



Московская
экспертиза
независимая

МЭН

ООО «Московская экспертиза независимая»; г. Москва, ул. Электродная, д. 2 , стр.13, офис 309;
ИНН:5001079926;
КПП:500101001; ОГРН:1105001004514; р/с №40702810600460000132 в ОАО АКБ «МОСОБЛБАНК»;
Тел. (495) 648-58-50

ОТЧЕТ

об оценке рыночной стоимости бизнеса
ОА «ГОСТИНИЦА»,
По состоянию на 01.04.2002г

2002 г.

Содержание

СОДЕРЖАНИЕ	1
СОПРОВОДИТЕЛЬНОЕ ПИСЬМО	3
СЕРТИФИКАТ КАЧЕСТВА	4
ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ	5
КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ ОСНОВНЫХ ФАКТОВ И ВЫВОДОВ.....	5
КВАЛИФИКАЦИЯ ОЦЕНЩИКА.....	5
ОСНОВНЫЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ И ОГРАНИЧИВАЮЩИЕ УСЛОВИЯ.....	6
ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ТЕРМИНЫ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ.....	7
ЗАКОНЫ, НОРМАТИВНЫЕ АКТЫ И СТАНДАРТЫ, ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ОЦЕНКИ.....	8
ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ И ПОЛНОТА ИССЛЕДОВАНИЙ.....	9
ФУНКЦИЯ ОЦЕНКИ.....	10
ЦЕЛЬ ОЦЕНКИ	10
ПРОЦЕДУРА ОЦЕНКИ.....	10
КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ.....	11
ГОСТИНИЧНЫЙ БИЗНЕС	11
ГОРОД ВЛАДИМИР, ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ.....	15
ОТРАСЛЕВОЙ ОБЗОР ЭКОНОМИКИ ГОРОДА	16
КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ОЦЕНИВАЕМОГО ПРЕДПРИЯТИЯ	17
АКЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	17
АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	18
АНАЛИЗ БУХГАЛТЕРСКОЙ ОТЧЕТНОСТИ ЗА 2002Г. (ВСЕ ДАННЫЕ ПО ОТГРУЗКЕ).....	18
ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА МЕТОДОВ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА.....	20
ОБЗОР И ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА МЕТОДОВ ОЦЕНКИ.....	20
ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА).....	22
ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД, ОЦЕНКА МЕТОДОМ ЧИСТЫХ АКТИВОВ.....	22
<i>Корректировка статей баланса.....</i>	24
<i>Описание наиболее важных факторов, влияющих на стоимость предприятия.....</i>	25
ДОХОДНЫЙ ПОДХОД.....	26
<i>Шаг и горизонт расчета.....</i>	26
<i>Проведение анализа и подготовка прогноза расходов</i>	26
<i>Переменные расходы</i>	26
<i>Расходы на ремонт (восстановление устранимого износа).....</i>	26
<i>Метод дисконтированных денежных потоков</i>	27
<i>Финансирование оборотных активов и управление оборотным капиталом.....</i>	28
<i>Расчет ставки дисконта</i>	30
<i>Расчет величины денежного потока.....</i>	31
<i>Расчет коэффициента капитализации.....</i>	31
<i>Определение стоимости компании в терминальном году</i>	32
РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД.....	33
<i>Оценка стоимости бизнеса сравнительным подходом.....</i>	33
СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ.....	37
ИТОГОВОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ О СТОИМОСТИ	37
ПРИЛОЖЕНИЯ, (РАСЧЕТЫ).....	38

г. Кашира, 00 мая 2002г.

Сопроводительное письмо

Директору ОА «ГОСТИНИЦА»
Иванову И. И.

В соответствии с Договором №000 от 00.04.2002г. ООО «МОСКОВСКАЯ ЭКСПЕРТИЗА НЕЗАВИСИМАЯ» произвело оценку бизнеса (предприятия) АО «ГОСТИНИЦА», с целью определения рыночной стоимости, для консультаций на совете директоров и переговоров с инвесторами.

Обращаем Ваше внимание на то, что это письмо не является отчетом по оценке, а только предваряет отчет, приведенный далее.

Представленный Вам отчет составлен на дату 01.04.2002г. Содержащиеся в нем заключения о стоимости объекта оценки следует относить исключительно на эту дату.

Анализ исходной информации, рыночных данных приведены в соответствующих разделах настоящего отчета, отдельные части которого не могут трактоваться обособленно, а только в связи с полным его текстом и с учетом всех принятых допущений и ограничений.

Полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что наиболее вероятная рыночная стоимость бизнеса АО «ГОСТИНИЦА» составляет:

27 000 000,0 рр. (двадцать семь миллионов российских рублей).

Оценка проведена в соответствии с требованиями «Стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности» (постановление Правительства РФ от 06.07.01г №519), стандартов РОО, Международных МСОИ 1- 4.

Если у Вас возникнут, какие либо вопросы по оценке или по рассуждениям, пожалуйста, обращайтесь непосредственно к Оценщику, тел. в Кашире: (09669) 2- 05- 65.

С уважением,

Директор ООО «МОСКОВСКАЯ ЭКСПЕРТИЗА НЕЗАВИСИМАЯ»,
Сертифицированный РОО оценщик

.....

Мусатов Э.А.

СЕРТИФИКАТ КАЧЕСТВА

Оценщик, выполнивший данную работу, подтверждает, что на основании своих знаний и убеждений:

- утверждения и факты, содержащиеся в данном отчете, являются правильными и корректными;
- анализ, мнения и заключения соответствуют сделанным допущениями и ограничивающим условиям, и являются нашими личными, независимыми и профессиональными мнениями и заключениями;
- у оценщика не было текущего имущественного интереса и отсутствует будущий имущественный интерес в оцениваемом объекте, и отсутствуют какие-либо дополнительные обязательства (кроме обязательств по настоящему договору) по отношению к какой-либо из сторон, связанных с оцениваемым объектом;
- оплата услуг не связана с определенной итоговой величиной стоимости объекта, и также не связана с заранее предопределенной стоимостью или стоимостью, определенной в пользу клиента;
- анализ информации, мнения и заключения, содержащиеся в отчете, соответствуют требованиям:
 - **Федерального закона от 29.08.98г. № 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации"**;
 - **Федерального закона от 26.12.95г. №208-ФЗ "Об акционерных обществах"**;
 - **Стандартам оценки, обязательным к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденным постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001г. №519;**
 - **Международных стандартов оценки МСО1 — МСО4, принятых Международным Комитетом по Стандартам Оценки Имущества (МКСОИ).**
 - **АМЕРИКАНСКОЕ ОБЩЕСТВО ОЦЕНЩИКОВ Стандарт по оценке бизнеса. BVS-I. "Терминология".**

ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ.

Краткое изложение основных фактов и выводов

Заказчик оценк:	АО «ГОСТИНИЦА»
Оценщик:	ООО «МОСКОВСКАЯ ЭКСПЕРТИЗА НЕЗАВИСИМАЯ»
Реквизиты оценщика:	ИНН 5019014479. Р/С 40702810700220000254 в Озерском фил-ле МИНБа, г. Кашира, М. О., ИНН 7725039953/503302001, К/С 30101810300000000600, БИК 044525600
Лицензия оценщика:	№000255 от 23.08.2001г.
Страховой полис:	№Г-10 6551702 99-43 от 12.08.2002г.
Основания проведения оценки:	Договор №000 от 00.04.2002г .
Объект оценки:	АО «ГОСТИНИЦА» (бизнес)
Собственник:	АО «ГОСТИНИЦА»
Эффективная дата оценки:	01.04.2002г.
Вид определяемой стоимости:	Рыночная стоимость.
Цель оценки:	Для консультаций на совете директоров
Оцениваемые права:	Право собственности.
Итоговая стоимость	27 000 000,00 рублей

Квалификация оценщика.

Оценщик, выполнявший данную работу, имеет высшее образование по специальности «инженер механик автомобильного транспорта».

- В области оценки имеет сертификаты:
 - Российского Общества Оценщиков,
 - Торгово-промышленной палаты России,
 - Московской международной высшей школы бизнеса «МИРБИС»,
 - Московской Государственной Академии Автомобильного и тракторного машиностроения,
 - Санкт- Петербургского Государственного Технического Университета,
 - Института Профессиональной Оценки,
 - МЧС России, МАТИ им Циолковского,
 - АРМО (Ассоциация Российских Магистров Оценки).
- Дипломы о профессиональной переподготовке:
 - Московского государственного университета геодезии и картографии,
 - Московского государственного университета экономики, статистики и информатики.
- Оценщик является действительным членом Российского Общества Оценщиков- членский билет №06Г- 01521; сертифицированный оценщик Российского Общества Оценщиков- квалификационные аттестаты: №4, №11, №80.
- Стаж работы Оценщика в области оценки– семь лет.
- ООО «РЭАС- КО» аккредитовано при Российском обществе оценщиков, Свидетельство об аккредитации №0063/50-1111/2001.

Основные предположения и ограничивающие условия

Следующие допущения и ограничивающие условия являются неотъемлемой частью данного отчёта.

- Настоящий отчёт достоверен лишь в полном объёме и лишь в указанных в нём целях.
- Заказчик гарантирует, что любая информация, суждения, аналитические разработки Оценщика и другие материалы настоящего отчета будут использованы им исключительно в соответствии с целями и функциями, указанными в задании на оценку.
- Мнение Оценщика относительно рыночной стоимости пакета акций действительно только на дату оценки. Оценщики не принимают на себя никакой ответственности за изменение экономических, юридических и иных факторов, которые могут возникать после этой даты и повлиять на рыночную ситуацию, а, следовательно, и на рыночную стоимость объекта.
- Дата ознакомления с документами – апрель- май 2002 г.
- Результаты расчета стоимости одной акции из миноритарного пакета нельзя применять к контрольным пакетам акций, если иное не указано в отчете. При подготовке отчета об оценке использовались данные, полученные от администрации предприятия - заказчика.
- Финансовые и технико-экономические характеристики предприятия, используемые в оценке, берутся или рассчитываются на основе бухгалтерской отчетности без проведения специальной аудиторской проверки ее достоверности.
- Оценщиком не производилась инвентаризация имущества предприятия.
- Оценщиком не проводилась оценка рыночной стоимости недвижимого и движимого имущества эмитента.
- Прогнозы, содержащиеся в отчете, основываются на текущих рыночных условиях и предполагаемых краткосрочных факторах, влияющих на изменение спроса и предложения. Эти прогнозы подвержены изменениям и зависят от ситуации, складывающейся на рынке.
- Заключение и отчет об оценке пакетов акций представляет собой точку зрения Оценщика без каких-либо гарантий с их стороны в отношении условий последующей реализации имущества.
- От оценщика не требуется появляться в суде или свидетельствовать иным способом по поводу произведённой оценки, иначе как по официальному вызову суда.
- В процессе оценки специальная юридическая экспертиза документов, касающихся прав собственности на оцениваемое предприятие, и учредительных документов не проводилась.
- Оценщик выдвигает требование конфиденциальности в отношении документов любого формата и содержания, составленных от имени Заказчика. Заказчик принимает условия не упоминать наше имя или наш отчет, полностью или частично, в каком либо документе, передаваемом третьим лицам, без нашего письменного на то согласия. Согласно установленным профессиональным стандартам, Оценщик аналогично сохранит конфиденциальность в отношении информации, полученной и рассчитанной в ходе исследования в соответствии с задачами оценки.

Используемые термины и определения.

