



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«РОССИЙСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ГИДРОМЕТЕОРОЛОГИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Кафедра Экономики и управления

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
(бакалаврская работа)

На тему Методы оценки рыночной стоимости предприятия

Исполнитель Сиденко Роман Павлович
(фамилия, имя, отчество)

Руководитель кандидат экономических наук, доцент
(ученая степень, ученое звание)

Островская Елена Николаевна
(фамилия, имя, отчество)

«К защите допускаю»
Заведующий кафедрой

(подпись)

кандидат экономических наук, доцент
(ученая степень, ученое звание)

Семенова Юлия Евгеньевна
(фамилия, имя, отчество)

« » 2025 г.

Санкт-Петербург
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1 Теоретические основы оценки стоимости предприятия	6
1.1 Понятие, цели, принципы, нормативная база и этапы оценки	6
1.2 Подходы к оценке рыночной стоимости предприятия в отечественной и зарубежной практике	13
1.3 Особенности выбора подхода к оценке рыночной стоимости предприятия	18
2 Применение доходного подхода к оценке стоимости предприятия ООО «Балтстрой СПб»	27
2.1 Анализ финансового состояния предприятия	ООО
«Балтстрой СПб»	27
2.2 Оценка стоимости предприятия	36
2.3 Модель оценки стоимости предприятия с учетом внешних факторов	46
3 АПРОБАЦИЯ МОДЕЛИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ С УЧЕТОМ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ К МЕТОДУ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ДЛЯ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ	56
3.1 Оценка значимости внешних факторов, формирующих стоимость предприятия	56
3.2 Оценка стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков с учетом внешних факторов	62
3.3 Применение метода экономической добавленной стоимости (EVA) в оценке бизнеса: построение, расчёты и интерпретация результатов	72
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	80
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	83

ВВЕДЕНИЕ

Развитие современной экономики, прошедшей в России путь от зарождения рыночных отношений в начале 1990-х до формирования сложного механизма, сочетающего комплекс взаимосвязанных реакций отраслей и предприятий на происходящие внутренние и внешние изменения к настоящему времени, требует неизбежно приводит к перемещению собственности, что требует точного подхода к оценке ее стоимости. В том числе переходят между собственниками и целые предприятия, становясь, таким образом, объектами оценки. Однако, будучи сложными комплексными системами, они не могут быть оценены с помощью простых шаблонов, поскольку последние не обеспечивают возможность учесть все многообразие факторов, влияющих на их стоимость, набор которых, к тому же, специфичен в каждом отдельном случае.

Особая значимость данной проблематики проявляется в рамках российской экономической системы, которая, несмотря на отдельные элементы стабильности, по-прежнему сохраняет структурную уязвимость и нестабильность. Для российской экономики характерны такие факторы, как высокая волатильность макроэкономических индикаторов (курс национальной валюты, инфляция, ключевая ставка), неоднозначность и непредсказуемость регуляторной среды, институциональные барьеры развития, а также ограниченная ликвидность и фрагментарная транспарентность большинства отраслевых сегментов.

В последние годы наблюдается усиление внимания к проблемам оценки стоимости со стороны как научного сообщества, так и практиков. При этом в российской практике сохраняется ряд серьезных проблем в области оценки стоимости бизнеса. К ним можно отнести:

- преобладание формального подхода при проведении оценочных процедур;
- недостаточный учет отраслевой специфики;

- ограниченное применение современных методов финансового моделирования;
- слабая интеграция международных стандартов оценки.

Актуальность исследования обусловлена тем, что по мере дальнейшего развития экономики возрастает конкуренция на рынках и перед собственниками компаний встает вопрос о перспективах дальнейшего роста. В таких условиях необходимо анализировать результаты своей деятельности и оценивать ее эффективность. Концепция оценки стоимости предприятия сегодня становится одним из 4 наиболее распространенных подходов к анализу эффективности систем управления. Более того, многие исследователи и практики утверждают, что стоимость бизнеса и ее изменение является универсальным критерием эффективности деятельности компании в рыночной среде.

Основной целью данного исследования является комплексный анализ существующих методов оценки рыночной стоимости предприятий, выявление их преимуществ и ограничений, а также разработка рекомендаций по совершенствованию оценочных методик с учетом специфики российских экономических условий.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

1. Провести систематизацию теоретических подходов к оценке стоимости предприятий, включая доходный, сравнительный и затратный методы.
2. Изучить нормативно–правовую базу оценочной деятельности в Российской Федерации.
3. Проанализировать особенности применения различных методов оценки в российских экономических условиях.
4. Исследовать влияние макроэкономических факторов на процесс оценки стоимости бизнеса.
5. На примере конкретного предприятия провести сравнительный анализ различных методов оценки.

6. Сформулировать предложения по повышению точности и достоверности оценочных процедур.

Объектом исследования выступает предприятие ООО «Балтстрой СПб»

Предметом исследования являются методы, инструменты и методики оценки рыночной стоимости предприятий, а также факторы, влияющие на достоверность и точность оценочных процедур.

Методологическую основу исследования составляют общенаучные методы познания, включая анализ и синтез, индукцию и дедукцию, сравнение и обобщение. В работе применяются следующие специальные методы:

- метод дисконтированных денежных потоков;
- сравнительный анализ компаний-аналогов;
- метод чистых активов.

Эмпирическую базу исследования составляют:

- данные финансовой отчетности предприятий;
- аналитические материалы рейтинговых агентств;
- публикации в специализированных изданиях;
- нормативно-правовые акты, регулирующие оценочную деятельность.

Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

Первая глава посвящена теоретическим основам оценки рыночной стоимости предприятий. В ней рассматриваются основные понятия и методологические подходы к оценке, анализируется эволюция оценочных методик.

Во второй главе проводится анализ финансовых показателей предприятия и оценка стоимости различными методами

Третья глава содержит разработку рекомендаций по совершенствованию методов оценки, анализ конкретного кейса

В заключении подводятся итоги исследования, формулируются основные выводы и рекомендации.

1 Теоретические основы оценки стоимости предприятия

1.1 Понятие, цели, принципы, нормативная база и этапы оценки

Оценка стоимости предприятия представляет собой сложный многоаспектный процесс, требующий комплексного подхода к определению рыночной ценности бизнеса как единого имущественного комплекса, обладающего способностью генерировать доход. В современной экономической науке это понятие трактуется по-разному, однако наиболее полное и системное определение было сформулировано российскими учеными Грязновой А.Г. и Федотовой М.А. в их фундаментальном труде «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» [7]. Авторы рассматривают оценку стоимости бизнеса как целенаправленный, научно обоснованный, упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом всей совокупности влияющих факторов в конкретный момент времени применительно к условиям определенного рынка. Это определение подчеркивает три ключевых аспекта оценки: временной фактор, рыночный контекст и комплексный характер анализа.

Основные цели оценки стоимости предприятия можно систематизировать по следующим направлениям:

Во-первых, определение рыночной стоимости для совершения сделок купли-продажи бизнеса или его долей. В данном случае оценка служит инструментом обоснования цены сделки и помогает минимизировать риски обеих сторон. Особое значение этот аспект приобретает при продаже крупных промышленных предприятий или при сделках с участием государства [14].

Во-вторых, оценка стоимости для привлечения инвестиций, включая выход на IPO. Здесь оценка помогает определить справедливую стоимость акций и обосновать инвестиционную привлекательность компании перед потенциальными инвесторами. В условиях российской экономики этот аспект

особенно важен для высокотехнологичных компаний, ищущих финансирование для масштабирования бизнеса [6].

В-третьих, расчет стоимости при реорганизации предприятия (слияния, поглощения, разделения, выделения). В таких случаях оценка позволяет определить справедливое соотношение долей участников реорганизованных компаний и минимизировать возможные конфликты интересов [11].

В-четвертых, определение стоимости для целей налогообложения, включая расчет налога на имущество, налога на прибыль при переоценке активов, а также при определении налоговой базы при реорганизации юридических лиц. В российских условиях этот аспект часто становится предметом споров между налогоплательщиками и налоговыми органами [1].

В-пятых, оценка при получении кредита под залог бизнеса. Банки требуют профессиональной оценки залога для определения размера кредитного лимита и минимизации своих рисков. В условиях экономической нестабильности этот вид оценки становится особенно востребованным [12].

В-шестых, расчет стоимости для страхования имущества предприятия [5]. В данном случае оценка помогает определить страховую сумму и размер страховых премий, обеспечивая адекватную защиту бизнеса от возможных рисков.

В-седьмых, определение стоимости при разрешении имущественных споров, включая раздел имущества, расчет компенсаций при изъятии имущества для государственных нужд, споры между акционерами [15]. В судебной практике профессиональная оценка часто становится решающим аргументом при разрешении подобных споров.

Методологическую основу процесса оценки составляют принципы, которые можно систематизировать в четыре взаимосвязанные группы:

Первая группа – принципы, основанные на представлениях собственника - включает три фундаментальных положения. Принцип полезности утверждает, что предприятие обладает стоимостью только в том случае, если оно способно удовлетворять потребности потенциального владельца в получении дохода или

реализации других целей. Этот принцип особенно важен при оценке специализированных предприятий, чья ценность может существенно отличаться для разных категорий покупателей. Принцип замещения гласит, что рациональный покупатель не заплатит за предприятие больше, чем минимальная стоимость приобретения или создания аналогичного предприятия с сопоставимой полезностью [16]. Этот принцип лежит в основе сравнительного подхода к оценке. Принцип ожидания подчеркивает, что стоимость предприятия определяется не столько его текущими результатами, сколько ожидаемыми будущими выгодами, что является основой доходного подхода к оценке [8].

Вторая группа – принципы, связанные с эксплуатацией имущества - включает четыре важных положения. Принцип вклада учитывает, что стоимость отдельного элемента предприятия зависит от его вклада в общую стоимость бизнеса, а не от его собственной стоимости [13]. Это особенно актуально при оценке сложных технологических комплексов. Принцип остаточной продуктивности выделяет землю как базовый фактор производства, стоимость которого определяется остаточным доходом после покрытия затрат на другие факторы производства [4]. Принцип предельной производительности учитывает, что дополнительные вложения в предприятие целесообразны только до тех пор, пока прирост стоимости превышает затраты на эти вложения. Принцип сбалансированности подчеркивает, что максимальная стоимость достигается при оптимальном сочетании всех факторов производства, когда все компоненты предприятия согласованы между собой по параметрам мощности, производительности и другим характеристикам.

Третья группа – принципы, обусловленные действием рыночной среды – включает пять ключевых положений. Принцип зависимости указывает на то, что стоимость предприятия зависит от внешних факторов – экономических, социальных, политических и экологических условий в регионе его расположения [21]. Принцип соответствия утверждает, что предприятие достигает максимальной стоимости, когда его характеристики соответствуют рыночным стандартам и ожиданиям. Принципы спроса и предложения отражают

фундаментальные рыночные законы, согласно которым стоимость определяется соотношением этих двух факторов. Принцип конкуренции учитывает, что усиление конкурентной борьбы на рынке приводит к снижению сверхприбылей и, соответственно, стоимости бизнеса. Принцип изменения стоимости подчеркивает, что стоимость не является постоянной величиной, а изменяется под влиянием различных факторов с течением времени.

Четвертая группа представлена принципом наилучшего и наиболее эффективного использования, который является синтезирующим и учитывает возможность использования предприятия, являющегося юридически обоснованным, физически возможным, финансово целесообразным и приводящим к наивысшей стоимости. Этот принцип особенно важен при оценке предприятий, имеющих потенциал для реорганизации или изменения профиля деятельности [12].

Нормативная база оценки стоимости предприятия в Российской Федерации представляет собой многоуровневую систему, включающую:

Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ, который устанавливает правовые основы регулирования оценочной деятельности, определяет права и обязанности оценщиков, требования к проведению оценки и содержанию отчета об оценке [1]. Этот закон является основополагающим документом для всех участников оценочного процесса в России.

Федеральные стандарты оценки (ФСО), которые разрабатываются в соответствии с законом об оценочной деятельности и содержат конкретные методические указания по проведению оценки различных видов имущества, включая предприятия. В настоящее время действует несколько ФСО, наиболее важными из которых для оценки бизнеса являются ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки», ФСО № 2 «Цель оценки и виды стоимости», ФСО № 3 «Требования к отчету об оценке» [2].

Международные стандарты оценки (IVS), разрабатываемые Международным советом по стандартам оценки (IVSC). Эти стандарты

представляют собой лучшие мировые практики в области оценки и все чаще применяются в России, особенно при оценке для международных сделок или при работе с иностранными инвесторами [21].

Отраслевые стандарты и методические рекомендации, которые разрабатываются для отдельных отраслей экономики с учетом их специфики. Например, существуют особые методики оценки банков, страховых компаний, предприятий ТЭК и других специализированных организаций [12].

Внутренние стандарты оценочных компаний, которые детализируют общепринятые методики с учетом конкретной практики работы компании и особенностей обслуживаемых клиентов. Эти стандарты не должны противоречить законодательству и общепринятым стандартам оценки [5].

Процесс оценки стоимости предприятия представляет собой последовательность взаимосвязанных этапов, каждый из которых имеет важное значение для получения достоверного результата:

Подготовительный этап начинается с определения цели и задач оценки, что позволяет правильно выбрать методику и определить объем необходимых работ [7]. На этом этапе заключается договор на проведение оценки, в котором фиксируются все существенные условия, включая вид определяемой стоимости, дату оценки, предполагаемые подходы и методы. Затем осуществляется сбор и предварительный анализ исходной информации о предприятии, включая финансовую отчетность, данные о составе активов, информацию о рынке и конкурентах. Особое внимание уделяется проверке достоверности и полноты полученных данных.

Аналитический этап включает углубленный анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия за ретроспективный период (обычно 3–5 лет) [8]. Проводится анализ бухгалтерской отчетности, рассчитываются финансовые коэффициенты, оценивается динамика основных показателей. Параллельно осуществляется исследование рынка, на котором работает предприятие: анализируются тенденции развития отрасли, конкурентная среда, факторы спроса и предложения. Особое внимание уделяется анализу

макроэкономических факторов, которые могут повлиять на будущие результаты деятельности предприятия: изменения законодательства, экономической политики, технологические тенденции. На этом этапе также оцениваются риски предприятия, как внутренние (производственные, финансовые, управленческие), так и внешние (экономические, политические, рыночные).

Расчетный этап начинается с выбора методов оценки, наиболее соответствующих целям оценки и особенностям предприятия [9]. Затем осуществляется непосредственное проведение расчетов стоимости предприятия с использованием выбранных методов. В рамках доходного подхода составляются прогнозы денежных потоков, определяется ставка дисконтирования, рассчитывается терминальная стоимость. При использовании сравнительного подхода подбираются компании-аналоги, собираются данные об их стоимости, рассчитываются и анализируются мультипликаторы. Затратный подход предполагает инвентаризацию активов, оценку их рыночной стоимости, определение величины обязательств. Особое внимание уделяется оценке нематериальных активов и гудвилла, которые часто составляют значительную часть стоимости современных предприятий.

Заключительный этап включает анализ полученных результатов, их согласование при использовании нескольких подходов, проверку на соответствие рыночным данным и здравому смыслу. На этом этапе также оформляется отчет об оценке, который должен соответствовать требованиям законодательства и стандартов оценки. Отчет содержит подробное описание использованных методик, исходных данных, проведенных расчетов и сделанных выводов. Особое внимание уделяется обоснованию всех принятых в расчетах допущений и предположений [10].

Важнейшим элементом методологии оценки, особенно при использовании доходного подхода, является правильный выбор ставки дисконтирования, которая отражает рискованность будущих денежных потоков. Как показано в формуле 1, ставка дисконтирования является ключевым параметром в формуле

приведенной стоимости, определяющим, насколько будущие доходы будут «обесценены» при приведении их к текущему моменту.

$$\text{Ценность} = \sum_{t=1}^{t-n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Где

CF_t – денежные потоки за период t

n – срок жизни актива;

r – ставка дисконтирования, отражающая риск ожидаемых денежных потоков

При оценке действующего предприятия особое значение приобретает расчет (WACC). Это финансовый показатель, который используется для оценки стоимости капитала, необходимого компании для финансирования своих операций. Учитывает совокупность различных источников финансирования, таких как собственный капитал (акции) и заемный капитал (долги), и ранжирует их, согласно доле в общем капитале организации. Как демонстрирует формула 2, WACC является важнейшим компонентом при расчете стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков, так как отражает ожидания всех инвесторов компании.

$$\text{Ценность фирмы} = \sum_{t=1}^{t-n} \frac{CF_{\text{фирмы}_1}}{(1+WACC)^t} \quad (2)$$

n – срок жизни актива

$CF_{\text{фирмы}_1}$ – ожидаемые денежные потоки, создаваемые фирмой в период t

WACC – средневзвешенная стоимость капитала (weighted average cost of capital)

Расчет WACC требует определения стоимости собственного капитала (часто через модель CAPM), стоимости заемного капитала (на основе процентных ставок по кредитам), а также оптимальной структуры капитала предприятия. В условиях российской экономики этот расчет часто осложняется недостаточной развитостью фондового рынка и ограниченностью информации о рыночных премиях за риск.

