**Правительство Российской Федерации**

**федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования**

**"Национальный исследовательский университет   
"Высшая школа экономики"**

**Факультет экономики**

**Кафедра финансового менеджмента**

Допускаю к защите

Заведующий кафедры финансового менеджмента, к. э. н.,

Шакина Е. А.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

подпись

**ВЫПУСКНАЯ** **КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**

На тему: **ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БРЕНДА КОМПАНИИ**

Студент группы № Э-09-3

Шарипова В. О.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

подпись

Научный руководитель

Доцент кафедры финансового менеджмента, к. э. н.,

Жукова Н. Ю.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

подпись

Консультант

Заведующий кафедры финансового менеджмента, к. э. н.,

Шакина Е. А.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

подпись

Пермь, 2013 г.

Оглавление

Введение 3

Глава 1 Теоретические аспекты оценки стоимости бренда 7

1.1 Определения, понятия. Концепция и цели оценки стоимости бренда 7

1.2 Основные теоретические подходы к оценке стоимости бренда 15

1.3 Практические методы оценки стоимости бренда 24

Глава 2 Краткая характеристика ОАО «Ростелеком» и телекоммуникационной отрасли 31

2.1 Краткая характеристика отрасли 31

2.2 Краткая характеристика компании 38

Глава 3 Оценка стоимости бренда ОАО «Ростелеком» 44

3.1 Обоснование выбора модели оценки 44

3.2 Оценка стоимости бренда «Ростелеком» 50

3.3 Анализ чувствительности 62

Заключение 66

Список использованной литературы 70

Приложения 75

# Введение

*Актуальность темы исследования*. В современном понимании бренд как мультипликатор деловой репутации компании применяется уже более ста лет. Грамотно построенный бренд обеспечивает компании-владельцу множество неоспоримых преимуществ. Во-первых, он создает возможность продажи товара по премиальным ценам. Во-вторых, он упрощает дистрибуцию, так как розничные сети уже имеют представление о продукции и будут выигрывать от рекламных кампаний, проводимых производителем. В-третьих, он создает возможность расширения границ использования марки. В-четвертых, бренд снижает риск в конкурентной борьбе. В-пятых, создает устойчивость к изменениям рыночной ситуации за счет наличия лояльных потребителей. На развитых рынках понятие «бренд» значительно трансформировалось. Также трансформировалась его функциональная роль. Раньше бренд рассматривался только в качестве фактора дистрибуции товаров, а сейчас в качестве одного из факторов рыночной стоимости компании. Кроме того, в настоящее время управление брендом осуществляют не только маркетологи, но и финансисты и топ-менеджеры.

В зарубежных компаниях бренду отводится исключительная роль в формировании инвестиционно-привлекательных отчетов, в оптимизации распределения средств в портфеле брендов и управления брендом, в составлении маркетингового бюджета и оценке стоимости бизнеса, в оценке эффективности корпоративного менеджмента и мониторинге последствий принимаемых стратегических решений, а также в слияниях и поглощениях, в обеспечении займов, в отношениях с инвесторами и т. д.

В современной российской экономике бренд является лишь маркетинговым инструментом и практически не используется в финансовых практиках. Отсутствие навыков работы с брендом у специалистов финансовых служб означает, что бренд не влияет на капитализацию, инвестиционную привлекательность, финансовую устойчивость и т. д. Стоимостная оценка бренда органично вписывается в систему финансового управления и эффективная работа с этим видом нематериальных активов может привести к повышению конкурентоспособности российских компаний на национальном и международном рынках.

Несовершенство финансовых технологий в работе с брендом, наличие большого количества различных моделей оценки его стоимости, отсутствие универсальных объективных методик свидетельствуют об актуальности темы данной работы.

*Степень научной разработанности темы.* Выбранная тема в большей степени разрабатывалась западным авторами. Концепция бренд-менеджмента разрабатывается с начала XX века, одновременно с появлением крупных корпораций, таких как Procter&Gamble. Представления о бренде и его роли в компании развивали и конкретизировали Д. Аакер, Ж.-Н. Капферер, Т. Нильсон, Г. Салинас, Т. Амблер, К. Келлер и многие другие исследователи. В последнее десятилетие вопросы бренд-менеджмента и, в частности, оценка бренда рассматривались во многих работах отечественных и зарубежных авторов. Из отечественных исследователей наибольший вклад в разработку этих проблем внесли В. Н. Домнин, О. Л. Чернозуб и О. С. Черемных. В корпоративном бренд-менеджменте, в частности в вопросах позиционирования, продвижения, аудита бренда специалисты руководствуются разработками известных зарубежных консалтинговых компаний Interbrand, Brand Finance и др.

*Цель и задачи исследования*. Целью данной работы является оценка стоимости бренда компании ОАО «Ростелеком». Для достижения данной цели необходимо выполнить ряд задач:

* Составить терминологическую базу, необходимую в рамках данного исследования;
* Привести обзор основных подходов к оценке бренда и методов, предложенных в рамках каждого подхода. Выявить преимущества и недостатки использования каждого метода;
* Дать краткую характеристику компании, бренд которой будет оценен в данной работе и вида экономической деятельности, в рамках которой она функционирует;
* Выбрать и модифицировать методы, которые будут использованы для оценки бренда в данном исследовании;
* Оценить стоимость бренда, используя несколько методов и сравнить полученные результаты;
* Провести анализ чувствительности результата оценки к изменению исходных параметров.

*Объектом исследования* является компания «Ростелеком». ОАО «Ростелеком» - динамично развивающаяся крупнейшая в России телекоммуникационная группа, предоставляющая услуги во всех сегментах отраслевого рынка на всей территории страны. Она является единственным универсальным оператором в Российской Федерации. ОАО «Ростелеком» является одним из «большой четверки» крупнейших операторов мобильной связи. Её клиентская база состоит из четырех секторов: частные лица, юридические лица, операторы и государственные органы. Компания занимает третью позицию в рейтинге телекоммуникационных компаний по чистой прибыли.

*Предметом исследования* является стоимость бренда «Ростелеком».

Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

В первой главе представлена необходимая терминологическая база, рассмотрены отличия концепции оценки стоимости бренда от концепции бренд-капитала, а также цели оценки стоимости бренда. Кроме того, проведен теоретический обзор основных подходов к оценке стоимости бренда. Помимо теоретических подходов рассмотрены практические модели оценки стоимости бренда.

Во второй главе приведена краткая характеристика вида экономической деятельности и выбранной компании. В рамках обзора вида экономической деятельности приведена динамика ее развития и определена стадия жизненного цикла, на которой она находится. Кроме того представлены основные особенности рыночной структуры и приведены рейтинги крупнейших компаний.

В третьей главе представлено обоснование выбранной модели и каждой введенной модификации. Кроме того проведена оценка стоимости бренда с помощью этих моделей. Для оценки устойчивости результатов оценки к изменению исходных параметров проведен анализ чувствительности.

# Глава 1 Теоретические аспекты оценки стоимости бренда

## 1.1 Определения, понятия. Концепция и цели оценки стоимости бренда

Для того, чтобы приступить к оценке стоимости бренда необходимо определить что представляет собой бренд. Различные источники дают различное определение бренду. Рассмотрим основные из них.

Международный стандарт ISO 10668 определяет бренд как «имеющий отношение к маркетингу нематериальный актив, который включает в себя, но не ограничивается следующими параметрами: названия, … знаки, символы, логотипы и дизайн, созданные с целью идентификации продуктов, услуг или компаний, создающие отличительные признаки в сознании заинтересованных сторон, и таким образом, генерирующие экономические выгоды/ценности» [25, p. 1].

«Бренд – это имя, использующееся для идентификации производителя или дистрибьютора продукции»[12]. Бренд приносит пользу производителям и дистрибьюторам, так как его наличие делает более удобной рекламу продукции и создание репутации продукта или линейки продуктов. Покупатели также извлекают пользу из существования брендов, потому что их инспекционные издержки для проверки качества продуктов перед покупкой снижаются. Это происходит потому что производители знают, что если потребитель купил продукцию под конкретным брендом и качество данной продукции оказалось не удовлетворительным, то в следующий раз данный потребитель не купит продукцию под данным брендом. Таким образом, производитель старается поддерживать качество своей продукции на высоком уровне. Для производителей небрендовой продукции вышеописанный стимул поддерживать высокое качество отсутствует.

Еще одно определение бренда сформулировал автор книги «On advertising» David Ogilvy. Он определил бренд как «неосязаемую совокупность характеристик продукта: его имя, упаковку, цену, его историю, его репутацию и способ, которым он рекламируется» [54]. Также бренд определяется как совокупность неосязаемых характеристик, которые прибавляют ценность продукту, помимо его качественных характеристик [33].

«Бренд - это прежде всего обещание соответствия цены и качества, потребительских и, особенно, символических свойств товара (услуги) ожиданиям потенциальных потребителей. Обещание, позволяющее товару занять место - прежде всего в сознании потребителей, а уж затем и на рынке» [38].

Итак, из всех вышеперечисленных определений следует, что бренд – это совокупность неосязаемых характеристик товара, которые приносят потребителю дополнительную полезность. Не стоит путать бренд с торговой маркой. Необходимо понять, что данные понятия не являются взаимозаменяемыми. Международный стандарт ISO 10668 определяет торговую марку как «запатентованный знак/символ или комбинацию знаков, которые призваны отличить продукты или услуги одного предприятия от продуктов или услуг других предприятий» [36, p. 326].

Из этого определения мы видим, что торговая марка является компонентой бренда. Таким образом, мы сформулировали определение бренда. Помимо понятия бренд, необходимо определить понятие капитал бренда. Разные источники и авторы определяют его по-разному.

Leuthesser (29, 1988) определяет капитал бренда как совокупность ассоциаций и поведения покупателей, посредников и материнской компании, которые позволяют бренду зарабатывать большие доходы, чем он мог бы зарабатывать, не используя имя бренда. То есть основным источником увеличения капитала бренда является ценовая премия.

Aaker (14, 1991) определяет капитал бренда как совокупность активов и обязательств, связанных с брендом, которые увеличивают или уменьшают ценность бренда для фирмы или покупателей. В соответствии с данным автором, капитал бренда включает в себя не только ценовую премию, но также и лояльность покупателей, определенное качество и ряд ассоциаций.

Simon и Sullivan (32, 1993) определяют капитал бренда в терминах дополнительных дисконтированных будущих денежных потоков, которые принесет брендовая продукция в сравнении с аналогичной небрендовой продукцией. Как мы видим, выделяются два определения: первое основано на ценности для покупателей, второе - на оценке экономической выгоды для производителя (рис. 1).

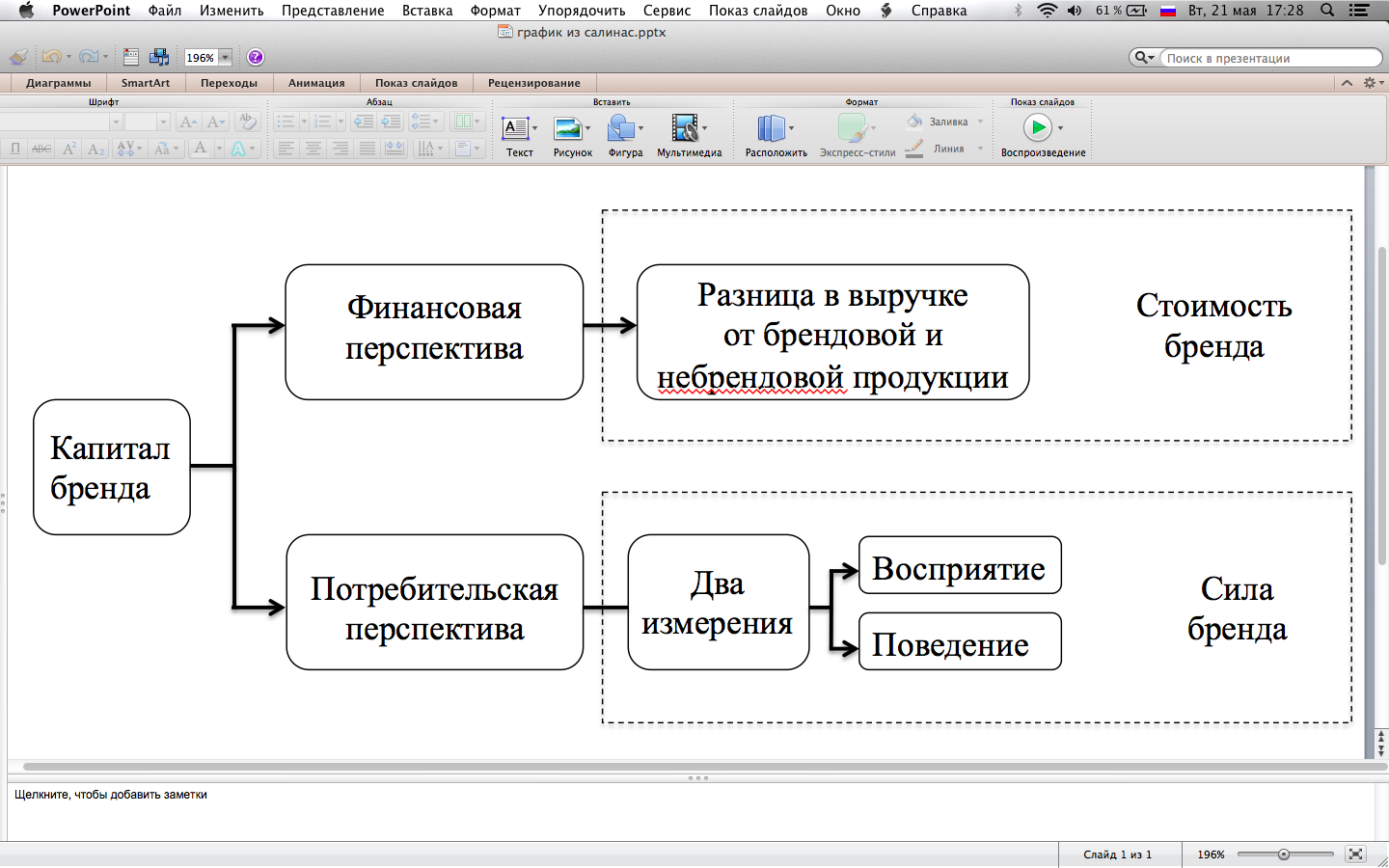


Рис. 1. Понятие капитала бренда [31, p. 14]

Однако наиболее популярным среди авторов является определение капитала бренда на основе его ценности для потребителей, на основе их восприятия бренда (35, 1999).

Теперь перейдем к рассмотрению видов архитектур брендов. *Архитектура брендов* — это система организации и управления торговыми марками компании, с которыми она вошла на рынок. Архитектура отражает маркетинговую стратегию компании, а это значит, что различные стратегии бренд-маркетинга могут требовать разных подходов к ее формированию.

Как правило, в начале на основе материнского бренда создаются несколько дочерних, которые впоследствии разрастаются, порождая новые соподчиненные бренды. Существуют разные описания архитектуры – в зависимости от количества уровней иерархии и наличия общих или уникальных элементов. Jean Noel Kapferer (4, 2007) предлагает выделять шесть видов архитектур торговых марок.

1. *Торговая марка товара* (Product Brand): марке присваивают уникальное имя, отражающее особенности ее позиционирования.
2. *Торговая марка ассортимента* (Line Brand): предполагает развитие общей идеи или использование общих характеристик в рамках ассортимента.
3. *Групповая марка* (Line Brand): в группе товаров используют общее наименование, отражающее ключевое обещание торговой марки. Например, название «Зеленый великан» сообщает потребителю о полезности натуральных пищевых продуктов для здоровья.
4. *Зонтичная торговая марка* (Umbrella Brand): имя корпоративной марки активно используется для продвижения отдельных марок на разных рынках – например, при продвижении фотоаппаратов и офисной техники используется имя корпоративной марки Canon.
5. *Исходная торговая марка* (Source Brand): используются те же методы продвижения, что и в случае зонтичной торговой марки, но вместо корпоративного имени используется имя товара – например, дезодоранты и различные марки одежды Yves Saint Laurent и Jazz.
6. *Поддерживающая торговая марка* (Endorsing Brand): формирует положительное отношение к широкому набору продуктов, продающихся под маркой товара, групповой маркой или маркой ассортимента, - например, General Motors.

