функционирования, как отдельных компаний, так и бизнес-среды в целом.

Доходный подход, используемый в данной статье, представляет собой совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на опреде-

лении ожидаемых доходов от использования объекта оценки. При этом, за основу берется прогнозируемый доход предприятия, чем больший денежный поток приносит бизнес, тем выше в последствии будет его стоимость при оценке. Данный подход является основным при определении рыночной стоимости предприятия, т.к. оценка основывается на будущих доходах.

Цель исследования

Цель данного исследования заключается в оценке стоимости предприятия ПАО «ГМК «Норильский никель» доходным подходом с использованием метода дисконтирования денежных потоков.

Материал и методы исследования

При проведении исследования были использованы следующие методы ана-

лиза: расчётный метод для оценки показателей экономической деятельности организации, сравнительный метод для выявления тенденций изменения показателей выручки, прибыли, себестоимости, расходов, табличные и графические приемы визуализации проводимых расчетов, метод дисконтирования денежных потоков для оценки стоимости бизнеса.

Результаты исследования и их обсуждение

Оценка стоимости бизнеса представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта оценки в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов, в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка, осуществляемый для дальнейшей продажи, ликвидации бизнеса или для иных целей. Оценка стоимости предприятия производится на основе существующего законодательства и актуальных федеральных стандартов оценки. В соответствии с законодательством объектами оценки могут быть любые объекты гражданских прав, не изъятые из оборота, рисунок 1.

Структура оценки стоимости предприятия не ограничивается ее понятием и регулирующей нормативной базой, к ней так же относятся цели оценки, факторы, влияющие на стоимость предприятия, виды стоимости и результат оценки. В Федеральном стандарте оценки I дано понятие цели оценки. Цель оценки представляет собой предполагаемое использование результата оценки, отражающее случаи обязательной оценки, установленные законодательством Российской Федерации, и (или) иные причины, в связи с которыми возникла необходимость определения стоимости объекта оценки [2, с. 138].

Также к основным целям оценки стоимости бизнеса можно отнести:

- повышение эффективности текущего управления предприятием,
- реструктуризация предприятия,
- разработка дальнейшего плана развития предприятия,
- определение стоимости ценных бумаг предприятия на фондовом рынке,
- перспектива страхования всего имущества предприятия,

- определение кредитоспособности предприятия.

Оценка стоимости играет значимую роль в решении ряда проблем, стоящих на сегодняшний момент перед современной экономикой, т.к. сама по себе является неотъемлемой частью финансового анализа и управления. Оценка стоимости предприятия применяется не только при потенциальной продаже бизнеса, но и при реструктуризации или при выборе более выгодного плана действий на будущее [5, с. 23]. Подходы к оценке стоимости предприятия представлены на рисунке 2.

Доходный подход основан на прогнозировании доходов компании на период 3-5 лет. Используя данный подход, можно определить способно ли предприятие осуществлять долгосрочные инвестиционные проекты или нет, что является основным источником дохода предприятия и как максимально извлечь из осуществляемой деятельности прибыль, а также определить на что направить инвестиционные средства для укрепления финансовой стабильности предприятия [3, с. 137]. Методы доходного подхода представлены на рисунке 3.

К методам доходного подхода относят метод капитализации дохода и метод дисконтирования денежных потоков. Основой данных методов является прогнозирование доходов компании в будущем периоде и приведение их к текущему периоду. Метод капитализации дохода – предполагает преобразование дохода, генерируемого предприятием в стоимость с помощью деления ежегодного дохода на ставку капитализации [6, с.1255]. Данный метод используется, когда ожидается, что на предприятии будут равномерные темпы роста.

Рассчитывается по формуле:

$$C = \text{ЧОД} / R, \quad (1)$$

где C – стоимость объекта недвижимости
R – коэффициент капитализации

ЧОД – чистый операционный доход

Формула расчета ставки капитализации: I – способ,

$$R = r - g, \quad (2)$$

II – способ, $R = r - g / 1 + g$,

где R – коэффициент капитализации

r – ставка дисконтирования

g – прогнозируемые средние темпы роста доходов предприятия.