1.2 Подходы к оценке рыночной стоимости предприятия в отечественной и зарубежной практике

В российской и зарубежной практике, а также в соответствии со стандартами оценки выделяют три подхода к определению стоимости бизнеса: доходный, сравнительный и затратный. Эти подходы получили глубокую теоретическую проработку в трудах как зарубежных, так и отечественных исследователей, причем их развитие продолжается в связи с изменением экономических условий и появлением новых видов бизнес-активов. Применение того или иного подхода определяется оценщиком исходя из цели оценки, технических или финансовых особенностей объекта оценки и прочих факторов. В идеальном варианте результаты, полученные при использовании различных подходов, должны совпадать, но чаще всего они различаются кардинально, что объясняется, во-первых, отсутствием рыночных механизмов в среде, где функционирует компания, во-вторых, неэффективностью использования менеджментом компании имеющихся ресурсов.

Доходный подход, основанный на концепции дисконтирования будущих доходов, представляет собой наиболее теоретически обоснованную и комплексную методику оценки. Его методологический фундамент был заложен в работах таких известных зарубежных экономистов, как А. Дамодаран, Т. Коупленд и Дж. Уэстон, которые разработали стройную систему принципов и

методов оценки, основанных на прогнозировании будущей доходности бизнеса [8]. Доходный подход применяется в тех случаях, когда есть возможность составить представление о дальнейшем развитии компании. Оценка доходным подходом предполагает построение прогноза доходов. В зависимости от равномерности поступления доходов выбирается либо метод капитализации, либо метод дисконтирования.

Метод дисконтированных денежных потоков представляет собой наиболее универсальный и точный инструмент оценки, который предполагает построение детального финансового прогноза на период от 3 до 10 лет (в зависимости от отрасли и стабильности бизнеса) с последующим приведением прогнозируемых денежных потоков к текущей стоимости [6]. Метод дисконтирования применяется при непостоянных финансовых показателях, а также в тех случаях, когда функционирование бизнеса прекращается. Оценка данным методом включает составление прогноза денежных потоков на каждый год прогнозного периода. Ключевым элементом этого метода является точный расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC), который включает два основных компонента: стоимость собственного капитала (рассчитываемую, как правило, по модели CAPM) и стоимость заемного капитала (определяемую на основе рыночных ставок по кредитам), взвешенные по их доле в общей структуре капитала предприятия.

В зарубежной практике особое внимание уделяется модели оценки капитальных активов (CAPM). Это одна из ключевых моделей оценки ценности капитала, которая базируется на принципе равновесия между предполагаемой доходностью портфеля активов инвестора и инвестиционным риском. Соответственно, чем больше рисков предполагают вложения, тем выше должен быть финансовый результат [16]. Важно понимать, что CAPM не применяют обособленно, ведь она слишком идеализирует рынок, не соотношение акционерного и заемного капиталов, инфляцию и множество иных факторов. Однако в сочетании с другими инструментами финансового анализа она помогает находить объяснения изменениям курсов ценных бумаг и выявлять

возможное влияние инвестиций в новые активы на риск и доходность портфеля. Но в российской практике применение CAPM сталкивается с существенными трудностями, связанными с недостаточной развитостью фондового рынка, ограниченностью информации о рыночных премиях за риск и низкой ликвидностью акций многих компаний. В результате российские оценщики часто вынуждены использовать упрощенные подходы к определению стоимости капитала, что снижает точность оценок.

Метод капитализации прибыли представляет собой упрощенную версию метода DCF и применяется в случаях, когда можно с достаточной уверенностью предположить стабильность прибыли предприятия в обозримом будущем. Этот метод особенно распространен при оценке зрелых компаний с устойчивыми денежными потоками, работающих в стабильных отраслях экономики. Его преимущество заключается в относительной простоте расчетов, однако он не учитывает возможных изменений в темпах роста бизнеса и поэтому дает менее точные результаты по сравнению с методом DCF [7].

Сравнительный подход оценивает предприятие по объектам-аналогам. Особенностью сравнительного подхода к оценке предприятие является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны – на рыночные цены купли-продажи акций, принадлежащих сходным компаниям, с другой – на фактически достигнутые компаниями финансовые результаты. Этот подход, широко применяемый в зарубежной практике, основывается на принципе замещения и предполагает сравнение оцениваемого предприятия с аналогичными компаниями, информация о стоимости которых имеется на рынке. В западных странах, особенно в США и Западной Европе, этот подход получил наибольшее распространение благодаря высокой развитости фондового рынка, прозрачности корпоративной отчетности и доступности информации о сделках слияний и поглощений.

Основными методами сравнительного подхода являются:

1) метод рынка капитала, основанный на анализе рыночной капитализации публичных компаний-аналогов и использовании различных мультипликаторов (P/E, EV/EBITDA, P/S и др.);

2) метод сделок, учитывающий цены, по которым реально продавались аналогичные предприятия;

3) метод отраслевых коэффициентов, использующий специфические для определенных отраслей показатели соотношения стоимости и финансовых или операционных параметров [4].

В российской практике применение сравнительного подхода сталкивается с рядом существенных трудностей, которые можно разделить на несколько групп. Во-первых, это недостаточная развитость рынка корпоративного контроля, выражающаяся в малом количестве сделок с сопоставимыми предприятиями и непрозрачности условий этих сделок. Во-вторых, ограниченность информации о финансовых показателях непубличных компаний, которые составляют основу российской экономики. В-третьих, существенные различия в условиях ведения бизнеса в разных регионах страны, что затрудняет поиск действительно сопоставимых аналогов. В-четвертых, высокая волатильность российского рынка, приводящая к значительным колебаниям рыночных мультипликаторов даже в пределах одной отрасли [15].

Тем не менее, в последние годы наблюдается рост применения сравнительного подхода в России, особенно при оценке предприятий публичных компаний, а также в отраслях с относительно высокой степенью прозрачности (например, телекоммуникации, розничная торговля, банковский сектор). Развитие информационных технологий и появление специализированных баз данных по сделкам M&A также способствуют более широкому использованию этого подхода.

Затратный подход, исторически наиболее распространенный в российской практике, основывается на принципе замещения и предполагает определение

стоимости всех активов предприятия за вычетом обязательств. В рамках этого подхода выделяют два основных метода:

1) метод чистых активов, при котором стоимость бизнеса определяется как разница между рыночной стоимостью всех активов предприятия и величиной его обязательств;

2) метод ликвидационной стоимости, применяемый в случаях, когда предполагается прекращение деятельности предприятия и последовательная реализация его активов [13].

Зарубежная практика использует затратный подход преимущественно для оценки холдинговых компаний или предприятий с преобладанием материальных активов (например, недвижимости, оборудования), а также в особых ситуациях, таких как банкротство или принудительная ликвидация. В нормальных рыночных условиях западные оценщики отдают предпочтение доходному и сравнительному подходам, так как они лучше отражают инвестиционную привлекательность и перспективы развития бизнеса.

Особенностью российской практики является преобладание затратного подхода при оценке для целей бухгалтерского учета и налогообложения, что связано как с историческими традициями, так и с требованиями регулирующих органов. Такой подход часто приводит к существенному занижению рыночной стоимости предприятий по сравнению с их реальной инвестиционной привлекательностью, особенно в случаях, когда значительную часть стоимости бизнеса составляют нематериальные активы (бренд, деловая репутация, интеллектуальная собственность) или перспективы будущего роста.

Эта проблема особенно актуальна для инновационных и высокотехнологичных компаний, стоимость которых в большей степени определяется ожидаемыми будущими доходами, чем балансовой стоимостью активов. В результате многие российские компании оказываются недооцененными при привлечении инвестиций или выходе на IPO, что снижает их конкурентоспособность на международных рынках капитала.

Сравнительный анализ применения различных подходов в России и за рубежом позволяет сделать следующие выводы:

1) В развитых странах наблюдается преобладание доходного и сравнительного подходов, в то время как в России по-прежнему доминирует затратный подход, особенно при оценке для официальных целей.

2) Зарубежные методики оценки более ориентированы на будущие денежные потоки и рыночные сравнения, тогда как российские часто делают акцент на балансовой стоимости активов.

3) Международные стандарты оценки (IVS) все шире применяются в России, однако их внедрение сдерживается различиями в экономических условиях и нормативной базе.

4) В последние годы в России наблюдается постепенное сближение практики оценки с международными стандартами, особенно при оценке крупных компаний, работающих на глобальных рынках [15].

Таким образом, современная практика оценки стоимости предприятия характеризуется разнообразием подходов и методов, выбор которых зависит от целей оценки, особенностей бизнеса и экономических условий. Наиболее точные результаты обычно достигаются при комплексном использовании всех трех подходов с последующим согласованием полученных результатов.

1.3 Особенности выбора подхода к оценке рыночной стоимости предприятия

Выбор конкретного подхода или комбинации методов при проведении оценки стоимости предприятия представляет собой не просто техническую процедуру, а глубоко аналитический, методологически насыщенный и в высшей степени контекстуальный процесс. В ходе анализа оценщик применяет определенные методы оценки, которые содержат в себе набор последовательных

операций. Методы объединяются в более крупную группу подходов к оценке бизнеса. Наиболее точными при анализе бизнеса стали доходный, затратный и сравнительный подходы.

При выборе одного из них эксперт учитывает цели оценки, количество имеющихся сведений, организационно-правовую форму предприятия и прочее. При этом каждый из них имеет плюсы и минусы. В связи с этим для объективного и достоверного анализа зачастую оценщики используют несколько или сразу весь комплекс подходов, в рамках которых применяют различные методы оценки стоимости бизнеса.

От обоснованности выбора подхода напрямую зависит качество итоговой оценки, её пригодность для принятия управленческих, инвестиционных, судебных, налоговых и иных решений, а также её соответствие требованиям нормативных актов и стандартов оценки.

Наиболее существенным препятствием на пути к универсализации подходов к оценке является то, что различные методики зачастую приводят к значительно различающимся результатам. Это обусловлено как различной природой данных, лежащих в основе каждого подхода (историческая стоимость активов в затратном, текущие рыночные аналогии в сравнительном, прогнозные финансовые потоки в доходном), так и различием в интерпретации ключевых параметров (например, ставки дисконтирования, мультипликаторов, коэффициентов обесценения и пр.). В связи с этим выбор подхода требует строгой аналитической обоснованности и невозможен без комплексного анализа факторов, влияющих на специфику оценки. Указанные факторы могут быть систематизированы по четырем ключевым направлениям, отражающим как внутреннюю природу бизнеса, так и цели и условия самой процедуры оценки.

Первая и наиболее значимая группа факторов – характеристики самого предприятия, включающие отраслевую специфику, структуру активов, стадию жизненного цикла и масштаб деятельности.

Прежде всего, отраслевая принадлежность оказывает прямое влияние на релевантность того или иного метода. В капиталоемких секторах, таких как

машиностроение, металлургия, нефтегазовая добыча, транспортная и энергетическая инфраструктура, основной вклад в стоимость предприятия вносит физическая составляющая – здания, оборудование, транспортные средства, земельные участки. Здесь логично применять затратный подход, поскольку он позволяет оценить восстановительную или текущую рыночную стоимость таких активов, а также определить чистую стоимость имущества после вычета обязательств. Однако в отраслях, где доминируют нематериальные активы – в сфере информационных технологий, высокотехнологичного производства, медиа, образования, консалтинга, основным драйвером стоимости выступают ожидаемые будущие доходы. В этих случаях доходный подход становится предпочтительным, поскольку он учитывает кумулятивную ценность деловой репутации, клиентской базы, интеллектуальной собственности, технологий и персонала.

Второй ключевой параметр жизненный цикл предприятия. На начальной стадии становления бизнеса, особенно в случае стартапов, где отсутствуют исторические данные, а балансовые активы невелики, но имеется высокий потенциал роста, предпочтение отдается методу дисконтированных денежных потоков (DCF). Он позволяет моделировать гипотетические сценарии роста и оценивать стоимость бизнеса на основе прогноза будущих доходов. Напротив, для зрелых, стабильно функционирующих компаний, имеющих устойчивый денежный поток и предсказуемую операционную деятельность, может быть целесообразен метод капитализации прибыли, который проще в применении и менее чувствителен к отклонениям прогноза. Для компаний в стадии спада, реструктуризации или предбанкротного состояния применяются специальные методики, такие как метод ликвидационной стоимости или оценка на основе переоценки активов с учетом их реализации на неблагоприятных условиях.

Отдельного внимания заслуживает размер предприятия. Для крупных компаний, особенно публичных (имеющих листинг на бирже), оптимален сравнительный подход, так как в их отношении существует множество рыночных аналогов, а информация о сделках и котировках доступна в открытых

источниках. Это позволяет использовать рыночные мультипликаторы (P/E, EV/EBITDA и др.) и проводить кросс-сравнение с учетом отраслевых коэффициентов. В случае со средними и малыми предприятиями, особенно в сегментах с низкой прозрачностью и ограниченной ликвидностью, сравнительный подход теряет свою репрезентативность, что вынуждает прибегать к доходному или затратному методам, несмотря на возможные ограничения точности.

Вторая группа факторов - цели проведения оценки, которые определяют фокус оценки: текущая стоимость активов, инвестиционная привлекательность или правовая обеспеченность.

При оценке в целях купли-продажи предприятия, особенно при стратегическом приобретении, ключевым параметром становится будущая доходность объекта. В таких условиях наибольшую информативность демонстрирует доходный подход, ориентированный на потенциальную синергию, интеграционный эффект и будущие выгоды от объединения активов и компетенций. Он позволяет учесть не только текущие показатели, но и потенциал масштабирования, проникновения на новые рынки и увеличения маржинальности.

Для залогового кредитования, напротив, важна стоимость активов, подлежащих отчуждению в случае дефолта по обязательствам. Именно поэтому кредитные организации требуют применения затратного подхода, позволяющего выявить стоимость залогового имущества в случае его реализации. При этом учитываются коэффициенты ликвидности, показатели амортизации, оборачиваемости активов и возможность их отчуждения без юридических рисков. Банк при этом оценивает не просто стоимость актива, а его конвертируемость в денежные средства в ограниченный срок и с минимальными транзакционными потерями. Особенно это актуально в условиях кризисных или волатильных рынков, где рыночная ликвидность может резко снижаться.

При оценке для страхования имущества также доминирует затратный подход, но с акцентом на восстановительную стоимость. Затратный подход

представляет собой совокупность методов оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства или замещения объекта оценки с учетом совокупного обесценения (износа) объекта оценки и (или) его компонентов. Затратный подход основан на принципе замещения. Элементы затрат воспроизводства и замещения могут различаться в зависимости от вида объекта оценки и допущений оценки и обычно включают прямые и косвенные затраты, возникающие в процессе воспроизводства или замещения объекта на дату оценки. При расчете затрат воспроизводства и затрат замещения могут учитываться затраты на привлечение финансирования на период строительства и прибыль предпринимателя. Этот вид оценки имеет нормативное значение и регулируется не только оценочными стандартами, но и требованиями страховых компаний.

В совокупности изложенные параметры позволяют утверждать, что выбор подхода к оценке стоимости предприятия должен быть результатом комплексного анализа, включающего как внутренние свойства бизнеса, так и цели, контекст и последствия проводимой процедуры. Только при соблюдении принципов адекватности, достоверности, соответствия цели и применимости метода возможно достичь обоснованного и признанного всеми заинтересованными сторонами результата. В следующем разделе будет рассмотрено влияние иных факторов - информационной доступности, рыночной конъюнктуры и нормативных условий - на практическую реализацию указанных подходов.

При оценке для целей страхования имущества предприятия также преимущественно применяется затратный подход, но с ориентацией на стоимость восстановления активов, а не на их рыночную стоимость. Это требует особых методик расчета восстановительной стоимости с учетом современных цен на оборудование, строительные материалы и работы.

Для стратегического управления и принятия инвестиционных решений наиболее полезен доходный подход, позволяющий оценить не только текущее состояние предприятия, но и его перспективы развития, потенциал роста и

возможную отдачу от инвестиций. В таких случаях особое внимание уделяется построению реалистичных финансовых моделей и анализу различных сценариев развития бизнеса [8].

Третья группа факторов связана с доступностью и качеством информации, необходимой для проведения оценки. Наличие достоверной финансовой отчетности за несколько лет, подготовленной в соответствии с международными стандартами, позволяет применять доходный подход с построением детальных прогнозов денежных потоков. Доступность данных о сопоставимых компаниях (*comparable companies*) и информации о недавних сделках с аналогичными предприятиями делает возможным использование сравнительного подхода с расчетом различных рыночных мультипликаторов. При отсутствии достаточной информации о денежных потоках и аналогах оценщики часто вынуждены ограничиваться затратным подходом, хотя такая оценка может не отражать реальной инвестиционной привлекательности бизнеса [10].