По мнению К. Л. Келлера(5, 2005) эта система несколько сложна для восприятия. К. Л. Келлер предложил упрощенную классификацию марок по уровню иерархии. Данная система включает в себя четыре вида архитектуры торговых марок.

1. *Корпоративная торговая марка*: представляет верхний уровень иерархии и, как правило, указывается на товаре или упаковке ( в том числе и по юридическим причинам).
2. *Торговая марка семейства*: находится на уровень ниже, чем корпоративная торговая марка, и используется для обозначения нескольких товарных категорий. При этом ее название не всегда совпадает с названием компании или корпорации. Например, фирма Вимм-Билль-Данн владеет маркой семейства Агуша, в рамках которой выпускается широкий спектр продуктов детского питания. Как правило, большинство компаний поддерживает несколько торговых марок семейств. Если корпоративная марка применяется к ассортименту товаров, то она берет на себя компетенции марки семейства, и два уровня автоматически объединяются в один.
3. *Индивидуальная торговая марка*: ограничена одной категорией товара, включающей несколько типов. Например, под индивидуальной торговой маркой Frito-Lay предлагает картофельные чипсы Lay's, Cheetos, Ruffles и Rold Gold.
4. *Модификация торговой марки*, обозначающая изменение базовой модели, формирует марки на основе комплектующих или специфических версий товара. Таким образом, выпускаемые закуски Frito-Lay различаются либо вкусовыми добавками, либо уровнем содержания жира.

Ранее мы рассмотрели понятие бренда и выяснили, что его суть состоит в совокупности неосязаемых характеристик товара, которые приносят потребителю дополнительную полезность. Существует две концепции оценки бренда: оценка капитала бренда и оценка стоимости бренда. Рассмотрим каждую из концепций более подробно.

Как было сказано ранее, капитал бренда (7, c. 2) характеризуется его позицией на рынке, ожиданиями и отношением потребителей к бренду, возможностью создавать доходы в будущем. Фактически теория капитала бренда является маркетинговым инструментом, который измеряет такие его параметры, как, например, степень дифференциации и воспринимаемости продукта, осведомленности и лояльности потребителей. Современные методики оценки капитала бренда практически не используют финансовых показателей. *Концепция капитала бренда* очерчивает круг параметров, на которые необходимо воздействовать, чтобы усилить бренд, однако она не переводит эти абстрактные показатели в денежную оценку.

В оценке бизнеса используется *концепция стоимости бренда*, которая предполагает изучение именно финансового вклада бренда в стоимость компании. Элементы теории капитала бренда, безусловно, полезны при стоимостной оценке брендов для понимания их сути, анализа показателей, отражающих долгосрочные тенденции их существования, поскольку, интегрированные в стоимостную модель, данные показатели могут быть фундаментальной основой расчета стоимости компании.

Оценка стоимости бренда востребована не только для целей оценки бизнеса. Она необходима в случае покупки или продажи бренда, в случае планируемой сделки по слиянию или поглощению. Также существует необходимость в точной оценке стоимости активов компании (включая нематериальные активы, в частности бренд), для принятия правильных инвестиционных решений. Основные цели оценки стоимости бренда представлены в таблице 1.

Таблица 1

Области использования оценки стоимости бренда1

|  |  |
| --- | --- |
| Финансовая область | Нефинансовая область |
| Планирование слияний и поглощений | Стратегическое маркетинговое планирование |
| Налоговое планирование | Составление маркетингового бюджета |
| Бухгалтерский учет и отчетность | Формирование портфеля брендов |
| Лицензирование и франчайзинг | Управление брендом |
| Обеспечение заимствований | Внутренние коммуникации |
| Отношения с инвесторами |  |

1 Составлено по источнику: Brand Finance, Шевчукова А. Л.

Финансовые цели оценки бренда не требуют объяснений. Однако стоит подробнее остановиться на объяснении нефинансовых целей. Оценив стоимость бренда и ее изменение, компании могут выбрать наиболее эффективные маркетинговые стратегии, которые были приняты в прошлом. Таким образом она сможет избежать ошибочных решений и увеличить стоимость бренда в будущем. Кроме того, по критерию изменения стоимости бренда оценивается эффективность маркетинговых кампаний. Наиболее эффективные из них будут воплощены повторно, наименее эффективные перестанут финансироваться. Принятие решения об увеличении портфеля брендов компании должно быть основано на оценке их стоимости. Процесс оценки стоимости бренда позволяет выделить ключевые факторы, которые оказывают влияние на рост его стоимости. Таким образом, воздействуя на данные факторы компания может эффективно управлять брендом. Внедрение управления брендом в общую систему бизнес процессов происходит на основе стоимостной оценки.

На сегодняшний день, существует множество методов оценки стоимости бренда, имеющих свои преимущества и недостатки. История развития методов оценки стоимости бренда начинается с середины XX вв. Серия поглощений брендов в 1980 году выявила скрытую стоимость компаний, владеющих крупными брендами, и породила большой интерес к оценке стоимости брендов. В 1988 году британская компания GrandMet поглотила Pillsbury и оценила 88% ее стоимости в качестве Goodwill (24, 1999). С тех пор другие поглощения также показали, что бренды могут создавать стоимость и объясняют наличие разницы между рыночной и балансовой стоимостью компаний (см. Рис. 2).

Рис. 2. Goodwill в процентах от цены сделки M&A в 1980 гг. [24, 1999]

В 1980 гг. имела место тенденция превышения цены покупки компании над стоимостью ее материальных активов. Это превышение рыночной стоимости компании над балансовой известно как goodwill и может включать в себя множество видов нематериальных активов. Наиболее значимым из них является бренд. Слияния и поглощения 1980 гг. показали, что бренды могут создавать стоимость, однако также обнаружилась проблема в отсутствии общепринятых методов оценки стоимости компаний на основе стоимости нематериальных активов, а также отсутствии методов оценки стоимости бренда. Для оценки стоимости нематериальных активов стали использовать традиционные подходы оценки стоимости активов. В силу отсутствия стандартов и общепринятых моделей оценки, каждая компания разрабатывала свои методы оценки стоимости брендов. Однако на сегодняшний день, проблема оценки стоимости бренда стала настолько актуальной, что Международная Организация по Стандартизации (ISO) выпустила стандарт ISO 10668 (25, 2010), в котором были освещены основные рекомендации к стоимостной оценке бренда.

## 1.2 Основные теоретические подходы к оценке стоимости бренда

Международный стандарт ISO 10668 (25, 2010) рекомендует оценивать стоимость бренда, используя один из трех подходов. Выбор подхода должен основываться на цели оценки стоимости бренда. Доходный подход к оценке стоимости обычно используется для целей покупки/продажи актива, то есть когда актив является объектом для инвестиций. Сравнительный подход используется для аналогичных целей в случае если существует рынок активов, подобных оцениваемому. Если продажа/покупка актива не планируется, возможна оценка стоимости актива с помощью затратного подхода. Он актуален для целей страхования а также в случае специфичных активов. Приведем краткую характеристику подходов и методов в рамках данных подходов (31, 2009).

Суть *доходного подхода* (Income approach) состоит в дисконтировании будущих денежных потоков. На доходном подходе основано множество методов:

1. Ценовая премия (price premium)

Суть метода заключается в оценке дополнительных прибылей, которые получены за счет сравнения брендовой и аналогичной небрендовой продукции. Считается, что производитель имеет возможность устанавливать более высокую цену и потребители готовы платить за бренд. Однако, этот метод сложно применить, если на рынке не реализуется схожей продукции. Также недостаток данного метода состоит в том, что он не учитывает разницу в издержках.

1. Сбережения роялти (royalty savings)

Данный метод включает несколько этапов. Первым этапом является прогнозирование объема продаж. Вторым - определение подходящей ставки роялти и умножение данной ставки на прогнозируемый объем продаж. Третьим - вычисление посленалоговых роялти. Четвертым - определение бесконечной ставки роста, срока полезного использования и ставки дисконтирования. Пятым - приведение будущих потоков роялти к стоимости в текущий момент времени. Главное преимущество данного метода состоит в легитимности его использования. Недостаток - в малом количестве схожих брендов. Также сложность в использовании обусловлена тем фактом, что ставка роялти включает в себя не только платежи за бренд, поэтому возникает проблема в выделении доли, относящейся к бренду.

1. Драйверы спроса (demand drivers)

В данном методе используется анализ факторов, влияющих на восприятие продукции покупателями. На каждый фактор спроса значительное влияние оказывает бренд. Затем доли влияния бренда на каждый фактор, рассчитанные статистически, суммируются и умножаются на показатель экономической добавленной стоимости (возможны варианты умножения на другие показатели деятельности компании). Преимущества метода состоят в том, что он позволяет выявить ключевые факторы, движущие спрос. Данный метод может проводиться с помощью маркетинговых исследований и не требует процедуры оценки стоимости бренда. Недостаток состоит в том, что компании проводя оценку с помощью данного метода, часто не публикуют алгоритм ее проведения, что уменьшает возможность последующим компаниям проводить сравнение. Кроме того, взаимосвязи между факторами и восприятием продукции компании зачастую являются довольно сложными и трудно-оценимыми.

1. Сравнение совокупной маржи с конкурентами (comparison of a gross margin)

Данный метод подходит для фирм, которые не имеют возможности повышать свою ценовую премию, но пользуются эффектом экономии от масштаба. Суть метода заключается в вычислении маржи компании, не имеющий возможности устанавливать ценовую премию, и маржи, которую получают аналогичные конкуренты. Разница между данными величинами умножается на чистую прибыль, приносимую факторами связанными с брендом.

1. Сравнение операционной прибыли

Данный метод аналогичен предыдущему, однако он включает исчисление разности операционной прибыли (EBIT) вместо операционной маржи. Недостатком является то что в рамках данного подхода не учитывается влияние на операционную прибыль других факторов, не относящихся к бренду.

1. Сравнение с теоретической прибылью от схожей продукции

Суть данного метода заключается в подсчете разницы операционной прибыли брендовой и аналогичной небрендовой продукции. Недостаток метода состоит в том, что поиск аналогичной небрендовой является достаточно сложной процедурой, вследствие уникальности каждой компании и каждого продукта.

1. Денежные потоки

Основная идея метода состоит в подсчете разницы между чистыми денежными потоками компании, обладающей брендом, и средней величиной чистых денежных потоков сравнимых компаний, не имеющих торговой марки. Основной недостаток заключается в не учете других факторов, которые могут влиять на чистые денежные потоки.

1. Свободный денежный поток за вычетом дохода от материальных активов

Стоимость бренда, рассчитанная по данному методу равна разнице свободного денежного потока и дохода от материальных и нематериальных активов, не имеющих отношения к бренду. Недостаток данного метода состоит в сложности разделения потоков от материальных и нематериальных активов.

1. Стоимость фирмы за вычетом стоимости материальных активов

В рамках данного метода, стоимость бренда равна разнице стоимости компании и стоимости материальных активов. Данный метод позволяет установить «потолок» стоимости бренда, однако в таком случае предполагается, что компания не имеет других нематериальных активов, кроме бренда. Это допущение является невыполнимым в реальной экономике, из-за наличия других нематериальных активов, которые не ставятся на баланс компании.

Одним из важнейших этапов оценки стоимости бренда с помощью доходного подхода является определение ставки дисконтирования. Международный стандарт ISO 10668 (25, 2010) рекомендует брать в качестве ставки дисконтирования средневзвешенную стоимость капитала всей компании (WACC).

Еще одним важным этапом является определение периода прогнозирования, или количества денежных потоков, которые будут учитываться в подсчете стоимости бренда. Для этого необходимо рассчитывать срок экономической жизни бренда (период, в течение которого он будет приносить экономические выгоды). ISO 10668 рекомендует принимать во внимание тренд той отрасли, в рамках которой функционирует бренд. Еще одной особенностью оценки стоимости бренда является необходимость учета амортизационного щита, то есть количества сэкономленных на уплате налога средств.

*Сравнительный поход* (Market approach) основан на анализе последних сделок, предметом которых была покупка бренда, схожего с оцениваемым. Сравнительный подход объединяет в себе несколько методов оценки стоимости бренда.

1. Сравнение с предыдущими сделками

Используется доступная информация о цене, за которую был куплен похожий бренд. Проблемы данного метода в том, что в большинстве случаев, необходимо оценить бренд компании, аналоги которой отсутствуют или отсутствовали трансакции по их поглощению.

1. Сбережения роялти

Предполагается, что компания, не имеющая прав собственности на бренд, получает их. После этого компания будет освобождена от необходимости выплачивать ставку роялти третьему лицу – первоначальному собственнику бренда. В рамках метода необходимо спрогнозировать будущие денежные потоки, подобрать соответствующую ставку роялти (сравнивая аналогичные бренды в той же отрасли) и продисконтировать будущие роялти (после уплаты налогов) к настоящему моменту.

Сравнительный подход ограничивается слабой активностью рынка по сделкам с покупкой-продажей брендов. В рамках оценки бренда данный подход может быть применим для оценки аналогичных брендов в рамках одной отрасли.

В рамках *затратного подхода* (cost approach), стоимость бренда рассматривается как совокупность затрат на его разработку. Данные затраты делятся на первоначальные (покупка или создание бренда) и поддерживающие (затраты на выпуск тестовой партии, совершенствование продукции, затраты на рекламу). Затратный подход может быть использован в случае, когда другие подходы не могут быть применены и имеются достоверные данные о затратах (25, 2010). Также затратный подход может быть использован, чтобы оценить состоятельность и справедливость стоимости, вычисленной с помощью других подходов (25, 2010).

Затратный подход объединяет в себе несколько методов оценки стоимости бренда.

1. Стоимость создания (historical cost of creation)

Суть данного метода состоит в измерении затрат, которые были понесены на стадии разработки бренда. Его недостаток состоит в том, что стоимость бренда, рассчитанная данным методом, никак не связана со стоимостью бренда в настоящий момент.

1. Стоимость замещения (replacement cost)

Стоимость бренда оценивается как сумма затрат и инвестиций, необходимых на замену существующего бренда другим с такими же характеристиками, то есть приносящий такую же полезность собственникам. Данный метод преодолевает проблему предыдущего. Однако существует и недостаток: он не включает прибыли, сгенерированные брендом в прошлом.

1. Стоимость репродукции (reproduction cost)

В рамках данного метода учитываются потенциальные издержки на разработку бренда, чтобы привести его к текущему состоянию. Существенный недостаток метода состоит в том, что он не учитывает специфику покупателя (30, 1999). Она состоит в том, что каждый покупатель будет оценивать стоимость бренда по-разному в силу сходства или различия своей деятельности и концепции бренда.

1. Капитализация затрат на развитие бренда (capitalization of brand-attributable expenses)

Суть состоит в капитализации понесенных затрат на рекламу, относительно затрат на все прочие маркетинговые средства.

Затратный подход не является наилучшим для оценки стоимости бренда. Он является более подходящим для оценки стоимости материальных активов.

Недостатки затратного подхода:

* Не отражает реальную стоимость
* Не включает стоимость управления брендом
* Включает довольно длинный промежуток времени, что приводит к сложности определения всех затрат
* Сложность определения «точки отсчета», с которой начинается создание бренда (16, 2003)

Таким образом, были рассмотрены три основных подхода к оценке стоимости бренда. Это подходы лежат в основе множества методик и моделей. Рассмотрим модель, разработанную совместно Министерством Экономики, Торговли и Промышленности и Правительством Японии (34, 2002). Данная модель получила название «модель Hirose». Она основана на доходном подходе оценки стоимости активов. В соответствии с данной моделью, стоимость бренда является функцией от четырех переменных (см. формулу 1).

(1)

где: PD (Prestige Driver) – драйвер престижа

ED (Expansion Driver) – драйвер расширения (роста)

LD (Loyalty Driver) – драйвер лояльности

r – ставка капитализации

*Драйвер престижа* основан на ценовой премии, которую получают производители брендовой продукции по сравнению с конкурентами - производителями небрендовой продукции. Ценовая премия возникает вследствие наличия сильного бренда, даже при условии того, что небрендовый продукт обладает теми же характеристиками и аналогичным уровнем качества. Ценовая премия является следствием наличия сильного и развитого бренда и приводит к увеличению текущих и будущих денежных потоков.

