



**Применение доходного подхода к оценке стоимости банков в современных  
экономических условиях**

**Родин А.Ю.**, к.э.н., доцент кафедры оценочной деятельности и корпоративных финансов, Университет «Синергия», Москва, Россия

**Тельминова Н.В.**, к.э.н., доцент кафедры оценочной деятельности и корпоративных финансов, Университет «Синергия», Москва, Россия

**Труфанова С.А.**, к.э.н., доцент кафедры оценочной деятельности и корпоративных финансов, Университет «Синергия», Москва, Россия

**Аннотация.** В представленной статье рассматривается методика оценки стоимости коммерческого банка доходным подходом. Учитывая, что традиционные методы оценки банка с помощью чистых активов и сравнительного подхода не содержат в своей методике прогноза доходов – для оценки банков целесообразно применять также доходный подход. Однако, доходный подход с использованием традиционной модели терминальной стоимости Гордона – Шапиро обычно дает результат не отражающей рыночной стоимости. В данной статье предложена методика, позволяющая снизить недостатки доходного подхода при оценке банка

**Ключевые слова:** стоимость бизнеса банка, доходный подход, терминальная стоимость, денежные потоки, метод дисконтированных денежных потоков, модель Гордона-Шапиро

**Application of a profitable approach to assessing the value of banks in modern  
economic conditions**

**Rodin A.Yu.**, Candidate of Economics, Associate Professor of the Department of Valuation and Corporate Finance, Synergy University, Moscow, Russia

**Telminova N.V.**, Candidate of Economics, Associate Professor of the Department of Valuation and Corporate Finance, Synergy University, Moscow, Russia

**Trufanova S.A.**, Ph.D. in Economics, Associate Professor of the Department of Valuation and Corporate Finance, Synergy University, Moscow, Russia

**Annotation.** The presented article discusses the methodology for assessing the value of a commercial bank with a profitable approach. Considering that the traditional methods of evaluating a bank using net assets and a comparative approach do not contain a revenue forecast in their methodology, it is also advisable to use a revenue approach to evaluate banks. However, a profitable approach using the traditional Gordon–Shapiro terminal value model usually yields a result that does not reflect market value. In this article, a methodology is proposed to reduce the disadvantages of the revenue approach in assessing the bank

**Key words:** bank business value, revenue approach, terminal value, cash flows, discounted cash flow method, Gordon-Shapiro model

В практике оценочной деятельности, оценка банков нечастое явление. Количество банков в экономике значительно меньше по сравнению с бизнесом традиционных отраслей. Однако оценка банков требует особой методологии оценки. Поэтому, рассмотрение проблем методики оценки банка является актуальной.

**Бизнес как объект оценки.** В оценочной деятельности требования к объектам оценки устанавливает статья 5 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Согласно этому документу объектами оценки на территории России являются объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством установлена возможность их участия в гражданском обороте[1].

Объекты гражданских прав определены частью 1 Гражданского Кодекса Российской Федерации. При этом сущность бизнеса как объекта гражданских прав не рассматривается в ГК РФ. Понятие бизнеса приводится в Федеральном стандарте оценки «Оценка бизнеса» (ФСО № 8), утвержденным Приказом

Минэкономразвития России № 326 от 1.06.2015 года. В этом документе бизнес определяется как предпринимательская деятельность организации, направленная на извлечение экономических выгод. При этом стоимость бизнеса – это денежное выражение экономических выгод от предпринимательской деятельности.

То есть из трех подходов к оценке – доходного, сравнительного и затратного – к оценке бизнеса в первую очередь, будет применяться доходный подход.

Особенности оценки стоимости капитала банков всеми тремя подходами в российских условиях рассматриваются в работе [2]. При этом в современных экономических условиях целесообразно рассмотреть более подробно возможность применения доходного подхода.

**Особенности применения доходного подхода к оценке стоимости банков.** Бизнес банка является специфическим объектом оценки. По сути, банк накапливает активы с помощью привлеченных средств, зарабатывая прибыль на разнице стоимости привлеченного и размещенного капитала. Собственный капитал кредитной организации, составляет намного меньшую долю в структуре активов чем в классических организациях. По сути, почти все активы банка (за исключением основных средств, и прочих материальных и нематериальных активов, которые занимают незначительную долю в активах банка), являются финансовыми вложениями, которые накапливаются без четкой зависимости от его доходов.