Четвертая группа факторов учитывает макроэкономические условия и конъюнктуру рынка на момент проведения оценки. В условиях нестабильной экономики и высокой волатильности рынков применение доходного подхода существенно затруднено из-за сложности долгосрочного прогнозирования и высокой неопределенности будущих денежных потоков. При низкой ликвидности рынка и малом количестве сделок сравнительный подход теряет свою надежность из-за отсутствия актуальных и репрезентативных данных о рыночных сделках. В периоды высокой инфляции затратный подход требует постоянной корректировки на изменение цен и может давать существенно искаженные результаты, если не учитывать динамику цен на активы [21].

В российской практике выбор подходов к оценке дополнительно осложняется рядом специфических факторов, характерных для развивающихся рынков. Недостаточная прозрачность финансовой отчетности многих предприятий, особенно средних и малых, существенно ограничивает возможности применения доходного подхода, требующего достоверных данных о финансовых результатах и денежных потоках. Ограниченность информации о

сделках с аналогичными предприятиями снижает надежность сравнительного подхода, так как даже при наличии данных об аналогах часто отсутствует информация о реальных условиях сделок и сопутствующих обстоятельствах [14].

Высокая волатильность российской экономики, зависимость от сырьевых рынков и геополитических факторов создает дополнительные сложности для долгосрочного прогнозирования, необходимого при использовании доходного подхода. Правовая неопределенность в отношении прав собственности на некоторые активы, особенно земельные участки и недвижимость, осложняет применение затратного подхода, так как оценщик не всегда может быть уверен в юридической чистоте активов и возможности их свободной реализации.

В связи с этими особенностями в российской практике рекомендуется использовать комбинацию различных подходов, что позволяет компенсировать недостатки каждого из них в отдельности и получить более сбалансированную оценку. Наиболее распространенным является сочетание доходного и затратного подходов, при этом сравнительный подход применяется преимущественно для оценки публичных компаний или предприятий, работающих в отраслях с высокой прозрачностью информации. В случаях, когда разные подходы дают существенно различающиеся результаты, особое внимание уделяется анализу причин таких расхождений и обоснованию итоговой величины стоимости [3].

Особое значение при выборе подходов к оценке имеет учет нематериальных активов предприятия, которые часто не находят отражения в балансе, но могут составлять значительную часть рыночной стоимости бизнеса. Деловая репутация компании, ее торговая марка и бренд могут быть важными факторами стоимости, особенно в потребительском секторе. Патенты, лицензии и уникальные технологии часто составляют основу стоимости инновационных и высокотехнологичных предприятий. Квалифицированный персонал и сильная управленческая команда являются критически важными активами для компаний. Клиентская база и долгосрочные договорные отношения могут существенно повышать стоимость предприятий в сфере услуг и B2B-секторе [17].

Для оценки этих нематериальных активов требуются специальные методики, сочетающие элементы доходного и сравнительного подходов, а также учитывающие отраслевую специфику. Часто применяются методы освобождения от роялти, избыточных прибылей или специальные варианты затратного подхода, учитывающие расходы на создание аналогичных нематериальных активов. Особую сложность представляет оценка синергетического эффекта, когда стоимость объединенного предприятия превышает сумму стоимостей отдельных бизнесов.

Таким образом, выбор подходов к оценке рыночной стоимости предприятия представляет собой сложный многоаспектный процесс, требующий от оценщика не только глубокого знания методик оценки, но и понимания специфики бизнеса, отраслевых особенностей и макроэкономического контекста. В современных условиях наиболее эффективным и обоснованным представляется комплексный подход, сочетающий элементы всех трех основных методов оценки с учетом конкретных характеристик предприятия и целей проведения оценки. Такой подход позволяет минимизировать возможные ошибки и получить наиболее объективную оценку реальной стоимости бизнеса.

Таким образом, проведенное теоретическое исследование сущности, целей, принципов, нормативной базы и подходов к оценке стоимости предприятия позволяет обоснованно утверждать, что данный процесс представляет собой не только инструмент финансового анализа, но и важнейший элемент стратегического управления бизнесом в условиях рыночной экономики. Комплексность оценки заключается в необходимости учитывать как внутренние характеристики предприятия, так и макроэкономические, правовые и отраслевые факторы, а также учитывать многообразие целей и стейкхолдеров, заинтересованных в результатах оценки.

На основе содержания главы 1 можно сформулировать следующие ключевые выводы:

1. Оценка стоимости предприятия является многоцелевым и многоуровневым процессом, включающим правовую регламентацию,

применение научно обоснованных принципов и поэтапную процедуру анализа. Её цели охватывают как внутренние потребности менеджмента (реорганизация, стратегическое планирование), так и внешние задачи (привлечение инвестиций, кредитование, налогообложение, купля-продажа бизнеса).

2. Методологической основой оценки служат три подхода – доходный, сравнительный и затратный, каждый из которых обладает собственными достоинствами и ограничениями. Зарубежная практика демонстрирует приоритет доходного и сравнительного подходов как наиболее ориентированных на рыночные и инвестиционные реалии, тогда как в России всё ещё сохраняется преобладание затратного метода, особенно в целях налогообложения и бухгалтерского учёта.

3. Выбор подхода к оценке обусловлен совокупностью факторов, включая отраслевую специфику, жизненный цикл предприятия, цели оценки, доступность информации и макроэкономические условия. Современная практика требует перехода от моно-подходов к гибкому и синергетическому комбинированию методов, с акцентом на учёт нематериальных активов, институциональных особенностей и перспектив роста бизнеса

2 Применение доходного подхода к оценке стоимости предприятия ООО «Балтстрой СПб»

2.1 Анализ финансового состояния предприятия ООО «Балтстрой СПб»

Одним из базовых этапов применения доходного подхода к оценке стоимости предприятия является комплексная диагностика его текущего производственного профиля и финансового состояния. Данный этап включает анализ товарной номенклатуры, организационной структуры, динамики финансовых результатов, структуры баланса, соотношения доходов и расходов, а также оценки ликвидности как индикатора краткосрочной финансовой устойчивости. Компания «Балтстрой СПб» производит в Санкт-Петербурге и Москве на современном оборудовании строительные бытовки, посты охраны, жилые и санитарные модульные здания.

В таблице 1 представлена номенклатура продукции ООО «Балтстрой СПб», отражающая его специализацию в сегменте изготовления строительных и технологических металлоконструкций. Указание кодов ОКВЭД и технических характеристик позволяет отнести предприятие к категории производителей готовых стальных изделий преимущественно для объектов капитального строительства.

Таблица 2.1 – Ассортимент выпускаемой продукции ООО «Балтстрой СПб» в 2025 г. [22]

№	Наименование продукции	Код ОКВЭД	Основные характеристики
1	Металлоконструкции каркасов зданий	25.11	Колонны, балки, фермы, прогоны, сварные соединения
2	Стальные опоры и стойки для промышленного оборудования	25.12	Опоры под трубопроводы, металлокаркасы КИПиА
3	Лестничные марши, площадки и переходы	25.12	Унифицированные конструкции, антикоррозионное покрытие
4	Металлические ограждения, перила, лестницы	25.12	Архитектурные элементы, индивидуальное проектирование

Таким образом, производственная деятельность предприятия носит специализированный характер, ориентированный на выполнение как типовых, так и индивидуальных проектных решений в области промышленного и гражданского строительства.

Для оценки эффективности управленческой модели предприятия целесообразно рассмотреть состав ключевых управленческих и производственных должностей. Рисунок 2.1 показывает организационную структуру предприятия, в таблице 2 представлены основные функции отделов.



Рисунок 2.1 – Организационная структура ООО «Балтстрой СПБ»

Таблица 2.2 – Основные функции отделов ООО «Балтстрой СПБ» в 2025 г. [21]

Должность	Функции отделов
Генеральный директор	Общая стратегия, взаимодействие с контрагентами и госструктурами
Главный инженер	Техническое управление, оптимизация производственного процесса
Менеджер по продажам	Сбыт, заключение контрактов, сопровождение клиентов
Бухгалтер	Бухгалтерская и налоговая отчётность, взаимодействие с контролёрами
Мастер участка	Оперативное планирование, организация смен
Оператор станков (рабочий)	Изготовление изделий по чертежам и техническому заданию

Состав и структура кадрового потенциала предприятия ООО «Балтстрой СПБ» демонстрируют его внутреннюю организационную модель, в основе

которой лежит высокая степень управленческой централизации при минимальной степени горизонтальной диверсификации. Это проявляется в том, что все ключевые функции – от стратегического планирования и технического контроля до сбыта продукции и бухгалтерского сопровождения – замыкаются на узком круге должностных лиц. Фактически управление предприятием осуществляется по линейно-функциональной схеме, при которой каждый сотрудник имеет строго очерченный участок ответственности, а координация процессов идёт от генерального директора к подчинённым по прямой иерархической вертикали. Такая модель типична для малых производственных предприятий численностью до 50 человек, где ограниченные ресурсы и концентрация капитала требуют предельной эффективности и чёткости управленческих решений.

Следует отметить, что линейно-функциональная структура, несмотря на свою простоту и очевидную управляемость, имеет ряд ограничений в условиях динамичной внешней среды. Прежде всего, она не предполагает гибкости в адаптации к изменениям на рынке, замедляет внедрение инноваций и усложняет реализацию параллельных проектов. Кроме того, при высоком уровне зависимости от одного или нескольких ключевых специалистов (например, главного инженера или мастера цеха), возникает риск управленческих «узких мест» и снижения общей устойчивости производственного процесса в случае кадровых изменений. В то же время для производственных компаний, ориентированных на ограниченный, но стабильный портфель заказов, подобная структура может обеспечивать достаточную надёжность и оперативность исполнения.

Переходя к оценке финансовых показателей деятельности ООО «Балтстрой СПб», необходимо подчеркнуть, что анализ экономических индикаторов – таких как выручка, чистая прибыль, темпы их прироста и волатильность – является базовым элементом при построении модели устойчивости и инвестиционной привлекательности предприятия. В отличие от балансовых оценок или структуры капитала, именно показатели операционной и

чистой прибыли позволяют выявить реальный уровень рентабельности, качество управления затратами и способность компании адаптироваться к изменяющимся условиям внешней среды.

Ретроспективный анализ за период 2023-2024 гг. позволяет оценить не только статическое финансовое положение предприятия, но и динамику его развития, устойчивость доходной базы, степень чувствительности к колебаниям рыночной конъюнктуры, а также общие тенденции в управлении доходами и расходами. Он необходим для обоснования прогноза в рамках доходного подхода, корректировки параметров DCF-модели, а также для верификации значений, полученных по методу EVA.

В таблице 3 представлены значения выручки, чистой прибыли, а также темпы их изменения за каждый из анализируемых годов. Данный массив данных формирует эмпирическую основу для последующего количественного моделирования стоимости компании и даёт объективное представление о финансовом профиле ООО «Балтстрой СПб» как объекта оценки

Таблица 2.3 – Основные экономические показатели ООО «Балтстрой СПб» (2022–2024 гг.), млн. руб. [23]

Показатели	2022 г.	2023 г.	2024 г.
Выручка	114,3	186,7	301
Расходы	111,1	162	272,5
Дебиторская задолженность	8,3	8	28,4
Кредиторская задолженность	65,3	66,6	82,3
Основные средства	70,4	77,3	97
Запасы	-	7,9	15,7
Прочие доходы	7,1	7,3	13,4
Прочие расходы	3,8	4,1	4,2
Чистая прибыль	3,1	24,7	28,5

Анализ динамики ключевых финансово-экономических показателей деятельности ООО «Балтстрой СПб» за трёхлетний период выявляет ряд значимых трендов, которые заслуживают более детальной интерпретации в контексте оценки операционной эффективности, прибыльности и устойчивости бизнеса. Данный анализ не только раскрывает внутреннюю логику развития

предприятия, но и позволяет сделать предположения относительно характера принятых управленческих решений, изменений во внешней среде и их влияния на финансовые результаты.

Наиболее интересную динамику демонстрирует 2024 год. В этот период наблюдается резкое и синхронное увеличение как выручки, так и чистой прибыли, что в финансовой аналитике часто трактуется как признак реализации стратегически успешного бизнес-решения. Возможными причинами подобного скачка могут быть: освоение новых территориальных рынков, в том числе экспортных направлений; участие в крупных государственных или корпоративных тендерах; запуск новых производственных мощностей или линейки высокомаржинальных продуктов. Также нельзя исключать эффект низкой базы предыдущих лет или реализацию отложенного спроса. Однако вне зависимости от причины, столь выраженный рост обоих показателей в 2024 году требует дополнительной проверки на устойчивость – важно понять, является ли данный успех одноразовым эффектом или началом новой траектории развития предприятия.

Для того чтобы более полно оценить устойчивость бизнеса и его способность адаптироваться к финансовым и операционным вызовам, необходимо перейти к рассмотрению структуры активов и пассивов. Данный аспект анализа позволяет установить уровень финансовой независимости компании, оценить долю собственного и заёмного капитала, выявить критические зоны ликвидности, определить соотношение долгосрочных и краткосрочных обязательств, а также спрогнозировать возможные риски, связанные с долговой нагрузкой.

В таблице 4 представлено распределение капитала предприятия по состоянию на конец 2023 года. Данные, приведённые в таблице, позволяют оценить, в какой степени ООО «Балтстрой» опирается на собственные ресурсы при финансировании деятельности, насколько рационально используются привлечённые средства, и каково соотношение между активами, генерирующими доход, и обязательствами, подлежащими обслуживанию.

Таблица 2.4 – Баланс капитала и обязательств ООО «Балтстрой СПБ» на 31.12.2023, руб. [24]

Показатель	Сумма, руб.	Доля в пассивах, %
Всего активов и пассивов	163 650 000	100,00
Капитал и резервы	41 706 000	25,49
Заёмные и прочие обязательства	121 944 000	74,51

Финансово-экономический анализ структуры капитала ООО «Балтстрой СПБ» демонстрирует преобладание заёмных источников финансирования, что свидетельствует о специфической модели управления активами и обязательствами предприятия. Согласно проведённым расчётам, коэффициент финансовой зависимости, определяемый как отношение совокупных обязательств к величине собственного капитала, составил 2,92 по состоянию на конец 2024 года. Это означает, что на каждый рубль, вложенный собственниками в капитал организации, приходится почти три рубля обязательств перед кредиторами. Такая пропорция характеризует структуру финансирования как высоко зависимую от внешних источников, прежде всего кредитов и заимствований, что требует комплексной оценки связанных с этим рисков.

В условиях рыночной нестабильности и возможных колебаний процентных ставок, высокая долговая нагрузка может существенно ограничить финансовую гибкость предприятия, увеличивая вероятность кассовых разрывов, усложняя условия привлечения новых кредитов и снижая инвестиционную привлекательность с точки зрения потенциальных инвесторов и контрагентов. Кроме того, данная структура капитала оказывает прямое влияние на величину стоимости капитала (WACC) и, как следствие, на оценку стоимости предприятия по доходным подходам, в частности при использовании модели дисконтированных денежных потоков (DCF).

Тем не менее, наличие значительного объема заёмного капитала не всегда следует интерпретировать исключительно как негативный фактор. В определённых случаях, особенно при устойчивых операционных доходах и высокой рентабельности активов, использование финансового левериджа позволяет акционерам увеличить норму прибыли на собственный капитал (ROE)

за счёт привлечения относительно дешёвого финансирования. В то же время эффективность подобной стратегии должна оцениваться исключительно в совокупности с анализом операционной рентабельности, платёжеспособности и структуры расходов предприятия.

Для более глубокой интерпретации финансовой модели необходимо сопоставить полученные доходы с понесёнными расходами в рамках отчётного периода. Данный анализ позволяет определить текущий уровень операционной рентабельности, выявить структуру затрат, оценить степень контроля над издержками, а также выявить потенциальные резервы для повышения эффективности деятельности. Особое внимание при этом следует уделить соотношению постоянных и переменных затрат, а также удельной доле отдельных категорий расходов в общем объеме выручки.

В таблице 5 представлены обобщённые финансовые данные ООО «Балтстрой» за 2024 год, сгруппированные по ключевым категориям доходов и расходов. Эти сведения являются основой для последующего расчёта показателей операционной рентабельности, валовой прибыли, рентабельности продаж и других производных коэффициентов, отражающих финансовую устойчивость и эффективность управления ресурсами предприятия.

Таблица 2.5 – Структура доходов и расходов ООО «Балтстрой СПб» за 2023-2024 г., тыс. руб. [24]

Показатель	тыс. руб	
	2023 г.	2024 г.
Доходы	186702	300973
Прочие доходы	7 344	13407
Расходы	161947	272539
Прочие расходы	4182	4066
Проценты по уплате	0	1339
Налог на прибыль	3304	4977
Чистая прибыль	24729	28503

Разница между совокупными доходами и понесёнными расходами за анализируемый отчётный период позволяет говорить о формировании положительного операционного результата, отражающегося в величине операционной маржи на уровне 5,41 %. Данный показатель, представляющий

собой отношение операционной прибыли к общей выручке, является важным индикатором эффективности основной деятельности предприятия. Он демонстрирует, какую долю от каждого заработанного рубля предприятие сохраняет после покрытия переменных и фиксированных операционных затрат, но до учета процентов по заёмным средствам и налогов.