Подобная логика используется в методе ценовой премии доходного подхода. Однако, как было сказано ранее, данный метод имеет недостаток в том, что не учитывает себестоимость продукции. Модель Hirose в свою очередь элиминирует данный недостаток, так как рассчитывается не ценовая премия в абсолютном выражении, а отношение цены к себестоимости (выручки к себестоимости).

(2)

где: S – выручка компании

С – себестоимость продукции

S\* - выручка компании бенчмарк

C\* - себестоимость продукции компании бенчмарк

А – расходы на рекламу

ОЕ – операционные расходы

Превышение показателя отношения выручки к себестоимости над аналогичным показателем компании бенчмарк связано не только с наличием бренда. На увеличение денежных потоков также оказывает влияние и другой интеллектуальный капитал (наличие налаженных связей с поставщиками, наличие патентов, опыт сотрудников и т.д.). Для того, чтобы отделить часть потоков, генерируемых брендом от тех, что генерируются другим интеллектуальным капиталом, было принято решение использовать показатель доли расходов на рекламу в общем объеме операционных расходов. Используя данный способ, мы можем выделить часть денежных потоков, генерируемых брендом.

Все вышеперечисленные показатели рассчитываются как средние за последние 5 лет.

Для того, чтобы перейти от относительных величин к абсолютным, нам необходимо умножить получившийся показатель на себестоимость в последнем отчетном периоде, предшествующем дате оценки стоимости бренда. С помощью данного метода мы вычислим ценовую премию от реализации брендовой продукции.

Основной идеей *драйвера расширения* является то, что сильный бренд может быть распространен на другие линейки продуктов или на другие территории. Например компания, выпускающая линию одежды может внедрить производство парфюмерии под тем же брендом. Или региональная компания по производству одежды может войти на рынок соседнего региона или на международный рынок. Чтобы учесть эти возможности расширения бренда, был разработан способ расчета драйвера расширения.

, (3)

где: SO – выручка от продаж на международном рынке

SX – выручка от не ключевого сегмента деятельности

Последним драйвером роста стоимости бренда является *драйвер лояльности* потребителей. Драйвер лояльности выступает в качестве фактора, который отражает способность бренда поддерживать стабильный уровень продаж в течение длительного периода вследствие наличия лояльных потребителей.

Наиболее корректным и отражающим действительную лояльность потребителей способом расчета LD является проведение исследования потребителей, а именно опрос конкретной выборки потребителей и выяснение степени их лояльности. Но в силу того, что проведение исследования является довольно трудоемким и финансово-затратным процессом, ежегодная оценка драйвера лояльности становится нереализуемой. Поэтому разработчиками модели было принято решение рассчитывать драйвер лояльности на основе финансовой информации компаний, публикуемой ежегодно. Было рассмотрено два варианта расчета драйвера лояльности. Первый основан на вычислении стабильности доли рынка, рассчитанной как отношение выручки компании к отраслевой выручке. Однако данный способ был отвергнут разработчиками вследствие того, что компания может менять или добавлять виды деятельности и в связи с этим будет меняться и отрасль. Данный способ может быть применим только в случае публикации доли рынка компании в ее годовой отчетности. Вторым способом расчета был расчет стабильности издержек.

, (4)

где: – средняя величина издержек реализации за 5 лет

– стандартное отклонение издержек реализации за 5 лет

Данная формула имеет довольно простую интерпретацию. Вычисляется коэффициент вариации издержек реализации и вычитается из единицы. Таким образом, в результате получается коэффициент стабильности.

Последним фактором, влияющим на стоимость бренда является ставка капитализации. Разработчики модели предлагают использовать безрисковую ставку.

Таким образом, функция расчета стоимости бренда в соответствии с моделью Hirose выглядит следующим образом:

*,* (5)

Итак, были рассмотрены основные теоретические подходы к оценке бренда, а также одна из теоретических моделей. Теперь перейдем к рассмотрению практических методов оценки стоимости бренда.

## 1.3 Практические методы оценки стоимости бренда

Многие компании, занимающиеся оценкой бренда, разрабатывают свои методики оценки стоимости бренда. В основе всех методик лежит один из теоретических подходов. На сегодняшний день эталонным методом оценки стоимости бренда является *метод компании Interbrand,* основанный на доходном подходе. Компания Interbrand (55) является одной из крупнейших, публикующих рейтинги самых дорогих брендов.

Для того, что бы попасть в рейтинг у компании не менее трети продаж товаров под брендом должно приходиться на зарубежные страны, минимум на трех континентах (50). Это подчеркивает тот факт, что Interbrand делает упор на глобальность брендов. Также это объясняет, почему самые дорогие бренды на локальных рынках не входят в рейтинг самых дорогих на глобальном.

Рассмотрим метод оценки стоимости бренда, который использует компания Interbrand. Для оценки стоимости бренда по методу Interbrand необходимо пройти 5 этапов:

Этап 1. Сегментация

В соответствии с представлением Interbrand, отношение покупателей к бренду и их поведение различается в различных секторах покупателей. Данные сектора выделяются по типу продукции, способу распространения и по другим рыночным факторам.

Этап 2. Финансовый анализ

Чтобы оценить доходы, которые приносит бренд, Interbrand рассчитывает экономическую добавленную стоимость (EVA), которая показывает, способна ли компания генерировать денежные потоки, которые бы превышали стоимость инвестированного капитала. В подсчете EVA учитывается прогноз на 5 лет.

Этап 3. Анализ спроса или Индекс Роли Бренда (Role of Brand Index, RBI)

RBI измеряет насколько бренд влияет на решение покупателей совершить покупку. В результате подсчета индекса, определяется доля денежных потоков, относящихся к доходам от нематериальных активов (Interbrand).

RBI рассчитывается в три шага (Пример представлен на рис. 3):

1. Определение факторов, влияющих на решение покупателей о покупке товара/услуги того или иного бренда.
2. Определение относительного влияния каждого из факторов.
3. Определение роли бренда в каждом из факторов.

Рис. 3. Анализ роли бренда (31, p. 84)

Этап 4. Анализ силы бренда и определение ставки дисконтирования

Сила бренда оценивается в сравнении с силой бренда конкурентов. Ее анализ осуществляется на основе семи факторов, представленных в таблице 2. Максимальная оценка 100 баллов.

Таблица 2

Факторы, влияющие на силу бренда2

| Фактор | Критерии оценки | Максимальный балл |
| --- | --- | --- |
| Конкурентоспособность | Доля рынка, позиция на рынке, сегмент рынка, осведомленность о бренде | 25 |
| Стабильность | История, текущее положение, удовлетворение, лояльность потребителей | 15 |
| Рынок | Рыночная структура (концентрация), рыночный рост, объем рынка, объем продаж | 10 |
| Международный имидж | Присутствие на зарубежных рынках, история экспорта | 25 |
| Тренд | Привлекательность, восприятие | 10 |
| Поддержка | Качество, постоянство/согласованность, доля рекламы, индивидуальность | 10 |
| Защита | Дата регистрации, правовое обеспечение, мониторинг | 5 |

2 Составлено по источнику Salinas Gabriela (31, p. 228)

Определение ставки дисконтирования основывается на индексе силы бренда. Индекс силы бренда определяет ставку дисконтирования через S-кривую (Interbrand Zintzmeyer & Lux). Вид данной кривой представлен на рис. 4.

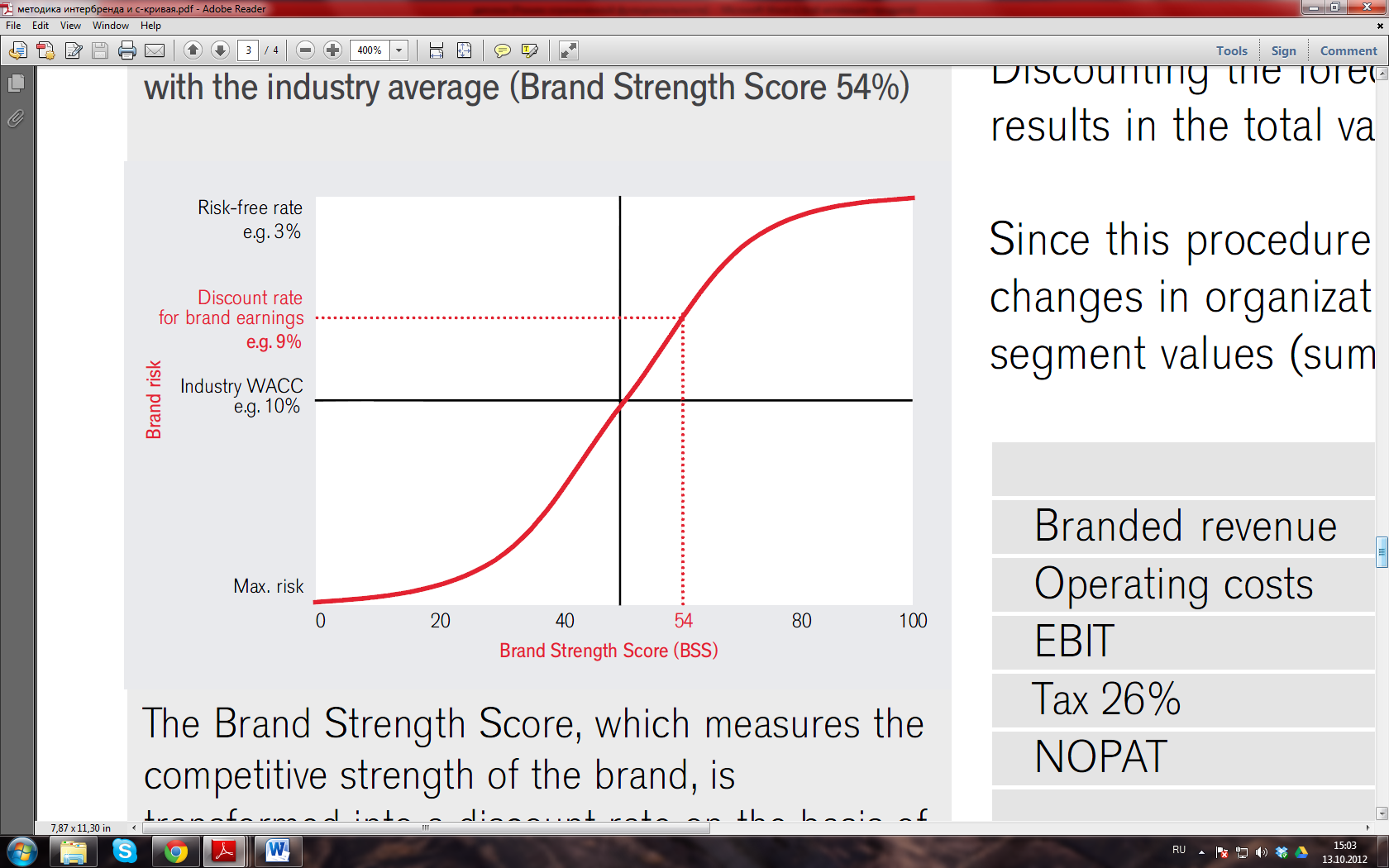


Рис. 4. S-кривая [20]

Необходимо отметить, что прогнозные потоки брендов, которые имеют индекс силы бренда в количестве 50 баллов, оцениваются по отраслевой средневзвешенной стоимости капитала (WACC), в количестве 100 баллов – по безрисковой ставке.

Этап 5. Вычисление стоимости бренда

На данном этапе вычисляется текущая стоимость будущих потоков от разных сегментов покупателей путем дисконтирования по определенной ставке. Затем находится сумма текущих стоимостей, она и составляет стоимость бренда. Данная методика имеет ряд преимуществ и недостатков. Среди преимуществ необходимо отметить самое важное – проведение глубокого анализа влияния бренда на деятельность компании и на отношение потребителей к продукции. Однако этот же факт можно рассматривать в качестве недостатка модели. Оценка роли бренда и силы бренда является субъективной и содержит в себе экспертные оценки. Кроме того, функция S-кривой является засекреченной.

Рассмотрим метод, который использует компания *Brand Finance* для оценки стоимости брендов. Наиболее дорогие бренды также включаются в рейтинг, который публикуется ежегодно. Общая схема оценки представлена на рисунке 5.

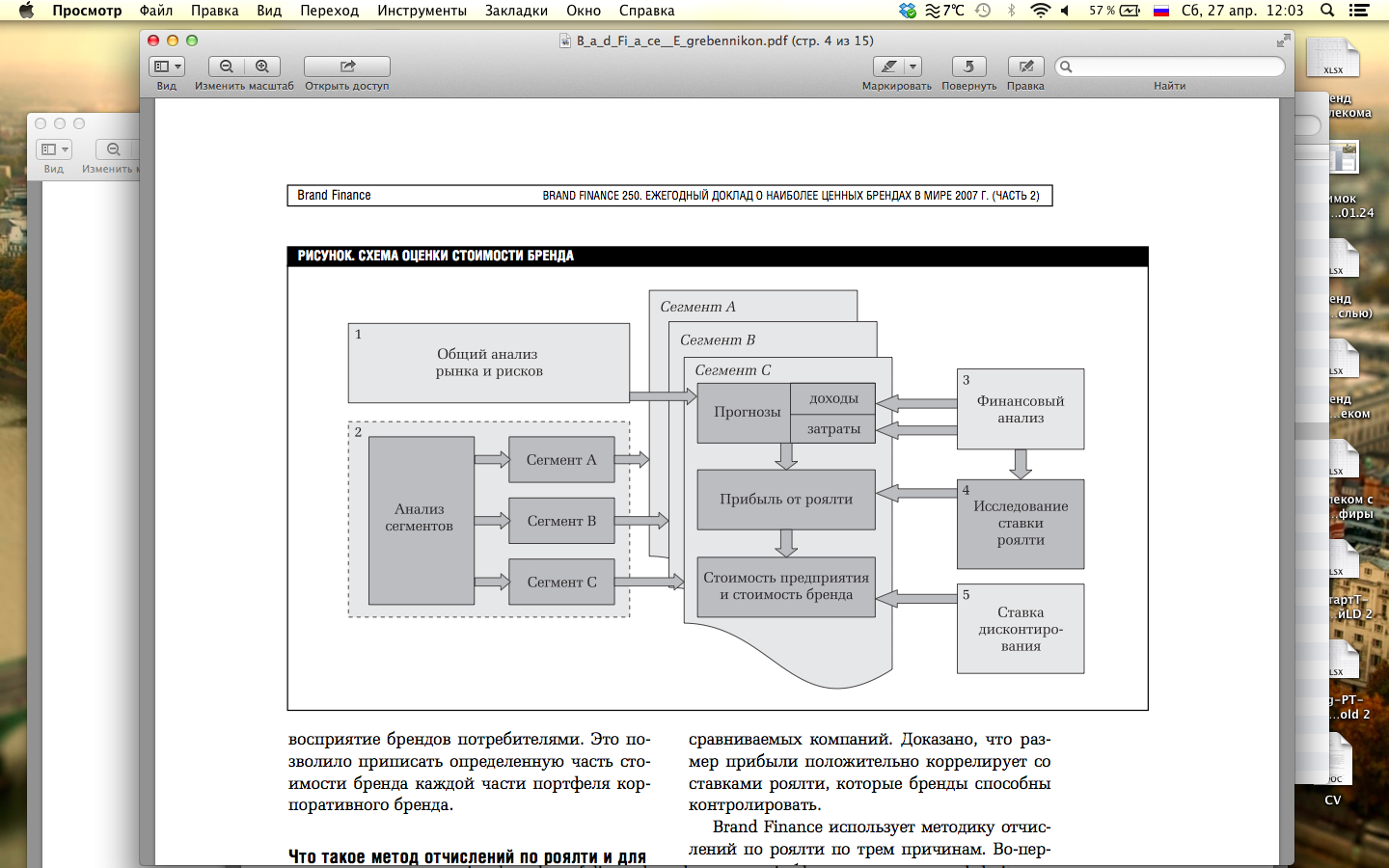


Рис. 5. Схема оценки бренда по методу Brand Finance [51]

Этап 1. На данном этапе составляется прогноз будущих продаж на пять лет. Прогнозы основываются на основе информации о росте рынка, конкурентных силах, прошлых продажах и с учетом прогнозов аналитиков.