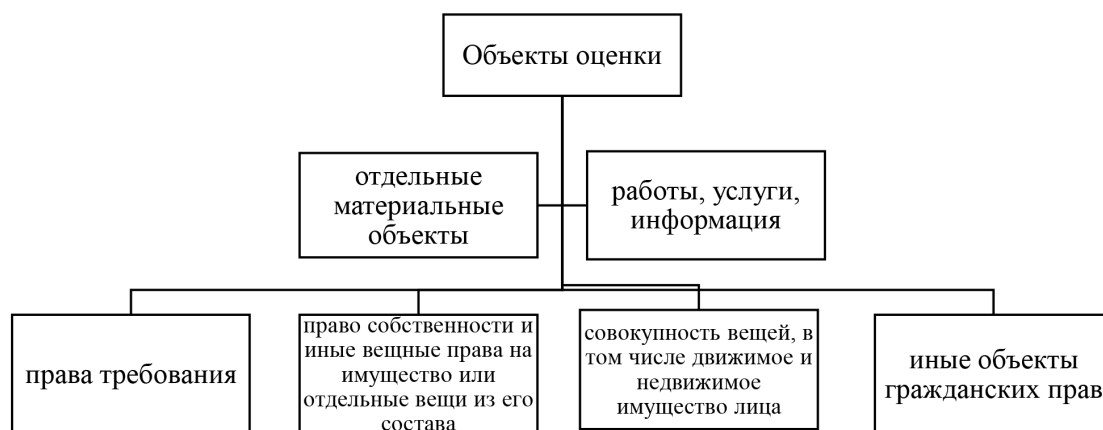


Рис. 1. Перечень объектов оценки [1]



Рис. 2. Подходы к оценке стоимости предприятия

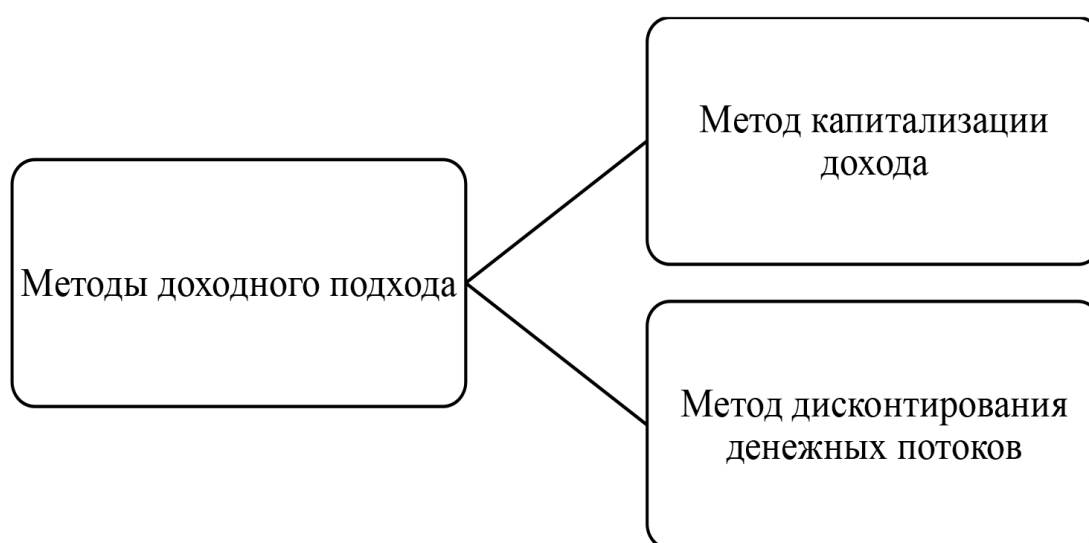


Рис. 3. Методы доходного подхода

Таблица 1

Динамика финансовых результатов ПАО «ГМК «Норильский никель»»
за 2020-2022 гг., тыс руб [7]

Наименование показателя	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	Изменение, 2021-2022	
				Абс, тыс руб	Относит, %
Выручка	923907287	855897262	837534198	-18363064	-2,15
Себестоимость	-308992479	-384108716	-482035058	-97926342	25,49
Валовая прибыль	614914808	471788546	355499140	-116289406	-24,65
Коммерческие расходы	-8143466	-21195725	-10884025	10311700	-48,65
Управленческие расходы	-41780561	-48959198	-62004235	-13045037	26,64
Прибыль от продаж	564990781	401633623	282610880	-119022743	-29,63
Прочие доходы	7111162	14707568	98600755	83893187	570,41
Прочие расходы	-162686579	-117213421	-107770592	9442829	-8,06
Прибыль до налогообложения	382934434	385968982	231997857	-153971125	-39,89
Чистая прибыль	300136512	313662262	177513026	-136149236	-43,41