Оценка имущества - деятельность, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. (Федеральный закон от 29.08.98г. № 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации").

Рыночная стоимость объекта оценки - наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Стоимость является экономическим понятием, устанавливающим взаимоотношения между товарами и услугами, доступными для приобретения, и теми, кто их покупает и продает. Стоимость является не историческим фактом, а оценкой ценности конкретных товаров и услуг в конкретный момент времени в соответствии с выбранным определением стоимости. Экономическое понятие стоимости выражает рыночный взгляд на выгоду, которую имеет обладатель данного товара или клиент, которому оказывают данную услугу, на момент оценки стоимости. (МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ ОЦЕНКИ. Общие понятия и принципы оценки. М. 1994).

Цена. Термин, обозначающий денежную сумму, требуемую, предлагаемую или уплаченную за некий товар или услугу. Она является историческим фактом, то есть относится к определенному моменту времени и месту, независимо от того, была ли она объявлена открыто или осталась в тайне. В зависимости от финансовых возможностей, мотивов или особых интересов конкретных покупателя и продавца цена, уплаченная за товары или услуги, может не соответствовать стоимости, приписываемой этим товарам или услугам другими людьми. Тем не менее, цена в принципе является индикатором относительной стоимости, приписываемой товарам или услугам конкретным покупателем и/или конкретным продавцом при конкретных обстоятельствах. (МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ ОЦЕНКИ. Общие понятия и принципы оценки. М. 1994).

Дата проведения оценки - календарная дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки. (Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001г. №519)

Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учетом его износа. (Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001г. №519)

Рыночный (сравнительный) подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними. (Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001г. №519)

Доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки. (Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001г. №519)

Предприятием как объектом прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью. В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания) и другие исключительные права... (Ст. 132 Гражданского кодекса РФ от 21.10.94. Часть 1.)

К недвижимым вещам (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания, сооружения. Законом к недвижимым вещам может быть отнесено и иное имущество. (Ст. 130, ГК РФ)

Вещи, не относящиеся к недвижимости, включая деньги и ценные бумаги, признаются **движимым имуществом**. (Ст. 130 Гражданского кодекса РФ от 21.10.94. Часть 1.)

Текущие активы – активы, не предназначенные для использования на постоянной основе в деятельности предприятия — например, счета дебиторов, товарные запасы, краткосрочные инвестиции, банковская и кассовая наличность. (МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ ОЦЕНКИ. "Общие понятия и принципы оценки". М. 1994).

Чистые активы - это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету. (Приказ Министерства финансов РФ от 5.08.1996 г. №71 и ФКЦБ от 5.08.96 г. №149 "О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ").

Собственный капитал - доля собственников в капитале предприятия за вычетом всех обязательств. (АМЕРИКАНСКОЕ ОБЩЕСТВО ОЦЕНЩИКОВ Стандарт по оценке бизнеса. BVS—I. Терминология).

Собственный оборотный капитал - разница между текущими активами и текущими обязательствами. (АМЕРИКАНСКОЕ ОБЩЕСТВО ОЦЕНЩИКОВ Стандарт по оценке бизнеса. BVS-I. Терминология).

Скорректированная балансовая стоимость - балансовая стоимость предприятия после внесения изменений и дополнений в статьи актива и пассива баланса. Корректировка производится оценщиком для определения стоимости предприятия (100 % пакета акций).

Ставка дисконта - ставка дохода, используемая для пересчета денежных сумм, подлежащих уплате или получению в будущем, к текущей стоимости. (АМЕРИКАНСКОЕ ОБЩЕСТВО ОЦЕНЩИКОВ Стандарт по оценке бизнеса. BVS-I. Терминология)

Законы, нормативные акты и стандарты, использованные при проведении оценки

Законы и нормативные акты:

Гражданский кодекс РФ от 21.10.94. Часть 1-2.

Федеральный закон от 29.08.98 №135-ФЗ "Об оценочной деятельности".

Федеральный закон от 26.12.95 №208-ФЗ "Об акционерных обществах".

Приказ Министерства финансов РФ от 5.08.1996 г. №71 и ФКЦБ от 5.08.96 г. №149 "О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ".

Постановление Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001г. №519 "Об утверждении стандартов оценки".

Стандарты оценки:

Международный стандарт оценки № 1 – "Рыночная стоимость как база оценки". Утвержден Международным комитетом по стандартам оценки имущества(TIAVSC).

Международный стандарт оценки № 2 –"Базы оценки, отличные от рыночной стоимости". Утвержден Международным комитетом по стандартам оценки имущества(TIAVSC).

Международный стандарт оценки № 3 – "Оценка в целях финансовой отчетности и смежной документации". Утвержден Международным комитетом по стандартам оценки имущества(TIAVSC).

Стандарт по оценке бизнеса. BVS-I. Терминология. АМЕРИКАНСКОЕ ОБЩЕСТВО ОЦЕНЩИКОВ

Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Утверждены постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001г. №519)

Источники информации и полнота исследований.

Поиск и сбор информации для проведения настоящей работы осуществлялся по самым разнообразным каналам с привлечением различных источников данных.

Источники информации, использованные в настоящей работе, можно сгруппировать по следующим категориям:

1. Информация, полученная на предприятии;
2. Информация о ситуации на рынке, полученная от различных субъектов рынка;

Информация, полученная на предприятии.

- Общие сведения о АО «ГОСТИНИЦА»;
- Бухгалтерский баланс с приложениями за 2000, 2001, 1 кв. 2002г.г.;
- Отчет о прибылях и убытках за 2001, 2002г.;
- Форма № 3 Отчет об изменении капитала;
- Форма № 4 Отчет о движении денежных средств;
- Форма № 5 Приложение к бух. Балансу.

Информация для экономического анализа предприятия.

- Ефимова О.В. Финансовый анализ. -М.: Бухгалтерский учет, 1996.
- Шеремет А.Д., Сейфулин Р.С. Методика финансового анализа. -М.: ИНФРА-М, 1995.
- Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1997.
- Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М: Финансы и статистика, 2001г.

Информация для оценки имущества.

- «Руководство по оценке бизнеса»; под редакцией дэн В. М. Рутгайзера, ЗАО «Квинто-Консалтинг»- 2000г.
- «Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия», Валдайцев С. В., М.: ЮНИТА-ДАНА, 2001.
- «Оценка бизнеса»; под редакцией дэн А. Г. Грязновой, М., «Финансы и статистика»- 1998г.
- «Оценка предприятий имущественный подход»; В. В. Григорьев, И. М. Островкин, М., «Дело», 1998г.
- «Оценка стоимости активной части основных фондов»; А. П. Ковалев, Москва, «Финстатинформ», 1997г.
- «Методы оценки инвестиционных проектов»; В. В. Ковалев, М., "Финансы и статистика", 2000г.
- «Основы инвестирования»; Лоренс Дж. Гитман, Майкл Д. Джонк, Москва, «Дело», 1999г.
- «Оценка доходной недвижимости»; С. В. Грибовский, С- Петербург, «ПИТЕР», 2001г.
- В. В. Баранов, «Финансовый менеджмент». Москва, Изд. «ДЕЛО», 2002.
- Результаты социально-экономической диагностики проблем развития г. Владимира. Из отчета по научно-исследовательской работе (хоздоговор от 27.10.98 № 14), выполненной лабораторией социально-психологических проблем хозяйственной реформы Института проблем занятости РАН. г. Владимир 1998-1999 гг.
- Журнал «ЗФН» № 36 2001.
- Журнал «Деловой Урал», 2002.
- <http://www.kovrov.lgg.ru/media/Ek/archives/ek28-01-02.htm>.
- Информация, полученная через интернет.

Функция оценки

По информации, полученной от Заказчика, он намерен использовать результаты оценки бизнеса для консультаций на совете директоров и привлечения инвесторов.

Цель оценки

Рыночная стоимость - наиболее вероятная цена, за которую продажа права собственности может быть совершена без дополнительных условий на дату оценки за наличный расчет при следующих условиях:

- рынок является конкурентным и представляет достаточный выбор имущества для взаимодействия большого числа покупателей и продавцов;
- покупатель и продавец свободны, независимы друг от друга, хорошо информированы о предмете сделки и действуют только в целях максимального удовлетворения собственных интересов - увеличить доход или полнее удовлетворить потребности;
- имущество обращается и продается за разумный интервал времени, обеспечивающий его доступность всем потенциальным покупателям;
- оплата сделки производится деньгами или денежным эквивалентом, при этом покупатель и продавец используют типичные финансовые условия, принятые на рынке.

(Федеральный закон от 29.08.98г. № 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в РФ").

В рамках настоящей работы на это определение накладывается ряд ограничений, а именно, объект оценки не представляется в форме публичной оферты на открытом рынке.

Такому ограничению соответствует понятие **потребительная стоимость** (или стоимость в пользовании). В соответствии со стандартом Российского общества оценщиков СТО 20-03-96 «...Этот тип стоимости делает акцент на том вкладе, который собственность вносит в стоимость того предприятия, частью которого она является, без учета наиболее эффективного использования этой собственности или величины денежной суммы, которая могла бы быть получена от ее продажи. Потребительная стоимость представляет собой ценность, которую конкретная собственность имеет для конкретного пользователя при конкретном варианте использования, и, следовательно, относится к нерыночной сфере».

Указанное определение отличается от определения рыночной стоимости согласно Ст. 3 ФЗ "Об оценочной деятельности в РФ" в части, касающейся установления максимального двухмесячного срока для реализации имущества.

В связи с вышеизложенным, в рамках настоящей работы величина рыночной стоимости, которую необходимо определять в соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности», определялась с учетом перечисленных ограничений и особенностей объекта оценки - стоимость имущества при существующем использовании.

Процедура оценки.

Существенным элементом проведения достоверной оценки бизнеса является выработка тщательного, последовательного подхода к решению поставленной задачи. Такой подход помогает избежать упущений в получении необходимых фактов и выработке заключения.

В ходе выполнения задания по оценке бизнеса АО «ГОСТИНИЦА», работа проводилась по следующим основным направлениям:

- Изучение материалов и документов, представленных Заказчиком, при допущении, что они верно отражают хозяйственное и финансовое состояние предприятия.
- Оценка экономического и финансового состояния предприятия исходя из имеющихся в распоряжении оценщиков документов и материалов.
- Оценка бизнеса методом чистых активов.
- Оценка бизнеса методом дисконтирования денежных потоков
- Оценка бизнеса рыночным методом
- Анализ полученных результатов и написание отчета.

Перед Оценщиком была поставлена задача, определить рыночную стоимость бизнеса, 100% пакета акций АО «ГОСТИНИЦА», этому и посвящен настоящий отчет.

КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ.

Гостиничный бизнес

Гостиничный бизнес более чем какой-либо другой зависит от деловой активности в регионе. Поскольку общая экономическая ситуация такова, что на значительный рост деловой активности рассчитывать не приходится, то существующих в городах гостиниц обычно хватает и новые объекты практически не строятся. Тем не менее в крупных городах реконструируются имеющиеся гостиничные комплексы. Наибольшее количество гостиниц было реконструировано в Санкт-Петербурге (например, <Астория>), в других городах также был проведен ремонт в крупных гостиничных комплексах.

По оценкам экспертов, как в Санкт-Петербурге, так и в других региональных центрах отсутствует сектор относительно недорогих небольших гостиниц хорошего качества (международные 3-звездочные), поэтому развитие гостиничного бизнеса при наличии стабильного спроса на гостиницы может идти в этом направлении.