Этап 2. Данный этап включает в себя определение диапазона ставки роялти с учетом сопоставимых лицензионных соглашений и ставок роялти для данной отрасли. Также на данном этапе осуществляется соотнесение точной ставки роялти с брендом на основе индекса силы бренда.

Этап 3. Расчет ставки дисконтирования для каждого конкретного бренда с использованием запатентованной методики βrandβeta®, разработанной Brand Finance. Таким образом, все потоки, получаемые от бренда будут дисконтироваться по найденной ставке. В таблице 2 представлен перечень критериев для оценки силы бренда.

Таблица 2

Критерии оценки силы бренда Brand Finance

| Критерий | Баллы |
| --- | --- |
| Возраст бренда | 0-10 |
| Распространенность | 0-10 |
| Доля рынка | 0-10 |
| Позиция на рынке | 0-10 |
| Темп роста выручки | 0-10 |
| Ценовая премия | 0-10 |
| Ценовая эластичность | 0-10 |
| Расходы на маркетинг | 0-10 |
| Осведомленность о рекламе | 0-10 |
| Осведомленность о бренде | 0-10 |
| Итого | 0-100 |

На основе суммы набранных баллов вычисляется сила бренда, а на основе нее – коэффициент β, который будет использован в модели CAPM. Вычисление коэффициента β происходит с помощью специальной функции, которая представлена на рисунке 6.

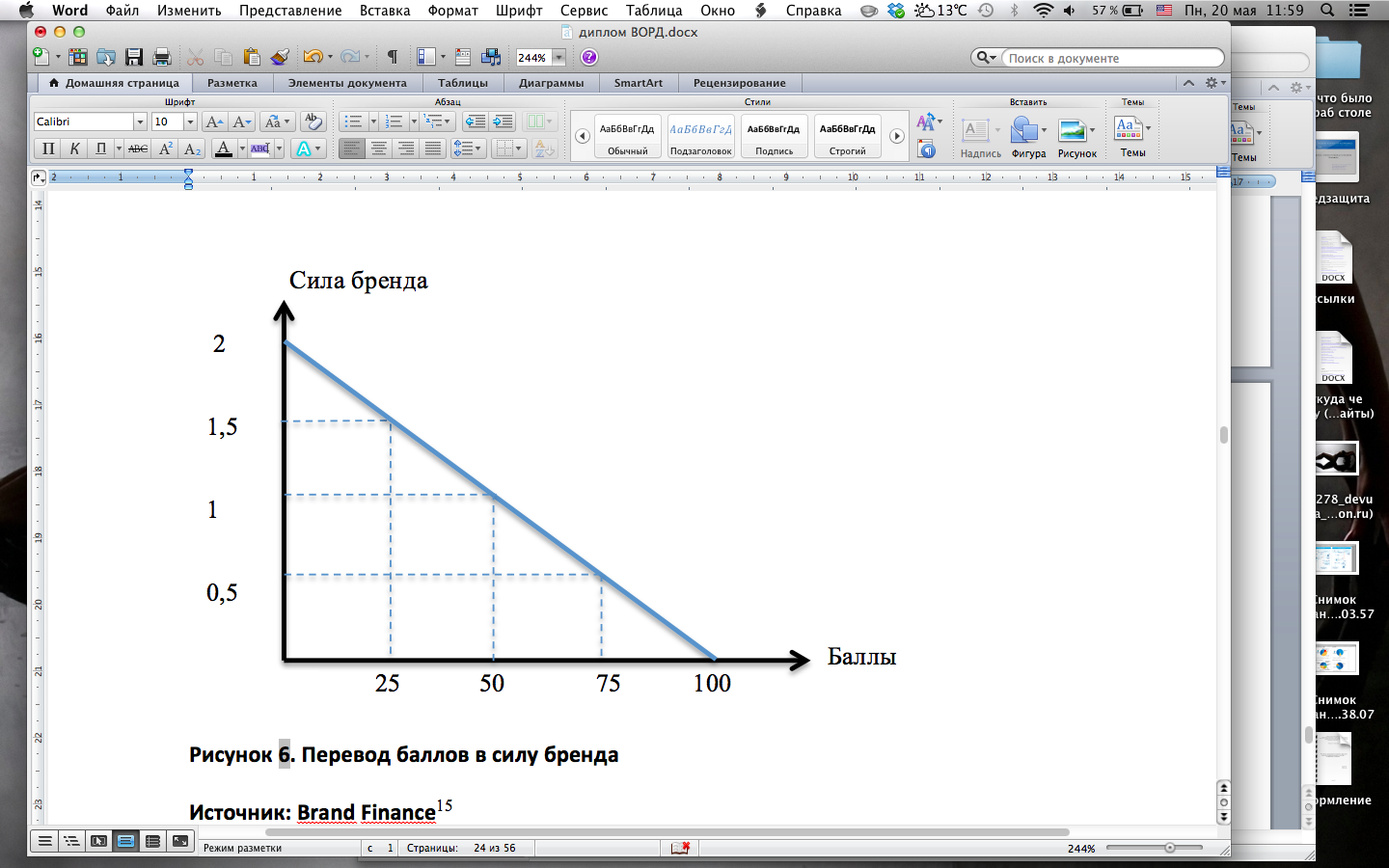


Рис. 6. Кривая перевода баллов в силу бренда [51]

Самый слабый бред, имеющий силу бренда 0 будет удваивать премию за рыночный риск. Самый сильный бренд будет элиминировать премию за рыночный риск и стоимость собственного капитала в этом случае будет равняться безрисковой ставке.

Модель оценки Brand Finance имеет преимущества и недостатки аналогичные тем, что имеет модель оценки Interbrand. Единственное отличие заключается в отсутствии засекреченной S-кривой.

В данной главе были освещены основные подходы к оценке стоимости бренда и приведены методики, в которых воплощена суть подходов. Данные методики являются базовыми и все модели оценки, которые разрабатываются различными компаниями основаны на данных методиках. Например, методика оценки Interbrand находится в рамках доходного подхода и основана на методике дисконтирования денежных потоков (18, 2004, p. 8). Методика оценки Brand Finance находится в рамках доходного подхода и основана на методике освобождения от роялти и дисконтирования денежных потоков (17, 2007, p. 3).

В результате анализа преимуществ и недостатков каждой модели и методики оценки стоимости бренда, было принято решение использовать в рамках данной работы модель Hirose. Несмотря на то, что модели компаний Brand Finance и Interbrand имеют более прикладной характер, они не были выбраны в данной работе. Причина для отвержения данных моделей – наличие субъективных оценок. В силу отсутствия достаточного опыта в сфере оценки бренда у нас нет возможности самостоятельно дать экспертную оценку. В отличие от этих моделей, модель Hirose предполагает использование объективной информации из финансовой отчетности компании. Именно это послужило причиной выбора модели Hirose для оценки стоимости бренда «Ростелеком».

# Глава 2 Краткая характеристика ОАО «Ростелеком» и телекоммуникационной отрасли

В рамках данной работы будет произведена оценка стоимости бренда «Ростелеком», принадлежащий одноименной компании «Ростелеком», функционирующей на рынке телекоммуникационных услуг. Данный выбор был сделан в силу ряда причин. Телекоммуникационная отрасль имеет большой объем нематериальных активов, таких как патенты, лицензии и т. д. Однако наиболее значимым активом для каждой компании является бренд. В силу отсутствия значимой разницы в тарифах именно данный фактор влияет на решение потребителей о том, какого оператора выбрать.

Наиболее интересной компанией из большой четверки операторов («МТС», «Билайн», «Мегафон», «Ростелеком») нам представляется ОАО «Ростелеком». До 2011 года данная компания вообще не предоставляла услуги сотовой связи, она занималась исключительно междугородним и международным телефонным трафиком. После реорганизации спектр услуг значительно расширился и «Ростелеком» стал единственным универсальным оператором на территории России. Безусловно, данное событие оказало влияние на стоимость бренда.

## Краткая характеристика отрасли

Российский телекоммуникационный рынок на сегодняшний день является крупнейшим в центральной и восточной Европе, с высоким уровнем проникновения услуг мобильной и фиксированной связи. На рынке выделяют ряд крупных международных операторов мобильной и фиксированной связи, включая «МТС», «Вымпелком», «МегаФон», «Ростелеком» и «Tele2». Конкуренция между этими операторами помогла расширить проникновение услуг связи и снизить цены, а также предоставить потребителям более технологичные продукты, включая услуги цифрового телевидения (37, 2012).

Телекоммуникационный рынок развивается достаточно консистентно, структура доходов и динамика развития по ключевым сегментам стабильна, хотя в ней выделились явные лидеры и аутсайдеры. Аутсайдером рынка стала междугородняя и международная связь из-за перераспределения трафика в пользу VoIP-телефонии и самостоятельного международного и междугородного транзита трафика мобильными операторами. В списке драйверов телеком-рынка остается мобильная связь: стабильный рост доходов обеспечивается за счет увеличения ARPU, динамичного расширения выручки от дополнительных услуг, в частности услуг передачи данных. Еще более динамично растет сегмент пропуска трафика. Сохраняет позиции местная и внутризоновая телефонная связь, хотя здесь обозначилось замедление темпов роста голосового трафика и подключенных абонентов. Мобильный рынок в России практически достиг насыщения, стал достаточно стабильным, хотя потенциал роста в традиционных видах услуг операторов сохраняется, а в новых (телематические сервисы, фиксированный бизнес, облачные вычисления) растет.

Динамика совокупной выручки всех компаний, функционирующих в рамках вида экономической деятельности «Деятельность в области электросвязи» представлена на рис. 7.

Рис. 7. Совокупная выручка

Как видно из рис. 7 объем совокупной выручки имеет положительную динамику. За 11 лет с 2002 по 2012 гг. совокупная выручка возросла в пять раз. Темпы прироста совокупной выручки отображены на рис. 8. Можно заметить, что темпы прироста снижаются, это связано с насыщением ранка. Также на рис. заметны ярко-выраженные спады темпов прироста. Первый из них произошел в 2005 году, он был связан с изменением законодательства. В рамках данных изменений были пересмотрены тарифы на фиксированную телефонную связь. Некоторые компании не смогли продолжать свою деятельность и ушли с рынка. В связи с этим темпы роста выручки резко упали. Вторая точка минимума темпов прироста приходится на 2009 год. В 2009 году причиной падения темпов прироста стал мировой финансовый кризис, который оказал воздействие не только на телекоммуникационную отрасль но и на всю экономику.

Рис. 8. Темп прироста выручки

Отраслевой коммуникационной площадкой «ТАСС Телеком» был опубликован обзор функционирования отрасли по итогам 2011 года. Данный обзор включил в себя рейтинг российских телекоммуникационных компаний по объему выручки. На четыре компании приходится 73% от совокупного объема выручки. Эти компании перечислены в порядке убывания выручки: «Мобильные Телесистемы», «ВымпелКом», «Ростелеком» и «Мегафон».

Помимо рейтинга по выручке, был опубликован рейтинг по чистой прибыли. Топ-5 данного рейтинга представлен в таблице 3. Как можно заметить, вышеуказанные четыре компании являются также лидерами по чистой прибыли.

Таблица 3

Рейтинг ведущих телекоммуникационных компаний по чистой прибыли

| Место | Компания | Чистая прибыль в 2011 г. (млн руб.) |
| --- | --- | --- |
| 1 | ВЫМПЕЛКОМ | 152 922,3 |
| 2 | ГРУППА «МОБИЛЬНЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ» | 82 553,1 |
| 3 | РОСТЕЛЕКОМ | 46 070,0 |
| 4 | ГРУППА «МЕГАФОН» | 43 585,0 |
| 5 | TELE2 РОССИЯ | 10 557,0 |

Ключевым событием года, произошедшим в телекоммуникационном сегменте является объявление Роскомнадзором о выдаче 4GLTE лицензии «большой четверке» компаний: «МТС», «Вымпелком», «МегаФон» и «Ростелеком». Также были объявлены требования для всех обладателей данной лицензии: начало предложения LTE-услуг 1 июня 2013 года; присутствие во всех регионах России во всех населенных пунктах с населением более 50 тыс. человек до 2019 года. Необходимо отметить осуществление ряда M&A сделок. Среди них слияние «МегаФона» и «Скартела», поглощение «Ростелекомом» компании «SkyLink».

Для определения стадии жизненного цикла, на которой находится отрасль, необходимо рассмотреть совокупные отраслевые денежные потоки от операционной (CFO), финансовой (CFF) и инвестиционной (CFI) деятельности. Однако данная информация отсутствует, поэтому мы можем проанализировать потоки ключевых игроков: «МТС» (см. рис. 9), «Мегафон» (см. рис. 11), «Вымпелком» и «Ростелеком» (см. рис. 12). Данные о денежных потоках компании «Вымпелком» не были проанализированы в силу недоступности информации.

Рис. 9. Денежные потоки компании «МТС», млн. долл. (Прил. 2)

Как видно из рис. 9, денежный поток от операционной деятельности положителен, денежный поток от инвестиционной деятельности отрицателен, аналогично денежный поток от финансовой деятельности отрицателен. По соотношению денежных потоков от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности можно сделать предположение о том, на какой стадии жизненного цикла находится компания.

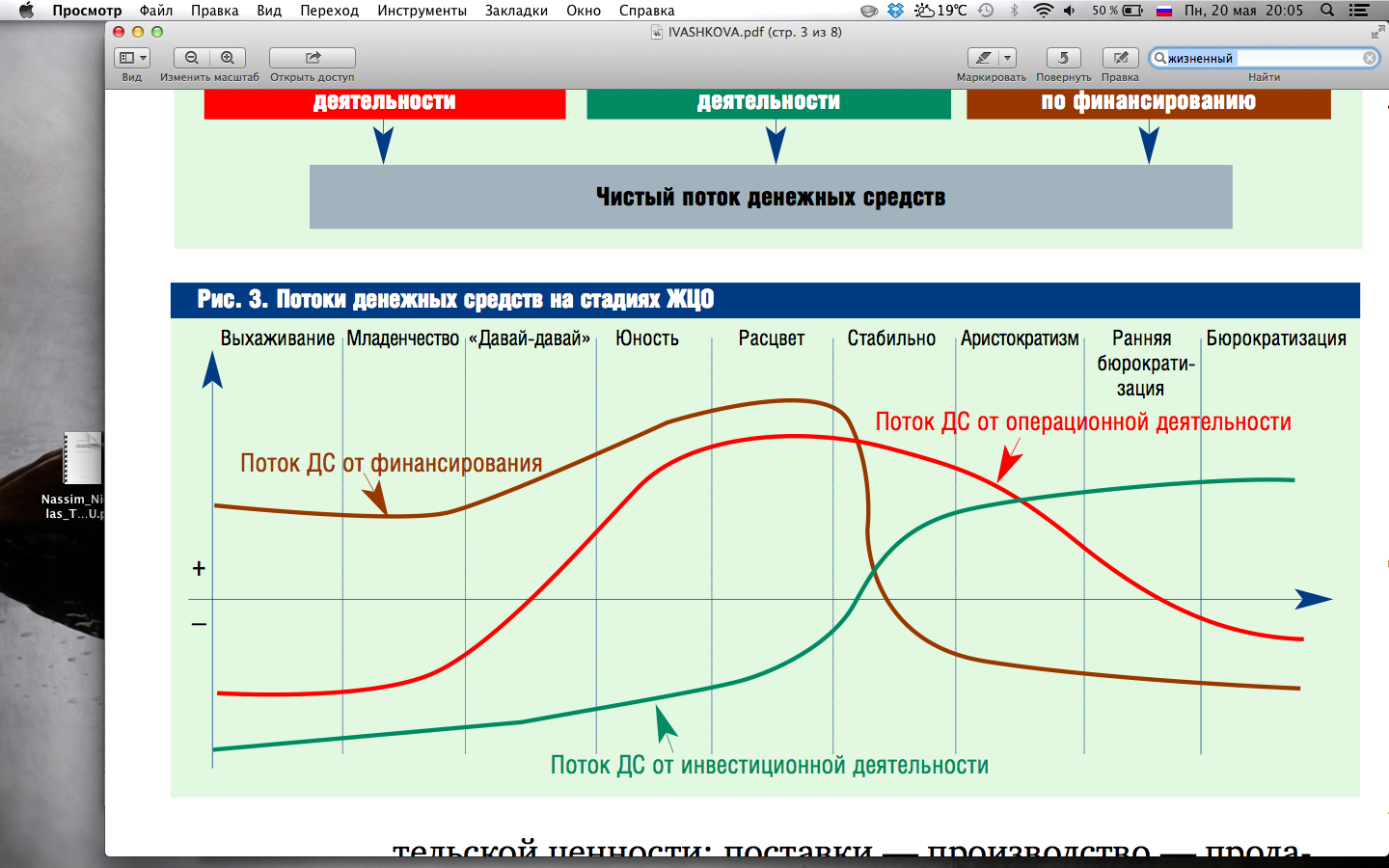


Рис. 10. Жизненный цикл организации [3]

В соответствии с теорией жизненного цикла организации И. В. Ивашковской, представленной на рис. 10, можно заметить, что наблюдаемая в компании МТС ситуация схожа со стадией «Расцвет» или «Стабильность». На данной стадии компания получает стабильно положительный поток от операционной деятельности, имеет возрастающий инвестиционный денежный поток и поток финансовой деятельности меняет свой знак. Однако учитывая инвестиции в разработку новой технологии можно сделать предположение о том, что компания находится на стадии расцвета/стабильности, однако за ней не последует стадия старения (спада).