Линия тренда выручки

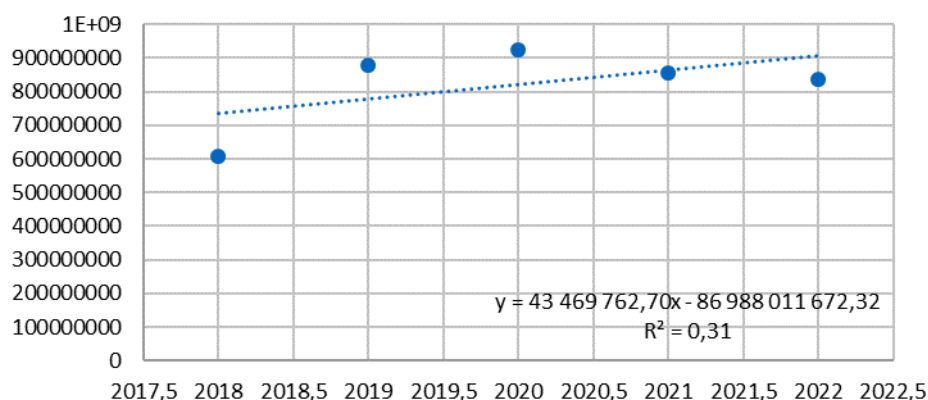


Рис. 4. Линия тренда выручки ПАО «ГМК «Норильский никель»»

Метод дисконтирования денежных потоков предполагает ежегодный расчет будущих доходов в прогнозный период и определение стоимости бизнеса в постпрогнозный период. Для того чтобы привести доходы к текущей стоимости, используется ставка дисконтирования [4, с. 84].

Проведем оценку стоимости ПАО «ГМК «Норильский никель»» доходным подходом с использованием метода дисконтированных денежных потоков. В рамках оценки необходимо проанализировать тенденции изменения выручки,

себестоимости, прибыли, расходов и доходов предприятия и спрогнозировать их.

Выручка предприятия незначительно снижалась на протяжении всех анализируемых лет, на конец 2022 г. уменьшилась и валовая прибыль предприятия на 116289406 т.р. или на 24,65%, и прибыль от продаж на 119022743 т.р., или на 29,63%, и прибыль до налогообложения на 153971125 т.р. или на 39,89%, и чистая прибыль на 136149236 т.р.

или на 43,41%. Показатель себестоимости продаж вырос за анализируемый период на 25,49%. Подводя итог, можно сказать, что показатели анализируемого периода имели тенденцию к ухудшению [7].

Для выявления тенденций изменения выручки воспользуемся универсальным инструментом технического анализа – линией тренда, построенной на рисунке 4.

Таким образом уравнение имеет вид: $y = 43\,469\,762,70x - 86\,988\,011\,672,32$; аппроксимация: $R^2 = 0,31$. Считается, что при величине данного показателя выше 0,70 можно считать значения достоверными; $0,31 < 0,70$, следовательно, невозможно воспользоваться данным инструментом для прогнозирования выручки. Исходя из этого прогнозные значения можно получить расчетами через средний темп роста, который производится по формуле:

$$\text{Средний темп выручки} = \sqrt[4]{\frac{\text{Выручка 2022}}{\text{Выручка 2018}}} = \sqrt[4]{\frac{837534198}{609061869}} = 1,08$$

Далее, получив значение среднего темпа равное 8% в год, нужно спрогнозировать значение выручки на ближайшие 5 лет, для этого необходимо помножить выручку каждого предшествующего

года на значение среднего темпа, чтобы получить будущий год.

$$837\,534\,198 * 1,08 = 904\,536\,933,84 \text{ (выручка 2023 года)}$$

$$904\,536\,933,84 * 1,08 = 976\,899\,888,50 \text{ (выручка 2024 года)}$$

$$976\,899\,888,50 * 1,08 = 1\,055\,051\,880 \text{ (выручка 2025 года)}$$

$$1\,055\,051\,880 * 1,08 = 1\,139\,456\,030 \text{ (выручка 2026 года)}$$

$$1\,139\,456\,030 * 1,08 = 1\,230\,612\,512 \text{ (выручка 2027 года)}$$

Прогнозные значения себестоимости, прочих расходов и доходов, управленческих и коммерческих расходов можно получить через их долю в выручке. Для этого необходимо, во-первых, найти долю советующего показателя за каждый год ретроспективного периода по формуле:

показатель 2018

выручка 2018

и так за все 5 лет (2018-2022 гг.), во-вторых сложить полученные значения и разделить на общее число долей, например: (доля 2018 + доля 2019 + доля 2020 + доля 2021 + доля 2022)/5. Соответствующие значения долей, необходимые для расчета показателей прогнозного периода, представлены в таблице 2.