В регионах также существует много комплексов, которые раньше строили <по разрядке> и которые в настоящее время пустуют. Такие гостиницы либо будут просто закрываться, либо должны быть переоборудованы под жилые или офисные помещения. Данные о количестве гостиниц определенной категории в Санкт-Петербурге и некоторых других городах приведены в таблице.

Категория	Количество гостиниц				
	Санкт-Петербург	Екатеринбург	Казань	Нижний Новгород	Самара
5*	1	1	Нет	Нет	Нет
4*	3	Нет	Нет	1	Нет
3*	27	1	1	6	2

Даже в таком крупном городе, как Нижний Новгород, в настоящее время действуют всего 19 гостиниц, но за последнее время реконструкцию прошла лишь одна (<Волна>), которая соответствует приблизительно 4-звездочной категории.

В Казани, например, к 3-звездочной категории относится только гостиница <Сафар> и еще около 10 приближаются к этой категории.

В Екатеринбурге власти провели обязательную сертификацию гостиниц на местном уровне. В результате из 36 предприятий только одна гостиница <Атриум-Палас отель> получила категорию 5-звездочной, еще одна близка к 3-звездочной, а уровень других еще ниже.

Экономическая ситуация в региональных центрах не предполагает существенного притока приезжающих из других регионов или из-за рубежа. Поэтому число постояльцев, цели приезда, время проживания и покупательная способность клиентов в ближайшее время не изменятся. Таким образом, единственный путь развития гостиничного сектора - повышение качества проживания и уровня оказываемых услуг.

МОСКВА.

Столичный гостиничный рынок переживает затяжной вялотекущий кризис. Качественных средств размещения не хватает - это препятствует увеличению турпотока. Но тратить деньги на гостиницы среднего сегмента инвесторы не спешат: стоимость их строительства сопоставима с возведением отелей класса люкс, а вложения окупаются в два раза дольше. С другой стороны, верхний сегмент рынка уже заполнен под завязку. Да и спрос ориентирован в основном на три звезды.

По данным Комитета внешних связей правительства Москвы, в городе насчитывается 185 отелей - в общей сложности 73 600 мест, не считая гостиниц на рынках и при посольствах. В соответствии с официальной сертификацией девять отелей относятся к классу "пять звезд": "Националь", "Балчуг Кемпински", "Интур-Пента", "Метрополь", "Марриотт Гранд Отель", "Марриотт-Аврора-Роял", "Президент-отель", "Золотое Кольцо" и "Международная". Семь гостиниц - "Интурист", "Украина", "Савой", "Катерина", "Софител-Ирис", "Протон" и "Марриотт-Тверская" - считаются четырехзвездными. 23 столичных отеля относятся к классу "три звезды". Остальные не аттестованы.

В 2000г. объем доходов, полученных гостиницами Москвы, составил около 10 млрд. руб., что на 25% больше, чем в предыдущем году. Средняя загрузка составила 59%.

ПОКАЗАТЕЛИ ГОСТИНИЦ КАТЕГОРИИ "3 И 4 ЗВЕЗДЫ" ЗА I ПОЛУГОДИЕ 2000 Г.

Название	Кол-во номеров	% загрузки	Ср. цена, \$	Доход, \$ млн
----------	----------------	------------	--------------	---------------

Со звездами царит полная неразбериха. "В одной группе могут оказаться "Марриотт-Тверская" и "Украина", несопоставимые по качеству предоставляемых услуг, - считает Марина Смирнова, начальник информационного отдела ассоциации "Университет гостиничного, туристического и ресторанный бизнеса". - 82% гостиниц по России вообще не имеют никакой звездности. Некоторые просто не прошли сертификацию - например, "Рэдиссон-Славянская", "Шератон-Палас", "Шеротель". По причине такой неопределенности специалисты предпочитают делить рынок на сегменты - верхний, средний, или экономичный, и низкий. В верхнем сегменте работают крупные международные гостиничные сети. Здесь же была сконцентрирована и деловая активность последних лет. "Освоение рынка всегда начинается сверху, потом приходит черед среднего сегмента, в котором меньше прибыли, но и меньше затрат", - объясняет Смирнова. Для дорогих гостиниц времена сейчас не лучшие. "Общие доходы за проживание в гостиницах [верхнего сегмента] в 2000г. примерно равны доходам за 1999г., которые составили всего только 50% от доходов 1998г. Так что кризис еще не преодолен.

За 2000г. средняя стоимость номера в гостиницах класса люкс упала на 15%. Участникам рынка пришлось подстраиваться под политику сети Marriott, которая сбивала ценовую планку. В начале 90-х гг., когда международные сети только пробовали свои силы на московском рынке, начинать его освоение со среднего сегмента было невыгодно и не солидно. Сейчас жесткая конкуренция между отелями класса люкс заставляет потенциальных инвесторов осторожничать. Они выжидают, надеясь на формирование более благоприятной конъюнктуры. Что мешает им инвестировать в экономотели? Загрузка этого сектора в среднем по Москве сейчас составляет 68,2% , против 65,5% в верхнем сегменте. Спрос на экономоклас сейчас очень велик. Многие отели типа "Космоса", "России", "Украины" ориентированы на обслуживание групповых иностранных туристов. Тем более что цены, которые они предлагают - \$50 - 70 для групп и \$100 для индивидуальных, - удовлетворяют потребности рынка. Более того, ценовая политика отелей экономокласа стала в последнее время куда более дальновидной. Раньше руководители отделов продаж таких гостиниц, заключая договора с туроператорами, в ущерб себе шли на значительные скидки. Сейчас, например, "Россия" перестала заключать эксклюзивные договоры с ограниченным числом туркомпаний. Тарифы для всех агентов и операторов теперь едины, а корпоративные скидки сократились с 50% до 20 - 30%. Результаты впечатляют: до 1 февраля этого года выручка гостиницы, по ее собственным данным, составляла около 200 000 руб. в день, сейчас - 1,5 млн. руб.

Другие отели экономокласа также собираются устанавливать нижний ценовой порог. Эксперты прогнозируют, что в предстоящем высоком сезоне цены в среднем сегменте вырастут на 27%. Более того, гостиничного фонда среднего уровня столице явно не хватает.

За последние 10 лет в Москве не было построено ни одного трехзвездного отеля. Даже "Катерина", имевшая три звезды в момент открытия, уже через год повысила классность. И все-таки что-то мешает вкладывать средства в "три звезды". Все дело в деньгах: чтобы построить и раскрутить трехзвездный отель в столице сейчас нужно вложить столько же, сколько и в отель классом выше. А доходы их будут различаться примерно в два раза. По данным компании Andersen Consulting, во всем мире возведение отеля высшего класса обходится примерно в \$100 000 - 150 000, среднего отеля - в \$50 000 - 80 000 за номер. Разница позволяет начать бизнес с меньшими затратами, при примерно равных сроках окупаемости объектов. Поскольку в Москве такого разрыва не существует (строительство трехзвездного отеля всего на 15 - 20% дешевле), пока не находится и инвесторов. "Трехзвездные отели в Москве обходятся столь дорого потому, что большую часть инвестиционной себестоимости составляет аренда земли. А строительные работы сами по себе так дороги, что категория отеля уже не имеет значения, - объясняет Владислав Портнов, руководитель направления по работе с недвижимостью компании UniForst Property Advisers. - Кроме того, в каждый проект закладывается определенная доля

города". В относительных цифрах гостиницы среднего сегмента приносят такой же доход, что и отели верхнего: по данным "Университета гостиничного, туристического и ресторанного бизнеса", прибыль до уплаты налогов составляет около 20 - 25% от оборота, чистая прибыль - 2%. Однако, будучи пересчитаны в рубли, эти проценты указывают на существенную разницу между разными типами гостиниц. Поэтому инвесторам нужны дополнительные доводы. В частности, город собирается предоставлять инвесторам ряд льгот. "На текущий год правительство Москвы выделило 150 млн. руб. налоговых кредитов, предназначенных на реконструкцию и модернизацию гостиничного фонда", - говорит Борис Аверьянов, замруководителя комитета внешних связей. Он обещает, что в ближайшие годы в Москве будет построено 10 - 14 новых трехзвездных отелей.

САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

Из расчета на 1000 жителей в Петербурге вдвое меньше гостиничных номеров, чем в среднестатистическом европейском городе. Восполнить дефицит отелей к грядущему в 2003 г. 300-летию города уже не удастся. Но инвестиционная активность в гостиничном секторе сегодня высока как никогда. Город может твердо рассчитывать на десяток-другой новых отелей к круглой дате.

По данным Комитета по внешним связям городской администрации (КВС), гостиничный сектор Петербурга состоит из 132 объектов размещения (16 472 номера). 70 из них (имеют 11 022 номера) - отели первого, среднего и низкого классов. Остальные объекты - небольшие ведомственные гостиницы и общежития гостиничного типа.

ПЕТЕРБУРГСКИЕ ОТЕЛИ В 2000 Г.		
Название гостиницы	Количество: номеров	Среднегодовая загрузка в 2000 г., %
Гранд Отель "Европа"	301	602
"Невский Палас"	285	566
"Астория" (включая "Англетер")	426	846
"Прибалтийская"	1200	2400
"Октябрьская"	677	1087
"Россия"	368	544
		78,5

По итогам сертификации Госстандарта, 34 гостиницы получили "звездную" категорию. Пять звезд имеют "Гранд Отель Европа" (управляется компанией Kempinski), "Невский Палас" (ITT Sheraton) и "Астория" с "Англетером" (Rocco Forte New HotelsX Group). Уже в июле VIP-перечень пополнится еще одним "грандом" - Radisson SAS Royal Hotel. Это первая гостиница, сооруженная в Петербурге на средства частных инвесторов. Превращение исторического здания XVIII в. в отель класса "люкс" на 164 номера обошлось более чем в \$30 млн.

По подсчетам специалистов КВС, в 2000 г. в 40 гостиницах (70% городского номерного фонда) останавливались 413 000 иностранцев. Вместе с российскими туристами число постояльцев превысило 1 млн. человек. При этом среднегодовая загрузка петербургских отелей составляет примерно 50% и резко (до 50 - 70%) колеблется в течение года. На пике туристического сезона - май-июнь - гостиницы не могут удовлетворить имеющийся спрос. В "мертвый" сезон, приходящийся на декабрь-январь, некоторые из них заселены лишь на 30 - 35%. По мнению Алексея Шаскольского, главного специалиста по корпоративной недвижимости компании "Гамма Групп", ярко выраженная сезонность бизнеса - один из факторов, сдерживающих инвесторов. Впрочем, ситуация постепенно начала выравниваться. В 2000 г. на 8 - 12%, если сравнивать с 1999г., выросла годовая загрузка отелей первого класса. Причем в числе их постояльцев стало больше россиян. 22% клиентов "Астории" и "Англетера" - граждане РФ, в "Невском Паласе" количество наших соотечественников достигло 20%, в "Гранд Отеле Европа" - 16,8%.

Разброс цен на гостиничные услуги чрезвычайно велик. В отелях высшей категории за одноместный стандартный номер "от стойки" просят \$280 - 300/сутки. Правда, с учетом корпоративных и прочих скидок реальная стоимость проживания, например, в "Невском Паласе" в 2000 г. составила \$160/сутки, в "Астории" - \$187. В "Октябрьской" же, например, средний тариф составляет \$44,5. В "России" одноместный номер стоит 550 руб. для россиян и \$26 - для иностранцев.