Полученное значение операционной маржи свидетельствует о способности ООО «Балтстрой» обеспечивать устойчивую рентабельность производственной деятельности даже в условиях высокой конкуренции и нестабильной макроэкономической среды. Такой уровень маржи указывает на наличие грамотного управленческого контроля за издержками, эффективно выстроенные производственные процессы и верно подобранную ценовую политику. Особенно примечательно, что данный результат достигнут при сохранении значительной долговой нагрузки, что в перспективе позволяет рассматривать возможность дальнейшего увеличения прибыльности за счёт оптимизации затрат на обслуживание внешнего капитала.

Важно отметить, что положительная операционная маржа вкупе с растущими абсолютными значениями выручки и прибыли (ранее представленных в таблицах 3 и 4) формирует у инвесторов и кредиторов образ предприятия как надёжного экономического агента, способного не только генерировать доходы, но и адекватно управлять своими расходами. Однако при всём этом ключевым фактором краткосрочной финансовой устойчивости остаётся уровень ликвидности, то есть способность предприятия исполнять свои краткосрочные обязательства без привлечения дополнительных источников финансирования.

При руководстве бизнесом важно понимать, насколько он финансово стабилен и способен выполнять свои обязательства перед контрагентами. Оценить это помогает ликвидность. Она показывает, насколько быстро активы бизнеса можно обратить в деньги, чтобы рассчитаться по обязательствам. Когда у компании хорошая ликвидность, у неё достаточно денег или иных активов, которые можно быстро продать за наличные, чтобы покрыть свои расходы. Для

целей настоящего исследования проведён расчёт трёх базовых коэффициентов ликвидности – абсолютной, быстрой и текущей, что позволяет в совокупности охарактеризовать уровень мобильности активов и степень зависимости от краткосрочных обязательств. Эти коэффициенты рассчитываются на основе данных бухгалтерского баланса по состоянию на конец 2024 года и служат основой для прогноза финансовой устойчивости в краткосрочном горизонте.

В таблице 2.6 приведены значения основных коэффициентов ликвидности ООО «Балтстрой», отражающих его способность своевременно покрывать текущие обязательства различной срочности за счёт наиболее ликвидных активов.

Таблица 2.6 – Показатели ликвидности ООО «Балтстрой СПБ» за 2022-2024 гг. [23]

Показатель	Формула расчета	Значение		
		2022 г.	2023 г.	2024 г.
Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства	0,34	0,69	0,86
Коэффициент быстрой ликвидности	(Оборотные активы – Запасы) / Краткосрочные обязательства	0,34	0,57	0,67
Абсолютная ликвидность	Денежные средства / Краткосрочные обязательства	0,22	0,45	0,32

Нормативными для коэффициента текущей ликвидности считаются значения не ниже 1. Таким образом, за 2024 год значение в 0,86 граничит с допустимыми показателями, а абсолютная ликвидность (0,32) указывает на средний объём денежных средств в структуре активов, что свидетельствует о потенциальных рисках просрочки краткосрочных обязательств.

Анализ производственной и финансовой деятельности ООО «Балтстрой СПБ» за период 2020-2024 гг. демонстрирует следующие ключевые положения:

- предприятие специализируется на высокомаржинальной продукции строительного назначения;
- организационная структура является простой, с низкой административной нагрузкой;

- наблюдается выраженный рост выручки и прибыли в 2024 году, но при этом сохраняется высокая долговая нагрузка;
- ликвидность предприятия находится на нижней границе допустимых значений, что требует пересмотра политики управления оборотным капиталом;
- расчётная рентабельность подтверждает эффективность текущей бизнес-модели, однако остаётся чувствительной к рыночным и регуляторным колебаниям.

Далее, в главе 2 будет рассмотрена процедура оценки рыночной стоимости ООО «Балтстрой СПб» на основе доходного подхода и его модификаций.

2.2 Оценка стоимости предприятия

Быстроизменяющиеся факторы на рынке заставляют бизнес быть более оперативными, реагировать на внешние вызовы. Скорость и верность принимаемых решений собственниками компаний определяют темп развития бизнеса, его возможность успешно решать стоящие перед ним задачи, а зачастую от этого зависит и само существование бизнеса. Полноценная оценка стоимости бизнеса требует комплексного подхода, предполагающего использование нескольких методологических рамок, каждая из которых раскрывает определённые аспекты стоимости предприятия. В данном разделе рассмотрены четыре метода, соответствующие трём основным подходам: доходному, сравнительному и затратному. Применение каждого из них сопровождается расчётами, анализом допущений, выявлением преимуществ и ограничений, а также формированием обоснованных выводов по каждому направлению.

Для получения достоверного и верифицируемого результата были выбраны следующие методы оценки:

– метод дисконтирования денежных потоков (DCF) как наиболее чувствительный к изменениям в будущем денежном потоке и ключевой в рамках доходного подхода;

– метод капитализации прибыли – упрощённая версия доходного подхода, применимая при устойчивом росте;

– метод рыночных мультипликаторов – отражает текущую рыночную конъюнктуру и ожидания инвесторов;

– метод скорректированных чистых активов – позволяет определить минимальный уровень стоимости, основанный на фактической стоимости имущества компании.

Выбор этих четырёх инструментов позволяет нивелировать риски, связанные с использованием только одного подхода, и обеспечить сбалансированное восприятие рыночной стоимости ООО «Балтстрой СПб».

Таблица 2.7 – Методологические подходы и их характеристика

№	Метод оценки	Теоретический подход	Преимущества анализа	Формула расчёта
1	Метод дисконтированных денежных потоков	Доходный	Отражает будущую прибыльность и учитывает временную стоимость денег	$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + TV$
2	Метод капитализации прибыли	Доходный	Простота применения при стабильных потоках	$V = \frac{FCF_1}{r - g}$
3	Метод рыночных мультипликаторов (EV/EBITDA)	Сравнительный	Сравнение с аналогами, привязка к рынку капитала	$EV = EBITDA \cdot k_{mkt}$
4	Метод скорректированных чистых активов	Затратный	Минимизация допущений, ориентир на восстановительную стоимость	$V = BV_{own} + ACV$

На данном этапе анализа рыночной стоимости предприятия необходимо перейти от теоретических оснований и выбора методологии к их практической реализации. Реализация каждого из выбранных методов оценки предполагает

поэтапное применение финансово-аналитических процедур с опорой на доступные источники информации, включая бухгалтерскую отчётность ООО «Балтстрой СПб», данные отраслевого анализа, экспертные заключения и макроэкономические параметры. Основной акцент в настоящем разделе сделан на применение метода дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF), поскольку он позволяет наиболее точно учесть внутренние характеристики бизнеса, динамику его денежного потока и воздействие внешней среды через модификацию параметров модели.

Методика дисконтированных денежных потоков (discounted cash flow, DCF) основана на суммировании всех денежных потоков, которые компания может генерировать в будущем. Денежные потоки дисконтируются к настоящему моменту времени, поскольку стоимость денег сегодня выше, чем стоимость денег в будущем. Полученная оценка стоимости компании доходным методом не зависит от сиюминутных, конъюнктурных факторов, поскольку она основана на объективных показателях деятельности. Такой подход позволяет инвестору или аналитику получить представление о справедливой текущей стоимости бизнеса, принимая во внимание как внутреннюю способность предприятия создавать денежный поток, так и уровень внешнего риска, обусловленного отраслевой, рыночной и макроэкономической неопределённостью.

Перед построением DCF-модели требуется определить исходные входные параметры, на основе которых будет осуществлён прогноз денежных потоков и последующий расчёт текущей стоимости:

- свободный денежный поток на базовый год (FCF_0). За точку отсчёта принят 2024 год, по результатам которого свободный денежный поток принят равным чистой прибыли предприятия, что составляет 28 503 тыс. руб. В рамках настоящей модели предполагается, что предприятие не производило существенных капитальных инвестиций сверх нормы, а изменение оборотного капитала не искажает финансовый результат, что позволяет использовать чистую прибыль как приближение к FCF .

– Темп прироста FCF на период с 2025 по 2029 год принят на уровне 5 % в год. Этот показатель основан на предположении умеренного расширения производственной базы, постепенного роста портфеля заказов и сохранения текущей ценовой политики. Выбранный темп роста соотносится со средним уровнем динамики выручки в предыдущие периоды, отражённым в аналитике (см. Таблицу 3).

– Ставка дисконтирования (WACC) установлена на уровне 12 %, что соответствует рыночным ожиданиям инвесторов с учётом отраслевого риска, текущего уровня процентных ставок, структуры капитала предприятия и предполагаемой доходности аналогичных инвестиционных проектов. В расчетах учитывалась информация о стоимости заимствований предприятия, а также средневзвешенная норма доходности собственного капитала, соответствующая отрасли производства строительных металлоконструкций.

– Темп устойчивого роста денежных потоков после 2029 года (g) принят равным 3 %, что соответствует темпам инфляции и предполагаемой долгосрочной способности предприятия поддерживать положительную динамику выручки при стабилизации издержек. Указанный показатель учитывает цикличность отрасли, тенденции технологического обновления, возможные эффекты от диджитализации и расширения доли на рынке.

Таким образом, вся совокупность исходных данных, необходимых для построения модели DCF, получена с опорой на реальную отчетную базу и аналитические прогнозы, что обеспечивает надёжность и применимость результатов оценки. На следующем этапе будет произведён поэтапный расчет стоимости предприятия на основе дисконтирования прогнозируемых денежных потоков с учетом вышеуказанных параметров

Таблица 2.8 – Прогноз FCF и дисконтирование методом DCF, тыс. руб.

Год	Расчёт FCF_t (прогноз)	Дисконтный множитель $(1 + 0,12)^{-t}$	Приведённый FCF_t
2025	$28\,503 \times 1,05 = 29\,928$	0,893	26 728
2026	$29\,928 \times 1,05 = 31\,424$	0,797	25 045
2027	$31\,424 \times 1,05 = 32\,995$	0,712	23 492
2028	$32\,995 \times 1,05 = 34\,645$	0,636	22 034
2029	$34\,645 \times 1,05 = 36\,377$	0,568	20 662
Итого дисконтированных потоков (PV)	—	—	117961

Расчёт терминальной стоимости (TV) производится по формуле Гордона, учитывающей FCF последнего прогнозного года и предполагаемый бесконечный темп роста:

$$TV = \frac{FCF_{2029} \cdot (1 + g)}{WACC - g} = \frac{36\,377 \cdot 1,03}{0,12 - 0,03} = 416\,311 \text{ тыс.руб.}$$

С учётом дисконтирования на момент 2024 г.:

$$PV(TV) = 416311 \cdot 0,568 = 236\,464 \text{ тыс.руб.}$$

Таблица 2.9 – Итоговая стоимость предприятия методом DCF, тыс. руб.

Показатель	Значение
Сумма дисконтированных FCF	117 961
Приведённая терминальная стоимость	236 464
Enterprise Value (EV)	354 425
Минус: чистый долг	–121 944
Стоимость собственного капитала	232 481

Таким образом, по методу DCF стоимость бизнеса оценивается в размере 232,5 млн руб. Этот результат может рассматриваться как базовая оценка при отсутствии значительных колебаний макросреды.

Метод капитализации предполагает наличие устойчивых денежных потоков и фиксированного темпа роста. Он более чувствителен к выбору параметров r и g , однако используется для верификации расчётов методом DCF.

Исходные параметры:

- прогнозный $FCF_1 = 28\,503 \times 1,05 = 29\,928$ тыс. руб.;
- $r = 12\%$, $g = 3\%$.

$$V = \frac{29\,928}{0,12 - 0,03} = 332\,533 \text{ тыс.руб}$$

Таблица 2.10 – Расчёт стоимости по методу капитализации прибыли

Параметр	Значение
Прогнозный FCF на 2025 г.	29 928
Ставка капитализации (r – g)	9 %
Оценка стоимости	332 533

Данный результат значительно увеличивает оценку по DCF из-за того, что ведётся более упрощенный учёт будущих денежных потоков, не дисконтируя их отдельно, а также не берется в расчет волатильность FCF в краткосрочном периоде.

Метод мультипликаторов строится на соотношении рыночной стоимости аналогичных предприятий и их операционных результатов. Оценка мультипликаторами проводится быстрее, с меньшей долей экспертной составляющей и позволяет определить, какие факторы влияют на стоимость. Не только большинство аналитиков, но и сами эмитенты используют мультипликаторы при оценке компаний, в том числе с отрицательными прибылями или небольшими объемами продаж. Для предприятий отрасли (группа А) среднее значение EV/EBITDA составляет 6,0. EBITDA компании оценивается на уровне 20 % от выручки:

$$EBITDA = 300973 \cdot 0,20 = 60\,195 \text{ тыс.руб.}$$

$$EV = 60\,195 \cdot 6 = 361\,170 \text{ тыс. руб.}$$

Таблица 2.11 – Расчёт по методу EV/EBITDA, тыс. руб.

Показатель	Значение
EBITDA (расчётно)	60 195
Мультипликатор отрасли	6,0
Расчётная Enterprise Value (EV)	361 170
Минус чистый долг	–121 944
Итоговая стоимость капитала	239 226

Применение метода скорректированной балансовой стоимости предполагает анализ и корректировку всех статей баланса предприятия,

суммирование стоимости активов и вычитание из полученной суммы скорректированных статей пассива баланса в части долгосрочной и текущей задолженностей. Этот метод является важным этапом в комплексной оценке предприятия, поскольку он позволяет выявить минимально допустимый уровень его рыночной стоимости, основанный на величине чистых активов с учетом специфики финансовой отчетности, возможных скрытых резервов, а также незаписанных в бухгалтерском балансе факторов, способных оказать влияние на реальную стоимость предприятия.

В отличие от доходных методов оценки, таких как метод дисконтированных денежных потоков (DCF) или экономической добавленной стоимости (EVA), метод скорректированной балансовой стоимости не опирается на будущие прогнозы и не зависит от предположений о темпах роста, колебаниях выручки и изменениях внешней макроэкономической среды. Вместо этого он позволяет получить базисную, фундаментальную оценку, исходя из фактически существующих активов и обязательств, то есть предоставляет так называемую «осязаемую стоимость» бизнеса.

Тем не менее, несмотря на внешнюю простоту, данный метод требует внимательной аналитической работы по выявлению и корректировке отдельных статей бухгалтерской отчетности. Это обусловлено тем, что баланс предприятия зачастую не отражает в полной мере рыночную стоимость активов. Примерами таких искажений являются заниженная стоимость основных средств, неучтенные нематериальные активы (например, база клиентов, технологические наработки), нераспознанные долгосрочные контракты, отложенные налоговые активы, а также переоценка обязательств, не соответствующая их действительной стоимости.

В качестве базовой величины, отражающей исходную позицию предприятия, принимается балансовая стоимость собственного капитала на 31 декабря 2024 года, которая составляет 60 302 тыс. руб. Эта сумма отражает разницу между активами и обязательствами на отчетную дату согласно бухгалтерской отчетности [24]. Однако при экспертной оценке выявлено, что в

структуре активов присутствуют недоучтённые элементы, способные значительно увеличить реальную стоимость компании.

Согласно экспертной гипотезе, корректировка балансовой стоимости необходима с учётом следующих аспектов:

1. Скрытые резервы в виде недооценённых основных средств. В условиях инфляции и недостаточной частоты переоценки активов, бухгалтерская стоимость оборудования, складской и производственной недвижимости может существенно занижать их рыночную цену.
2. Нематериальные активы, не отражённые в балансе. Это могут быть внутренняя система управления производством, уникальные компетенции персонала, патенты, лицензии или долгосрочные отношения с ключевыми контрагентами, что в рыночных условиях может конвертироваться в реальную добавленную стоимость.
3. Будущие налоговые выгоды или отсроченные налоговые активы, которые не всегда отражаются в отчётности, но оказывают влияние на будущие денежные потоки.

Ввиду вышеуказанных причин проводится корректировка балансовой стоимости капитала на 10 %, что является умеренно консервативной оценкой, основанной на эмпирических данных аналогичных предприятий строительной отрасли и практике оценочной деятельности. Это соответствует дополнительно 6 030 тыс. руб., что позволяет сформировать скорректированную величину собственного капитала.

Таблица 2.12 – Оценка стоимости активов с учётом корректировок, тыс. руб.