В рамках традиционных моделей дисконтированного денежного потока применяются модель Гордона-Шапиро для определения терминальной стоимости [3] и окончательные корректировки в виде прибавления к стоимости, полученной доходным подходом корректировок на наличие денежных средств на балансе и финансовых вложений. Однако, почти все активы коммерческих банков являются финансовыми вложениями, поэтому модель дисконтированного денежного потока коммерческого банка и иных финансово-кредитных институтов требует особой методологии, связанной с учетом

накопления собственного капитала, который является более значимым для оценки рыночной стоимости, чем при оценке классических видов бизнеса.

В рамках настоящего исследования произведена экспресс-оценка некоторых российских банков доходным подходом с использованием разных моделей оценки терминальной стоимости с последующим сравнением полученных результатов с уровнем их рыночной капитализации.

В качестве объектов оценки выбраны ПАО «Сбербанк России» и ПАО «Росбанк».

Датой оценки выбрана 31 декабря 2019 года. Такая дата обусловлена отсутствием влияния эффекта от пандемии и геополитической обстановки. Так как дата оценки выпадает на выходной день, для расчета рыночной капитализации использованы котировки акций на последний торговый день, который приходился на 29.12.2019 года. Рыночная капитализация в отношении коммерческих банков может быть использована как ориентир рыночной стоимости. В подтверждение этого можно привести пример сделки по продаже контрольного пакета акций Сбербанка Правительству РФ, за основу оценки была принята средневзвешенная цена обыкновенных акций Сбербанка за 30 дней торгов на Московской бирже (с 9 марта по 7 апреля 2020 г.) [4]. В данной сделке премия за контрольный характер к биржевой цене акции не применялась, что позволяет считать, что рыночная капитализация компании является тождественной рыночной стоимости контрольного пакета акций.

Расчет рыночной капитализации по данным раскрытия информации эмитентами [5] и Московской биржи [6] представлен в таблицах ниже:

Таблица 1

**Расчет рыночной капитализации ПАО «Сбербанк России»**

	Акция обыкновенная, руб.	Акция привилегированная, руб.	Итого
Средневзвешенная цена, руб.	253,96	227,83	
Количество акций, шт.	21 586 948 000	1 000 000 000	
Капитализация, млрд.руб.	5482	228	5710

Таблица 2

**Расчет рыночной капитализации ПАО «Росбанк»**

Средневзвешенная цена акции, руб.	77,2
Количество акций, шт.	1551401853
Капитализация, млрд.руб.	119,8

Основные финансовые показатели представленных банков на 31.12.2019 года представлены ниже в табл. 3.

Таблица 3

**Основные финансовые показатели ПАО «Сбербанк России» на 31.12.2019 г.**

Показатель	ед. изм.	Значение
Активы	млрд.руб.	27 584
Собственный капитал	млрд.руб.	4 405
Обязательства	млрд.руб.	23 179
Чистая прибыль	млрд.руб.	826
Амортизация	млрд.руб.	71,3
Рентабельность активов		3,0%
Рентабельность собственного капитала		18,8%
Мультипликатор цена/ балансовая стоимость собственного капитала P/BV		1,24

Таблица 4

**Основные финансовые показатели ПАО «Росбанк» на 31.12.2019 г.**

Показатель	ед. изм.	Значение
Активы	млрд.руб.	1205,0
Собственный капитал	млрд.руб.	150,8
Обязательства	млрд.руб.	1054,2
Чистая прибыль	млрд.руб.	11,3
Амортизация	млрд.руб.	2,8
Рентабельность активов		1%
Рентабельность собственного капитала		7%
Мультипликатор цена/ балансовая стоимость собственного капитала P/BV		0,79

Сбербанк России имеет значительные показатели рентабельности активов и доходный подход может дать большую оценку его рыночной стоимости по сравнению с другими подходами к оценке. Росбанк, напротив демонстрирует сравнительно меньшие показатели рентабельности активов, что создает меньшую оценку доходным подходом по сравнению с рыночными котировками. При использовании классической модели Гордона-Шапиро, отклонение от

рыночных котировок становится еще большим. Поэтому в рамках настоящего исследования произведен расчет моделей дисконтированного денежного потока двумя способами: с применением модели Гордона-Шапиро и с применением мультипликатора к прогнозному значению собственного капитала P/BV.