По расчетам городской администрации, к 2003г. в Петербурге может открыться до 50 малых отелей. Стоимость таких проектов невелика - в среднем от \$500 000 до \$2 млн.

Инвестиционных замыслов с более серьезным бюджетом тоже хватает. Например, этой весной началось строительство торгово-гостиничного комплекса под названием "Владимирский пассаж". Ори-

ентировочная стоимость работ - \$20 млн. В роли инвесторов выступают ОАО "Инвестиционная группа "Отель" и "Стройкорпорация "Элис" (она же заказчик и генподрядчик). Будущая трехзвездная гостиница рассчитана на 300 номеров. Еще один отель такого же класса на Невском проспекте, 89, намерен возвести холдинг "Эко Феникс" (160 номеров). Предварительная смета - \$10 млн. Тем временем и действующие гостиницы не жалеют средств на модернизацию и постепенно приобретают европейский лоск: крупномасштабная реконструкция происходит в "Москве", "Прибалтийской" и "Октябрьской". Практически все новые проекты ориентированы на создание отелей среднего класса. Генеральный директор инвестиционной группы "Отель" Игорь Галицин считает эту рыночную нишу очень перспективной и совершенно неосвоенной. По его словам, иностранные операторы пока не находят в Петербурге ни одной гостиницы, удовлетворяющей западному стандарту трех звезд. Специалисты КВС прогнозируют, что рост спроса на места в гостиницах потребует ввода к 2008г. более 7500 дополнительных номеров, из них около 5500 - в отелях среднего класса.

Город Владимир, общие сведения.

Географическое положение

Владимир, один из самых древних городов России, основан в 990 году Киевским князем Владимиром Святославичем. Владимир расположен в Центральном экономическом районе страны в 180 км. на восток от Москвы и стоит на левом берегу реки Клязьма. Город является административным центром Владимирской области.

Владимир находится в зоне с умеренным континентальным климатом, средняя температура июля +18 градусов Цельсия, средняя температура января -11 градусов Цельсия. Средняя годовая норма осадков 560 мм, примерно 2/3 из этого числа приходится на осадки в виде дождя в тёплое время года.

Площадь земель городской черты	12 380 га.
Число районов	3
Поселки городского типа	2
Сельский населенный пункт	1
Численность населения	357,4 тыс. чел.

Экономическая география

Посредством железных и автомобильных дорог город Владимир интегрирован в экономическое пространство России. Основные грузопотоки осуществляются в направлении Москвы и Нижнего Новгорода, с которыми город Владимир связан автомобильной и железной дорогами. Автомобильная дорога государственного значения М7 Москва - Нижний Новгород, проходящая через Владимир, в настоящее время проходит реконструкцию - расширяется, завершено 85% работ в направлении Владимира. Все автомобильные дороги связывающие Владимир с ближайшими областными и районными центрами - направлений Иваново, Ярославль, Кострома, Рязань имеют твердое покрытие. Допустимая нагрузка на дорожное полотно позволяет осуществлять перевозки тяжелых, до 20 тонн, грузов.

Наличие транспортного коридора в направлении Москвы открывает выход предприятиям города Владимира на рынки Восточной и Западной Европы. В настоящий момент под Москвой строится крупный контейнерный терминал (6 млн. т. контейнеров в год). В районе Нижнего Новгорода так же проектируется строительство контейнерного терминала.

Ближайший крупный аэропорт, способный принимать тяжелые пассажирские и грузовые самолеты находится в 100 км. от Владимира в городе Иваново.

Практически все виды энергоресурсов город импортирует из других регионов России. Поставки угля осуществляются железнодорожным транспортом из Воркуты и Кузбасса. Электроэнергия поставляется электростанциями находящимися в Ленинградской и Костромской областях. Поставки нефтепродуктов осуществляются из Нижегородской области, г. Кстово, «Норси-ойл».

Владимир имеет весьма удобное расположение с точки зрения близости к емким рынкам сбыта потребительских товаров. На карте дана примерная численность населения, проживающего в трех временных зонах. Зоны показывают время, необходимое грузовому автомобилю для подъезда в любой город заданной временной зоны. Как видно на карте в первой временной зоне (1 - 1.5 ч.) проживает до 1 млн. чел., во второй временной зоне (2 - 2.5 ч.) проживает до 2,5 млн. чел., в третьей временной зоне (3 - 3.5 ч.) проживает около 17,0 млн. чел. На карте показаны так же крупнейшие речные и авиационные порты.

Население

Численность населения города Владимира в 1998г. незначительно снизилась по сравнению с 1997г. и составила на начало 1999г. 360,9 тыс. чел., из них в городе проживают 339,2 тыс. чел., в пригородах 21,7 тыс. чел.

Из постоянно проживающего населения (зарегистрировано 357,4 тыс. чел.) 52,9% составляют женщины и 47,1% мужская часть населения. Ниже в таблице приведена возрастная структура населения города Владимира.

Отраслевой обзор экономики города

(по материалам гос. статистики).

Владимир, с расположенными на его территории 8 научно-исследовательскими институтами и более 620 промышленными предприятиями (в том числе 84 крупных и средних) различных форм собственности, является крупным промышленным и научно-техническим центром, имеющим многоотраслевую структуру хозяйства. Более 33 % работающего населения города занято в промышленном производстве.

Промышленный потенциал города определяется предприятиями таких отраслей, как машиностроение, электроэнергетика, химическая, промышленность строительных материалов, пищевая промышленность. Ряд предприятий города обладает наукоемкими производствами и имеют высококвалифицированные кадры. Изменения в сторону выпуска продукции гражданского назначения произошли, практически на всех предприятиях ранее относящихся к военно-промышленному комплексу.

Основные отрасли промышленности города - **машиностроение и электроэнергетика**. В общем объеме производства она занимает около 43% и 32% соответственно.

Машиностроительный комплекс представлен производственными предприятиями:

- ООО "Автоприбор",
- ОАО "Владимирский электромоторный завод",
- ОАО "Владимирский тракторный завод",
- ГП Владимирское производственное объединение "Точмаш",
- ГУП РФ "Владимирский завод "Эталон",
- ОАО научно-производственное объединение "Магнетон" и др.

Они специализируются на выпуске автомобильного оборудования, электродвигателей различных модификаций, пропашных тракторов, дизельных двигателей воздушного охлаждения, счетчиков учета расхода воды и газа, на выпуске средств измерения температуры, различных видов магнитов и др.

Химическая промышленность составляет около 8 % от общего производства города и занимает третье место.

Основными предприятиями, работающими в этой отрасли, являются:

- ОАО "Владимирский химический завод",
- ОАО "Завод пленочных материалов",
- ОАО "Профиль"
- и ряд предприятий, созданных при реорганизации Всесоюзного научно-исследовательского института синтетических смол (ВНИИСС): ООО научно-производственное предприятие "Макромер", ЗАО "Мембраны".

Они производят пластифицированные и непластифицированные поливинилхлоридные материалы, лапролы, полиэтилентерефталатные (лавсановые) и полиэтиленовые термоусадочные пленки, профильные строительные и уплотняющие изделия из поливинилхлорида, мембранные системы по очистке воды, композиции на основе эпоксидных смол, автохимию.

Пищевая промышленность города занимает четвертое место в общем объеме производства и составляет 7,8% . Представлена перерабатывающими предприятиями:

- ОАО "Владимирский хлебокомбинат",
- ОАО "Владимирские макаронны",
- ОАО "Владалко",
- ОАО "Мукомол",
- ОАО Пивобезалкогольный комбинат "Владимирский",
- фирма "Галлея" и др.

Предприятия пищевой промышленности обеспечивают город продуктами питания, а также поставляют продукцию в соседние города и области.

Пищевая промышленность является одной из экономически стабильных и наиболее развивающихся отраслей в городе. Несмотря на то, что производство некоторых продуктов, главным образом мясопродуктов и цельномолочной продукции переживает спад, производство других продуктов остается стабильным, а в некоторых случаях расширяется. Причиной этого является: постоянный спрос, малая величина эластичности спроса, наличие муниципальной поддержки этой отрасли.

Предприятия пищевой промышленности Владимира оснащены оборудованием российского и зарубежного производства, большая часть которых было приобретено в течение последних 10-13 лет.

ООО «МЭН»

В 1999 году создано и успешно функционирует финансово-промышленная группа ЗАО "Владимир-Ополье" **Строительная отрасль**, занимающая пятое место в общем объеме производства, в городе представлена строительными подрядчиками и производителями стройматериалов. Местные заводы:

- ОАО "Владимирский завод железобетонных изделий",
- ОАО "Комбинат промышленных предприятий",
- ОАО "Владимирский завод железобетонных конструкций",
- ЗАО "Стройдеталь" и ряд других,

производят железобетонные конструкции, кирпич, плитку, деревянные конструкции, цементные добавки, и др. Реализация стройматериалов ограничена Российским рынком. Некоторые фирмы удачно расширяют свои рынки. Экспорт занимает небольшой объем. С 1992 года в городе появились небольшие частные строительные предприятия, занимающиеся подрядным строительством частных домов, ремонтными работами и мелким производством строительных материалов. Строительство жилья в данный момент финансируется не только из городского бюджета, но также некоторыми частными предприятиями или самими жильцами. В настоящее время осуществляется множество маленьких строительных проектов, в отличие от высотных многосемейных домов, характеризующих Советские города.

Легкая промышленность представлена следующими предприятиями:

- ОАО "Обувная фабрика "Виттория",
- ООО "Владимирский трикотаж",
- ТОО "Детская одежда".

КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ОЦЕНИВАЕМОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

Современный 15-этажный комплекс «ГОСТИНИЦА» - один из крупнейших во Владимире, принимает российских и иностранных туристов и бизнесменов.

В гостинице, располагающей только одно-, двухместными и полу люкс номерами, с комфортом могут разместиться 350 человек.

К услугам гостей ресторан на 120 мест с национальной русской и европейской кухней, два бара, банкетный зал, казино, бильярдная, ночной дансинг-клуб, сауна, художественный салон, пункт обмена валюты, таксофоны междугородной и международной связи, туристическое бюро, парикмахерская, охраняемая стоянка автомобилей.

Отдыхая в комплексе «ГОСТИНИЦА», Вы сможете организовать экскурсию по древнему Владимиру и познакомиться с его знаменитыми памятниками архитектуры, побывать в уникальном городе-музее Суздалье и других старинах городах Владимирщины: Муроме, Гороховце, Александрове, Юрьев-Польском, а также посетить город стеклодувов Гусь-Хрустальный.

Полное фирменное наименование: Закрытое акционерное общество «ГОСТИНИЦА»;

Местонахождение общества: Российская Федерация, г. Владимир, ул. XXXXXXXXXXXX;

Государственная регистрация: 12.03.1993г., свидетельство №XXXXXXXX.

Численность работающих в ЗАО «ГОСТИНИЦА»: 72 человека.

Характеристика Основных Фондов АО «ГОСТИНИЦА» приведена в *Приложении 2*.

Акции предприятия

Уставный капитал 147 861 руб. (на момент акционирования).

Акции предприятия простые – количество 49 287 штук. Номинал акции 3 рубля.

На 1.08.2000 г. держателями акций компании являются:

51% акций размещены по закрытой подписке среди членов трудового коллектива, (25 137 штук).

35% акций (17 250 штук) принадлежит Российскому фонду федерального имущества.

Оставшаяся часть акций (6 900 штук) находится у мелких акционеров.

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ.