Таблица 2

Среднее значение долей

Среднее значение в год				
Себестоимость	Коммерческие расходы	Управленческие расходы	Прочие доходы	Прочие расходы
0,41	0,01	0,06	0,05	0,13

Чтобы спрогнозировать значение себестоимости необходимо помножить среднее значение ее доли на выручку соответствующего года.

$$904\,536\,933,84 * 0,41 = 370\,860\,142,87 \text{ (себестоимость 2023 года)}$$

$$976\,899\,888,50 * 0,41 = 400\,528\,954,30 \text{ (себестоимость 2024 года)}$$

$$1\,055\,051\,880 * 0,41 = 432\,571\,270,60 \text{ (себестоимость 2025 года)}$$

$$1\,139\,456\,030 * 0,41 = 467\,176\,972,30 \text{ (себестоимость 2026 года)}$$

$$1\,230\,612\,512 * 0,41 = 504\,551\,130,10 \text{ (себестоимость 2027 года)}$$

Продельваем аналогичные вычисления со всеми вышеперечисленными показателями.

Коммерческие расходы:

$$904\,536\,933,84 * 0,01 = 9\,045\,369,34 \text{ (ком. расходы 2023 года)}$$

$$976\,899\,888,50 * 0,01 = 9\,768\,998,89 \text{ (ком. расходы 2024 года)}$$

$$1\,055\,051\,880 * 0,01 = 10\,550\,518,80 \text{ (ком. расходы 2025 года)}$$

$$1\,139\,456\,030 * 0,01 = 11\,394\,560,30 \text{ (ком. расходы 2026 года)}$$

$$1\,230\,612\,512 * 0,01 = 12\,306\,125,12 \text{ (ком. расходы 2027 года)}$$

Таблица 3

Отчет о финансовых результатах ПАО «ГМК «Норильский никель»»
в прогнозный период, тыс руб

Наименование показателя	2023 г	2024 г	2025 г	2026 г	2027 г
Выручка	90456933,84	976899888,5	1055051880	1139456030	1230612512
Себестоимость	-370860142,87	-400528954,3	-432571270,6	-467176972,3	-504551130,1
Валовая прибыль	533676790,97	576370934,24	62248060,98	672279057,70	726061382,32
Коммерческие расходы	-9045369,34	-9768998,89	-10550518,80	-11394560,30	-12306125,12
Управленческие расходы	-54272216,03	-58613993,31	-63303112,78	-68367361,80	-73836750,74
Прибыль от продаж	470359205,60	507987942,04	548626977,41	592517135,60	-73836750,74
Прочие доходы	45226846,69	48844994,43	52752593,98	56972801,50	61530625,62
Прочие расходы	-117589801,40	-126996985,51	-137156744,35	-148129283,90	-159979626,61
Прибыль до налогообложения	397996250,89	429835950,96	464222827,04	501360653,20	541469505,46
Налог	-79599250,18	-85967190,19	-92844565,41	-100272130,64	-108293901,09
Чистая прибыль	318397000,71	343868760,77	371378261,63	401088522,56	433175604,37

Управленческие расходы:
 $904\ 536\ 933,84 * 0,06 = 54\ 272\ 216,03$ (упр. расходы 2023 года)
 $976\ 899\ 888,50 * 0,06 = 58\ 613\ 993,31$ (упр. расходы 2024 года)
 $1\ 055\ 051\ 880 * 0,06 = 63\ 303\ 112,78$ (упр. расходы 2025 года)
 $1\ 139\ 456\ 030 * 0,06 = 68\ 367\ 361,80$ (упр. расходы 2026 года)
 $1\ 230\ 612\ 512 * 0,06 = 73\ 836\ 750,74$ (упр. расходы 2027 года)

Прочие доходы:
 $904\ 536\ 933,84 * 0,05 = 45\ 226\ 846,69$ (прочие доходы 2023 года)
 $976\ 899\ 888,50 * 0,05 = 48\ 844\ 994,43$ (прочие доходы 2024 года)
 $1\ 055\ 051\ 880 * 0,05 = 52\ 752\ 593,98$ (прочие доходы 2025 года)
 $1\ 139\ 456\ 030 * 0,05 = 56\ 972\ 801,50$ (прочие доходы 2026 года)
 $1\ 230\ 612\ 512 * 0,05 = 61\ 530\ 625,62$ (прочие доходы 2027 года)