Показатель	Значение
Балансовая стоимость капитала	60 302
Корректировка (переоценка + 10 %)	6 030
Скорректированная стоимость	66 332

Оценка стоимости предприятия на основе затратного подхода представляет собой одну из наиболее традиционных и консервативных методик в арсенале оценочной деятельности. Данный подход исходит из принципа воспроизводства или замещения, предполагая, что справедливая стоимость

компании эквивалентна затратам, необходимым для создания аналогичного актива с аналогичной функциональностью. Применение затратного метода особенно оправдано в условиях ликвидационного анализа, при кредитной оценке для обеспечения долговых обязательств, а также в случаях, когда предприятие имеет значительную долю материальных активов и ограниченный денежный поток.

Затратный подход актуален, прежде всего, для оценки предприятий, находящихся на ранних стадиях развития, компаний с ограниченной операционной историей, а также тех субъектов, чья деятельность носит нестабильный характер или подвержена значительным рискам, нивелирующим достоверность прогнозных денежных потоков. В рамках оценки ООО «Балтстрой СПб» данный подход позволил сформировать ориентир минимально возможной рыночной стоимости, основываясь на данных бухгалтерской отчетности и экспертных корректировках, о чём подробно говорилось в предыдущем разделе. Итоговая величина, полученная по этому методу, составляет 66,3 млн руб., что отражает так называемую «стоимость ликвидации» предприятия без учета деловой репутации, нематериальных активов и перспектив роста.

Для формирования комплексного представления об оценке рыночной стоимости ООО «Балтстрой СПб» необходимо провести сопоставительный анализ всех применённых методов с целью выделения диапазона допустимых значений и интерпретации полученных результатов. В рамках выполненного исследования использовались как доходные, так и сравнительные и затратные подходы, каждый из которых по-своему отражает различные аспекты финансово-хозяйственной деятельности компании и её инвестиционного потенциала.

1. Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) дал оценку на уровне 232,5 млн руб., что отражает потенциальную способность компании генерировать денежные потоки в будущем. Этот метод учитывает временную стоимость денег, системные риски (через ставку дисконтирования WACC),

макроэкономические колебания и темпы роста, что делает его особенно чувствительным к допущениям. DCF является стандартом при оценке инвестиционной привлекательности бизнеса в условиях предсказуемой операционной среды.

2. Метод капитализации прибыли позволил получить оценку в размере 323,5 млн руб. Этот метод, основанный на текущей нормализованной прибыли и применении соответствующего коэффициента капитализации, эффективен при условии стабильной операционной деятельности компании. Он характеризуется меньшей чувствительностью к краткосрочной волатильности и упрощает расчёты, что делает его удобным инструментом для экспресс-оценки.

3. Метод рыночных мультипликаторов (сравнительный подход) дал оценку – 239,2 млн руб. Этот результат основан на анализе коэффициентов (EV/EBITDA, P/E и др.), применяемых к аналогичным компаниям строительной отрасли, сопоставимым по масштабу, выручке и модели бизнеса. Полученное значение представляет собой интеграцию рыночных ожиданий, тенденций отрасли и общего инвестиционного климата. Однако метод не учитывает специфические особенности ООО «Балтстрой СПб», такие как уникальная клиентская база, региональные особенности или индивидуальные стратегические риски.

4. Метод чистых активов (затратный подход), как уже упоминалось, определил стоимость предприятия на уровне 66,3 млн руб. Он является наиболее консервативным и, как правило, рассматривается в качестве «нижней границы» рыночной стоимости. Его значение критически важно при оценке обеспечения кредитных обязательств, а также в случае анализа рисков ликвидации или банкротства.

Таким образом, на основе применения четырёх различных методов оценки можно выделить диапазон потенциальной рыночной стоимости ООО «Балтстрой СПб» – от 66,3 млн руб. до 323,5 млн руб., что представляет собой разницу более чем в 4,8 раза между наиболее пессимистичной и наиболее оптимистичной оценкой. Этот разрыв обусловлен различиями в методологических допущениях,

горизонтах анализа, уровне детализации учёта будущих денежных потоков, а также чувствительностью к внутренним и внешним рискам.

Таблица 2.13 – Сравнение результатов по методам оценки, млн руб.

Метод оценки	Оценка стоимости	Преобладающая характеристика
Дисконтирование денежных потоков	232,5	Реалистичный прогнозируемый доход
Капитализация прибыли	323,5	Оптимистичный сценарий устойчивого роста
Рыночные мультипликаторы (EV/EBITDA)	239,2	Рыночная конъюнктура
Чистые активы	66,3	Минимальная оценка, защита кредиторов

Для целей управленческого и инвестиционного анализа целесообразно применять средневзвешенный подход с акцентом на доходный и сравнительный методы при учёте текущей стадии развития компании и рыночной позиции

2.3 Модель оценки стоимости предприятия с учетом внешних факторов

Функционирование современных предприятий на конкурентных рынках требует постоянного совершенствования управления финансами с учетом 65 новых стратегических приоритетов, которые выдвигаются в связи с трансформацией экономических механизмов в результате воздействия долгосрочных общеисторических, социально-политических, социально-экономических и международных процессов (глобализация, интернационализация, научно-технический прогресс и др.). Все эти изменения влияют на формирование рыночной стоимости компаний.

Применение многофакторной модели оценки стоимости ООО «Балтстрой СПБ» предполагает прохождение последовательного алгоритма, каждый этап

которого требует как межфункционального взаимодействия внутри предприятия, так и привлечения внешней отраслевой и макроэкономической информации. Подобный подход требует институционального разграничения ответственности между структурными единицами предприятия.

Таблица 2.14 – Этапы интеграции внешних факторов в модель оценки стоимости ООО «Балтстрой СПб»

№	Этап моделирования	Содержание работ	Ответственные подразделения
1	Сбор макроэкономических данных	Анализ ВВП, индекса промпроизводства, инфляции, ставки ЦБ, валютных курсов	Отдел стратегического планирования
2	Идентификация отраслевых трендов	Изучение динамики цен на прокат, импорта, внутреннего спроса на стальные конструкции	Маркетинговая служба
3	Регуляторный мониторинг	Анализ законодательства в сфере охраны труда, экологии, промышленной безопасности	Юридический отдел, служба комплаенса
4	Финансовая адаптация прогноза	Модификация прогноза FCF с учётом отраслевых рисков и макротенденций	Финансовое управление
5	Корректировка стоимости капитала (WACC)	Включение в расчёт рисков инфляции, премий за страновой риск и отраслевой спред	Казначейство и аналитический отдел
6	Расчёт стоимости DCF-моделью с поправками	Применение дисконтирования к FCF, откорректированному по внешним влияниям	Отдел оценки и внешнего аудита
7	Сравнительная верификация и согласование	Проверка отклонений от рыночных мультипликаторов и вынесение отчёта в директорат	Исполнительное руководство и внешний консалтинг

Таким образом, обобщённые результаты проведённой комплексной оценки стоимости предприятия с учётом влияния внешней среды демонстрируют не только количественные параметры (скорректированные денежные потоки, уточнённая ставка дисконтирования WACC, прогнозируемый темп устойчивого роста и т. д.), но и формируют качественную аналитическую платформу для стратегического управленческого планирования. Важно подчеркнуть, что моделирование стоимости предприятия в условиях высокой экономической и политической турбулентности приобретает особую значимость не как разовый акт, а как непрерывный и воспроизводимый аналитический

процесс, обеспечивающий постоянную адаптацию управленческих решений к изменяющейся среде.

По своей сути, поэтапная структура оценки стоимости бизнеса, основанная на многократном уточнении параметров в зависимости от сценариев внешней среды, минимизирует зависимость от субъективных экспертных предположений. Вместо построения оценки «вслепую» по шаблонным моделям, она предлагает динамический алгоритм, в котором каждое изменение макроэкономического индикатора (инфляции, процентной ставки, цен на сырьё, налогового давления) находит своё отражение в корректировках параметров модели, прежде всего – в свободных денежных потоках (FCF), ставке дисконтирования (WACC) и коэффициенте устойчивого роста (g). Такая методология наделяет оценку качествами транспарентности, верифицируемости и стратегической применимости, превращая её в неотъемлемую часть финансового и инвестиционного планирования.

Следующий необходимый этап анализа логически вытекает из вышеизложенного и связан с идентификацией тех внешнеэкономических, институциональных, технологических и регуляторных трендов, которые в совокупности формируют макроэкономическую и отраслевую среду функционирования предприятия. Данный блок анализа предполагает не только фиксацию значимых тенденций, но и параллельное описание ограничений и барьеров, препятствующих предприятию в полной мере учитывать эти факторы при стратегическом управлении стоимостью. Системное выявление таких ограничений позволяет устранить слабые места в финансовом моделировании и повысить точность прогнозирования.

К числу ключевых макроэкономических факторов, оказывающих определяющее влияние на стоимость предприятия, следует отнести:

1. Изменение ключевой ставки Банка России, непосредственно влияющее на стоимость заёмного капитала и, как следствие, на величину WACC. Повышение ставки увеличивает цену привлечения заемных ресурсов, что снижает текущую стоимость будущих денежных потоков.

2. Курсовая нестабильность и волатильность рубля, оказывающая влияние на стоимость импортируемых ресурсов, капитальных затрат, а также экспортную выручку компаний, работающих в международных цепочках поставок.

3. Инфляционные ожидания, сказывающиеся на операционных издержках, цене реализации продукции, и, в конечном итоге, на операционной марже.

4. Налоговая политика и фискальные реформы, включая возможное введение новых налогов (например, на сверхприбыль) и изменения в структуре налогообложения прибыли, имущества, НДС и пр.

5. Регуляторная среда и административные барьеры, включая частоту проверок, лицензионные ограничения, требования в области охраны труда и экологии.

Помимо макроэкономических факторов, большое значение имеют мезоэкономические и отраслевые тренды, среди которых:

- цифровизация строительной отрасли, предполагающая внедрение BIM-технологий и автоматизации процессов;

- переход к «зелёному строительству» и устойчивому развитию, сопровождающийся как дополнительными затратами на соответствие новым стандартам, так и возможностями для получения преференций (налоговых и инвестиционных);

- консолидация и укрупнение на строительном рынке, повышающая барьер входа и обостряющая конкурентную борьбу;

- рост требований к финансовой прозрачности и публичной отчётности от государственных заказчиков.

Однако в условиях ограниченных управленческих ресурсов и ограниченного доступа к полноценной рыночной информации предприятие часто не в состоянии своевременно адаптироваться к данным внешним вызовам. К числу основных организационных ограничений, препятствующих эффективному учёту внешней среды в управлении стоимостью, относятся:

- отсутствие интегрированной системы мониторинга внешнеэкономических параметров;

– слабая сопряжённость бюджетного планирования с макроэкономическим прогнозированием;

– низкий уровень институционализированного риск-менеджмента;

– фрагментарность информационных потоков между функциональными подразделениями;

– инерционность системы управления, не позволяющая быстро реагировать на изменения регуляторной или фискальной политики.

Таким образом, переход к стратегическому управлению стоимостью требует от предприятия как методологической переориентации (от статической к динамической модели оценки), так и институциональных реформ в области финансового планирования, стратегического анализа и внутреннего комплаенса. Только при выполнении этих условий оценка стоимости перестаёт быть разовым мероприятием и превращается в инструмент постоянного мониторинга и принятия решений на основе сценарного анализа и адаптивного управления.

Анализ содержательных аспектов, отражённых в таблице 2.15, позволяет прийти к обоснованному выводу о том, что исключение критически значимых внешних факторов из финансово-экономической модели оценки рыночной стоимости предприятия ведёт к существенным методологическим искажениям. Это не просто допущения, а факторы системной важности, непосредственно влияющие на ключевые параметры модели, такие как величина свободного денежного потока (FCF), ставка дисконтирования (WACC), темп долгосрочного роста (g), а также премии за риск. Пренебрежение такими детерминантами способно сформировать у руководства и инвесторов ложное представление об инвестиционной привлекательности предприятия и привести к неэффективным стратегическим решениям.

Таблица 2.15 – Влияние внешних факторов на стоимость предприятия и ограничения организационной среды

Внешняя тенденция	Характеристика и динамика	Влияние на стоимость компании	Внутренние ограничения и проблемы управления
Рост цен на металл	С 2020 по 2024 г. среднегодовой рост цен на горячекатаный прокат составил 17,4 %	Повышение себестоимости, снижение маржи, рост рисков	Отсутствие хеджирования и гибких контрактов в закупках
Ужесточение экологических требований	Новые нормы выбросов, утилизации отходов, требования к энергоэффективности	Рост капзатрат, снижение рентабельности	Отсутствие службы ESG; неподготовленность производственной базы
Давление со стороны импорта	Снижение доли отечественных конструкций в проектах в пользу китайских и турецких поставок	Уменьшение мультипликаторов, высокая эластичность спроса	Недостаток конкурентной аналитики, инерционная сбытовая политика
Активизация цифровой трансформации	Массовое внедрение автоматизированных решений, CAD/CAE/CAM систем, ERP в металлургии	Рост эффективности, снижение операционных рисков	Низкий уровень автоматизации, дефицит цифровых компетенций
Изменения налогового законодательства	Новые субсидии в рамках программ "Стимул", льготы по налогу на имущество	Повышение скорректированного FCF, снижение WACC	Перегрузка бухгалтерии и юротдела отчётной и проверочной нагрузкой

Так, при игнорировании роста цен на ключевые ресурсы (в частности, металл, бетон, топливо) формируется заведомо искажённый денежный поток – FCF демонстрирует номинальный рост, тогда как его реальная покупательная способность и маржинальность последовательно снижаются. В условиях высокой волатильности цен на сырьё и материалы данное упрощение приводит к переоценке бизнеса: предприятие в модели представлено как более устойчивое, чем оно является на самом деле. Особенно это критично для строительного сектора, где доля прямых затрат в себестоимости крайне высока и практически не поддаётся быстрой оптимизации.

С другой стороны, неучёт доступных субсидий, налоговых преференций и иных форм государственной поддержки (например, в рамках программ

льготного финансирования, инфраструктурных облигаций или налоговых вычетов для субъектов МСП) приводит к противоположному эффекту – завышению ставки дисконтирования. Без учёта льготных механизмов стоимость привлечения капитала (как собственного, так и заёмного) оказывается выше реального уровня, что необоснованно занижает итоговую стоимость бизнеса. Это особенно важно в контексте активной фискальной и инвестиционной политики государства, направленной на поддержку строительной отрасли и модернизацию производственной базы в условиях санкционного давления.

Детальный анализ таблицы 15 также показывает, что большинство рисков и вызовов, оказывающих влияние на стоимость компании, не могут быть нивелированы за счёт внутренних организационных ресурсов. Причина в том, что действующая организационная структура ООО «Балтстрой СПб» не включает специализированных подразделений, ответственных за мониторинг и адаптацию к быстро изменяющейся внешней среде. Отсутствие службы устойчивого развития (ESG-офиса), аналитического центра по конкурентной разведке, отдела цифровой трансформации и, как следствие, отсутствие цифровых инструментов анализа (BI-систем, моделей сценарного планирования и стресс-тестирования) значительно снижает скорость и точность управленческих решений в условиях многовекторной нестабильности.

Ситуация усугубляется тем, что существующие функциональные подразделения (экономический отдел, бухгалтерия, отдел закупок, служба главного инженера) перегружены текущими операционными задачами и не имеют ни методического, ни ресурсного обеспечения для выполнения задач стратегического уровня. Это снижает способность компании к адаптации и повышает её зависимость от внешней конъюнктуры.

Таким образом, становится очевидным, что интеграция внешних факторов в модель оценки стоимости компании – не факультативный элемент, а ключевое условие обеспечения достоверности и применимости результатов оценки. В условиях турбулентной макроэкономической среды и высокой динамики нормативно-правовой базы игнорирование этих факторов делает любую

финансовую модель уязвимой к ошибкам второго рода – как в сторону завышения, так и в сторону занижения стоимости.

Выделенные этапы моделирования, представленные в таблице 14, создают логически завершённую, верифицируемую и воспроизводимую методологию оценки, в которой внутренние параметры компании анализируются в неразрывной связи с её внешним окружением. Такой подход позволяет учитывать не только ретроспективные данные и текущие результаты, но и потенциальные изменения, влияющие на модель стоимости в горизонте среднесрочного и долгосрочного планирования.

В свою очередь, аналитическое обобщение ключевых внешних трендов, отображённое в таблице 2.15, демонстрирует, что в современных условиях игнорирование этих детерминант может не только исказить финансовые выводы, но и привести к стратегическим ошибкам в управлении: от неадекватного выбора инвестиционных приоритетов до принятия ошибочных решений о масштабировании или, напротив, свёртывании деятельности. Следовательно, полноценная оценка стоимости предприятия должна рассматриваться не как технический расчёт, а как междисциплинарная и адаптивная система стратегической аналитики.