Анализ финансового состояния предприятия включает в себя анализ бухгалтерских балансов и отчетов о финансовых результатах оцениваемого предприятия за прошедшие годы. Это сделано в целях выявления тенденций в его деятельности и определения основных финансовых показателей.

Финансовый анализ - это ключевой этап оценки, так как он служит основой понимания истинного положения предприятия и степени финансовых рисков. Результаты финансового анализа непосредственно влияют на прогнозирование доходов и расходов предприятия; на определение ставки дисконта, применяемой в методе дисконтированного денежного потока.

Анализ основывался на финансовой информации, аудиторская проверка которой не проводилась. В ходе настоящего исследования инвентаризация активов не проводилась.

Данный анализ носит ограниченный характер, поскольку достаточно высокие темпы инфляции за анализируемый период, особенно резкий скачок курса доллара в августе 1998г. затрудняет ретроспективный анализ. Провести пересчет рублевых сумм в доллары нельзя, так как происходило неравномерное изменение цен на различные группы активов;

Финансовый анализ проводился на основании бухгалтерских отчетов АО «ГОСТИНИЦА».

Расчеты выполнены в *Приложении 1*.

Анализ бухгалтерской отчетности за 2002г. (все данные по отгрузке)

В соответствии с п. 139 Методических рекомендаций о порядке формирования показателей бухгалтерской отчетности при анализе показателей баланса организации следует исчислять сравнительную оценку показателей ликвидности (платежеспособности).

Бухгалтерские документы были приняты без их дополнительной проверки и подтверждения. Все расчеты приведены в приложении (Таб. Фин_анализ).

Показатели оценки удовлетворительности структуры баланса (по ф. № 1)

Коэффициент текущей ликвидности (К ₁)	$\frac{с.290}{с.(690 - 640 - 650 - 660)}$	0,42	Нормативное значения показателя равно 2 Отражает обеспеченность организации оборотными средствами для погашения текущих краткосрочных обязательств.
Коэффициент обеспеченности собственными средствами (К ₂)	$\frac{с.490 - с.190}{с.290}$	-1,37	Нормативное значение равно 0,1 Устанавливает обеспеченность организации собственными средствами для пополнения оборотных средств и ведения хозяйственной деятельности

Резюме: Показатели удовлетворительности структуры баланса для данного предприятия, имеют отрицательную структуру. Организация не обеспечена оборотными средствами для погашения краткосрочных обязательств. И не имеет возможности пополнять собственные оборотные средства из собственных средств. Соответственно мы видим из формы номер два с. 010 –9038820(реализация), с.020-5334616(себестоимость), такая доля дохода ничтожна мала для предприятий этой сферы бизнеса.

Коэффициенты движения и состояния основных средств (по ф. № 5)

Коэффициент поступления (К _о) (обновления)	$\frac{с.370(зр.4)}{с.370(зр.6)}$	0,001	Характеризует долю вновь введенных в эксплуатацию основных средств в общей стоимости основного капитала на конец года, а также степень его обновления.
Коэффициент выбытия (К _в)	$\frac{с.370(зр.5)}{с.370(зр.3)}$	0,001	Характеризует долю выбывших основных средств в общей стоимости основного капитала на начало года.
Коэффициент износа (К _и)	$\frac{с.394}{с370}$	0,009	Характеризует степень изношенности основных средств организации.
Коэффициент годности (К _г)	1-К _и	0,991	Характеризует долю основных средств, которые могут использоваться в хозяйственной деятельности (неизношенную часть основных средств)

Резюме: Данная группа коэффициентов практически не несет информации так как стоимость машин и оборудования ничтожна мала по сравнению со стоимостью здания гостиницы. Но это вполне типично для данного вида бизнеса.

Коэффициенты эффективности использования внеоборотного капитала и инвестиционной активности (по формам отчетности)

Эффективность внеоборотного капитала (фондоотдача) (К _{фо})	$\frac{стр .010 (ф .№ 2)}{стр .120 (ф .№ 1)}$	0,445	Показывает, какая сумма выручки от продажи приходится на единицу стоимости основных средств. Характеризует эффективность использования ОС, соответствие общего объема ОС масштабу бизнеса
Коэффициент фондоёмкости (К _{фе})	$\frac{стр .120 (ф .№ 1)}{стр .010 (ф .№ 2)}$	2,245	Показатель обратный фондоотдаче Отражает потребность в основном капитале на единицу стоимости результата
Коэффициент амортизационности (К _а)	$\frac{стр .394 (ф .№ 5)}{стр .010 (ф .№ 2)}$	Очень близок к нулю	Отражает долю амортизации ОС в общей сумме выручки от продажи, а следовательно в себестоимости Рост значения этого показателя свидетельствует об отрицательной тенденции в деятельности организации, одновременно подчеркивает степень изношенности основного капитала
Коэффициент инвестиционной активности (К _и)	$\frac{стр.(130+135+140)(ф.№1)}{стр.190(ф.№1)}$	Данные не могут быть рассчитаны нет вложений	Характеризует инвестиционную активность организации. Исчисляет объем средств, направленных организацией на модификацию и усовершенствование собственности и на финансовые вложения в другие организации. Низкое значение показателя свидетельствует о неверной стратегии развития организации, не уделяющей должного внимания расширению сфер деятельности и изысканию резервов получения дополнительных доходов.

ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА МЕТОДОВ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Обзор и обоснование выбора методов оценки.

Оценку бизнеса осуществляют с позиции трех подходов: доходного, затратного и сравнительного. Каждый подход позволяет подчеркнуть определенные характеристики объекта оценки.

Затратный подход рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Данный подход представлен двумя методами: *метод стоимости чистых активов* и *метод ликвидационной стоимости*.

Метод стоимости чистых активов основан на анализе активов и пассивов предприятия. Данный метод используется при оценке действующего предприятия в случае невозможности достаточно точного определения прибыли или денежного потока в будущем или при оценке вновь возникшего предприятия, не имеющего ретроспективных данных о прибылях, а также обладающего значительными материальными и финансовыми активами.

Метод ликвидационной стоимости позволяет оценить сумму, которую можно получить в случае ликвидации предприятия, например, распродажи его по частям.

От размера оперируемого пакета зависит возможность влияния акционера на развитие предприятия, дивидендную политику компании. В таблице приведены данные о размерах пакетов акций, существенных возможностях их использования, а также указаны методы оценки, предпочтительные для каждого конкретного случая.

Размер пакета акций, %	Возможности держателя пакета акций	Предпочтительный метод оценки
Менее 10	Контроль за деятельностью предприятия практически отсутствует, возможно лишь получение дивидендов или продажа пакета	Дивидендный подход (Сравнимых продаж – если есть котировки на фондовом рынке)
От 10 до 25	Способность блокирования некоторых решений, касающихся развития предприятия, при взаимодействии с другими акционерами, возможность стать инициатором собрания.	Дивидендный подход (Сравнимых продаж – если есть котировки на фондовом рынке)
От 25 до 51	Возможность самостоятельно блокировать некоторые решения, касающиеся развития предприятия. В большинстве случаев право выдвижения кандидата в совет директоров	Оценка на основе доходности акций и анализа их распыленности, метод сравнимых продаж (при наличии котировок на фондовом рынке)
От 51 до 75	Возможность проведения на собрании обычных решений, действенный контроль за деятельностью предприятия и советом директоров.	Оценка на основе будущих денежных поступлений, метод чистых активов, метод сравнимых продаж (при наличии котировок на фондовом рынке)

Сравнительный подход базируется на утверждении, что рыночная стоимость компаний находящихся в одной стране и относящихся к одной отрасли, а также имеющих сходные производственные и финансовые характеристики, будет различаться незначительно. Информация об аналогах может браться как с отечественного, так и с зарубежного фондового рынка, но в случае использования зарубежных аналогов в расчетах должна быть учтена поправка на различный уровень страхового риска.

Метод предусматривает использование информации по открытым компаниям, акции которых обращаются на фондовом рынке, или информации о сделках купли-продажи бизнеса целиком.

В рамках данного подхода используются следующие методы оценки предприятия:

метод рынка капитала - основан на ценах на акции сходных компаний на отечественном и зарубежном фондовом рынке;

метод сделок - основан на ценах приобретения контрольных пакетов акций в сходных компаниях;

метод отраслевой оценки - основан на специальных формулах или ценовых показателях, используемых в различных отраслях.

В основе **доходного подхода** лежит прогнозирование дохода и риска, связанного с получением данного дохода. Чем выше риск, тем большую отдачу вправе ожидать инвестор. Анализ “риск-доходность” является на сегодняшний день самым современным и наиболее эффективным при выборе объекта инвестирования.

В качестве дохода могут выступать: денежный поток, прибыль, дивиденды. В российской практике наиболее обоснованным выглядит использование в качестве показателя дохода денежный поток. Связано это с тем, что прибыль является, во-первых, показателем сильно меняющимся, и, во-вторых, возможно сильно заниженным.

При использовании доходного подхода могут быть использованы два метода: метод капитализации и метод дисконтирования денежных потоков. Каждый из методов имеет особенности применения.

Метод капитализации базируется на прогнозировании величины дохода на один год вперед. После чего, определяется уровень риска, связанный с получением данной величины потока, который находит свое отражение в коэффициенте капитализации. Делением дохода на данный коэффициент определяется рыночная стоимость предприятия. На первый взгляд, данный метод может быть легко использован в России, поскольку долгосрочное прогнозирование затруднено постоянными изменениями в законодательной базе, сложной экономической обстановкой в стране, нестабильностью политической ситуации и т.д. Однако метод капитализации может быть использован только в случае, если доход предприятия является относительно стабильной значительной положительной величиной, и будет оставаться на том же уровне, что в условиях экономической нестабильности встречается крайне редко. Кроме того, составление прогноза по методу капитализации базируется на динамике денежного потока в предыдущие года. В развитых странах анализируются тренды за 5-7 лет. В нашей стране это невозможно, хотя бы потому, что высокие темпы инфляция и кризис 1998г. сильно исказили финансовую информацию. Таким образом, динамика денежного потока и небольшая глубина ретроспективных данных не благоприятствуют использованию метода капитализации.

Метод капитализации дивидендов. Суть данного метода заключается в том, что стоимость акций компании, у которых выплачиваемые дивиденды не растут, просто равна капитализированной стоимости годового дивиденда. Чтобы найти капитализированную стоимость дивидендов, надо разделить годовой дивиденд на требуемую норму доходности, которая действительно является нормой капитализации.

Метод дисконтирования денежных потоков основывается на более сложном подходе к прогнозированию. Прогноз охватывает период от трех до пяти лет. В зарубежной практике на ближайшие пять лет рассчитываются конкретные величины дохода, на последующие пять лет определяются темпы развития предприятия (в случае их отличия от среднеотраслевой тенденции) и, наконец, на весь последующий срок существования предприятия закладываются среднеотраслевые темпы роста. В России и этот метод неприменим в таком классическом варианте. В связи с изменчивостью деловой среды, отсутствием планов развития на предприятиях, а также отсутствием долгосрочных отраслевых прогнозов, приходится сокращать период конкретного планирования, а в качестве темпов роста предприятия в пост прогнозном периоде брать прогнозируемые темпы роста экономики в целом и накладывать на них ограничения, связанные с конкретным предприятием. Несмотря на это, метод дисконтированных денежных потоков позволяет в большей степени, чем метод капитализации, учесть особенности развития предприятия и тем самым более точно спрогнозировать будущее компании.

Обоснование выбора метода оценки.