Прочие расходы:
 $904\ 536\ 933,84 * 0,13 = 117\ 589\ 801,40$ (прочие расходы 2023 года)
 $976\ 899\ 888,50 * 0,13 = 126\ 996\ 985,51$ (прочие расходы 2024 года)

$1\ 055\ 051\ 880 * 0,13 = 137\ 156\ 744,35$ (прочие расходы 2025 года)
 $1\ 139\ 456\ 030 * 0,13 = 148\ 129\ 283,90$ (прочие расходы 2026 года)
 $1\ 230\ 612\ 512 * 0,13 = 159\ 979\ 626,61$ (прочие расходы 2027 года)

Все значения показателей входящих в отчет о финансовых результатах прогнозного периода представлены в таблице 3.

Чтобы найти денежный поток в прогнозном периоде, необходимо спрогнозировать определенные статьи баланса на основе среднего темпа роста, аналогично прогнозу выручки.

Средний темп внеоборотных активов $= \sqrt[4]{\frac{BA\ 2022}{BA\ 2018}} = \sqrt[4]{\frac{1143240929}{742942237}} = 1,11$

Значение среднего темпа равно 11% в год, для прогноза необходимо внеоборотные активы каждого предшествующего года помножить на значение среднего темпа, чтобы получить будущий год.

$1\ 143\ 240\ 929 * 1,11 = 1\ 273\ 307\ 927$ (внеоборотный активы 2023 года)

1273307927 * 1,11 = 1418172703 (внеоборотный активы 2024 года)

1418172703 * 1,11 = 1579518804 (внеоборотный активы 2025 года)

1579518804 * 1,11 = 1759221318 (внеоборотный активы 2026 года)

1759221318 * 1,11 = 1959368663 (внеоборотный активы 2027 года)

Средний темп собственного капитала

$$= \sqrt[4]{\frac{СК_{2022}}{СК_{2018}}} = \sqrt[4]{\frac{229936717}{194884220}} = 1,04$$

Значение среднего темпа равно 4% в год, для прогноза необходимо собственный капитал каждого предшествующего года помножить на значение среднего темпа, чтобы получить будущий год.

229936717 * 1,04 = 239643822,90 (собственный капитал 2023 года)

239643822,90 * 1,04 = 249760728,10 (собственный капитал 2024 года)

249760728,10 * 1,04 = 260304732,90 (собственный капитал 2025 года)

260304732,90 * 1,04 = 271293867,80 (собственный капитал 2026 года)

271293867,80 * 1,04 = 282746924,80 (собственный капитал 2027 года)

Средний темп основных средств =

$$\sqrt[4]{\frac{ОС_{2022}}{ОС_{2018}}} = \sqrt[4]{\frac{622325313}{374017558}} = 1,14$$

Значение среднего темпа равно 14% в год, для прогноза необходимо основные средства каждого предшествующего

года помножить на значение среднего темпа, чтобы получить будущий год.

622325313 * 1,14 = 706803734 (основные средства 2023 года)

706803734 * 1,14 = 802749796,52 (основные средства 2024 года)

802749796,52 * 1,14 = 911720191,60 (основные средства 2025 года)

911720191,60 * 1,14 = 1035482926 (основные средства 2026 года)

1035482926 * 1,14 = 1176046005 (основные средства 2027 года)

Средний темп долгосрочных обязательств =

$$\sqrt[4]{\frac{ДО_{2022}}{ДО_{2018}}} = \sqrt[4]{\frac{588283020}{631329984}} = 0,98$$

Проводим вычисления аналогичные основным средствам, собственному капиталу, внеоборотным активам.

588283020 * 0,98 = 577987954,40

577987954,40 * 0,98 = 567873054,40

567873054,40 * 0,98 = 557935167,10

557935167,10 * 0,98 = 548171194,80

548171194,80 * 0,98 = 538578093,80

Далее из полученных данных, можем посчитать значение компонентов, составляющих денежный поток и сам денежный поток в прогнозном периоде, показатели представлены в таблице 4.

Далее из полученных данных, можем посчитать значение компонентов, составляющих денежный поток и сам денежный поток в прогнозном периоде, показатели представлены в таблице 4.