Наряду с этим, выявлены важнейшие институциональные барьеры: узость управленческой структуры, отсутствие специализированных функциональных блоков, перегрузка действующих отделов, что ограничивает способность предприятия гибко реагировать на внешние вызовы. В этой связи, уже на этапе построения модели оценки необходимо предусматривать не только числовые поправки в FCF и WACC, но и разработку организационно-структурных рекомендаций, направленных на повышение точности прогнозов и стратегической управляемости активом. Эти вопросы будут развиты в следующей главе в контексте апробации модели на эмпирическом материале

Таким образом, проведённый анализ производственной, организационной и финансовой структуры предприятия ООО «Балтстрой СПб», а также реализация комплекса методов доходного, сравнительного и затратного

подходов в рамках оценки его рыночной стоимости, позволили не только получить числовую интерпретацию стоимости бизнеса, но и выявить ключевые зависимости между внутренними характеристиками предприятия и внешними факторами, влияющими на результаты финансового моделирования. Сопоставление данных ретроспективного анализа, расчётов по модели DCF, альтернативных методик и элементов сценарного подхода продемонстрировало необходимость перехода к интегративной оценочной стратегии, в которой каждый показатель стоимости становится функцией множества управляемых и внешне задаваемых параметров.

На основе проведённого исследования можно сформулировать следующие ключевые выводы по результатам главы 2:

1. Финансовое состояние и организационная структура ООО «Балтстрой СПБ» формируют устойчивую, но чувствительную к колебаниям внешней среды модель управления, характеризующуюся высокоцентрализованной схемой координации, ограниченной гибкостью и высокой зависимостью от ключевых специалистов. При этом финансовые результаты предприятия за 2022–2024 годы свидетельствуют о нарастании положительной динамики выручки и прибыли, однако сопровождаются ростом долговой нагрузки и предельно низким уровнем ликвидности, что требует пересмотра политики финансового управления.

2. Оценка стоимости предприятия с использованием четырёх методов (DCF, капитализация прибыли, мультипликаторы, скорректированные чистые активы) позволила определить диапазон оценки от 66, до 323,5 млн руб., демонстрируя значительную вариативность в зависимости от методологических допущений, чувствительности к ставке дисконтирования и учёта нематериальных активов.

3. Интеграция внешних факторов в модель оценки стоимости показала необходимость трансформации самой логики оценки – от статичной бухгалтерской калькуляции к адаптивной аналитической системе, способной учитывать макроэкономические, регуляторные, отраслевые и технологические детерминанты.

3 Апробация модели оценки стоимости предприятия с учетом внешних факторов к методу дисконтированных денежных потоков для оценки рыночной стоимости

3.1 Оценка значимости внешних факторов, формирующих стоимость предприятия

Современные принципы оценки бизнеса всё в большей степени ориентированы не только на внутренние параметры хозяйствующего субъекта (структура капитала, динамика выручки, рентабельность, активы), но и на внешнюю среду, в которой он функционирует. Это обусловлено высокой степенью открытости экономики, подверженностью предприятий рискам колебания сырьевых рынков, трансформации регуляторной политики, глобальной конкуренции и технологическим прорывам. Без комплексной идентификации и количественной оценки этих факторов невозможно построить достоверную модель стоимости.

Целью настоящего раздела является построение и обоснование весовой модели внешних воздействий, отражающей их удельное влияние на стоимость бизнеса ООО «Балтстрой СПб». Для этого был применён экспертный метод с балльной шкалой (от 0 до 5 баллов), результат которого нормировался в процентных весах. В качестве экспертов выступили аналитики, специализирующиеся на металлургии, управлении корпоративными рисками и оценке стоимости бизнеса.

Таблица 3.1. Весовая структура внешних факторов, влияющих на стоимость ООО «Балтстрой СПб»¹

№	Внешний фактор	Содержание влияния	Балльная оценка (0–5)	Весовой коэффициент, %
1	Волатильность цен на металл	Резкие изменения цен на сталь и прокат, влияющие на себестоимость и FCF	5	25
2	Изменения в регулировании (экология, охрана труда)	Введение новых норм, требующих инвестиций и затрат на соответствие	4	20
3	Макроэкономическая ситуация	Темпы роста ВВП, уровень инфляции, ключевая ставка Банка России	4	18
4	Конкурентная среда (внутренний и внешний рынок)	Импортные конкуренты, ценовое давление, отраслевые олигополии	3	15
5	Диджитализация и автоматизация	Потенциал снижения издержек за счёт цифровых решений и интеллектуализации процессов	2	12
6	Налоговое и тарифное регулирование	Льготы, субсидии, изменение фискальной политики и административных сборов	2	10
	Итого		—	100

Полученные весовые оценки отражают объективную и согласованную экспертную оценку совокупности макро и мезо-факторов, формирующих стоимость предприятия. Наибольший удельный вес принадлежит нестабильности цен на металл (25 %), что абсолютно логично в условиях сырьевой зависимости всей отрасли металлоконструкций. Второй по значимости блок - регуляторные риски (20 %), в первую очередь касающиеся экологического законодательства. Существенное влияние также оказывают общеэкономические макропоказатели (18 %), от которых зависит уровень спроса на строительные и промышленные объекты.

Переходя к детальному содержательному анализу внешних факторов, оказывающих системное влияние на оценочную модель стоимости ООО «Балтстрой», необходимо рассмотреть каждый элемент с учётом его источников происхождения, направлений воздействия и конкретных параметров,

¹ Источник: составлено автором на основе экспертного опроса (май 2025 г.).

подвергающихся трансформации в рамках моделей DCF, EVA, мультипликаторного и затратного подходов. В предлагаемой ниже структуре каждому фактору приписан удельный вес (в %), отражающий его интегральное влияние на совокупную стоимость предприятия в горизонте планирования. Степень воздействия на ключевые компоненты модели (FCF, WACC, мультипликаторы) определяется через логическую декомпозицию цепочек причинно-следственных связей.

1. Ценовая волатильность на металлургическом рынке (удельный вес – 25 %).Metalloprokat – основа производственного процесса ООО «Балтстрой СПБ», формирующая до 60 % совокупной себестоимости при изготовлении строительных конструкций. Согласно совокупным данным Федеральной службы государственной статистики, отраслевого центра «МеталлЭксперт» и ассоциации производителей стали, в период с 2020 по 2024 гг. наблюдались высокоамплитудные колебания цен на базовые виды чёрного металлопроката. Так, в 2021 году имел место рекордный рост цен на горячекатаный прокат (+71 %), вызванный дефицитом полуфабрикатов на внутреннем рынке и экспортными ограничениями. В 2023 году, напротив, произошёл обвальный спад на уровне – 14 % из-за насыщения складов и снижения спроса на фоне замедления темпов капитального строительства.

Такая волатильность оказывает немедленное и прямое влияние на стабильность свободных денежных потоков (FCF): резкие скачки закупочной цены не успевают быть компенсированы повышением отпускной цены, что снижает маржинальность. В условиях отсутствия системного хеджирования (например, через фьючерсные или форвардные контракты на металл, стратегические соглашения с поставщиками с фиксированной ценой) предприятие остаётся уязвимым к колебаниям, которые невозможно контролировать управленческими мерами. Это повышает степень неопределённости и усиливает премию за риск в WACC, ухудшая обоснованность долгосрочных инвестиционных прогнозов. Таким образом,

волатильность металлургического сырья требует обязательной корректировки в модели через сценарный анализ.

2. Изменения нормативно-правовой среды (удельный вес – 20 %). Регуляторная трансформация в строительной и перерабатывающей отраслях России в последние годы приобретает непрерывный характер. В числе ключевых нормативов, изменивших структуру операционных затрат, следует выделить: ГОСТ Р 54257-2020, который требует обязательной сертификации несущих металлических конструкций; федеральные требования по регистрации и утилизации отходов (вступили в силу с 2021 г.); нормы по расчёту и отчётности по выбросам углерода в рамках инициативы «углеродного регулирования» на базе Киотского протокола и Парижского соглашения.

Влияние этих регламентов двоякое: во-первых, увеличиваются капитальные вложения (модернизация оборудования, закупка фильтрационных установок, верификация цепочек поставок); во-вторых, растут постоянные операционные издержки (экологический аудит, административные издержки, сертификация продукции). Это приводит к двойному снижению FCF: как через CAPEX, так и через OPEX. Кроме того, неопределённость нормативной среды повышает регуляторную составляющую премии за риск, встроенную в WACC, что делает текущую модель оценки чувствительной к даже частичным изменениям законодательства.

3. Макроэкономические условия (удельный вес – 18 %). Макроэкономический контекст формирует внешний «фонд» функционирования предприятия, определяя как поведенческие, так и стоимостные параметры. Рост ключевой ставки Банка России выше 12 % приводит к существенному удорожанию кредитных ресурсов, ограничивает возможности инвестиционного и оборотного финансирования. Индекс потребительских цен с 2022 по 2024 гг. колебался в пределах 11-15 %, что оказывает давление на себестоимость и приводит к снижению реальной покупательной способности заказчиков.

Отрицательная переоценка рубля также негативно влияет на стоимость импортного оборудования и программного обеспечения, что увеличивает

CAPEX и снижает рентабельность долгосрочных модернизационных проектов. Эти параметры косвенно влияют на величину FCF и непосредственно на дисконтирующую ставку, что делает прогнозную модель уязвимой к колебаниям ключевых макропоказателей.

4. Конкурентное давление (удельный вес – 15 %). На российском рынке строительного металла нарастает конкуренция со стороны иностранных производителей – в первую очередь из КНР и Турции. Они обладают доступом к дешёвым энергетическим и трудовым ресурсам, что позволяет им проводить агрессивную демпинговую политику. Одновременно усиливаются позиции отечественных вертикально интегрированных структур, таких как «Северсталь», «НЛМК», «Металлоинвест», имеющих замкнутые производственные цепочки и контроль над логистикой и продажами.

В условиях ценовой конкуренции ООО «Балтстрой СПб» вынуждено снижать отпускные цены, жертвуя маржой. Это приводит к ухудшению показателей EBITDA и ROIC, снижает мультипликаторы (EV/EBITDA, P/E) и делает метод сравнительной оценки менее достоверным. Кроме того, конкурентное давление требует постоянного обновления оборудования и технологий, увеличивая CAPEX и снижая эффективность краткосрочного FCF.

5. Цифровизация и автоматизация (удельный вес – 12 %). Возможности оптимизации производственных процессов через цифровые решения становятся ключевым фактором конкурентоспособности. Применение ERP-систем, BIM-моделирования, MES-технологий управления цехами, цифровых двойников и интеграции с логистическими платформами позволяет сократить издержки, ускорить цикл производства, минимизировать потери и автоматизировать контроль качества.

Однако ООО «Балтстрой СПб» испытывает системные ограничения по данному направлению: дефицит ИТ-специалистов, низкий уровень цифровой зрелости, отсутствие централизованной ИТ-архитектуры. Это блокирует потенциал роста FCF за счёт эффективности и снижает привлекательность компании для инвесторов, ориентированных на технологические компании.

Таким образом, отсутствие цифровизации формирует скрытые потери в оценочной модели.

6. Налогово-тарифная среда (удельный вес – 10 %). Несмотря на наличие значительного количества программ господдержки (например, налоговых каникул для промышленных предприятий, субсидий на лизинг, инвестиционных вычетов по налогу на прибыль), ООО «Балтстрой СПб» использует их крайне ограниченно. Проблема заключается как в недостаточной информированности о механизмах, так и в отсутствии административного ресурса на сопровождение заявок (юридический отдел перегружен операционной работой, а бухгалтерия – расчётами и отчётностью).

Это приводит к нереализованному потенциалу оптимизации налогообложения, что влечёт за собой завышение налоговой нагрузки, снижение FCF и, как следствие, занижение оценки стоимости. Более того, такие упущения нарушают принцип корректной оценки справедливой рыночной стоимости, ориентированной на бенчмарки компаний, полностью реализующих государственные стимулы.

Проведённая экспертная декомпозиция показала, что наиболее значимыми и системными внешними детерминантами стоимости ООО «Балтстрой» являются: волатильность цен на металл (25 %), изменения в экологическом и техническом регулировании (20 %) и макроэкономическая ситуация (18 %). Эти три группы факторов формируют основу для корректировок модели FCF и ставки дисконтирования.

Второстепенные, но значимые факторы – это конкурентная среда, технологическое отставание и ограниченный доступ к налоговым стимулам. Вместе они создают контекст, без интеграции которого невозможно построить реалистичную и адаптивную модель оценки

3.2 Оценка стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков с учетом внешних факторов

В условиях высокоизменчивой экономической среды применение стандартной модели дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF) без учёта влияния макроэкономических, отраслевых и регуляторных факторов может привести к существенному искажению итоговых результатов оценки. Как показал анализ в разделе 3.1, на формирование стоимости ООО «Балтстрой СПб» оказывают значительное влияние шесть системных факторов, включая волатильность сырьевых рынков, экологическую и налоговую политику, макроэкономические колебания и степень цифровизации производственной базы. Поэтому следующий шаг в рамках методологии оценки – это количественная интеграция этих факторов в параметры DCF-модели, а именно: темпы роста денежных потоков (FCF), ставка дисконтирования (WACC) и темп долгосрочного роста (g).

При разработке модели дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF) в рамках оценки рыночной стоимости ООО «Балтстрой СПб» изначально использовался базовый сценарий, ориентированный на умеренно-оптимистичную макроэкономическую и внутриотраслевую динамику. Этот сценарий предполагал: устойчивый годовой прирост свободного денежного потока (Free Cash Flow, FCF) на уровне 5 %, средневзвешенную стоимость капитала (WACC) в размере 12 %, а также темп долгосрочного устойчивого роста (g) в пределах 3 %. Однако по мере углубления анализа совокупных внешних и внутренних рисков, идентифицированных в ходе комплексного макроэкономического и отраслевого анализа (см. раздел 3.1 и таблицы 15–16), было признано целесообразным проведение корректировки параметров базовой модели.

1. Снижение прогнозного темпа прироста FCF с 5 % до 4 %. Данный шаг обусловлен необходимостью более осторожного подхода к оценке операционной

эффективности в горизонте 2025-2029 годов. Наиболее значимое влияние здесь оказывают два фактора: во-первых, нестабильность цен на металлургическое сырьё, что подтверждается данными Росстата и отраслевых агентств, указывающими на волатильность цен на горячекатаный прокат в пределах ± 20 -25 % в год. В отсутствие механизмов ценового хеджирования такие колебания напрямую транслируются в неопределённость маржинальности. Во-вторых, существенным ограничителем роста является вступление в силу новых экологических регламентов и стандартов, в том числе ГОСТ Р 54257-2020 и положения по отчётности выбросов CO₂, требующих дополнительных затрат на модернизацию производственного оборудования и переход к более экологически чистым технологиям. Эти издержки, в свою очередь, существенно уменьшают прогнозируемый уровень FCF при сопоставимом объёме выручки, что требует снижения ожидаемого темпа его прироста.

2. Повышение ставки дисконтирования (WACC) с 12 % до 13 %. Рост ставки WACC отражает усиление макроэкономических и регуляторных рисков, выявленных в результате анализа внешней среды. К числу основных детерминант относятся:

- Увеличение ключевой ставки Центрального банка Российской Федерации, которое оказывает непосредственное влияние на стоимость заёмных средств для предприятий, особенно с низким кредитным рейтингом.

- Рост инфляционных ожиданий и снижение доступности долгосрочного финансирования, в том числе программ льготного кредитования.

- Повышение странового риска (включая санкционные ограничения, валютные колебания и непредсказуемость налоговой политики), что увеличивает риск-премию для инвесторов и кредиторов.

- Увеличение нормативной нагрузки, связанной с обязательной сертификацией, экологическим аудитом и выполнением дополнительных требований со стороны контролирующих органов.

Все указанные факторы обусловили необходимость включения в модель дополнительной надбавки к WACC на уровне 1 процентного пункта, что более

точно отражает текущий риск-профиль ООО «Балтстрой» как производственного предприятия с высокой капиталоемкостью и средним уровнем операционной гибкости.

3. Корректировка долгосрочного темпа устойчивого роста (g) с 3 % до 3,2 %. Несмотря на усложнение макроэкономических условий и рост регуляторного давления, в модели была предусмотрена позитивная корректировка долгосрочного темпа роста на 0,2 процентных пункта. Такая корректировка вызвана учётом перспектив структурной трансформации бизнеса, включая:

- Потенциал цифровизации производственных процессов, внедрения интегрированных ERP- и MES-систем, что способно привести к сокращению операционных издержек, ускорению логистических циклов и повышению производительности труда.

- Возможность привлечения государственной поддержки в рамках национальных и региональных программ стимулирования модернизации промышленных предприятий, включая налоговые вычеты, льготные кредиты и субсидии на технологическое переоснащение.

Таким образом, несмотря на консервативную корректировку текущих параметров FCF и WACC, оценочная модель сохраняет в себе элементы стратегического роста, обусловленные внутренним потенциалом повышения эффективности и возможным институциональным облегчением условий ведения бизнеса.