Рис. 11. Денежные потоки компании «Мегафон», млн. долл. (Прил. 3)

 Как видно из рис. 11, денежный поток от операционной деятельности положителен, денежный поток от инвестиционной деятельности отрицателен. Денежный поток от финансовой деятельности отрицателен. Ситуация в компании «Мегафон» очень схожа с ситуацией компании «МТС». Обе компании находятся на стадии зрелости, однако с помощью инвестиций в новые технологии они переходят на стадию развития («давай-давай»/юность).

Рис. 12. Денежные потоки компании «Ростелеком», млрд. руб. (Прил. 4)

Как видно из рис. 12, денежный поток от операционной деятельности положителен, денежный поток от инвестиционной деятельности отрицателен. Денежный поток от финансовой деятельности отрицателен. В отличие от предыдущих рассмотренных компаний, «Ростелеком» довольно долгое время находился на стадии зрелости, но в последние несколько лет начал предпринимать те же действия, что и «МТС» и «Мегафон», пытаясь избежать стадии старения и снова перейти к стадии развития.

Таким образом, на анализе стадий жизненного цикла ключевых игроков телекоммуникационного рынка, мы можем сделать вывод о том, что у данной отрасли имеется большой потенциал для развития. Отрасль находится на стадии зрелости, однако внедрение новых технологий позволить избежать спада.

## Краткая характеристика компании

ОАО «Ростелеком» - динамично развивающаяся крупнейшая в России телекоммуникационная группа, предоставляющая услуги во всех сегментах отраслевого рынка на всей территории страны. Компания занимает лидирующее положение на российском рынке услуг широкополосного доступа и платного телевидения: количество абонентов услуг широкополосного доступа превышает 9 млн., а платного ТВ «Ростелекома» - более 6 млн. пользователей, из которых свыше 1 миллиона смотрит уникальный федеральный продукт «Интерактивное ТВ». «Ростелеком» - крупный оператор мобильной связи, активно развивающий беспроводные сети нового поколения. В настоящее время количество абонентов мобильной связи компании составляет более 13 миллионов человек. «Ростелеком» является безусловным лидером рынка телекоммуникационных услуг для российских органов государственной власти и корпоративных пользователей всех уровней. Компания – признанный технологический лидер в инновационных решениях в области электронного правительства, облачных вычислений, здравоохранения, безопасности, жилищно-коммунальных услуг. Стабильное финансовое положение компании подтверждается кредитными рейтингами: агентства Fitch Ratings на уровне “BBB-”, а также агентства Standard&Poor’s на уровне “BB+”.

По данным отраслевой коммуникационной площадки ТАСС Телеком (48) компания «Ростелеком» заняла третью позицию в рейтинге 100 крупнейших телекоммуникационных компаний России по объему реализации в 2011 году. Основные финансовые показатели представлены в таблице 4.

Таблица 4

Основные финансовые показатели ОАО «Ростелеком»

| Показатель | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Выручка (млрд. руб.) | 65 | 66 | 66 | 277 | 301 | 321 |
| Валовая прибыль (млрд. руб.) | 4 | 7 | 5 | 84 | 99 | 99 |
| *Изменение %* |  | *+75* | *-29* | *+1580* | *+18* | *-1* |
| Чистая прибыль за год (млрд. руб.) | 3 | 12 | 3 | 30 | 43 | 35 |
| *Изменение %* |  | *+300* | *-75* | *+900* | *+43* | *-19* |

Как видно из таблицы 4, до реорганизации наблюдался стабильный рост выручки, затем произошел резкий скачок в силу присоединения нескольких МРК, затем снова наблюдается стабильный рост.

Похожая ситуация сложилась по показателям валовая прибыль и чистая прибыль, а именно произошло резкое возрастание в силу реорганизации. Однако в 2009 году данные показатели уменьшились по сравнению с 2008 годом. Это связано с мировым финансовым кризисом. Падение чистой прибыли связано с увеличением расходов по безнадежной задолженности, увеличением расходов на обслуживание долга, увеличением расходов на оплату труда и ростом амортизационных отчислений.

Рассмотрим подробнее реорганизацию собственности «Ростелекома», которая была завершена в 2011 году (рис. 13).

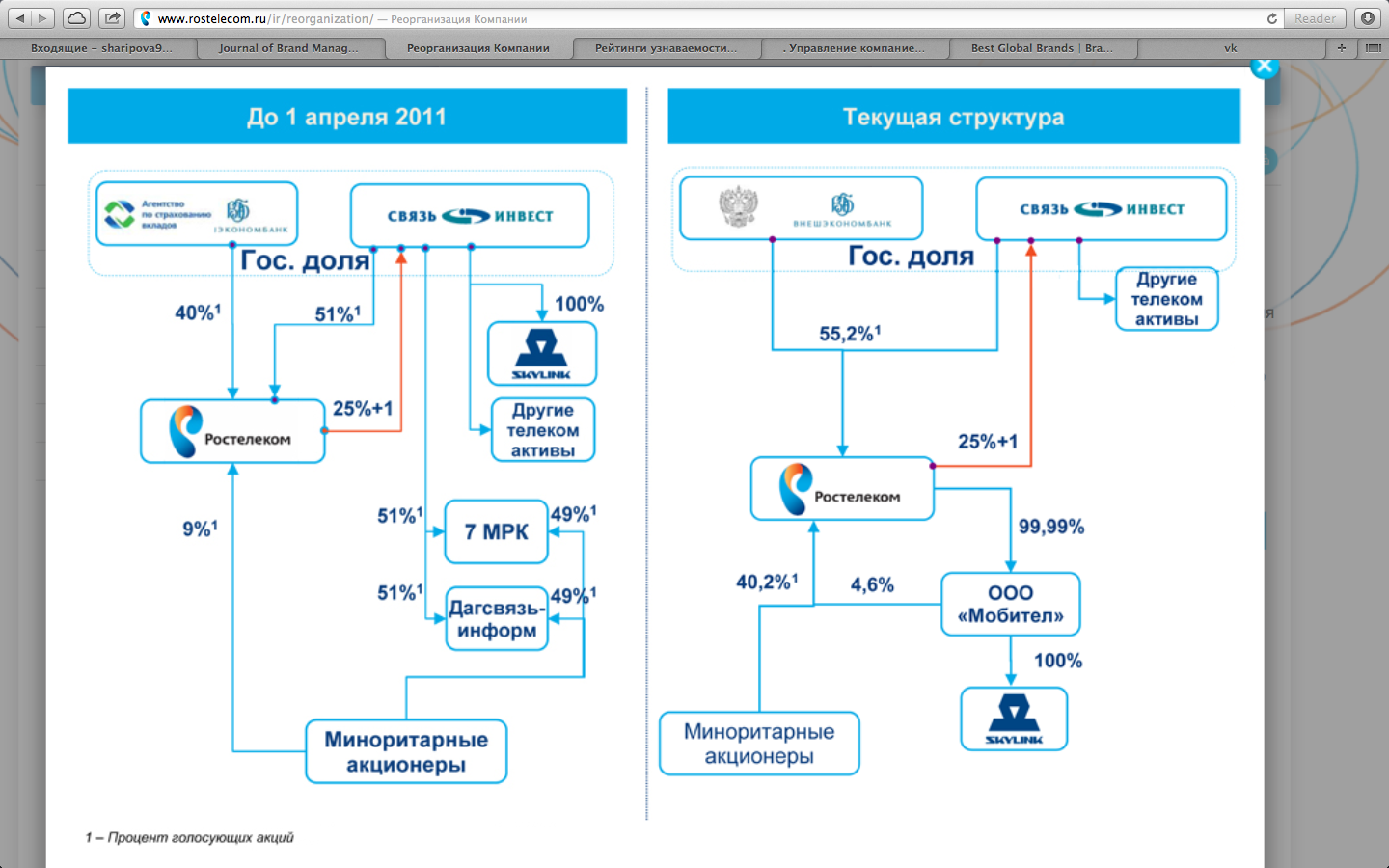


Рис. 13. Структура ОАО "Ростелеком" до и после реорганизации [46]

В ходе реорганизации к «Ростелекому» были присоединены 7 межрегиональных компаний связи:

* ОАО «ВолгаТелеком»
* ОАО «Дальсвязь»
* ОАО «Северо-Западный Телеком»
* ОАО «Сибирьтелеком»
* ОАО «Уралсвязьинформ»
* ОАО «ЦентрТелеком»
* ОАО «ЮгТелеком»
* ОАО «Дагсвязьинформ»

Также был присоединен оператор связи “Skylink”, функционирующий в Московской области. Стоит отметить, что миноритарными акционерами в большинстве своем (около 98%) являются резиденты Российской Федерации. Таким образом, доля иностранных инвестиций в компании «Ростелеком» незначительна.

После данного объединения, «Ростелеком» значительно расширил перечень и объем предоставляемых услуг, в частности стал оказывать услуги мобильной связи. На сегодняшний день выручка генерируется от следующих видов деятельности: фиксированная телефонная связь, мобильная связь, интернет, телевидение, аренда каналов связи, присоединение и пропуск трафика (рис. 14).

Рис. 14. Выручка 2012 г. в разрезе услуг (46)

Наиболее перспективным сегментом является мобильный сегмент. Ожидается, что «Ростелеком» будет развивать именно этот сектор. Данные ожидания основаны на инвестициях «Ростелекома» в беспроводные сети нового поколения.

Помимо широкого спектра услуг, ОАО «Ростелеком» имеет диверсифицированную клиентскую базу. Мы можем увидеть это на рис. 15. Вся клиентская база состоит из четырех секторов: юридические лица и корпоративные клиенты, физические лица, операторы и провайдеры и государство.

Рис. 15. Выручка 2012 г. в разрезе клиентов (46)

Как было сказано ранее, «Ростелеком» является главным партнером российских органов власти, что подтверждается наличием значительной доли в выручке от данного сегмента клиентской базы. Примерно такая же доля выручки поступает от корпоративных клиентов. Также «Ростелеком» оказывает услуги другим операторам и доля выручки от данного сегмента потребителей составляет около 11%. Превалирующая доля выручки поступает от конечных потребителей, то есть от физических лиц.

На основе анализа отрасли с помощью теории жизненного цикла мы пришли к выводу, что отрасль находится на стадии стабильности, однако новые технологии создают потенциал для перехода на стадию развития. «Ростелеком» является одним из четырех крупнейших операторов, следует политике территориального расширения клиентской базы, а также входит в новые сегменты деятельности, такие как мобильная связь. «Ростелеком» имеет возможность инвестировать в новые технологии благодаря стабильному финансовому положению. Наиболее значимым активом, способствующим успешному запуску новых услуг является сильный известный бренд.

# Глава 3 Оценка стоимости бренда ОАО «Ростелеком»

## Обоснование выбора модели оценки

На основе анализа всех преимуществ и недостатков доступных методик оценки стоимости бренда была выбрана модель Hirose. Важнейшим преимуществом данной модели является объективность оценки. Для оценки стоимости бренда в рамках данной модели используются только публикуемые в отчетности финансовые показатели. Эта модель избегает использования субъективных экспертных оценок. Исходная модель требует некоторых модификаций, которые помогут достичь наиболее точной оценки стоимости бренда «Ростелеком». Необходимость модификаций вызвана наличием особенностей отрасли и особенностей компании.

В соответствии с моделью, для оценки стоимости бренда необходимо оценить три драйвера и ставку капитализации. Для расчета драйвера расширения необходима оценка двух компонент: по направлению деятельности и по охвату территории. Однако отчетность компании не всегда содержит в себе детализацию информации о выручке, полученной с различных территорий. В отчетности 2009 года (содержащей в себе данные по 2008 и 2007 году) деление происходило по страновому принципу. В отчетности за 2012 (2011 и 2010) год деление происходило по региональному принципу. Таким образом данные оказались несопоставимы. В силу этого, драйвер расширения по охвату территории не был включен в оценку стоимости бренда.

Выбор не ключевого сегмента деятельности, который в будущем станет одним из ключевых был основан на анализе стратегии ОАО «Ростелеком». «Стратегическая задача ОАО «Ростелеком» - расширение бизнеса на мобильном рынке с фокусом на услуги беспроводного широкополосного доступа» [44]. Именно поэтому выручка от услуг мобильной связи была выбрана для расчета драйвера расширения. Данные представлены в таблице 5.

Таблица 5

Выручка от не ключевого сегмента деятельности3

|  |  |
| --- | --- |
| Год | Выручка от не ключевого сегмента деятельности (млн. руб.) |
| 2012 | 41 161 |
| 2011 | 40 660 |
| 2010 | 33 872 |
| 2009 | 28 300 |
| 2008 | 29 000 |

3 Составлено по источнику: годовая консолидированная отчетность ОАО «Ростелеком»

В силу того, что драйвер расширения включает в себя только один фактор - расширение в сторону предоставления услуг, формула его расчета модифицируется к следующему виду.

(6)

Также для оценки стоимости бренда компании «Ростелеком» по модели Hirose необходимо выбрать компанию бенчмарк. Для выбора были использованы следующие критерии:

* ОКВЭД 64.20 Деятельность в области электросвязи
* Отсутствие известного бренда
* Публичная компания
* Наличие отчетности за 2012 год

Наиболее подходящей под вышеуказанные критерии оказалось ОАО «Старт Телеком» (47). Выбранная компания занимается аналогичным видом деятельности и предоставляет аналогичные услуги, что и ОАО «Ростелеком». Кроме того, она находится на российском рынке, что ставит данные компании в равные условия.

Второй моделью, которая будет использована для оценки стоимости бренда «Ростелеком» является *модифицированная модель Hirose*. В первоначальную модель было внесено три изменения.

Первое изменение модели Hirose заключалось в вычислении стоимости бренда не относительно компании бенчмарка, а относительно отрасли. Для этого формула расчета драйвера престижа была модифицирована к следующему виду:

, (7)

где: - среднеотраслевая рентабельность активов

As – балансовая стоимость активов компании

EAT – чистая прибыль компании

Путем нормирования чистой прибыли относительно отраслевых показателей рентабельности, получается нормированная относительно специфики деятельности чистая прибыль. Эта модификация позволяет учесть не только экономию на издержках, но и специфику деятельности и размер компании.

Второе изменение коснулось ставки капитализации. Н. Ю. Жукова и Г. М. Матасов предложили заменить безрисковую ставку на средневзвешенные затраты на капитал (1, 2008, c. 213) в реальном выражении (WACC). Данная модификация направлена на то, чтобы учесть стоимость капитала. Рассмотрим подробнее концепцию средневзвешенных затрат на капитал.