Таблица 4

Необходимый прогноз статей бухгалтерского баланса для расчета денежного потока ПАО «ГМК «Норильский никель» до 2027 года, тыс руб

Наименование показателя	31.12.2023 г	31.12.2024 г	31.12.2025 г	31.12.2026 г	31.12.2027 г
Внеоборотные активы	1273307927	1418172703	1579518804	1759221318	1959368663
Собственный капитал	239643822,9	249760728,1	260304732,9	271293867,8	282746924,8
Долгосрочные обязательства	577987954,4	567873054,4	557935167,1	548171194,8	538578093,8
Основные средства	706803734	802749796,5	911720191,6	1035482926	1176046005
СОС	-1033664104,51	-1168411974,5	-1319214070,9	-1487927450,6	-1676621738,5

Амортизация = внеоборотные активы (соответствующего года) * 10%.

1 273 307 927 * 0,1 = 127 330 792,74 (амортизация 2023 года)

1 418 172 703 * 0,1 = 141 817 270,26 (амортизация 2024 года)

1 579 518 804 * 0,1 = 157 951 880,39 (амортизация 2025 года)

1 759 221 318 * 0,1 = 175 922 131,85 (амортизация 2026 года)

1 959 368 663 * 0,1 = 195 936 866,33 (амортизация 2027 года)

Δ СОС = СОС отчетного периода – СОС предыдущего периода

(-1 033 664 104,51) – (-913 304 212) = -120 359 892,51 (Δ СОС 2023 года)

(-1 168 411 974,50) – (-1 033 664 104,51) = -134 747 869,99 (Δ СОС 2024 года)

(-1 319 214 070,97) – (-1 168 411 974,50) = -150 802 096,47 (Δ СОС 2025 года)

(-1 487 927 450,66) – (-1 319 214 070,97) = -168 713 379,68 (Δ СОС 2026 года)

(-1 676 621 738,57) – (-1 487 927 450,66) = -188 694 287,92 (Δ СОС 2027 года)

Δ ДО = ДО отчетного периода – ДО предыдущего периода

577 987 954,40 – 588 283 020 = -10 295 065,60 (Δ ДО 2023 года)

567 873 054,40 – 577 987 954,40 = -10 114 899,98 (Δ ДО 2024 года)

557 935 167,10 – 567 873 054,40 = -9 937 887,29 (Δ ДО 2025 года)

548 171 194,80 – 557 935 167,10 = -9 763 972,36 (Δ ДО 2026 года)

538 578 093,80 – 548 171 194,80 = -9 593 100,97 (Δ ДО 2027 года)

Капитальные вложения = Основные средства отчетного периода – Основные средства предыдущего периода

706 803 734 – 622 325 313 = 84 478 420,99 (кап. вложения 2023 года)

802 749 796,52 – 706 803 734 = 95 946 062,53 (кап. вложения 2024 года)

911 720 191,60 – 802 749 796,52 = 108 970 395,13 (кап. вложения 2025 года)

1 035 482 926 – 911 720 191,60 = 123 762 734 (кап. вложения 2026 года)

1 176 046 005 – 1 035 482 926 = 140 563 079,62 (кап. вложения 2027 года)

Теперь, когда есть представление о денежном потоке за каждый год прогнозного периода, необходимо найти безрисковую ставку и в последствии ставку дисконтирования для расчета стоимости будущих денежных потоков. Безрисковую ставку находим через анализ среднего значения ОФЗ Мосбиржи, с периодом погашения 5-10 лет, данные представлены в таблице 6.

Таким образом, средняя безрисковая ставка будет составлять – 9,87%.

Далее находим ставку дисконтирования с помощью модели кумулятивного построения, данные представлены в таблице 7.

Таблица 5

Денежный поток в прогнозный период ПАО «ГМК «Норильский никель» до 2027 года, тыс. руб

Наименование показателя	2023 г	2024 г	2025 г	2026 г	2027 г
Чистая прибыль	318397000,71	343868760,77	371378261,63	401088522,56	433175604,37
Амортизация	127330792,74	141817270,26	157951880,39	175922131,85	195936866,33
Δ СОС	-120359892,51	-134747869,99	-150802096,47	-168713379,68	-188694287,92
Δ ДО	-10295065,60	-10114899,98	-9937887,29	-9763972,36	-9593100,97
Капитальные вложения	84478420,99	95946062,53	108970395,13	123762734,00	140563079,62
Денежный поток	230594414,36	244877198,53	259619763,12	274770568,37	290262002,20

Таблица 6

Данные о доходности государственных долгосрочных облигация

ОФЗ	Дата погашения	Доходность, %
ОФЗ 26237	14.03.2029	9,86
ОФЗ 26224	23.05.2029	9,87
ОФЗ 26242	29.08.2029	9,87