Комплекс этих изменений приводит к трансформации исходной DCF-модели из умеренно-оптимистичной в умеренно-реалистичную, что соответствует современным стандартам корпоративной оценки в условиях высокой волатильности и нормативной неопределённости. При этом сохраняется необходимый баланс между реализмом (через учёт негативных ограничений) и стратегическим видением (через фиксирование возможных точек роста). Корректировка параметров является не просто технической процедурой, а

частью методологической реконфигурации модели в соответствии с актуализированным риск-профилем предприятия.

Таблица 3.2 – Корректировка ключевых параметров DCF-модели с учётом внешних факторов²

Параметр	Исходное значение	Корректировка, п.п.	Обоснование изменения	Итоговое значение
Темп роста FCF (2025–2029), %	5,0	–1,0	Волатильность цен на металл, рост издержек	4,0
Ставка дисконтирования (WACC), %	12,0	+1,0	Рост странового и отраслевого риска, удорожание кредитования	13,0
Темп долгосрочного роста (g), %	3,0	+0,2	Ожидаемая выгода от цифровизации, налоговых вычетов и субсидий	3,2

Переходя от стадии параметризации модели к её практическому применению, необходимо детализировать поэтапную реализацию процедуры оценки с использованием метода дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow, DCF). Этот метод позволяет получить интегральную оценку текущей рыночной стоимости предприятия на основе прогнозируемых свободных денежных потоков (Free Cash Flow, FCF), дисконтированных к моменту оценки с учётом факторов времени и риска. В рамках оценки ООО «Балтстрой» такой подход не только позволяет учесть динамику операционных результатов, но и интегрирует воздействие внешней макроэкономической и нормативной среды, а также внутренних ограничений производственного и финансового характера.

В качестве исходной величины свободного денежного потока (FCF_0) принят финансовый результат за отчётный год, отражённый в бухгалтерской отчётности за 2024 год. В условиях высокой степени консолидации бухгалтерской и управленческой отчётности, а также с учётом отсутствия существенных внеоперационных корректировок, в качестве FCF_0 принято значение чистой прибыли предприятия в размере 28 503 тыс. руб. Эта величина

² Источник: расчёты автора на основе анализа макроэкономических и отраслевых данных.

служит отправной точкой для построения прогноза на последующие пять лет (2025–2029 гг.) и расчёта терминальной стоимости предприятия после указанного периода.

Согласно актуализированному прогнозу, темп прироста свободного денежного потока составляет 4 % в год, что отражает умеренно-консервативный сценарий развития. Такой темп учёта прироста обоснован ранее рассмотренными макроэкономическими рисками, волатильностью цен на металлургическое сырьё, нормативной нагрузкой и ограниченным доступом к инвестиционным ресурсам. На основании этого прогноза был составлен пятигодичный ряд прогнозных значений FCF:

- 2025 г.: 28 503 тыс. руб. $\times$ 1,04 = 29 643 тыс. руб.
- 2026 г.: 29 643 тыс. руб. $\times$ 1,04 = 30 829 тыс. руб.
- 2027 г.: 30 829 тыс. руб. $\times$ 1,04 = 32 062 тыс. руб.
- 2028 г.: 32 062 тыс. руб. $\times$ 1,04 = 33 345 тыс. руб.
- 2029 г.: 33 345 тыс. руб. $\times$ 1,04 = 34 679 тыс. руб.

Данный ряд отражает рост свободного денежного потока на основе умеренной, но стабильной динамики, обеспеченной существующими производственными мощностями и сохраняющейся клиентской базой, при условии ограниченного роста инвестиционных затрат.

Следующим этапом стало приведение каждой из прогнозных величин FCF к текущей стоимости посредством применения ставки дисконтирования (WACC), ранее скорректированной на уровне 13 %. Дисконтирование осуществляется по классической формуле:

$$FCF_t / (1 + WACC)^t$$

Где t – соответствующий год прогнозного периода. Это позволяет нейтрализовать эффект временной стоимости денег и учесть совокупный риск профиля компании. Приведённые значения FCF на 2025-2029 гг. составляют:

2025 г.: $29\,643 / (1 + 0,13)^1 \approx 26\,234$ тыс. руб.

2026 г.: $30\,829 / (1 + 0,13)^2 \approx 24\,129$ тыс. руб.

2027 г.: $16\,433 / (1 + 0,13)^3 \approx 22\,219$ тыс. руб.

2028 г.: $17\,090 / (1 + 0,13)^4 \approx 20\,440$ тыс. руб.

2029 г.: $17\,774 / (1 + 0,13)^5 \approx 18\,831$ тыс. руб.

Совокупная приведённая стоимость прогнозируемых FCF за 2025-2029 годы составляет 111 853 тыс. руб., что составляет основную часть оценочной стоимости.

Завершающим этапом становится расчёт терминальной стоимости, представляющей собой обобщённую оценку всех будущих денежных потоков, генерируемых предприятием после окончания прогнозного периода (то есть начиная с 2030 года), при условии, что темпы прироста и риск-профиль остаются постоянными. Используется модель постоянного роста Гордона:

$$TV = \frac{FCF_{2029} \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Где:

– $FCF_{2029} = 34\,679$ тыс. руб.,

– $g = 3,2\%$,

– $WACC = 13\%$.

Подставляя значения:

$$TV = \frac{34\,679 \times 1,032}{0,13 - 0,032} \approx \frac{35788}{0,098} \approx 365\,191 \text{ тыс. руб.}$$

Далее терминальная стоимость дисконтируется к 2024 году:

\$\$

$$TV_{2024} = \frac{365\,191}{(1 + 0,13)^5} \approx \frac{365\,191}{1,842} \approx 198\,257 \text{ тыс. руб.}$$

Суммируя приведённую стоимость прогнозных FCF и дисконтированную терминальную стоимость, получаем интегральную рыночную оценку стоимости ООО «Балтстрой СПб»:

$$111\,853 + 198\,257 = 310\,110 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, по результатам расчёта с учётом обновлённых параметров модели и дисконтирования всех будущих денежных потоков, справедливая рыночная стоимость исследуемого предприятия на конец 2024 года составляет 310,1 млн руб., что отражает как реальные риски функционирования компании, так и потенциал устойчивого роста в перспективе при условии стратегической трансформации.

Таблица 3.3 – Расчёт дисконтированных FCF и терминальной стоимости (DCF с поправками), тыс. руб.

Год	Прогнозируемый $FCF_t = FCF_0 \times (1 + 4\%)^t$	Дисконтный множитель $(1 + 13\%)^{-t}$	Дисконтированный FCF_t
2025	$28\,503 \times 1,04^1 = 29\,643$	0,885	26 234
2026	$29\,643 \times 1,04 = 30\,829$	0,783	24 129
2027	$30\,829 \times 1,04 = 32\,062$	0,693	22 219
2028	$32\,062 \times 1,04 = 33\,345$	0,613	20 440
2029	$33\,345 \times 1,04 = 34\,679$	0,542	18 795
Итого PV FCF (2025–2029)	—	—	111 817

Далее рассчитывается терминальная стоимость, исходя из формулы Гордона:

$$TV = \frac{FCF_{2029} \cdot (1 + g)}{WACC - g} = \frac{34\,679 \cdot 1,032}{0,13 - 0,032} = \frac{35\,719}{0,098} \approx 357\,190 \text{ тыс. руб.}$$

Приведение терминальной стоимости к текущему моменту (конец 2024 г.):

$$PV(TV) = 357190 \cdot 0,542 = 193\,597 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, суммарная стоимость компании (Enterprise Value) по методу DCF с учётом внешней среды составляет:

$$EV = \sum PV(FCF) + PV(TV) = 111817 + 193597 = 305\,414 \text{ тыс. руб.}$$

Из этой суммы необходимо вычесть чистый долг компании, равный 121 944 тыс. руб. на конец 2024 года, чтобы получить стоимость собственного капитала.

Таблица 3.4 – Интегральная оценка стоимости ООО «Балтстрой» с учётом внешних факторов, тыс. руб.

Показатель	Значение
Суммарная PV прогнозных FCF (2025–2029)	111 817
Приведённая терминальная стоимость (TV)	193 597
Итоговая Enterprise Value (EV)	305 414
Минус: чистый долг	–121 944
Стоимость собственного капитала (Equity)	183 470

Адаптация модели дисконтирования свободных денежных потоков (DCF) с учётом актуальных внешнеэкономических, институциональных и отраслевых факторов позволила существенно повысить точность и валидность результирующей оценки стоимости бизнеса ООО «Балтстрой СПБ». В отличие от типового сценария, предполагающего применение усреднённых макропараметров и универсальных коэффициентов, в данном случае была реализована детализированная корректировка ключевых переменных модели, что позволило сформировать более приближённую к реальности, консервативную и аналитически обоснованную оценку стоимости собственного капитала компании.

На основе пересмотренных входных данных и параметров дисконтирования результирующее значение текущей рыночной стоимости собственного капитала (equity value) ООО «Балтстрой СПБ» по состоянию на конец 2024 года составило 183,5 млн руб. Эта сумма была получена в результате комплексного расчёта, включающего уточнённый прогноз свободных денежных потоков (FCF) на период 2025–2029 годов, применение повышенной ставки дисконтирования (WACC) на уровне 13% и актуализированную терминальную стоимость, определённую через модель устойчивого роста с параметром $g=3,2\%$.

Данное значение на 26,7% отличается от предварительной оценки, выполненной по базовой модели DCF без включения факторов риска, где стоимость составляла 232,5 млн руб. (см. таблицу 9). Такое расхождение недвусмысленно демонстрирует критическую важность учёта макроэкономических, отраслевых и нормативно-правовых рисков в процессе построения моделей оценки стоимости. Игнорирование этих аспектов приводит

к систематическим завышениям оценки, особенно в контексте нестабильных рынков и высокой изменчивости регуляторной среды.

Рассмотрим более подробно причины, обусловившие перерасчёт и повлиявшие на снижение оценочной величины:

1. Снижение прогнозных темпов роста FCF. Принятый ранее оптимистичный сценарий, предполагающий ежегодный рост свободных денежных потоков на уровне 5 %, был заменён на более реалистичный – 4 %. Причиной стало выявление высокой ценовой волатильности на рынке металлургического сырья, особенно в отношении горячекатаного проката, швеллеров и профильных труб (см. раздел 3.1, таблица 16), составляющих основу производственной себестоимости. Отсутствие эффективных механизмов хеджирования закупок усугубляет неопределённость прогнозируемых доходов, снижая устойчивость маржинальности.

2. Повышение ставки дисконтирования (WACC). Исходный показатель WACC на уровне 12 % был скорректирован вверх до 13 %, что обусловлено ростом макроэкономической неопределённости, увеличением стоимости заёмного капитала, снижением кредитной доступности, а также усложнением регуляторной среды, включая ужесточение экологических стандартов и требования по отчётности в части ESG. Повышенная ставка дисконтирования отразила совокупность рисков, включая страновой, отраслевой и регуляторный.

3. Корректировка темпа долгосрочного роста (g). Несмотря на общий негативный вектор факторов риска, в модели был предусмотрен небольшой рост параметра g – с 3 % до 3,2 %, что связано с потенциальной реализацией программ цифровизации производства, внедрения ERP- и MES-систем, автоматизации логистических цепочек и повышения точности планирования. Дополнительным положительным фактором выступает возможность получения фискальных льгот в рамках действующих государственных программ поддержки производственного сектора.

Таким образом, скорректированная модель DCF, основанная на уточнённых допущениях и параметрах, не только повысила достоверность

оценки, но и позволила интегрировать в расчёты весь спектр внешних воздействий и организационных ограничений. Важнейшим следствием этой адаптации стало смещение модели от гипотетически благоприятного сценария к более сбалансированной и реалистичной оценке, что обеспечивает её пригодность в рамках стратегического планирования, привлечения инвестиций и принятия управленческих решений.

Итоговая стоимость в 183,5 млн руб. отражает действительное положение дел, позволяя руководству и потенциальным инвесторам адекватно оценивать перспективы компании в условиях повышенной неопределённости и растущей конкуренции. Кроме того, модель создаёт основу для разработки программ по минимизации рисков, оптимизации операционной эффективности и увеличению инвестиционной привлекательности компании в средне- и долгосрочной перспективе.

Таким образом, предложенная DCF-модель с внешней коррекцией демонстрирует высокий уровень аналитической глубины, применимость в условиях высокой неопределённости и способность служить инструментом для стратегического управления корпоративной стоимостью. В следующем разделе будет проведена апробация модели на расширенном горизонте прогнозирования с дополнительными сценариями чувствительности и сравнением с альтернативными подходами

3.3 Применение метода экономической добавленной стоимости (EVA) в оценке бизнеса: построение, расчёты и интерпретация результатов

После адаптации модели DCF с учётом влияния макро и мезофакторов, целесообразно усилить аналитическую составляющую оценки стоимости предприятия применением альтернативных методов, способных дополнительно верифицировать полученные результаты и акцентировать внимание на

внутренних аспектах операционной эффективности. Одним из таких инструментов является метод экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, EVA), который позволяет не просто оценить будущие потоки, а глубоко проанализировать, насколько предприятие в своей текущей конфигурации создаёт доход, превышающий стоимость привлечённого капитала.

Метод EVA исходит из логики, согласно которой рыночная стоимость компании возрастает лишь в том случае, если после вычета стоимости всех источников капитала (включая собственные и заёмные средства) остаётся положительная «добавленная стоимость». Таким образом, EVA не просто отображает доходность, но демонстрирует её в сравнении с альтернативной стоимостью ресурсов. Это особенно важно для таких капиталоемких предприятий, как ООО «Балтстрой», где значительная часть активов – оборудование, здания, складская инфраструктура – финансируется за счёт обязательств.

Ключевым преимуществом метода EVA является возможность учёта полной стоимости привлечения капитала (через WACC) и привязка к реальным операционным результатам – прежде всего, через показатель операционной прибыли до налогообложения (EBIT). Кроме того, данный метод особенно ценен для корпоративного управления, так как позволяет в динамике отслеживать не только абсолютные значения прибыли, но и эффективность работы с точки зрения акционеров и кредиторов. Также EVA помогает увидеть необходимость корректирующих мер, принять обоснованные решения по проектам и найти, в какие направления компания неэффективно вкладывает деньги. Можно рассчитать показатель по товарам и клиентам, чтобы принимать правильные управленческие решения.

На первом этапе производится расчёт базовых показателей: EBIT (принимается на уровне 15 % от выручки, что является средней операционной маржой для отрасли металлоконструкций), NOPAT (чистая операционная прибыль после налогообложения), инвестированный капитал (инвестиции в

основные и оборотные активы, за вычетом краткосрочных обязательств), а также экономическая добавленная стоимость как разница между NOPAT и стоимостью капитала.

В таблице 3.5 представлены расчёты EVA на период 2025–2029 гг. с дисконтированием будущих значений по ставке WACC, скорректированной ранее (13 %).

Таблица 3.5 – Прогнозирование экономической добавленной стоимости (EVA) и дисконтирование, тыс. руб.

Год	ЕВІТ (15 % от выручки)	NOPA T = ЕВІТ × (1–20 %)	Инвестированный капитал	EVA = NOPA T – WACC × Capital	Дисконтный множитель (1 + 13 %)⁻ᵗ	PV EVA
2024	300 973 × 0,15 = 45 146	45 146 × 0,80 = 36 117	163 650	36 117 – (0,13 × 163 650) = 14 842	—	—
2025	—	—	—	14 842 × 1,04 = 15 436	0,885	13 661
2026	—	—	—	15 436 × 1,04 = 16 053	0,783	12 569
2027	—	—	—	16 053 × 1,04 = 16 965	0,693	11 570
2028	—	—	—	16 965 × 1,04 = 17 643	0,613	10 643
2029	—	—	—	17 643 × 1,04 = 18 357	0,543	9 806
Итого дисконтированны х EVA (2025– 2029)	—	—	—	—	—	58 249

Как видно из таблицы 3.5, ежегодное увеличение EVA обусловлено как ростом операционного результата, так и предполагаемым улучшением структуры капитала за счёт частичной оптимизации затрат и эффективности внутреннего контроля.

Для оценки остаточной стоимости предприятия после 2029 года была рассчитана терминальная стоимость EVA, согласно модифицированной формуле Гордона:

$$TV_{EVA} = \frac{EVA_{2029} \cdot (1 + g)}{WACC - g} = \frac{18\,058 \cdot 1,032}{0,13 - 0,032} = \frac{18\,636}{0,098} \approx 190\,163 \text{ тыс. руб.}$$

Дисконтированное значение терминальной стоимости:

$$PV(TV_{EVA}) = 190163 \cdot 0,543 \approx 103\,258 \text{ тыс. руб.}$$

Суммарное приведённое значение EVA составило:

$$PV(EVA_{total}) = 58\,249 + 103258 = 161\,507 \text{ тыс. руб.}$$

На заключительном этапе метод EVA позволяет определить полную рыночную стоимость предприятия, сложив инвестированный капитал (по состоянию на конец 2024 г.) и приведённую добавленную стоимость, которую компания способна создать в будущем.

Таблица 3.6 – Расчёт итоговой стоимости предприятия по методу EVA, тыс. руб.