, (8)

где: D – балансовая величина заемного капитала;

t – эффективная ставка налогообложения, рассчитанная как отношение величины налогов к прибыли до налогообложения;

Е – величина собственного капитала;

kd – стоимость заемного капитала;

ke – стоимость собственного капитала

Стоимость собственного капитала определяется по модели CAPM (21, p. 218), скорректированной на страновой риск (21, p. 224).

, (9)

где: market premium – рыночная премия за риск;

country risk premium – страновая премия за риск;

– коэффициент взаимосвязи доходности акций компании и доходности рынка в целом, скорректированный на финансовый рычаг компании;

Коэффициент рассчитывается по модели Хамады (21, p. 265).

, (10)

Стоимость заемного капитала определяется по методу кумулятивного построения (21, p. 289).

, (11)

где: company spread – премия за риск компании, определяющаяся на основе коэффициента покрытия процентных платежей (Прил. 1);

country risk premium – страновая премия за риск;

Для того, чтобы перейти от номинальной ставки к реальной, необходимо использовать формулу, связывающую эти ставки через инфляцию.

, (12)

где: r – реальная ставка процента

R – номинальная ставка процента

Третьим изменением, внесенным в модель Hirose стало включение в нее темпа роста компании. Данная модификация была сделана в силу того, что ОАО «Ростелеком» является растущей компанией, как и вся телекоммуникационная отрасль.

Функция расчета стоимости бренда по модифицированной модели Hirose выглядит следующим образом:

, (13)

где: g – реальный темп роста компании в бесконечном периоде, он соответствует темпу роста экономики, в рамках которой функционирует компания (52, p. 39).

Третьей моделью, используемой для оценки стоимости бренда в данной работе стала *двухфазная модифицированная модель Hirose*.

Основной предпосылкой двухфазной модели оценки стоимости является наличие двух фаз роста (Рис. 16).

Годы

Темп роста

n

g initial

g stable

Рис. 16. Темпы роста в двухфазной модели (21)

В течение первой фазы длительностью n лет компания растет с темпом g initial. Затем, на второй фазе с бесконечной длительностью, темп ее роста стабилизируется на уровне g stable, который в свою очередь совпадает с темпом роста экономики страны в целом(52, p. 39). На второй фазе развития компании изменяется не только темп ее роста, но и средневзвешенная доходность капитала. Изменение реальной WACC происходит вследствие увеличения безрисковой ставки. Мы вводим предпосылку о высоких темпах роста в течение будущих пяти лет в силу того, что отрасль находится на стадии развития. Формула расчета стоимости бренда на основе двухфазной модели выглядит следующим образом.

, (14)

С помощью рассмотренных моделей будет произведена оценка стоимости бренда «Ростелеком».

## Оценка стоимости бренда «Ростелеком»

После описания выбранных моделей мы переходим к непосредственной оценке стоимости бренда. Кроме использования вышеописанных моделей в чистом виде будут разработаны смешанные модели оценки бренда. Первоначально для расчета будут применены все три модели относительно отраслевых показателей. Затем расчет будет произведен по трем моделям относительно компании бенчмарк. Оценка будет произведена на конец 2010, 2011 и 2012 года с использованием соответствующих данных.

Одна из частей международного стандарта ISO 10668 (25, 2010) гласит о том, что результаты оценки стоимости бренда различными методами и моделями не должны сильно различаться. Поэтому для проверки адекватности полученных результатов будет произведено их сравнение с опубликованными результатами компании «Brand Finance». На основании данного сравнения будет сделан вывод, какие модели дали наиболее точные результаты.

*Оценка стоимости бренда на основании сравнения с отраслью.* Рассчитаем стоимость бренда с помощью первой из вышеизложенных моделей. Ниже приведена таблица расчета драйвера престижа (таблица 6).

Таблица 6

Расчет драйвера престижа в модели Hirose в сравнении с отраслью

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Год | S/C | S\*/C\* | (S/C-S\*/C\*)\*A/OE |
| 2008 | 111,46% | 160,20% | -1,11% |
| 2009 | 108,05% | 165,05% | -0,86% |
| 2010 | 143,25% | 168,94% | -0,36% |
| 2011 | 149,24% | 168,63% | -0,41% |
| 2012 | 143,60% | 163,23% | -0,46% |
| Среднее значение | | | -0,64% |
| C0 | | | 223 707 млн. руб. |
| PD 2012 | | | -1 437 млн. руб. |

В результате расчета драйвер престижа получился отрицательным. Аналогичная ситуация наблюдается для 2011 года (PD2011= - 1 745 млн. руб.) и для 2010 года (PD2010= - 1 846 млн. руб.). Данная ситуация складывается из-за того, что ОАО «Ростелеком» каждый год имеет показатель S/C ниже чем среднеотраслевой. Проверим, какое значение примет драйвер престижа в случае модифицированной модели Hirose. Поможет ли введенная модификация избавиться от отрицательной величины драйвера престижа.

Таблица 7

Расчет драйвера престижа в модифицированной модели Hirose в сравнении с отраслью

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | S/C |  |  |  |  |
| 2008 | 111,46% | 18,21% | 75 074 | -13,65% | -0,31% |
| 2009 | 108,05% | 12,30% | 76 724 | -186,89% | -2,82% |
| 2010 | 143,25% | 13,19% | 262 987 | -20,04% | -0,28% |
| 2011 | 149,24% | 10,83% | 489 421 | -36,70% | -0,78% |
| 2012 | 143,60% | 10,69% | 554 822 | -98,17% | -2,32% |
| Среднее значение | | | | | -1,30% |
| C0 | | | | | 208 487 млн. руб. |
| PD | | | | | -2 734 млн. руб. |

В результате расчета драйвера престижа по модифицированной модели Hirose получилось отрицательное значение. Аналогичная ситуация возникла в 2011 (PD2011= - 5 071 млн. руб.) и в 2010 году (PD2010= -7 296 млн. руб.).

Необходимо проверить, допустимо ли вообще в телекоммуникационной отрасли проведение оценки стоимости бренда относительно среднеотраслевых показателей. На отраслевой коммуникационной площадке ТАСС Телеком был опубликован анализ отрасли за 2011 год (48, 2012). В соответствии с данным отчетом, телекоммуникационный рынок относится к рынкам с высокой степенью концентрации: на пять лидирующих компаний приходится 80% выручки всех участников рейтинга, на десять компаний – 90%. Другими словами пять лидирующих компаний с известным брендом (МТС, Билайн, Мегафон, Ростелеком, Почта России) делят между собой 80% рынка. Из данного факта можно сделать вывод, что сравнение со среднеотраслевыми показателями с целью оценки стоимости бренда «Ростелеком» не является корректным.

Также необходимо заметить, что если продолжать рассчитывать стоимость бренда, применяя двухфазную модель, результат также получится отрицательным вследствие того, что драйвер престижа меньше нуля.

Для того, чтобы получить наиболее точную оценку стоимости бренда «Ростелеком» мы будем пользоваться данными компании бенчмарк.

*Оценка стоимости бренда на основании сравнения с компанией бенчмарк.* Как было указано ранее, в качестве компании бенчмарк была выбрана компания «Старт Телеком». Организационно-правовая форма данной компании – открытое акционерное общество, поэтому отчетность компании представлена в свободном доступе.

Рассчитаем стоимость бренда «Ростелеком» с помощью *модели Hirose*. Ниже приведена таблица расчета драйвера престижа.

Таблица 8

Расчет драйвера престижа в модели Hirose в сравнении с компанией бенчмарк

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Год | S/C | S\*/C\* | (S/C-S\*/C\*)\*A/OE |
| 2008 | 111,46% | 150,56% | -0,89% |
| 2009 | 108,05% | 144,38% | -0,55% |
| 2010 | 143,25% | 130,59% | 0,18% |
| 2011 | 149,24% | 113,45% | 0,77% |
| 2012 | 143,60% | 95,70% | 1,13% |
| Среднее значение | | | 0,13% |
| C0 | | | 223 707 млн. руб. |
| PD 2012 | | | 282 млн. руб. |

Рассчитаем аналогичным образом значение драйвера престижа в 2011 и 2010 году. В результате получим следующие значения:

PD2011= - 745 млн. руб.

PD2010= - 1 522 млн. руб.

В 2010 и 2011 году драйвер престижа принял отрицательные значения. Рассчитаем стоимость бренда «Ростелеком» в 2012 году. Затем используем модифицированную модель Hirose и двухфазную модифицированную модель Hirose для расчета стоимости бренда в 2012, 2011 и 2010 годах и проверим, помогли ли введенные модификации адаптировать модель к ОАО «Ростелеком».

Для дальнейшей оценки стоимости бренда по модели Hirose необходимо рассчитать значение драйвера лояльности и драйвера расширения. Расчеты представлены в таблице 9.

Таблица 9

Расчет драйвера лояльности и драйвера расширения в модели Hirose

|  |  |
| --- | --- |
| Издержки реализации (средние за 5 лет) | 147 968 |
| Стандартное отклонение издержек реализации (за 5 лет) | 80 865 |
| LD | 0,45 |
| Темп роста выручки от услуг мобильной связи в 2012 году | 101,23% |
| Темп роста выручки от услуг мобильной связи в 2011 году | 120,04% |
| ED | 110% |

Последним фактором, необходимым для расчета стоимости бренда является безрисковая ставка доходности. В качестве данной ставки была принята историческая доходность 30-летних казначейских облигаций США, рассчитанная как среднегеометрическая ежемесячной доходности в период с 1977 года по конец 2012. Значение данной безрисковой ставки доходности составило 7,51%. Необходимо рассчитать безрисковую ставку в рублях, используя формулу перевода (22, 2008, p. 21).

, (15)

где: – номинальная ставка доходности в соответствующей валюте

- инфляция соответствующей валюты

Данные о ставках инфляции в 2010, 2011 и 2012 году в США были взяты со статистического ресурса США (56). В результате расчета ставка составила 17,70%. Эта ставка является номинальной. Для того, чтобы корректно применить ставку капитализации в формуле, нам необходимо вычислить реальную ставку. Данное вычисление будет произведено с помощью формулы связи реальной и номинальной ставок через инфляцию.

, (16)

где: R – номинальная ставка

r – реальная ставка

– уровень инфляции

Таким образом, мы имеем все необходимые данные для оценки стоимости бренда.

(17)

Полученный результат будет внесен в сравнительную таблицу, которая будет составлена по итогам оценки стоимости бренда по всем моделям.

Проведем оценку стоимости бренда «Ростелеком» по *модифицированной модели Hirose*. Для начала рассчитаем драйвер престижа (таб. 10).

Таблица 10

Расчет драйвера престижа по модифицированной модели Hirose

| Год | S/C | ROA benchmark |  |  | |  | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2006 | 103,87% | 2,59% | 66 908 | -19,67% | | -0,24% | |
| 2007 | 106,67% | -1,54% | 70 971 | 148,27% | | 3,38% | |
| 2008 | 111,46% | 12,61% | 75 074 | 24,84% | | 0,57% | |
| 2009 | 108,05% | 5,83% | 76 724 | -31,82% | | -0,48% | |
| 2010 | 143,25% | 3,71% | 262 987 | 97,34% | | 1,37% | |
| 2011 | 149,24% | -13,61% | 489 421 | 382,92% | | 8,19% | |
| 2012 | 143,60% | -23,33% | 554 822 | 671,05% | | 15,83% | |
| Среднее значение2006-2010 | | | 0,92% | C2010 | 179 198 | PD2010 | 1 634 |
| Среднее значение2007-2011 | | | 2,60% | C2011 | 185 850 | PD2011 | 4 958 |
| Среднее значение2008-2012 | | | 5,09% | C2012 | 208 487 | PD2012 | 10 689 |

Наблюдается положительная тенденция значения драйвера престижа. Это означает, что преимущество, которое получает ОАО «Ростелеком» от своего бренда растет с каждым годом. Стоит заметить, что базовый показатель модели S/C значительно вырос после поглощения межрегиональных компаний связи. Таким образом, все ценовые преимущества перешли от данных компаний к ОАО «Ростелеком». Далее оценим драйвер лояльности. Драйвер лояльности для 2012 года уже рассчитан в ходе оценки по модели Hirose. Его значение составляет 0,45.

Таблица 11

Расчет драйвера лояльности по модифицированной модели Hirose

|  |  |
| --- | --- |
| Издержки реализации (средние c 2007 по 2011) | 115 339 |
| Стандартное отклонение издержек реализации (с 2007 по 2011) | 75 394 |
| LD2011 | 0,35 |
| Издержки реализации (средние c 2006 по 2010) | 86 788 |
| Стандартное отклонение издержек реализации (с 2006 по 2010) | 59 775 |
| LD2010 | 0,31 |

Как можно заметить, значение драйвера лояльности возрастает с 2010 к 2012 году. Это означает, что волатильность издержек снижается и соответственно растет их стабильность. Далее необходимо рассчитать драйвер расширения. Как уже было указано ранее, он будет рассчитан на основе темпа роста выручки от не ключевого сегмента деятельности.

Таблица 12

Расчет драйвера расширения по модифицированной модели Hirose

|  |  |
| --- | --- |
| Темп роста выручки от услуг мобильной связи в 2012 году | 101,20% |
| Темп роста выручки от услуг мобильной связи в 2011 году | 120,00% |
| Темп роста выручки от услуг мобильной связи в 2010 году | 119,70% |
| Темп роста выручки от услуг мобильной связи в 2009 году | 97,6% |
| ED2012 | 110% |
| ED2011 | 120% |
| ED2010 | 108% |

Для того, чтобы применить модифицированную модель Hirose необходимо определить, с каким темпом роста будет расти компания а также определить средневзвешенную стоимость капитала в бесконечном периоде.

Таблица 13

Расчет средневзвешенной стоимости капитала в постпрогнозном периоде

| Название показателя | Год | | |
| --- | --- | --- | --- |
| 2010 | 2011 | 2012 |
| Risk free rate (21, p. 213) | 7,83% | 7,70% | 7,51% |
| ICR | 3,94 | 3,70 | 3,20 |
| Default spread | 1,65% | 1,65% | 1,65% |
| Country risk (21, p. 265) | 2,25% | 2,25% | 2,25% |
| kd | 11,73% | 11,60% | 11,41% |
| (52) | 1 | 1 | 1 |
| D/E | 0,67 | 0,63 | 0,84 |
| t эффективная | 24,89% | 20,20% | 24,95% |
|  | 1,50 | 1,51 | 1,63 |
| Market premium | 3,27% | 3,40% | 3,59% |
| ke | 14,99% | 15,07% | 15,61% |
| WACC ($) | 12,52% | 12,81% | 12,40% |
|  | 1,50% | 3,40% | 1,80% |
|  | 8,10% | 8,70% | 7,30% |
| WACC2nd stage (руб.) | 19,83% | 18,60% | 18,47% |
| Real WACC2nd stage (руб.) | 16,80% | 15,59% | 15,47% |

Темп роста в бесконечном периоде в данной модели соответствует темпу роста экономики страны, в которой функционирует компания. Для определения данного темпа были проанализированы аналитические материалы инвестиционной компании «Финам» (43). Данный темп будет использоваться для оценки стоимости бренда на конец 2010, 2011 и 2012 года.

В результате оценки стоимости бренда по модифицированной модели Hirose была получена стоимость бренда «Ростелеком», которая представлена в таблице 14.

Таблица 14

Результаты оценки стоимости бренда «Ростелеком» с помощью модифицированной модели Hirose

|  |  |
| --- | --- |
| Год | Стоимость бренда «Ростелеком» |
| 2010 | 4 130 млн. руб. |
| 2011 | 16 433 млн. руб. |
| 2012 | 43 861 млн. руб. |

Из таблицы результатов видно, что каждая следующая модификация приводит к увеличению оценки стоимости бренда. Как было сказано ранее, для проверки адекватности полученных результатов мы будем сравнивать их с результатами, опубликованными оценочной компанией Brand Finance.

Оценка стоимости бренда с помощью *двухфазной модели Hirose*.