Таблица 7

Расчет ставки дисконтирования ПАО «ГМК «Норильский никель»

Фактор риска	Премия за риск, %	Пояснение
Безрисковая ставка	9,87	-
Ключевая фигура в руководстве	1	Ключевая фигура в компании не менялась с 1998 года, с учетом того, что сама компания появилась в 1997 году, есть совет директоров, состоящий из проверенного круга лиц.
Размер компании	1	Организация относится к крупному бизнесу (численность персонала свыше 59 тыс человек) и имеет дочерние компании. Компания возглавляла рейтинг самых крупных ГМК России
Финансовая структура	3	Финансовое состояние компании последнее годы нестабильно, малая доля собственного капитала
Диверсификация клиентов	1	Деятельность организации направлена на крупных оптовых покупателей как в России, так и за ее пределами.
Диверсификация производственная и территориальная	1	Территориальная диверсификация – охват всей России и выход на зарубежные рынки, предприятия и дочерние компании расположены на территории всей России. Производственная диверсификация – широкий ассортимент продукции и видов деятельности. Точки добычи и обработки расположены во всем мире, тяжелое и длительное переоборудование на новые направления деятельности.
Доходы: рентабельность и возможность прогнозирования	3	Производимые товары имеют высокие потребительские характеристики, но могут возникнуть сложности взаимодействия со странами-партнерами из-за санкций. Неравномерные доходы, средняя с стабильная рентабельность на протяжении трех последних лет, положительный прогноз.
Прочие особенные риски	2	Серьезных игроков в отрасли немного, острая борьба происходит на международном рынке
Ставка дисконтирования	21,87	-

На следующем этапе производится расчет текущей стоимости будущих денежных потоков в прогнозный период.

Подробно рассчитаем фактор текущей стоимости единицы по формуле:

$$\Phi = \frac{1}{(1+R)^n}, \quad (3)$$

где Φ – фактор текущей стоимости единицы

R – ставка дисконтирования

n – число периодов

Число периодов принято принимать, начиная с 0,5; далее 1,5 и т.д. в соответствии с количеством лет в прогнозе.

$$\Phi_{2023} = \frac{1}{(1+0,2187)^{0,5}} = 0,91$$

$$\Phi_{2024} = \frac{1}{(1+0,2187)^{1,5}} = 0,74$$

$$\Phi_{2025} = \frac{1}{(1+0,2187)^{2,5}} = 0,61$$

$$\Phi_{2026} = \frac{1}{(1+0,2187)^{3,5}} = 0,50$$

$$\Phi_{2027} = \frac{1}{(1+0,2187)^{4,5}} = 0,41$$

Далее для расчета текущей стоимости денежных потоков, необходимо умножить значение фактора на денежный поток.

$$230 \ 594 \ 414,36 * 0,91 = 208 \ 881 \ 692,46 \text{ (текущую стоимость денежных потоков в 2023 году)}$$

$$244 \ 877 \ 198,53 * 0,74 = 182 \ 013 \ 303,24 \text{ (текущую стоимость денежных потоков в 2023 году)}$$

$$259 \ 619 \ 763,12 * 0,61 = 158 \ 341 \ 852,46 \text{ (текущую стоимость денежных потоков в 2023 году)}$$

Таблица 8

Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков в прогнозный период ПАО «ГМК «Норильский никель»

Наименование показателя	2023 г	2024 г	2025 г	2026 г	2027 г
Денежный поток	230594414,36	244877198,53	259619763,12	274770568,37	290262002,20
Ставка дисконтирования	21,87 %				
Фактор текущей стоимости единицы	0,91	0,74	0,61	0,50	0,41
Текущая стоимость денежного потока	208881692,46	182013303,24	158341852,46	137509078,95	119194039,02

$274\ 770\ 568,37 * 0,50 = 137\ 509\ 078,95$ (текущую стоимость денежных потоков в 2023 году)

$290\ 262\ 002,2 * 0,41 = 119\ 194\ 039,02$ (текущую стоимость денежных потоков в 2023 году)

Результаты представлены в таблице 8.

Переходим к предпоследнему этапу расчетов – расчет стоимости денежного потока в постпрогнозный период. Для этого воспользуемся моделью Гордона:

$$1). g = \sqrt[n-1]{\frac{CF_n}{CF_1}} - 1 = \sqrt[4]{\frac{290262002,20}{230594414,36}} - 1 = 0,06$$

$$2). CF(t+1) = 290262002,20 * (1 + 0,06) = 307677722,33$$

$$3). V(\text{term}) = \frac{307677722,33}{0,2187 - 0,06} =$$

1 938 738 010,90 – денежный поток в 2028 году.