В экспресс-оценке применялись следующие допущения:

- Продолжительность прогнозного периода – 5 лет с 2020 по 2024 год.
- Темп роста активов и обязательств банков: 7% в год.
- Рост прибыли: 4% в год.
- Долгосрочный темп роста доходов 4%.
- Ставка дисконтирования: ПАО «Сбербанк России» 11%, ПАО «Росбанк» 15%, дисконтирование производилось на середину периода.

В качестве модели денежного потока принята следующая упрощенная методология:

$$FCFE = NI + DA - \Delta TA + \Delta Debt, \quad (1)$$

где  $FCFE$  – денежный поток на собственный капитал;

$NI$  – чистая прибыль;

$DA$  – амортизация;

$\Delta TA$  – изменение активов банка;

$\Delta Debt$  – изменение обязательств.

Амортизация прогнозировалась пропорционально росту величины активов.

Результаты прогноза денежных потоков по выбранным банкам представлена ниже (табл. 5).

Таблица 5

**Прогноз денежных потоков ПАО «Сбербанк России», млрд. руб.**

№ прогнозного периода		1	2	3	4	5
Год прогноза	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Чистая прибыль		729	780	834	893	955
Активы	27584	28687	30695	32844	35143	37603
Обязательства	23179	24802	26538	28395	30383	32510
Собственный капитал	4405	3886	4158	4449	4760	5094
Прирост Активов		1103	2008	2149	2299	2460

№ прогнозного периода		1	2	3	4	5
Год прогноза	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Прирост обязательств		1623	1736	1858	1988	2127
Амортизация	71,3	74	79	85	91	97
Денежный поток (CF)		1322	587	628	672	719
Коэффициент дисконтирования		0,949	0,855	0,770	0,694	0,625
DCF (дисконтированный денежный поток)		1255	502	484	466	450
Сумма DCF	3157					

Таблица 6

**Прогноз денежных потоков ПАО «Росбанк», млрд. руб.**

№ прогнозного периода		1	2	3	4	5
Год прогноза	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Чистая прибыль	11	12	13	14	15	16
Активы	1205,0	1289	1380	1476	1580	1690
Обязательства	1054,2	1128	1207	1291	1382	1479
Собственный капитал	151	161	173	185	198	212
Прирост Активов		84	90	97	103	111
Прирост обязательств		74	79	84	90	97
Амортизация	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9
Денежный поток (CF)		4,5	4,8	5,2	5,6	5,9
Коэффициент дисконтирования		0,933	0,811	0,705	0,613	0,533
DCF (дисконтированный денежный поток)		4,23	3,93	3,66	3,40	3,17
Сумма DCF	18					

Как видно из представленных результатов, сумма дисконтированных денежных потоков у Сбербанка России за 5 прогнозных лет, без учета терминальной стоимости уже сопоставима с величиной рыночной капитализации, тогда как у Росбанка составляет около 15% от его рыночной оценки.

Стоимость оцениваемых банков в доходном подходе будет значительно зависеть от метода расчета терминальной стоимости.

Ниже представлен расчет терминальной стоимости по разным методам: модели Гордона-Шапиро и по мультипликатору к балансовой стоимости прогнозного собственного капитала (P/BV). Значение P/BV принято по состоянию на дату оценки.