Оценка стоимости имущества предприятия несколькими подходами очерчивает границы обоснованной рыночной стоимости. При этом оценщик не обязан использовать все имеющиеся подходы. Можно ограничиться лишь теми, которые более всего соответствуют ситуации.

Проведенный анализ стоимости активов предприятия позволяет сделать заключение, в связи со специфичностью данного бизнеса оценщик применит все три подхода.

ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА).

Затратный подход, оценка методом чистых активов.

Метод чистых активов позволяет оценить предприятие с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим. Суть данного метода заключается в том, что все активы предприятия (здания, сооружения, машины и оборудование, запасы, дебиторская задолженность, финансовые вложения и т.д.) оцениваются по рыночной стоимости. Далее из полученной суммы вычитают стоимость обязательств предприятия. Итоговая величина показывает рыночную стоимость всего собственного капитала (100 % акций).

Для проведения адекватной оценки этим методом необходимо внести поправки в баланс предприятия, проведя предварительную оценку обоснованной рыночной стоимости каждого актива в отдельности.

В рамках настоящего отчета оценка собственного капитала определялась согласно Приказа Министерства финансов от 5 августа 1996 года №71 и приказа ФКЦБ от 5 августа 1996 года №149 "О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ".

Общий подход к оценке пакета акций включает в себя следующие этапы:

1. Определение стоимости всего предприятия (100% пакета акций), методом скорректированных чистых активов;
2. Определение величины скидок, если таковые необходимы, вычитаемых из пропорциональной данному пакету доли в стоимости предприятия (на недостаточный контроль и на ликвидность).

В основу метода чистых активов положен анализ и перестройка балансового отчета предприятия. Данный метод предусматривает суммирование чистой стоимости активов предприятия с последующим вычитанием из этой суммы его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала. В ряде случаев возможна корректировка некоторых статей балансов с целью более точного отражения в них стоимости активов.

Министерство финансов совместно с Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг утвердило порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ, который вступил в силу с 1 октября 1996г. (Приказ Минфина России от 5 августа 1996г. №71, ФКЦБ от 5 августа 1996г. №149).

Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ:

1. Оценка имущества, средств в расчетах и других видов активов предприятия производится в *Расчете чистых активов предприятия*.
2. Чистые активы - это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету.
3. Активы, участвующие в расчете, - это денежное и не денежное имущество акционерного общества, в состав которого включаются по балансовой стоимости следующие статьи: внеоборотные активы, отражаемые в первом разделе баланса, за исключением балансовой стоимости собственных акций общества, выкупленных у акционеров.

При этом при расчете величины чистых активов принимаются учитываемые в первом разделе бухгалтерского баланса нематериальные активы, отвечающие следующим требованиям:

а) непосредственно используемые обществом в основной деятельности и приносящие доход (права пользования земельными участками, природными ресурсами, патенты, лицензии, ноу-хау, программные продукты, монопольные права и привилегии, включая лицензии на определенные виды деятельности, организационные расходы, торговые марки, товарные знаки и т. п.);

б) имеющие документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением (созданием);

в) право общества на владение данными нематериальными правами должно быть подтверждено документом (патентом, лицензией, актом, договором и т. п.), выданным в соответствии с законодательством Российской Федерации:

- по статье прочие внеоборотные активы в расчет принимается задолженность акционерного общества за проданное ему имущество;
- запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы, показываемые во втором разделе бухгалтерского баланса, за исключением задолженности участников (учредителей) по их вкладам в уставный капитал и балансовой стоимости собственных акций, выкупленных у акционеров.

При наличии у акционерного общества на конец года оценочных резервов по сомнительным долгам и под обесценение ценных бумаг показатели статей, в связи с которыми они созданы, принимаются в расчет (показываются в *Расчете*) с соответствующим уменьшением их балансовой стоимости на стоимость данных резервов.

ООО «МЭН»

4. Пассивы, участвующие в расчете- это обязательства акционерного общества, в состав которых включаются следующие статьи:
 - статья 4-го раздела бухгалтерского баланса- целевые финансирование и поступления;
 - статьи пятого раздела баланса - долгосрочные обязательства банкам и иным юридическим и физическим лицам;
 - статьи шестого раздела баланса - краткосрочные обязательства банкам и иным юридическим и физическим лицам; расчеты и прочие пассивы, кроме сумм, отраженных по статьям «Доходы будущих периодов» и «Фонды потребления».
5. Оценка статей баланса, участвующих в расчете стоимости чистых активов, производится в валюте Российской Федерации по состоянию на 31 декабря отчетного года.

Данный метод расчета стоимости предприятия соответствует международным принципам бухгалтерского учета и широко используется при определении стоимости чистых активов АО.

В расчёте использовался баланс предприятия на 31 декабря 2001г. При оценке стоимости чистых активов балансовая стоимость активов корректировалась с учетом их рыночной стоимости.

Ниже представлен алгоритм реализации метода:

1. Суммируются статью баланса предприятия:
 - Остаточная стоимость нематериальных активов;
 - Остаточная стоимость основных средств;
 - Оборудование к установке;
 - Незавершенные капитальные вложения;
 - Долгосрочные финансовые вложения;
 - Прочие необоротные активы;
 - Производственные запасы;
 - Животные;
 - Остаточная стоимость МБП;
 - Незавершенное производство;
 - Расходы будущих периодов;
 - Готовая продукция;
 - Товары;
 - Прочие запасы и затраты;
 - Товары отгруженные;
 - Расчеты с дебиторами;
 - Авансы, выданные поставщикам и подрядчикам;
 - Краткосрочные финансовые вложения;
 - Денежные средства;
 - Прочие оборотные активы;ИТОГО активы предприятия:
2. Суммируются обязательства (задолженности) предприятия по пассиву баланса:
 - Целевое финансирование и поступления;
 - Арендные обязательства;
 - Долгосрочные кредиты банков;
 - Долгосрочные займы;
 - Краткосрочные кредиты банков;
 - Кредиты банков для работников;
 - Краткосрочные займы;
 - Расчеты с кредиторами;
 - Авансы, полученные от покупателей и заказчиков;
 - Расчеты с учредителями;
 - Резервы предстоящих расходов и платежей;- Прочие краткосрочные пассивы;
ИТОГО пассивы предприятия:
3. Из суммы активов (п.1) вычитается сумма пассивов (п.2).
4. К полученной разности прибавляется рыночная стоимость земельного участка, (земельный участок не оценивался).

Корректировка статей баланса в целях оценки стоимости предприятия заключается как в нормализации бухгалтерской отчетности (в том числе статей баланса), так и в пересчете статей актива и пассива баланса в текущие цены.

Пересчет статей актива баланса предприятия в текущие цены состоит:

- В определении рыночной стоимости основных средств и нематериальных активов;

ООО «МЭН»

- В определении фактической текущей стоимости «незавершенки»;
- В анализе и оценке долгосрочных финансовых вложений;
- В анализе и оценке по текущим ценам запасов, затрат и денежных средств;
- В анализе и определении текущей стоимости имеющихся у предприятия задолженностей.

После корректировки статей баланса предприятия можно рассчитать чистую стоимость его активов по приведенному выше алгоритму.

Корректировка статей баланса

Балансовая стоимость чистых активов рассчитана по состоянию на отчетную дату, ближайшую к дате, на которую производится оценка и скорректирована:

Оценка строений

Оценка зданий и сооружений производилась на основе затратного подхода, т. е. на предположении, что затраты на строительство оцениваемого объекта (с учетом накопленного износа) являются приемлемым ориентиром для определения стоимости объекта.

Этот подход реализовался в несколько этапов:

- Рассчитывается восстановительная стоимость или стоимость замещения строений.
- Рассчитываются все виды износа строений не устранимый и устранимый.
- Вычитается величина общего износа строений из затрат на воспроизводство или замещение объекта.

Существуют четыре основных метода определения восстановительной стоимости (или стоимости воспроизводства), или стоимости замещения, объекта:

- Сравнительной единицы измерения (или удельной стоимости);
- Поэлементный;
- Сметный;
- Индексный.

В расчетах использовались сравнительная единица измерения (или удельная стоимость).

Неустраняемый износ объектов определялся по сроку экономической жизни объекта, устранимый износ путем сопоставления фактических дефектов строительных элементов с удельной стоимостью (нормативным перечнем повреждений).

Итоговая стоимость объектов недвижимости на основании произведенных расчетов стоимость зданий, с учетом износа составляет: 38 096 587 рр.

Оценка машин и оборудования

Состав машин и оборудования, находящихся на балансе предприятия, представлен в Приложении.

При оценке машин и оборудования использовались метод прямого сравнительного анализа продаж, с последующими корректировками на соответствующие различия, на доставку, монтаж и наладку. Рассчитывался оценочный (экспертный) износ, определяли его как действительную потерю стоимости.

Расчетная стоимость машин и оборудования составляет: 206 702 рр.

Оценка оборотных активов

Приняты по балансу. Стоимость оборотных активов: 309 802 рр.

Незавершенное строительство. Отсутствует.

Оборудование к установке. Отсутствует.

Дебиторская задолженность.

Дебиторская задолженность принята по балансу: 1 069 796 рр.

Денежные средства.

Статья денежные средства принята по балансу: 449 377 рр.

Пассивы.

На убытки прошлых лет оценщиком применен коэффициент 0,9: 4 015 421 рр.

Краткосрочные пассивы приняты по балансу: 4 379 621 рр.

Расчеты выполнены в *Приложении 2*.

Описание наиболее важных факторов, влияющих на стоимость предприятия

Влияние контрольного и неконтрольного участия в предприятии на его стоимость: Степень контроля над предприятием влияет на оцениваемую стоимость этого предприятия и зависит от возможности осуществлять те или иные права, связанные с этим контролем. К таким правам можно отнести избрание членом совета директоров и внесение изменений в направление работы предприятия, возможности приобретения, продажи и ликвидации активов предприятия, утверждения отчетов о результатах деятельности предприятия.

В нашем случае оценивается 100% пакет акций предприятия, *Влияние на стоимость предприятия ликвидности его активов:* Стоимость предприятий, имеющих высокую ликвидность активов, гораздо выше стоимости предприятий с низкой ликвидностью активов. С этим положением связано правило, что акции АО, как правило, стоят выше, чем акции закрытых акционерных обществ. Более низкая стоимость акций ЗАО связана так же с ограничениями на права собственности по ним, которые, как правило, имеются в ЗАО.

Влияние организационно правовой формы предприятия на его стоимость: К открытым с точки зрения оценки предприятиям относятся акционерные общества открытого типа. К закрытым с точки зрения оценки предприятиям относятся предприятия других организационно правовых форм. Информацию о закрытых предприятиях трудно обнаружить в открытой печати. Необходимо учитывать различия между открытыми и закрытыми организациями, которые состоят в следующем:

- инвестиции в ЗАО вкладывают на более продолжительный срок, чем в открытые;
- в ОАО легче формировать диверсифицированный портфель инвестиций, чем в закрытых;
- ЗАО имеют ограничения в правах на распоряжения акциями данного предприятия.

В нашем случае скидка на «закрытость» оцениваемого предприятия не применялась.

Влияние управленческого персонала на стоимость предприятия: Стоимость предприятия в значительной степени зависит от квалификации управленческого персонала. В нашем случае не делается корректировка стоимости предприятия в связи с отсутствием информации о квалификации управленческого персонала.