Для применения двухфазной модифицированной модели Hirose необходимо определить темпы роста на первой и второй фазе прогнозного периода, также необходимо рассчитать средневзвешенную стоимость капитала с учетом изменения безрисковой ставки.

Темпы роста на первой фазе в двухфазной модели был рассчитан на основе реального темпа роста выручки ОАО «Ростелеком» за последние 6 лет. Данные темпы роста для 2010, 2011 и 2012 года составили 7,83%, 7,66% и 7,27% соответственно. Вычисленные темпы роста будут использованы для расчета стоимости бренда на первой фазе длительностью 5 лет. Период первой фазы был принят длительностью в 5 лет. Как уже было сказано ранее, это обусловлено особенностями отрасли и компании. В 2018 году темп роста отрасли приблизится к темпу роста экономики, который был принят нами на уровне 3% ежегодно.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала для первой фазы приведен в таблице 15.

Таблица 15

Расчет средневзвешенной стоимости капитала для первой фазы двухфазной модели

| Название показателя | Год | | |
| --- | --- | --- | --- |
| 2010 | 2011 | 2012 |
| Risk free rate (21, p. 213) | 3,37% | 3,19% | 2,92% |
| ICR | 3,94 | 3,70 | 3,20 |
| Default spread | 1,65% | 1,65% | 1,65% |
| Country risk (21, p. 265) | 2,25% | 2,25% | 2,25% |
| kd | 7,27% | 7,09% | 6,82% |
|  | 0,78 | 0,76 | 0,70 |
| D/E | 0,67 | 0,63 | 0,84 |
| t эффективная | 24,89% | 20,20% | 24,95% |
|  | 1,17 | 1,14 | 1,15 |
| Market premium | 5,34% | 5,52% | 5,79% |
| ke | 11,87% | 11,76% | 11,81% |
| WACC ($) | 9,31% | 9,39% | 8,76% |
|  | 1,50% | 3,40% | 1,80% |
|  | 8,10% | 8,70% | 7,30% |
| WACC1st stage (руб.) | 19,83% | 18,60% | 18,47% |
| Real WACC1st stage (руб.) | 16,80% | 15,59% | 15,47% |

Средневзвешенная стоимость капитала на бесконечный период, которая будет использоваться на второй фазе двухфазной модели остается на том же уровне, что был рассчитан ранее. А именно в 2010 году WACC 2snd stage составит 16,80%, в 2011 15,59% а в 2012 15,47%.

С учетом данных изменений темпа роста и средневзвешенной стоимости капитала, рассчитаем стоимость бренда (Таб. 16).

Таблица 16

Расчет стоимости бренда

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компонента формулы расчета | Прогнозный период | | | | |
| 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
| (млн. руб.) | 5 679 | 6 104 | 6 528 | 7 006 | 7 537 |
| Дисконтирующий множитель | 0,94 | 0,88 | 0,82 | 0,77 | 0,72 |
| Приведенная стоимость в прогнозном периоде (млн. руб.) | 26 865 | | | | |
| Темп роста в постпрогнозном периоде | 3% | | | | |
| Стоимость капитала в постпрогнозном периоде | 15,47% | | | | |
| Терминальная стоимость бренда (млн. руб.) | 44 751 | | | | |
| Сумма (млн. руб.) | 71 616 | | | | |

Проведя аналогичные расчеты для 2011 и 2010 года получим приведенную стоимость прогнозного периода в сумме 10 589 и 2 844 млн. руб. соответственно. Далее необходимо добавить к рассчитанным суммам терминальную стоимость, приведенную к текущему периоду. Приведенная терминальная стоимость для 2011 и 2010 года составила 17 936 и 4 325 млн. руб. соответственно. Стоимость бренда «Ростелеком», рассчитанная на основе двухфазной модели представлена в таблице 17.

Таблица 17

Результаты оценки стоимости бренда «Ростелеком» на основе двухфазной модифицированной модели Hirose

| Год | Стоимость бренда «Ростелеком» |
| --- | --- |
| 2010 | 7 169 млн. руб. |
| 2011 | 28 525 млн. руб. |
| 2012 | 71 616 млн. руб. |

В ходе работы оценка стоимости бренда «Ростелеком» ОАО «Ростелеком» была осуществлена с помощью трех моделей. Первоначально оценка была проведена относительно отрасли, затем относительно компании бенчмарк. В некоторых случаях мы получали отрицательный результат. Все результаты представлены в таблице 18.

Для проверки адекватности полученных результатов были выбраны 2 компании, публикующих ежегодные рейтинги самых дорогих брендов. Однако в силу того, что Interbrand включает в свой рейтинг только международные бренды (50), осталась только одна компания (Brand Finance), результаты оценки которой были выбраны для сравнения.

Таблица 18

Результаты оценки стоимости бренда и сравнение их с результатами Brand Finance

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | Сравнение с отраслью | | Сравнение с компанией бенчмарк | | | Brand Finance |
| Модель Hirose | Модифицированная модель Hirose | Модель Hirose | Модифицированная модель Hirose | Двухфазная модифицированная модель Hirose |
| 2010 | <0 | <0 | <0 | 4 130 | 7 169 | 10 636 |
| 2011 | <0 | <0 | <0 | 16 433 | 28 525 | 67 612 |
| 2012 | <0 | <0 | 1 060 | 43 861 | 71 616 | 69 675 |

Как видно из таблицы, некоторые модели оценки дали отрицательный результат. Причиной тому стало, в частности, некорректное применение моделей на основе оценки относительно отрасли. Как было сказано ранее, отрасль является очень высоко концентрированной и нельзя основываться на предположении, что среднеотраслевые показатели отражают результаты деятельности компаний, не имеющих бренда.

Также, отрицательный результат был получен в результате оценки по модели Hirose на основании сравнения с компанией бенчмарк. Таким образом, можно предположить, что данная модель без введения модификаций не является приемлемой для оценки телекоммуникационных компаний. Модель с модифицированным драйвером престижа, учитывающим разницу в рентабельности дает более адекватный результат.

Для того, чтобы выявить, какая из моделей дает более точный результат, были рассчитаны отклонения в результатах оценки от результатов оценки Brand Finance. Данные отклонения представлены в таблице 19.

Таблица 19

Отклонения полученных результатов

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Год | Сравнение с компанией бенчмарк | | |
| Модель Hirose | Модифицированная модель Hirose | Двухфазная модифицированная модель Hirose |
| 2010 | - | -61,17% | -32,60% |
| 2011 | - | -75,70% | -57,81% |
| 2012 | -98,48% | -37,05% | 2,79% |
| Средняя абсолютная ошибка | | 57,97% | 31,01% |

Из таблицы видно, что модифицированная модель Hirose стабильно дает более низкий результат чем двухфазная модель. Этот вывод является очевидным, так как в двухфазной модели используются более высоки темпы роста. Однако стабильная недооценка получается также относительно результатов оценки Brand Finance. Как было сказано ранее, чем меньше различие в результатах оценки бренда с помощью различных методов и моделей, тем более точный результат был получен. Среднее абсолютное отклонение результатов модифицированной модели Hirose составляет почти 58%. Двухфазная модифицированная модель Hirose дает более точный результат. Средняя абсолютная ошибка меньше и составляет 31%.

Еще одним критерием проверки адекватности результатов является вычисление мультипликатора Market Capitalization/Brand Value. Необходимо проверить, соответствует ли мультипликатор отраслевому мультипликатору. Для расчета отраслевого мультипликатора были взяты данные компании Brand Finance. Были рассчитаны мультипликаторы для российских телекоммуникационных компаний, их диапазон составляет от 3,5 до 8.

Необходимо рассчитать данный мультипликатор для бренда «Ростелеком». Капитализация на конец 2012 года составляет 354,37 млрд. руб. Значение мультипликатора 4,95. Оно попадает в диапазон отраслевых мультипликаторов. Таким образом, мы можем предположить, что мультипликатор стоимости бренда «Ростелеком» адекватен и стоимость рассчитана верно.

## Анализ чувствительности

Для того, чтобы проверить устойчивость полученного результата оценки стоимости бренда к изменению входящих параметров необходимо провести анализ чувствительности. В качестве изменяющихся параметров были выбраны средневзвешенная стоимость капитала и реальный темп роста на первой фазе и в бесконечном периоде.

Для начала проанализируем чувствительность к изменению выбранных параметров на первой фазе. Шагом изменения параметров была принята величина в 0,5%. Результаты данного анализа представлены в таблице 20.

Таблица 20

Анализ чувствительности на изменение темпа роста и WACC на первой фазе

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Темп роста на первой фазе | | | | | | | |
| WACC на первой фазе |  | 5,77% | 6,27% | 6,77% | 7,27% | 7,77% | 8,27% | 8,77% |
| 5,34% | 71 633 | 73 085 | 74 563 | 76 067 | 77 596 | 79 151 | 80 733 |
| 5,84% | 70 206 | 71 627 | 73073 | 74 543 | 76 039 | 77 560 | 79 108 |
| 6,34% | 68 817 | 70 207 | 71 621 | 73 060 | 74 523 | 76 012 | 77 525 |
| 6,84% | 67 464 | 68 824 | 70 208 | **71 616** | 73 047 | 74 503 | 75 984 |
| 7,34% | 66 146 | 67 477 | 68 831 | 70 209 | 71 610 | 73 035 | 74 484 |
| 7,84% | 64 863 | 66 165 | 67 491 | 68 839 | 70 210 | 71 604 | 73 022 |
| 8,34% | 63 612 | 64 887 | 66 184 | 67 504 | 68 846 | 70 211 | 71 599 |

Как мы видим в результате изменения исходных параметров стоимость бренда попадает в рамки диапазона от 63,6 млн. руб. до 80,7 млрд. руб. Отклонение от полученной нами стоимости составляет не более 10 млрд. руб. Для того, чтобы проанализировать отклонение от первоначальной стоимости в результате изменения параметров, приведем таблицу относительных изменений (таблица 21).

Таблица 21

Отклонения стоимости бренда при изменении WACC и темпа роста на первой фазе

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Темп роста на первой фазе | | | | | | | |
| WACC на первой фазе |  | 5,77% | 6,27% | 6,77% | 7,27% | 7,77% | 8,27% | 8,77% |
| 5,34% | 0,02% | 2,05% | 4,12% | 6,22% | 8,35% | 10,52% | 12,73% |
| 5,84% | -1,97% | 0,02% | 2,03% | 4,09% | 6,18% | 8,30% | 10,46% |
| 6,34% | -3,91% | -1,97% | 0,01% | 2,02% | 4,06% | 6,14% | 8,25% |
| 6,84% | -5,80% | -3,90% | -1,97% | **0,00%** | 2,00% | 4,03% | 6,10% |
| 7,34% | -7,64% | -5,78% | -3,89% | -1,96% | -0,01% | 1,98% | 4,00% |
| 7,84% | -9,43% | -7,61% | -5,76% | -3,88% | -1,96% | -0,02% | 1,96% |
| 8,34% | -11,18% | -9,40% | -7,58% | -5,74% | -3,87% | -1,96% | -0,02% |

Можно заметить, что при изменениях параметров на первой фазе роста компании выбранная нами модель устойчива к изменениям (отклонения составляют не больше 13%). Если темпы роста компании окажутся ниже тех, что были использованы в расчете и стоимость капитала также окажется ниже, это не окажет влияния на оценку стоимости бренда. Также и наоборот, если темпы роста окажутся выше и стоимость капитала возрастет, данный изменения не повлияют на результат оценки стоимости бренда. Однако Если изменения будут разнонаправлены, то в случае увеличения темпов роста и снижения стоимости капитала стоимость бренда возрастет почти на 13%. В случае, если темпы роста будут падать, а стоимость капитала расти, стоимость бренда упадет на 12%.

Проанализируем как влияет на результат оценки изменение WACC и темпа роста в постпрогнозном периоде (таблица 22).

Таблица 22

Анализ чувствительности на изменение темпа роста и WACC в постпрогнозном периоде

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Темп роста в постпрогнозном периоде | | | | | | | |
| WACC в постпрогнозном периоде |  | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% | 4,50% |
| 18,47% | 59 261 | 60 409 | 61 629 | 62 928 | 64 313 | 65 794 | 67 381 |
| 17,47% | 61 290 | 62 578 | 63 951 | 65 420 | 66 994 | 68 684 | 70 505 |
| 16,47% | 63 589 | 65 046 | 66 606 | 68 282 | 70 088 | 72 038 | 74 151 |
| 15,47% | 66 218 | 67 880 | 69 670 | **71 616** | 73 698 | 75 976 | 78 461 |
| 14,47% | 69 252 | 71 169 | 73 246 | 75 504 | 77 968 | 80 667 | 83 637 |
| 13,47% | 72 794 | 75 032 | 77 474 | 80 149 | 83 093 | 86 348 | 89 966 |
| 12,47% | 76 980 | 79 632 | 82 550 | 85 776 | 89 362 | 93 371 | 97 883 |

Максимальная стоимость бренда при изменении параметров в постпрогнозном периоде будет составлять 97,8 млрд. руб. Минимальная стоимость бренда – 59,3 млрд. руб. Для того, чтобы проанализировать отклонение от первоначальной стоимости в результате изменения параметров, приведем таблицу относительных изменений (таблица 23).

Таблица 23

Отклонения стоимости бренда при изменении WACC и темпа роста в постпрогнозном периоде

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Темп роста в постпрогнозном периоде | | | | | | | |
| WACC в постпрогнозном периоде |  | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% | 4,00% | 4,50% |
| 18,47% | -17,25% | -15,65% | -13,95% | -12,13% | -10,20% | -8,13% | -5,91% |
| 17,47% | -14,42% | -12,62% | -10,70% | -8,65% | -6,45% | -4,09% | -1,55% |
| 16,47% | -11,21% | -9,17% | -7,00% | -4,66% | -2,13% | 0,59% | 3,54% |
| 15,47% | -7,54% | -5,22% | -2,72% | **0,00%** | 2,91% | 6,09% | 9,56% |
| 14,47% | -3,30% | -0,62% | 2,28% | 5,43% | 8,87% | 12,64% | 16,79% |
| 13,47% | 1,64% | 4,77% | 8,18% | 11,91% | 16,03% | 20,57% | 25,62% |
| 12,47% | 7,49% | 11,19% | 15,27% | 19,77% | 24,78% | 30,38% | 36,68% |

Можно заметить, что при небольших изменениях параметров выбранная нами модель устойчива к изменениям. Однако при значительных изменениях параметров, наблюдаются существенные отклонения в стоимости бренда (около 40%). Если темпы роста компании окажутся ниже тех, что были использованы в расчете и стоимость капитала также окажется ниже, это незначительно повлияет на оценку стоимости бренда. Также и наоборот, если темпы роста окажутся выше и стоимость капитала возрастет, данный изменения незначительно повлияют на результат оценки стоимости бренда. Однако если изменения будут разнонаправлены, то в случае увеличения темпов роста и снижения стоимости капитала стоимость бренда возрастет почти на 37%. В случае, если темпы роста будут падать, а стоимость капитала расти, стоимость бренда упадет на 17%.

Сравнив, как влияют параметры первой фазы и постпрогнозного периода на результат оценки, мы можем сделать вывод о том, что наиболее существенное влияние оказывают параметры постпрогнозного периода, а, следовательно, неправильный выбор данных параметров приведет к существенной ошибке оценки.

# Заключение

За последнюю четверть XX в. представление о том, как создается ценность компании для ее собственников, партнеров и других заинтересованных лиц радикально изменилось. Начала формироваться новая тенденция влияния нематериальных активов на рост стоимости компаний. Два направления фундаментального развития – экономическое и технологическое – коренным образом изменили структуру предприятий и выдвинули нематериальные активы на роль главного потенциала роста стоимости бизнеса.

В настоящее время оценка стоимости компаний уже не сводится к оценке материально-имущественного комплекса. Оценка бизнеса также включает в себя оценку стоимости нематериальных активов, наиболее значимым из которых является бренд. Это подтверждается исследованием, проведенным компаниями Interbrand и JP Morgan, в результате которого был получен вывод, что в среднем бренд составляет более трети стоимости компаний (Ян Линдеманн, Оценка бренда, Журнал «Маркетинг Дайджест», август №3/03[2004]). Например бренд Coca-Cola создает 51% капитализации компании, бренд McDonald’s создает более 70% стоимости компании.