Таблица 7

**Расчет стоимости ПАО «Сбербанк России» доходным подходом с использованием различных методов расчета терминальной стоимости, млрд. руб.**

Метод расчета терминальной стоимости	Величина терминальной стоимости в конце прогнозного периода	Дисконтированная на дату оценки терминальная стоимость	Стоимость бизнеса доходным подходом (сумма DCF+ терминальная стоимость)	Отклонение от капитализации на дату оценки
Модель Гордона-Шапиро	10 684	6 680	9 836	1,79
По мультипликатору P/BV	6 339	3 963	7 120	1,30

Таблица 8

**Расчет стоимости ПАО «Росбанк» доходным подходом с использованием различных методов расчета терминальной стоимости, млрд. руб.**

Метод расчета терминальной стоимости	Величина терминальной стоимости в конце прогнозного периода	Дисконтированная на дату оценки терминальная стоимость	Стоимость бизнеса доходным подходом (сумма DCF+ терминальная стоимость)	Отклонение от капитализации на дату оценки
Модель Гордона-Шапиро	56	30	48	0,40
По мультипликатору P/BV	168	90	108	0,90

Как видно из представленных расчетов, использование в модели дисконтированных денежных потоков расчета терминальной стоимости по модели Гордона-Шапиро, которая применяется в подавляющем большинстве случаев для оценки бизнеса нефинансовых организаций, делает результат доходного подхода для банков намного отличающимся от рыночных котировок. Несмотря на то, что уровень рентабельности у ПАО «Сбербанк России» и ПАО «Росбанк» существенно отличается, применение методики расчета терминальной стоимости по мультипликатору к прогнозируемому значению собственного капитала делают доходный подход более достоверным для рыночной оценки.

Выводом из настоящей статьи является то, что для доходный подход может быть применим к оценке банков с учетом специфики данного бизнеса. Для учета этой специфики необходимо при расчете терминальной стоимости в методе дисконтированных денежных потоков использовать прогнозируемое значение собственного капитала организации с учетом рыночных мультипликаторов.

### **Библиографический список:**

1. Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ (в действующей редакции) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // СПС Консультант Плюс
2. Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса: учебное пособие / под ред. И.В. Косоруковой. – М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2011. – 904 с.
3. Kosorukova I.V., Sukhanova I.G., Kosorukova O.D., Mirzoyan N.V., Ivlieva N.N. Problems and peculiarities of the methods for valuation of the fastest-growing companies // International Journal of Engineering and Advanced Technology. – 2019. – Т. 8. – № 5. С. 2220-2225
4. Правительство закрыло сделку по выкупу Сбербанка за 2,14 трлн. руб. <https://www.rbc.ru/finances/10/04/2020/5e9034059a79479f4c2ff9a0>
5. Раскрытие информации ПАО «Сбербанк России» и ПАО «Росбанк»- ежеквартальные отчеты эмитента и финансовая отчетность- <https://www.sberbank.com/ru> , <https://www.rosbank.ru/>
6. Информация о торгах- Московская Биржа <https://www.moex.com/>

### **References:**

1. Federal Law № 135-FZ of 29.07.1998 (as amended) «On Appraisal activities in the Russian Federation» // SPS Consultant Plus
2. Kosorukova I.V., Sekachev S.A., Shuklina M.A. Valuation of securities and business: textbook / edited by I.V. Kosorukova. – М.: Moscow Financial and Industrial University «Synergy», 2011. – 904 p.
3. Kosorukova I.V., Sukhanova I.G., Kosorukova O.D., Mirzoyan N.V., Ivlieva N.N. Problems and peculiarities of the methods for valuation of the fastest-growing companies // International Journal of Engineering and Advanced Technology. – 2019. – Vol. 8. – № 5. pp. 2220-2225
4. The government closed the deal to buy out Sberbank for 2.14 trillion rubles. <https://www.rbc.ru/finances/10/04/2020/5e9034059a79479f4c2ff9a0>

5. Disclosure of Information of PJSC Sberbank of Russia and PJSC Rosbank-  
quarterly reports of the issuer and financial statements <https://www.sberbank.com/ru>,  
<https://www.rosbank.ru/>

6. Information about trades – Moscow Exchange <https://www.moex.com/>

**Для цитирования:** Родин А.Ю., Применение доходного подхода к оценке стоимости банков в современных  
экономических условиях // Родин А.Ю., Тельминова Н.В., Труфанова С.А. / Российский экономический  
интернет-журнал. – 2022. – № 2. URL:

© Родин А.Ю., Тельминова Н.В., Труфанова С.А., Российский экономический интернет-журнал 2022, № 2.