Рассчитываем фактор и текущую ставку в постпрогнозном периоде.

$$\Phi_{2028} = \frac{1}{(1 + 0,2187)^5} = 0,37$$

$$\text{Тек.ст.ДП } 2028 = 1\ 938\ 738\ 010,90 * 0,37 = 721\ 165\ 711,30$$

Рыночная стоимость предприятия = текущая стоимость всех денежных потоков прогнозного и постпрогнозного периода, тогда:

$$\text{Рыночная стоимость} = 208\ 881\ 692,46 + 182\ 013\ 303,24 + 158341852,46 + 137509078,95 + 119194039,02 + 721\ 165\ 711,30 = 1\ 527\ 105\ 677,47$$

Далее все полученные результаты сведены в таблицу 9.

Таблица 9

Расчет рыночной стоимости в постпрогнозный период ПАО «ГМК «Норильский никель»

Постпрогнозный период					
Год	Денежный поток	Ставка дисконтирования	Фактор текущей стоимости единицы	Текущая стоимость денежного потока	Рыночная стоимость
2028	1938738011	21,87%	0,37	721165711,30	1527105677,47

Выводы

Таким образом, по результатам оценки рыночная стоимость предприятия ПАО «ГМК «Норильский никель»» на 2028 год составит – 1 527 105 677,47 тыс. руб. Перед предприятием стоит серьезный вопрос по увеличению своей стоимости. На предприятии за последние 3 года сильно увеличились управленческие расходы и кредиторская задолженность, при этом значительно упали значения ликвидных активов, собственного капитала и чистой прибыли.

Повышение рыночной стоимости предприятия может быть достигнуто различными способами, вот несколько из них:

- диверсификация бизнеса: развитие новых продуктов, услуг, расширение рынков сбыта, увеличение клиентской базы,
- инвестирование в исследования и разработки: разработка новых технологий и продуктов, увеличение эффективности производства, снижение затрат,

- привлечение новых инвесторов: привлечение дополнительных инвесторов, обращение за кредитами,

- оптимизация бизнес-процессов: автоматизация производства, улучшение логистики, снижение времени производства и доставки,

- создание бренда: развитие узнаваемости и имиджа компании, увеличение лояльности клиентов и расширение рынков сбыта.

Ряд приведенных выше мероприятий позволит ПАО «ГМК «Норильский никель» избавиться от текущих проблем и в последствии улучшить ряд показателей, начиная от ликвидности и заканчивая рентабельностью предприятия. Все это позволит в перспективе нарастить объемы производства и прибыли, улучшить финансовое состояние компании, что, несомненно, положительно отразится на ее рыночной стоимости в будущем.

Библиографический список

1. Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 19.12.2022) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // СПС КонсультантПлюс.
2. Алексеева Е.Ю. Виды стоимости, определяемые при оценке стоимости предприятия // Наука и образование: отечественный и зарубежный опыт: тридцать восьмая международная научно-практическая конференция, Белгород, 12 мая 2021 года. Белгород: ООО ГиК, 2021. С. 138-146.
3. Климова Е.З., Павлова И.А., Макушева Ю.А. Доходный подход к оценке стоимости бизнеса и возможности его реализации на примере российских компаний // Вестник Академии знаний. 2023. № 4, Т. 57. С. 137-145.
4. Лисицина Ю. В. Анализ методов определения стоимости бизнеса доходным подходом // Актуальные тренды в экономике и финансах: Материалы межвузовской научно-практической конференции магистрантов, Омск, 26 ноября 2019 года / Под редакцией В.А. Ковалева, А.И. Ковалева. Омск: Омский филиал Финансового университета при Правительстве РФ, 2019. С. 84-89.
5. Мальцева К.К., Герасименко О.А. Финансовая оценка бизнеса как инструмент повышения его эффективности // The Scientific Heritage. 2021. № 63-3 (63). С. 23-26.
6. Лудушкина Е.Н., Климова Е.З., Павлова И.А., Смирнова А.А. Факторный анализ издержкостоемкости как одно из направлений экономического анализа на предприятии // Экономика, предпринимательство и право. 2022. Т. 12, № 4. С. 1255-1270.
7. Норникель. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.nornickel.ru>. (дата обращения 05.11.2023).