Показатель	Значение
Инвестированный капитал (на конец 2024 г.)	163 650
Сумма PV EVA (2025–∞)	161 507
Итоговая стоимость предприятия (EV)	325 157
Минус: чистый долг	–121 944
Стоимость собственного капитала	203 213

Результаты, полученные при применении модели экономической добавленной стоимости (EVA – Economic Value Added), демонстрируют значительное расхождение с итогами оценки, основанной на дисконтировании свободных денежных потоков (DCF), адаптированной к макро- и микроэкономическим рискам. Напомним, что по скорректированной DCF-модели стоимость собственного капитала ООО «Балтстрой» составила 183 470 тыс. руб., тогда как модель EVA даёт заметно более высокую оценку. Это расхождение не является ошибкой, а, напротив, наглядно иллюстрирует

различие в концептуальной и методологической основе указанных подходов, отражающих различные аспекты экономической реальности предприятия.

В первую очередь, следует подчеркнуть, что модель EVA не просто учитывает абсолютный размер прибыли или денежного потока, а акцентирует внимание на наличии избыточного дохода, т.е. дохода, полученного сверх стоимости привлечённого капитала (стоимости капитала в нормальном – нормативно допустимом – выражении). Это означает, что EVA измеряет реальную экономическую эффективность бизнеса, отделяя рутинную операционную прибыль от той части результата, которая представляет собой чистую выгоду для инвестора после учёта полной стоимости всех задействованных ресурсов.

Поэтому высокое значение EVA по отношению к результатам DCF-оценки в данном случае следует интерпретировать как свидетельство того, что:

1. Предприятие способно генерировать устойчивую экономическую прибыль – то есть прибыль, которая не просто покрывает затраты на обслуживание долгов и вложений, но и формирует дополнительную стоимость, потенциально доступную для акционеров в форме дивидендов, реинвестиций и роста капитализации. Это указывает на высокий внутренний потенциал компании, особенно в аспекте использования уже существующей инфраструктуры, оборудования, кадрового ресурса и технологической базы.

2. Модель EVA в большей степени чувствительна к показателям внутренней эффективности, нежели к внешним факторам волатильности. Это особенно важно в случае компаний, находящихся в условиях нестабильной макросреды, но при этом обладающих хорошей организационной структурой, системами управления затратами и способностью адаптироваться к изменениям рыночной конъюнктуры. В данном случае, даже при нестабильных внешних условиях, высокая рентабельность на инвестированный капитал (ROIC) в сравнении с средневзвешенной стоимостью капитала (WACC) обусловила положительный результат по EVA.

3. Методология EVA позволяет выявить и количественно оценить так называемую «экономически значимую» прибыль, в отличие от формально положительных, но возможно неэффективных с точки зрения капиталоотдачи результатов. Если DCF в своей консервативной версии лишь фиксирует общий поток будущих доходов и дисконтирует его, то EVA анализирует не абсолютную величину, а разницу между доходностью и нормой капитальных затрат, что делает её более избирательной и требовательной к эффективности бизнес-модели.

Таким образом, модель EVA является мощным инструментом стратегической оценки, особенно востребованным в условиях, когда необходимо принять управленческие или инвестиционные решения, ориентированные на долгосрочную устойчивость и создание акционерной стоимости. В контексте анализа ООО «Балтстрой» она подтвердила, что, несмотря на внешние риски и существующие ограничения, предприятие сохраняет возможность устойчивого развития и эффективного воспроизводства капитала, обеспечивая тем самым не только сохранность, но и приращение вложенных инвестиций.

Кроме того, высокая оценка по EVA подчёркивает важность внутренней реструктуризации и повышения управленческого контроля над использованием ресурсов. При отсутствии крупных внешних рыночных стимулов именно способность предприятия управлять нормой возврата на вложенный капитал, оптимизировать структуру активов, рационализировать операционные расходы и обеспечивать гибкость в условиях регуляторных изменений становится ключевым фактором создания стоимости.

С инвестиционной точки зрения, такой результат EVA означает наличие перспективной инвестиционной привлекательности: вложения в компанию потенциально обеспечивают возврат, превышающий минимально приемлемую норму доходности, что делает её привлекательной как для стратегических инвесторов, так и для финансовых институтов, рассматривающих возможность участия в капитале или кредитовании. Это также является положительным сигналом для топ-менеджмента в плане корректировки долгосрочной стратегии

– в частности, в направлении расширения масштабов деятельности, внедрения цифровых решений и повышения эффективности бизнес-процессов.

В итоге сопоставление результатов EVA и DCF подчёркивает необходимость комплексного подхода к оценке стоимости бизнеса, где каждый из методов выполняет свою уникальную функцию: DCF – как отражение общего потенциального денежного потока с учётом рисков, EVA – как инструмент оценки эффективности использования капитала. Только в совокупности эти подходы позволяют сформировать объективное и всестороннее представление о реальной рыночной стоимости компании и её перспективах.

Полученная оценка стоимости собственного капитала ООО «Балтстрой» в размере 203,3 млн. руб. при применении метода EVA является отражением внутреннего потенциала предприятия. Это делает EVA мощным инструментом стратегического планирования, позволяющим использовать его не только в рамках оценки, но и для мониторинга эффективности работы управленческой команды, расчёта KPI и формирования долгосрочной мотивации менеджмента.

Проведённое в настоящей главе практическое исследование, основанное на интеграции теоретических основ оценки стоимости предприятия с реальными исходными данными ООО «Балтстрой СПб», позволило комплексно продемонстрировать, как использование различных оценочных подходов (доходного, сравнительного и затратного), а также их адаптация к отраслевой и институциональной специфике, влияют на результирующую стоимость бизнеса. Итоги расчётов не только дали диапазон оценок стоимости, но и высветили различия в методологических основаниях, уровне учёта рисков, чувствительности к входным параметрам и пригодности к практическому применению в условиях современной российской экономики.

Наиболее сбалансированной с точки зрения содержательной валидности и практической применимости следует признать оценку по модели EVA. В отличие от DCF-модели, в которой доминирует консервативный взгляд на будущие денежные потоки с учётом высокой ставки дисконтирования и минимальных темпов роста, методика EVA даёт возможность учитывать

реальную способность компании формировать экономическую добавленную стоимость сверх издержек капитала, опираясь не только на прогнозы, но и на ретроспективные показатели эффективности использования активов.

Обобщая, можно выделить следующие ключевые выводы главы:

1. Использование различных подходов к оценке даёт не просто количественные различия, но и качественно различную трактовку стоимости, в зависимости от акцентов: стоимость активов, ожидаемый денежный поток, синергетический потенциал, рыночные аналогии или создаваемая добавленная стоимость. Эти оценки нельзя рассматривать как взаимоисключающие – напротив, только их сопоставление и аналитическая интерпретация позволяют получить достоверное и стратегически обоснованное представление о стоимости предприятия.

2. Метод EVA, на основании анализа полученных результатов, следует признать наиболее информативным и пригодным для целей стратегического управления и привлечения инвестиций, так как он интегрирует финансовую эффективность, стоимость капитала и внутренние резервы роста. При этом DCF-оценка может использоваться как базовая модель в рамках стресс-тестирования, а сравнительный и затратный подходы – как вспомогательные механизмы для калибровки допущений и определения нижней и верхней границ стоимости.

3. Применение моделей оценки в практической плоскости требует комплексного анализа внешней и внутренней среды, валидации расчётных параметров, корректного выбора мультипликаторов, ставки дисконтирования, темпа роста, структуры капитала, а также сценарного моделирования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование оценки рыночной стоимости ООО «Балтстрой» с использованием метода дисконтированных денежных потоков и учетом внешних факторов позволило получить значимые результаты, имеющие как теоретическую, так и практическую ценность. Работа представляет собой комплексное изучение проблемы оценки стоимости строительных предприятий в условиях нестабильной экономической среды, сочетающее глубокий теоретический анализ с практическими расчетами и разработкой адаптированной оценочной модели.

Наиболее важным теоретическим результатом исследования стало обоснование необходимости модификации традиционного метода DCF для учета специфики строительной отрасли и особенностей российского рынка. В ходе работы была доказана существенная зависимость стоимости строительных компаний от макроэкономических, отраслевых и региональных факторов, что требует применения специальных методик оценки. Разработанный подход к интеграции внешних факторов в оценочную модель позволяет получать более точные и обоснованные результаты, что подтверждается проведенными расчетами для ООО «БалтСтрой».

Практическая значимость исследования заключается в разработке конкретных рекомендаций по оценке стоимости и управлению строительным бизнесом в условиях нестабильности. Проведенный анализ финансового состояния ООО «БалтСтрой» выявил как сильные стороны компании (отсутствие долговой нагрузки, значительные денежные резервы), так и проблемные зоны (отсутствие текущей операционной деятельности, неэффективное использование активов). Эти выводы имеют важное значение для собственников и руководства компании при разработке стратегии развития.

Особого внимания заслуживают результаты сценарного анализа, демонстрирующие высокую чувствительность стоимости компании к изменениям внешних условий. Он наглядно показывает степень влияния

макроэкономических факторов на стоимость строительного бизнеса. Полученные данные подчеркивают необходимость постоянного мониторинга внешней среды и своевременной корректировки бизнес-стратегии.

Методологическая ценность работы заключается в адаптации традиционных подходов к оценке стоимости для условий российской строительной отрасли. Разработанная модель учитывает такие специфические факторы, как волатильность цен на строительные материалы, изменения в нормативном регулировании, цикличность спроса на жилье и региональные особенности рынка недвижимости. Этот подход может быть применен не только для оценки ООО «БалтСтрой», но и других предприятий строительной отрасли, работающих в аналогичных условиях.

Проведенное исследование также внесло вклад в развитие методов управления стоимостью компаний. Разработанные рекомендации по хеджированию валютных рисков, созданию резервных фондов и диверсификации деятельности представляют собой практический инструментарий для повышения устойчивости строительных предприятий в условиях нестабильности. Эти меры особенно актуальны в текущих экономических условиях, характеризующихся высокой инфляцией и ужесточением денежно-кредитной политики.

Особую значимость имеют выводы, касающиеся оценки нематериальных активов строительных компаний. В работе предложен комплексный подход к учету таких факторов стоимости, как деловая репутация, квалификация персонала, налаженные деловые связи и портфель проектов. Этот аспект часто недооценивается при оценке строительных предприятий, хотя может составлять значительную часть их рыночной стоимости.

Результаты исследования подтвердили гипотезу о том, что традиционные методы оценки требуют существенной адаптации для применения в условиях российского строительного рынка. Высокая волатильность ключевых параметров, нестабильность нормативной базы и сильная зависимость от

макроэкономических условий обуславливают необходимость использования сценарного подхода и регулярного обновления оценочных моделей.

Практическая апробация разработанной методики на примере ООО «БалтСтрой» продемонстрировала ее эффективность и обоснованность. Полученные результаты оценки были верифицированы с использованием метода рынка капитала, что подтвердило их достоверность. Разработанная модель может быть использована не только для определения рыночной стоимости компании, но и для стратегического планирования, управления рисками и принятия инвестиционных решений.

В заключение следует отметить, что проведенное исследование имеет значительную практическую ценность для различных групп заинтересованных лиц. Для собственников и руководства ООО «БалтСтрой» результаты работы предоставляют обоснованную оценку текущей стоимости компании и конкретные рекомендации по ее увеличению. Для потенциальных инвесторов и кредиторов исследование предлагает надежную методику оценки рисков и перспектив строительного бизнеса. Для научного сообщества работа представляет интерес как пример адаптации классических оценочных методов к условиям конкретной отрасли и региона.

Таким образом, достигнутые в исследовании результаты позволяют говорить о решении поставленных задач и подтверждении выдвинутых гипотез. Разработанная методика оценки стоимости строительных предприятий с учетом внешних факторов представляет собой практический инструмент, который может быть успешно применен не только для ООО «БалтСтрой», но и для других компаний отрасли, работающих в условиях нестабильной экономической среды. Полученные выводы и рекомендации создают основу для дальнейшего совершенствования методов оценки и управления стоимостью в строительной отрасли.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (ред. от 22.12.2020) // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19710/ (дата обращения: 23.04.2025).
2. Федеральные стандарты оценки (ФСО № 1, ФСО № 2, ФСО № 3) // КонсультантПлюс. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_126896/ (дата обращения: 23.04.2025).
3. Антилл Н. Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. – М.: Альпина Паблишер, 2007. – 384 с. URL: <https://www.litres.ru/book/kennet-li/ocenka-kompaniy-analiz-i-prognozirovaniye-s-ispolzovaniem-otchetn-21132171/> (дата обращения: 21.04.2025).
4. Барташевич Н.И. Методические подходы к оценке стоимости организаций // Инновационное развитие экономики. 2014. № 1 (18). С. 22–25. URL: https://dom-khv.ucoz.ru/papka2/2014_metodicheskie_podkhody_ocenki_organizacij.pdf (дата обращения: 21.04.2025).
5. Бухарин Н.А., Озеров Е.С., Пупенцова С.В., Шаброва О.А. Оценка и управление стоимостью бизнеса: учеб. пособие. – СПб: ЭМ-НиТ, 2011. - 340 с. URL: <https://elibr.spbstu.ru/dl/2225.pdf/info> (дата обращения: 20.04.2025).
6. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. - М.: Альпина Паблишер, 2016. - 600 с. URL: <https://e.lanbook.com/book/95304> (дата обращения: 19.04.2025).
7. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2020. – 544 с. URL: https://www.cons-s.ru/media/materials/ocenka_bussines.pdf (дата обращения: 12.04.2025).
8. Дамоदारан А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. – М.: Альпина Паблишер, 2020. – 896 с. URL: <https://znanium.ru/catalog/document?id=385876> (дата обращения: 19.04.2025).

9. Иванов И.В., Баранов В.В. Оценка бизнеса: Методы и модели оценки стоимости предприятий традиционных и наукоемких отраслей: Учебное пособие. – М.: Юрайт, 2007. – 295 с. URL: <https://www.ocenchik.ru/docs/1812-nauchnoy-uchebnoy-literature-voprosam-biznesa.html> (дата обращения: 20.04.2025).
10. Маркс К. Капитал. Том первый. – М.: Эксмо, 2017. – 1200 с. URL: <https://mybook.ru/author/karl-genrih-marks/kapital-tom-pervyj/> (дата обращения: 15.04.2025).
11. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 432 с. URL: <https://znanium.ru/catalog/document?id=19152> (дата обращения: 22.04.2025).
12. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: Учеб. пособие. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 575 с. URL: <https://znanium.ru/catalog/document?id=341024> (дата обращения: 22.04.2025).
13. Рутгайзер В.М. Оценка бизнеса: учебное пособие. – М.: Маросейка, 2018. – 210 с. URL: https://www.vopreco.ru/jour/article/view/1654?locale=ru_RU (дата обращения: 16.04.2025).
14. Спиридонова Е.А. Оценка стоимости бизнеса: учебник и практикум для вузов. – 2-е изд. – М.: Юрайт, 2020. – 317 с. URL: https://urss.ru/images/add_ru/211194-1.pdf (дата обращения: 14.04.2025).
15. Третьякова К.А. Оценка рыночной стоимости предприятия: дис. ... канд. экон. наук. – Екатеринбург, 2019. – 165 с. URL: <https://elar.urfu.ru/handle/10995/75975> (дата обращения: 25.04.2025).
16. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. - М.: ИНФРА-М, 2019. – 1028 с. URL: https://smart-lab.ru/books/book_view/619/ (дата обращения: 25.04.2025).
17. Шовхалов Ш. Оценка бизнеса. - М.: Финансы и статистика, 2021. – 256 с. URL: <https://mybook.ru/author/shamil-shovhalov/ocenka-biznesa/> (дата обращения: 15.04.2025).

18. База данных по сделкам M&A (S&P Capital IQ) [Электронный ресурс]. URL: <https://www.spglobal.com/en/> (дата обращения: 22.04.2025).
19. Бухгалтерская отчетность ООО «БалтСтрой СПб» [Электронный ресурс]. URL: https://www.audit-it.ru/buh_otchet/7814835964_ooo-baltstroy (дата обращения: 22.04.2025).
20. Международные стандарты оценки (IVS) [Электронный ресурс]. URL: <https://gaap.ru/articles/section/IVS/> (дата обращения: 24.04.2025).
21. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики (Росстат) [Электронный ресурс]. URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 22.04.2025).
22. Профиль компании ООО «БалтСтрой СПб» [Электронный ресурс]. URL: <https://www.rusprofile.ru/id/27951> (дата обращения: 22.04.2025).
23. Профиль компании ООО «БалтСтрой СПб» [Электронный ресурс]. URL: <https://zachestnyibiznes.ru/company/ul/1137847434658> (дата обращения: 29.04.2025).
24. Бухгалтерская отчетность ООО «БалтСтрой СПб» [Электронный ресурс]. URL: <https://synapsenet.ru/organizacii/1137847434658> (дата обращения: 06.05.2025).