Наиболее существенной проблемой в осуществлении оценки стоимости бренда является недостаточность информации, доступной внешним экономическим агентам. Это приводит к тому, что точность оценки существенно снижается. Для решения данной проблемы различные оценочные компании разрабатывают свои собственные методики, которые позволяют в условиях асимметрии информации получить такую оценку стоимости, которая максимально приближается к реальной стоимости. Наряду с методиками оценочных компаний существуют также международные и национальные стандарты оценки бренда. Столь большое количество методов свидетельствует об актуальности оценки стоимости бренда.

Возрастающая роль бренда обуславливает необходимость оценки его стоимости и управления брендом. Оценка стоимости бренда проводится для различных целей в финансовой и нефинансовой области. Среди финансовых целей основными являются: планирование сделок слияний и поглощений, проведение сделок купли-продажи бренда, включение бренда в налоговый и бухгалтерский учет и т. д. Среди нефинансовых целей основными являются планирование маркетингового бюджета, оценка эффективности проведенных маркетинговых кампаний и т. д.

Выделяют три основных подхода к оценке стоимости бренда: доходный, затратный и сравнительный. Федеральный стандарт оценки 1 дает пояснение, в каком случае можно применять каждый подход. Доходный подход применяется, когда можно достоверно спрогнозировать будущие доходы. Сравнительный подход применяется, когда существуют объекты-аналоги и информация об их ценах. Затратный подход применяется, когда существует возможность заменить объект оценки аналогичным. Наиболее подходящим для оценки стоимости бренда является доходный подход. Это обусловлено отсутствием точных заменителей и недостаточно развитым рынком брендов в Российской Федерации.

В качестве основной модели оценки стоимости бренда ОАО «Ростелеком» была выбрана модель, разработанная Правительством Японии совместно с Министерством экономики и торговли Японии в 2002 году. Данная модель получила название модель Hirose. В соответствии с ней, стоимость бренда рассчитывается на основе трех драйверов (престижа, расширения, лояльности) и ставки капитализации. Однако данная модель не учитывает темпы роста компании и стоимость капитала. В результате использования данной модели стоимость бренда «Ростелеком» оказалась недооценена. Для устранения недостатков модели Hirose в работе также была использована модифицированная модель Hirose. В результате использования данной модели мы также получили недооценку стоимости бренда. Это связано с тем, что в краткосрочной перспективе, компания будет иметь темпы роста значительно превышающие темпы роста в бесконечном периоде. Для того, чтобы учесть особенности компании была использована двухфазная модифицированная модель Hirose. Данная модель дала наиболее точный результат. Критерием точности было выбрано отклонение результата оценки от оценки, полученной оценочной компанией. В случае двухфазной модифицированной модели Hirose данное отклонение оказалось минимальным. Кроме того, на основе данных Brand Finance был рассчитан диапазон отраслевого мультипликатора Market Capitalization/Brand Value. Аналогичный мультипликатор для бренда «Ростелеком», рассчитанный на основе оценки стоимости по двухфазной модифицированной модели Hirose оказался соответствующим отраслевому диапазону. Это также позволяет нам предположить, что результат оценки получился достоверным. Реорганизация собственности ОАО «Ростелеком», прошедшая в 2011 году привела к увеличению стоимости бренда по сравнению с 2010 годом в четыре раза. К 2012 году стоимость бренда выросла еще вдвое.

Для оценки изменения стоимости бренда в результате изменения некоторых показателей был проведен анализ чувствительности. В качестве показателей были выбраны темп роста и средневзвешенная стоимость капитала. В результате анализа чувствительности было выявлено, что в результате изменения параметров первой фазы роста компании, стоимость бренда меняется незначительно. А в случае аналогичного воздействия на параметры в бесконечном периоде стоимость бренда значительно изменяется. Отсюда был сделан вывод, что терминальная компонента стоимости бренде менее устойчива к изменению выбранных параметров, чем компонента стоимости прогнозного периода. Следовательно, для достижения более точной оценки бренда, необходимо большее внимание уделять выбору исходных данных используемых для расчета терминальной стоимости.

В целом, в качестве обобщающего вывода можно отметить, что модель Hirose, выбранная для оценки стоимости бренда является легко адаптируемой к конкретной компании. Она основана на использовании данных из финансовой отчетности компании и не содержит субъективных оценок. На основе оценки бренда «Ростелеком» мы можем сделать вывод, что двухфазная модификация модели дает наиболее близкий результат к оценке Brand Finance по сравнению с базовой моделью Hirose. Использование компоненты оценки стоимости в прогнозном периоде позволяет учесть высокие темпы роста, связанные со спецификой отрасли и компании. Однако особое внимание стоит уделять компоненте оценки терминальной стоимости, так как незначительная ошибка в исходных данных может привести к значительной недооценке или переоценке бренда.

# Список использованной литературы

|  |
| --- |
| 1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/ Пер. с англ. Н. Барышниковой – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с. |
| 1. Домнин В. Н., Брендинг: новые технологии в России, СПб: Питер, 2004 |
| 1. Ивашковская И. В. Жизненный цикл организации, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.cfin.ru/press/zhuk/2006-11/14.shtml |
| 1. Капферер Ж.-Н., Бренд навсегда: создание, развитие, поддержка ценности бренда, пер. с англ. Е. В. Виноградовой; под общ. ред. В. Н. Домнина. - Москва: Вершина, 2007 |
| 1. Келлер. К. Л. Стратегический брэнд-менеджмент: создание, оценка и управление марочным капиталом. — М.: Вильямс, 2005. |
| 1. Нильсон Т., Конкурентный брендинг, СПб: Питер, 2003 |
| 1. Пузыня Н. Ю., Финансовый аспект оценки стоимости брендов, Бренд-менеджмент 02(63)2012 с. 2 |
| 1. Черемных О. С., Стоимостной подход к управлению брендом (торговой маркой) - Журнал "Бренд-менеджмент", №3, 2001 |
| 1. Чернозуб О. Л., Новый взгляд на стоимость бренда - Журнал "Маркетинг и маркетинговые исследования", №1, Февраль, 2002 |
| 1. Чернозуб О. Л., Стоимость бренда: Реальность превосходит мифы - Журнал "Маркетинг и маркетинговые исследования", №1-2 (43-44), 2003 |
| 1. Шевчукова А. Л., Магистерская диссертация на тему "Оценка стоимости бренда", М.: 2004 |
| 1. A Dictionary of Economics. John Black, Nigar Hashimzade, and Gareth Myles. Oxford University Press, 2009, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.oxfordreference.com/views/ENTRY.html?subview=Main&entry=t19.e272 |
| 1. Aaker D. Measuring Brand Equity Across Products and Markets //California Management Review, vol. 38, 3, 1996, pp. 102-120. |
| 1. Aaker, D.A. (1991), Managing Brand Value: Capitalizing on the Value of a Brand Name, New York: The Free Press. |
| 1. Aaker, D.A. (1996), Building Strong Brands, New York: The Free Press. |
| 1. Boos M., International Transfer Pricing: The Valuation of Intangible Assets, Kluwer Law International, The Hague, 2003 |
| 1. Brand finance 250. Ежегодный доклад о наиболее ценных брендах в мире 2007 г., Бренд-менеджмент 06(37)2007 p. 3 |
| 1. Brand Valuation, Interbrand, April 2004 p. 8 |
| 1. Brand Valuation. The key to unlock the benefits from your brand assets, Interbrand, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.fym.cl/estudios/brandvaluation.pdf |
| 1. Creating and managing brand value, Interbrand Zintzmeyer & Lux |
| 1. Damodaran A. Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset/ John Wiley & Sons Inc. 2nd edition, 1372 p. |
| 1. Damodaran A., “What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block”, December 2008, p. 21 |
| 1. Haigh D., Brand Valuation: Measuring and Leveraging your Brand, Brand Finance plc, May 2000 |
| 1. Haigh D., Understanding the financial Value of Brands, A report prepared for and bublished in conjunction with the European Association of Advertising Agencies, June 1999, London, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.brandfinance.com/Uploads/pdfs/EAAA\_Underst\_FinValueofBrands.pdf |
| 1. ISO 10668 2010(E) Brand Valuation - Requirements for monetary brand valuation |
| 1. Kapferer J.-N., Strategic Brand Manadement. London: Kogan-Page, 1992 |
| 1. Keller, K.L., (1993), Conceptualizing, Measuring and Managing Customer-Based Brand Equity, Journal of Marketing, Vol. 57, p. 1-22. |
| 1. Keller, K.L., (1998), Strategic brand management: building, measuring, and managing brand equity. New Jersey: Prentice Hall. |
| 1. Leuthesser L., Defining, Measuring, and Managing Brand Equity, Marketing Science Institute conference summary no 88–104, Cambridge, Mass, 1988 |
| 1. Reilly R., Schweihs R., Valuing Intangible Assets, McGrawHill, New York, 1999 |
| 1. Salinas Gabriela, The international brand valuation manual, John Wiley & Sons Ltd, UK, 2009, p. 228 |
| 1. Simon, C.J., Sullivan, M.J., (1993), The measurement and determinants of Brand Equity: A Financial Approach, Journal of Marketing Science, Vol. 12, No. 1, p. 28-52. |
| 1. The Essential Brand Book: Over 100 Techniques to Increase Brand Value, 2nd Edition |
| 1. The Report of the Commitee on Brand Valuation, The Ministry of Economy, Trade and Industry, The Goverment of Japan, June 24, 2002 |
| 1. Wood L., Market power and its measurment, European Journal of Marketing, 1999, 33(5), p. 612 |
| 1. WTO Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights (TRIPS), p. 326, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.wto.org/english/docs\_e/legal\_e/27-trips.pdf |

**Электронные ресурсы**

|  |
| --- |
| 1. Аналитический обзор телекоммуникационного рынка России:тренды, тенденции и перспективы 2012 года, Euroresearch&Consultng, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://er-cons.ru/production/Euroresearch/Euroresearch\_15.html |
| 1. Березин И., аналитическая группа "Эксперт-МА", [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.marketologi.ru/lib/brand.html |
| 1. Билайн, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.beeline.ru/choose.wbp |
| 1. Информационно-аналитическая система Fira PRO, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.fira.ru |
| 1. Министерство экономического развития Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20130218\_09 |
| 1. МТС, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.mts.ru |
| 1. Оценка стоимости компании "Уралкалий", [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.finam.ru/files/news200711-01.pdf |
| 1. Презентация ОАО «Ростелеком», 2012, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.rostelecom.ru/ir/results\_and\_presentations/presentations/Mobile\_business121203.pdf |
| 1. [Росстат Национальные счета [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/) |
| 1. Ростелеком, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.rostelecom.ru |
| 1. Старт Телеком / Официальный сайт ОАО «Старт Телеком» [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.starttelecom.ru |
| 1. Тасс-Телеком / Рейтинг крупнейших компаний телекоммуникационной отрасли по объему реализации в 2011 году [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://tasstelecom.ru/admin/data/wysiwyg/files/Telecom\_rating09.2012%20(3).pdf |
| 1. Тасс-Телеком / Сайт отраслевой коммуникационной площадки [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://tasstelecom.ru |
| 1. Экспертно-аналитический портал "Центр гуманитарных технологий", [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://gtmarket.ru/news/2012/10/04/5020 |
| 1. Brand Finance, [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://brandfinance.com |
| 1. Damodaran A. Growth rates and Terminal value [Online]. Режим доступа: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/growthandtermvalue.pdf |
| 1. Economic research Federal Reserve Bank of St. Louis [Online] Режим доступа: http://research.stlouisfed.org/fred2/series/GS10/downloaddata?cid=115 |
| 1. Heidi Cohen, 30 Branding Definitions, [Online] Режим доступа: http://heidicohen.com/30-branding-definitions/ |
| 1. Interbrand, [Online] Режим доступа: http://www.interbrand.com/ru/Default.aspx |
| 1. [Trading Economics / Сайт экономической статистики [Эл. ресурс]. Режим доступа: http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi](http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi) |

# Приложения

**Приложение 1**

Таблица 24

Соотнесение премии за риск компании и коэффициента покрытия процентов

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| *If interest coverage ratio (EBIT/I) is* | | *Rating is* | *Spread is* |
| *>* | *≤ to* |
| -100000 | 0,199999 | D | 12,00% |
| 0,2 | 0,649999 | C | 10,50% |
| 0,65 | 0,799999 | CC | 9,50% |
| 0,8 | 1,249999 | CCC | 8,75% |
| 1,25 | 1,499999 | B- | 6,75% |
| 1,5 | 1,749999 | B | 6,00% |
| 1,75 | 1,999999 | B+ | 5,50% |
| 2 | 2,2499999 | BB | 4,75% |
| 2,25 | 2,49999 | BB+ | 3,75% |
| 2,5 | 2,999999 | BBB | 2,50% |
| 3 | 4,249999 | A- | 1,65% |
| 4,25 | 5,499999 | A | 1,40% |
| 5,5 | 6,499999 | A+ | 1,30% |
| 6,5 | 8,499999 | AA | 1,15% |
| 8,50 | 100000 | AAA | 0,65% |

**Приложение 2**

Таблица 25

Денежные потоки «МТС» (млн. долл.)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | CFO | CFI | CFF | Итого |
| 2001 | 338 | -442 | 248 | 144 |
| 2002 | 413 | -698 | 101 | -184 |
| 2003 | 966 | -1 910 | 994 | 50 |
| 2004 | 1 712 | -1 543 | 11 | 179 |
| 2005 | 1 797 | -2 452 | 462 | -193 |
| 2006 | 2 379 | -1 780 | -464 | 135 |
| 2007 | 3 350 | -2 344 | -693 | 313 |
| 2008 | 5 030 | -2 708 | -1 679 | 643 |
| 2009 | 3 592 | -2 372 | 131 | 1 351 |
| 2010 | 3 617 | -2 182 | -3 036 | -1 601 |
| 2011 | 3 849 | -2 555 | -270 | 1 024 |
| 2012 | 4 237 | -3 060 | -2 408 | -1 231 |

**Приложение 3**

Таблица 26

Денежные потоки «Мегафон» (млн. долл.)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | CFO | CFI | CFF | Итого |
| 2002 | 88 | -222 | 140 | 5 |
| 2003 | 270 | -439 | 210 | 41 |
| 2004 | 514 | 605 | 358 | 1 478 |
| 2005 | 267 | -844 | 532 | -45 |
| 2006 | 457 | -747 | 294 | 4 |
| 2007 | 2 404 | -2 318 | -191 | -105 |
| 2008 | 2 955 | -2 466 | -412 | 77 |
| 2009 | 2 624 | -1 994 | -350 | 280 |
| 2010 | 2 842 | -2 895 | -235 | -288 |
| 2011 | 3 022 | -3 188 | 185 | 18 |
| 2012 | 3 602 | -420 | -3 187 | -5 |

**Приложение 4**

Таблица 27

Денежные потоки «Ростелеком» (млн. руб.)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | CFO | CFI | CFF | Итого |
| 1998 | 6 878 | -5 247 | -2 188 | -557 |
| 1999 | 8 320 | -4 851 | -3 695 | -226 |
| 2000 | 6 945 | -3 748 | -4 257 | -1 060 |
| 2001 | 6 963 | -2 768 | -3 255 | 940 |
| 2002 | 5 713 | -3 501 | -411 | 1 801 |
| 2003 | 2 075 | -6 640 | 3 486 | -1 079 |
| 2004 | 7 754 | -5 533 | -3 487 | -1 266 |
| 2005 | 10 943 | -10 076 | 275 | 1 142 |
| 2006 | 7 421 | -4 456 | -3 004 | -39 |
| 2007 | 9 787 | -6 240 | -2 609 | 938 |
| 2008 | 11 260 | 994 | -3 450 | 8 804 |
| 2009 | 86 255 | -54 923 | -37 371 | -6 039 |
| 2010 | 84 537 | -70 219 | -15 339 | -1 021 |
| 2011 | 85 377 | -114 823 | 24 158 | -5 288 |
| 2012 | 96 231 | -87 503 | -5 722 | 3 006 |