Влияние технического состояния активов на стоимость предприятия: Важным фактором, определяющим уровень стоимости предприятия, является техническое состояние активов предприятия: степень изношенности внеоборотных активов, их прогрессивность и качество, состояние и качество запасов и других оборотных активов.

Понятие контроля над собственностью связано с соотношением между оцениваемой долей и всем предприятием. Главным фактором, влияющим на стоимость пакета в сопоставлении со стоимостью всего предприятия, является степень контроля над предприятием, обеспечиваемая данным пакетом. Понятие реализуемости относится к ликвидности пакета, т.е. к тому, насколько быстро и с какой вероятностью он может быть обращен в деньги по усмотрению владельца.

Для ценных бумаг, котирующихся на фондовых биржах, определение премии за контрольность (или скидки на миноритарный характер пакета) производится путем сопоставления данных по ежедневным сделкам с неконтрольными пакетами и по продажам контрольных пакетов (на специализированных аукционах, при переходе контрольных пакетов акций из рук в руки иным способом).

Сделок с акциями общества не зафиксировано, поэтому расчет скидок производится на основании степени контроля, т.е. того набора прав, которым обладает владелец пакета по управлению обществом. Отсутствие каких-либо скидок предполагается у пакетов от 76% до 100%. Контрольный характер пакета от 51% до 75% предполагает некоторые ограничения при решении отдельных вопросов по управлению обществом, что по данным Агентства диктует применение величины минимальной скидки на неконтрольность пакета.

По данным специализированных компаний, отслеживающих и анализирующих подобную информацию, премии за контрольный характер составляют в настоящий момент от 30 до 300 % (по России).

Скидки на низкую ликвидность оцениваемого имущества предприятия и контрольный пакет акций не применялись.

Стоимость объекта оценки методом скорректированных чистых активов: 31 761 267 рр.

Расчеты выполнены в *Приложении 2*.

Рыночная стоимость бизнеса АО "ГОСТИНИЦА" (100% пакета акций), определенная затратным подходом составляет: 31 761 267 рр., без НДС.

Доходный подход.

В общем, виде доходный подход состоит в определении текущей стоимости объекта имущества как совокупности будущих доходов от его использования и реализуется методом дисконтированных чистых доходов. Чтобы применить доходный подход, надо спрогнозировать будущие доходы на несколько лет эксплуатации объекта. По сложившейся практике, в странах с развитой рыночной экономикой, прогнозный период для оценки предприятия может составлять, в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации, от 5 до 10 лет. В странах с переходной экономикой, где велик элемент нестабильности, и адекватные долгосрочные прогнозы особенно затруднены, допустимо сокращение прогнозного периода от 3 до 5 лет.

Чистый доход представляет собой разность между выручкой от реализации и суммой затрат на производство и реализацию продукции. Причем в сумму затрат не входит амортизация.

Шаг и горизонт расчета

Оценка предстоящих затрат и результатов при определении эффективности осуществляется в пределах расчетного периода. Его продолжительность (горизонт расчета) выбирается исходя из продолжительности создания, эксплуатации и ликвидации (продажи) объекта, достижения заданных характеристик прибыли, требований инвестора. Учитывая неопределенность положения на отечественном рынке, горизонт расчета в нашем случае принимаем: 5 лет.

Горизонт расчета измеряется количеством шагов расчета. Шаг расчета выбирается исходя из устойчивости проекта на данной стадии: реализации, темпов операционной деятельности, частоты получения доходов и расходов, удобств расчета.

В настоящем отчете шаг расчета выбран равным одному году.

При анализе стоимости гостиницы оценщик исходил из максимально принятого горизонта расчета.

Через шесть лет производится продажа предприятия по терминальной стоимости.

Проведение анализа и подготовка прогноза расходов

Для оценки бизнеса важны две классификации издержек. Первая- это деление издержек на *постоянные и переменные*, то есть, в зависимости от их изменения при изменении объемов производства.

Постоянные издержки не зависят от изменения объемов производства (к примеру, административные и управленческие расходы; амортизационные отчисления; расходы по сбыту, за вычетом комиссионных; арендная плата; налог на имущество и т.д.).

Переменные же издержки (сырье и материалы; заработная плата основного производственного персонала; расход топлива и энергии на производственные нужды) обычно считают пропорциональными изменению объемов производства.

Классификация издержек на постоянные и переменные используется, прежде всего, при проведении анализа безубыточности, а также для оптимизации структуры выпускаемой продукции.

Вторая классификация- это разнесение издержек на прямые и косвенные. Она применяется для отнесения издержек на определенный вид продукции.

Переменные расходы

При расчете переменных расходов использовались данные представленные Заказчиком за первый квартал 2002г., без учета НДС:

- Затраты на управление и охрану помещений (ФОТ):	2 266 886 рр.
- Хозяйские расходы:	2 635 228 рр.
- Коммунальные платежи, оплата услуг сторонних организаций:	2 321 857 рр.
- Прочие затраты:	1 479 097 рр.

Неотъемлемой частью расходов собственника являются имущественные, земельные и др. налоговые платежи. В настоящем отчете принимаем следующие платежи: налоги на ФОТ (36,6%), прибыль (24%); земельные платежи (353 028 рр. в год.), на имущество (2% от остаточной стоимости ОФ).

Расходы на ремонт (восстановление устранимого износа).

Для текущего ремонта предприятия и приобретения необходимого оборудования, собственник понесет определенные расходы. Оценщиком принята наиболее вероятная величина- 0,5% от потенциального валового дохода.

Необходимость в заемных средствах.

Для восстановления основных фондов предприятия (устранение устранимого износа), приобретения дополнительного оборудования собственник привлекает заемные средства в виде кредита в 2002г на сумму: 12 000 000 рр. В том числе необходима срочная замена 3 лифтов (оборудование и монтаж порядка 2,5 млн. рр.), письмо Владимирского филиала ООО «Отис лифт».

Погашение кредитных средств производится в течении 2002 - 2005 гг..

При определении износа здания гостиницы (затратный подход), приведенные к дате оценки проценты за кредит: 4 945 393 рр., приняты как функциональный износ.

Проведение ретроспективного анализа валовой выручки.

В расчетах, на базовый 2002г., принимались данные АО «ГОСТИНИЦА» за 2001г. и 1 квартал 2002г., с последующей индексацией.

Доход (реализация) на 2002г. составляет: 18 753 479,5 рр, с НДС.

Разница между доходом, коэффициент загрузки 0,65 (средний по отрасли для 3-х звездочных гостиниц) и фактическим доходом 1 607 460 рр, принята как внешний износ при определении износа здания гостиницы (затратный подход).

Расчет прогнозируемых доходов, расходов, амортизации и инвестиций выполнен в Приложении 3.

Метод дисконтированных денежных потоков

Вывод показателя чистого денежного потока на основе показателя чистой прибыли.

Знак	Нормализованный чистый доход (чистая прибыль после уплаты налогов)
плюс	Нормализованные амортизационные отчисления
минус	Ожидаемые капитальные затраты
плюс (минус)	Текущий нормализованный баланс оборотного капитала, умноженный на ожидаемый темп роста (или снижения). Когда компания растет, наличность должна быть инвестирована в возросшие объемы оборотного капитала. Такие дополнительные инвестиции наличности дают сокращение денежного потока. Поэтому прирост оборотного капитала должен вычитаться из нормализованного чистого дохода, тогда как сокращение оборотного капитала следует добавлять к показателю чистого дохода.
плюс (минус)	Баланс текущей долгосрочной задолженности, умноженной на ожидаемый темп роста компании. Будущий рост, как правило, ведет к увеличению задолженности компании. Рост задолженности должен быть прибавлен к нормализованному чистому доходу, чтобы, в конечном счете, перейти к чистому денежному потоку.
Итого	Чистый свободный денежный поток

Приведенная выше схема расчета иллюстрирует одну из двух существующих в мировой практике моделей денежного потока.

Модель денежного потока для всего инвестированного капитала, итогом расчета данной модели является обоснованная рыночная стоимость капитала предприятия, и собственного (акционерного), и заемного. Текущая стоимость денежного потока получаемого в конце определенного периода времени:

$$PV = FV / (1+R)^n, \text{ где:}$$

FV – сумма накопления к концу определенного периода,

R – ставка дисконта,

n – период (годы).

Текущая стоимость денежного потока получаемого в середине определенного периода времени:

$$PV = FV / (1+R)^{(n-0.5)}.$$

В расчетах использовалась модель денежного потока для собственного капитала, текущая стоимость определялась на середину периода.

Финансирование оборотных активов и управление оборотным капиталом

Первоначальным источником финансирования оборотных активов выступает собственный капитал предприятия (с. 490 ф1- итог III раздела баланса "Капитал и резервы"). При этом величина собственных оборотных средств предприятия рассчитывается по формуле:

$СОС = СК - ВА$, т. е. с. 490 ф1 - с. 190 ф1, где
СК- собственный капитал предприятия (с. 490 ф1);
ВА- величина внеоборотных активов предприятия (с. 190 ф1).

Положительное значение величины собственных оборотных средств (СОС) свидетельствует о том, что у предприятия достаточно долгосрочных финансовых ресурсов для финансирования внеоборотных активов. Излишек этих ресурсов идет на покрытие потребностей предприятия в оборотном капитале.

В случае если $СОС < 0$, то величина собственного капитала предприятия недостаточна для финансирования внеоборотных и оборотных активов. В этой ситуации для финансирования части внеоборотных активов предприятие использует долгосрочные обязательства (с. 590 ф1), формирующиеся за счет долго срочных банковских кредитов и прочих займов.

Тогда величина собственных оборотных средств предприятия составит:

$СОС = (СК + ДП) - ВА$, т. е. (с. 490 ф1 + с. 590 ф1) - с. 190 ф1, где
ДП- долгосрочные обязательства предприятия (с. 590 ф1).

Если после привлечения в качестве источников финансирования долгосрочных обязательств величина собственных оборотных средств остается отрицательной, то для финансирования оборотных активов предприятие использует кредиторскую задолженность, структура которой приведена в с. 620 бухгалтерского баланса.

Для целей финансирования оборотных активов из состава кредиторской задолженности используются в первую очередь устойчивые пассивы, а затем и другие элементы.

Недостаток финансовых ресурсов, необходимых для финансирования оборотного капитала, предприятие покрывает за счет привлечения краткосрочных банковских кредитов.

В процессе формирования величины оборотных активов предприятия и выбора источников их финансирования рассчитываются текущие финансовые потребности предприятия (ТФП).

Расчет производится по формулам:

$ТФП = (ТА - ДС - КФВ) - КЗ$,
т. е. (с. 290 ф1 - с. 220 ф1 - с. 230 ф1 - с. 260 ф1 - с. 250 ф1) - с. 620 ф1, где
ТА- текущие активы;
ДС- денежные средства (с. 260 ф1);
КФВ- краткосрочные финансовые вложения (с. 250 ф1);
КЗ- кредиторская задолженность (с. 620 ф1).

$ТФП = (ТМЗ + ДЗк + Ап) - КЗ$,
т. е. (с. 210 ф1 + с. 240 ф1 + с. 270 ф1) - с. 620 ф1, где
ТМ- товарно-материальные запасы (с. 210 ф1);
ДЗк- краткосрочная дебиторская задолженность (с. 240 ф1);
Ап- прочие оборотные активы.

В процессе управления оборотными активами предприятия необходимо обеспечить минимальное значение ТФП.

Текущие финансовые потребности представляют собой часть чистых мобильных средств (чистого оборотного капитала) предприятия, которая не покрыта ни одним из следующих источников финансирования:

собственный капитал предприятия (с. 490 ф1);
долгосрочные обязательства (с. 590 ф1);
кредиторская задолженность (с. 620 ф1).

Таким образом, показатель ТФП характеризует недостаток у предприятия собственных оборотных средств. Этот недостаток при существующих источниках финансирования может быть покрыт за счет привлечения краткосрочных кредитов. Следовательно, положительное значение ТФП отражает потребность предприятия в краткосрочном кредите.

Перспективная потребность предприятия в денежных средствах (ДСп) может быть определена следующим образом:

$$\text{ДСп} = \text{СОС} - \text{ТФП}.$$

Если $\text{ДСп} < 0$, то у предприятия существует дефицит денежных средств. Если наоборот, $\text{ДСп} > 0$, то у предприятия существует избыток денежных средств. В этом случае предприятие может расширить объем своей деятельности путем увеличения количества выпускаемой продукции либо диверсификации производственной деятельности.

Поскольку текущие финансовые потребности являются частью чистого оборотного капитала предприятия, то возникает задача управления величиной оборотного капитала.

Недостаток оборотного капитала является непосредственной причиной неплатежеспособности, а в дальнейшем и банкротства предприятия. Отсутствие на предприятии устойчивой системы пополнения оборотного капитала приводит, во-первых, к дополнительным расходам, которые увеличивают текущие издержки предприятия, а во-вторых, к снижению показателей эффективности деятельности предприятия.

Дополнительные расходы могут быть обусловлены задержками в формировании производственных запасов предприятия, что, в свою очередь, увеличивает продолжительность технологического и производственного циклов. При возрастании длительности технологического и производственного циклов увеличивается величина незавершенного производства, что в конечном счете приводит к росту текущих издержек предприятия, формирующих его себестоимость.

Кроме того, недостаточно высокая динамика формирования запасов готовой продукции может привести к снижению объемов продаж продукции предприятия и увеличению транспортных издержек, связанных с доставкой небольших партий продукции на рынок.

Избыток оборотного капитала (особенно менее ликвидных его составляющих) означает "омертвление" финансовых ресурсов предприятия и приводит к снижению показателей оборачиваемости капитала и рентабельности его использования. Однако с формальной точки зрения избыток оборотного капитала повышает показатели текущей платежеспособности предприятия. Избыточный уровень оборотного капитала приводит также к дополнительным расходам и финансовым рискам предприятия, что обусловлено действием следующих факторов:

- производственные запасы имеют, как правило, предельные сроки хранения, поэтому сверхнормативные запасы могут физически или морально устареть. Избыток производственных запасов приводит к увеличению затрат (текущих и единовременных), связанных с хранением сверхнормативных запасов. Кроме того, необоснованное увеличение величины товарно-материальных запасов (включая запасы сырья и материалов, а также готовой продукции) приводит к увеличению налога на имущество предприятия;
- инфляционные процессы приводят к обесценению дебиторской задолженности и денежных средств предприятия. Кроме того, риск неплатежей может привести к тому, что дебиторская задолженность из разряда нормального (стандартного) долга перейдет в разряд просроченного, а в дальнейшем и безнадежного долга. Существует и риск неплатежеспособности, а возможно, и банкротства банков, в которых предприятия имеют свои расчетные счета.

Решение задачи управления оборотным капиталом предполагает, во-первых, расчет оптимального уровня и структуры оборотного капитала, во-вторых, установление оптимального соотношения между источниками финансирования оборотного капитала.

Прирост чистого оборотного капитала на начало 2001г.: 1 612 322 рр., расчет выполнен в *Приложении 3*.

Прирост оборотного капитала на 2002г. принят в размере 15% от 2001г.: 241 848 рр.

На 2003- 2006г.г в размере: 253 941 рр., рост на 5%.

Расчет ставки дисконта

Наиболее распространенными методиками определения ставки дисконта являются:

- для денежного потока для собственного капитала,
- модель оценки капитальных активов,
- метод кумулятивного построения,
- для денежного потока для всего инвестированного капитала,
- модель средневзвешенной стоимости капитала.

Определение риска

Под риском понимается степень оправданности ожиданий получения будущих доходов. Для прогнозирования потока денежных средств риск может рассматриваться как вероятность или степень осуществления прогнозных оценок, иными словами как риск реализации прогноза.

В нашем случае ставка дисконтирования определялась двумя методами:

1. Согласно Постановлению Правительства РФ №1470 от 22.11.97г., в Приложение N 1 к Положению об оценке эффективности инвестиционных проектов при размещении на конкурсной основе централизованных инвестиционных ресурсов Бюджета развития Российской Федерации расчет ставки дисконта осуществляется по следующей методике:

d - коэффициент дисконтирования.

Коэффициент дисконтирования (d) без учета риска проекта i определяется как отношение ставки рефинансирования (r), установленной Центральным банком Российской Федерации, и объявленного Правительством Российской Федерации на текущий год темпа инфляции (i):

$$1+d_i = \frac{1+r/100}{1+i/100}$$

Поправка на риск проекта определяется по данным следующей таблицы:

Величина риска	Примерные цели проекта	P, процент риска
Низкий	Вложения при интенсификации производства на базе освоения новой техники	3-5
Средний	Увеличения объема продаж существующей продукции	8-10
Высокий	Продвижение на рынок нового продукта	13-15
Очень высокий	Вложения в исследования и инновации	18-20

Коэффициент дисконтирования, учитывающий риски при реализации проектов, определяется по формуле:

$d = d_i + P/100$; где $P/100$ поправка на риск.

Ставка рефинансирования –21%, темп инфляции на текущий год – 18%, величина риска оценивается как высокая – $P = 15\%$.

Коэффициент дисконтирования с учетом рисков вложения в данный проект составляет: 17,5%, расчет выполнен в *Приложении 3*.

2. По методу кумулятивного построения. За основу берется безрисковая ставка (ставка рефинансирования ЦБ РФ) к которой прибавляются поправки, расчет выполнен в *Приложении 3*.
 Коэффициент дисконтирования определенный по методу кумулятивного построения: 26%.

Для расчетов принимаем ставку дисконтирования равную 25%.

Расчет величины денежного потока

Поток доходов «равен»:

чистая прибыль

«плюс» амортизационные начисления

«плюс» кредит

«минус» прирост оборотного капитала

«минус» капитальные вложения.

Расчет потока доходов выполнен в *Приложении 3*.

Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков

При применении в оценке метода ДДП необходимо суммировать текущие стоимости периодических денежных потоков, которые приносит объект оценки в прогнозный период, и текущую стоимость стоимости в пост прогнозный период, которая ожидается в будущем.

Текущая стоимость денежного потока за 2002-2006г.г.: 7 202 282 рр.

Расчет текущей стоимости денежного потока выполнен в *Приложении 3*.

Расчет коэффициента капитализации

Коэффициент капитализации для компании часто вычисляется на базе ее ставки дисконтирования. Это особенно верно тогда, когда подтверждаются следующие предположения:

- Бизнес имеет неограниченный срок действия.
- Ежегодный темп прироста или спада для бизнеса колеблется вокруг единственного прогнозируемого тренда, обозначаемого «g».

Ставка дисконтирования, применимая к компании, которая удовлетворяет приведенным выше двум предположениям, как правило, превышает коэффициент капитализации на ожидаемый долгосрочный средний комбинированный темп прироста (g).

Следовательно, если указанные предположения удовлетворяются, соотношение между коэффициентом капитализации ставкой дисконтирования выглядит так:

$$\text{Ставка дисконтирования} - g = \text{Коэффициент капитализации.}$$

Однако следует подчеркнуть, что вычисленный таким способом коэффициент капитализации может быть применен только к потоку выгод, прогнозируемому на последующие годы. Чтобы применить коэффициент капитализации к прошлому потоку выгод, его следует разделить на $(1 + g)$:

$$(\text{Ставка дисконтирования} - g) / (1 + g) = \text{Коэффициент капитализации.}$$

Средний ожидаемый комбинированный темп прироста. Определение темпа прироста (g) используемого при конверсии, в решающей мере зависит от суждений оценщика. Ожидаемый процент прироста должен основываться на прошлых достижениях компании, прогнозах ее возможных будущих операций и других факторах. Вот некоторые из факторов, которые следует принимать во внимание:

- Показатель прироста, который предполагается использовать, является ожидаемым средним долговременным комбинированным процентом прироста. Показатель темпа прироста очередного года не следует использовать, поскольку он может быть выше или ниже долговременного процента.
- Ожидаемый средний темп прироста должен включать как повышение цен (в связи с инфляцией), так и рост объемов продаж. Рост объемов продаж должен отражать как условия формирования среднеотраслевого роста, так и отклонения, характерные для оцениваемой компании, в отличие от складывающихся темпов прироста отрасли в целом.

Средний комбинированный темп прироста, g =	5,00%
Ставка дисконтирования =	25,00%
Коеф капитализации =	19,2%

Расчет коэффициента капитализации выполнен в *Приложении 3*.

Определение стоимости компании в терминальном году

Подход, основанный на дисконтировании будущих доходов, включает два основных компонента :

- a. Текущая стоимость будущих операций, начиная с даты оценки и кончая уровнем, когда достигаются стабилизация роста и устойчивая норма прибыли(в прогнозном периоде)
- b. Текущая оценка стоимости компании в остаточном периоде (как правило, для этого проводятся расчеты применительно к первому полному году постпрогнозного периода, т.е. после того, как компания достигнет стабильного роста и устойчивой нормы прибыли), терминальным годом.

Использование модели Гордона применительно к разным потокам выгод. Подход к оценке, основанный на дисконтировании будущих доходов, требует от консультанта получения или разработки прогноза будущей прибыли или чистого денежного потока. Чистый денежный поток – это поток выгод, который чаще всего выбирается при использовании подхода, основанного на дисконтировании будущих доходов. Для определения стоимости компании для терминального года на основе чистого денежного потока или чистой прибыли можно использовать как соотношение денежного потока следующего года к ставке дисконтирования для чистого денежного потока минус темпы прироста.

В данном случае расчет производился по методу б.

Терминальная стоимость была определена путем повышения показателя денежного потока за 6-й год на 5%, что соответствует нормальному темпу прироста и капитализации нового потока по норме 19,2%. Действительная терминальная стоимость равна: 44 635 642 pp.

Терминальная стоимость дисконтируется по ставке на начало шестого года прогнозного периода.

Приведенная терминальная стоимость равна: 15 225 563 pp.

Приведенная стоимость объекта оценки: 22 427 845 pp.

Расчет выполнен в *Приложении 3*.

После того, как определена предварительная величина стоимости предприятия, для получения окончательной величины рыночной стоимости необходимо внести итоговые поправки. Среди них выделяются две- поправки на величину стоимости нефункционирующих активов и коррекция величины собственного оборотного капитала.

Первая поправка обосновывается тем, что при расчете стоимости учитывались только те активы предприятия, которые заняты в производстве, получении прибыли, то есть в формировании денежного потока. Но у любого предприятия в каждый конкретный момент времени могут быть активы, которые не заняты непосредственно в производстве. Если так, то их стоимость не учтена в денежном потоке, но это вовсе не значит, что они вообще не имеют стоимости. В нашем случае, активов не занятых в производстве нет.

Вторая поправка- это учет фактической величины собственного оборотного капитала. Фактическая величина собственного оборотного капитала, которой располагает предприятие, может не совпадать с требуемой. Соответственно, необходима коррекция: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит- вычтен из величины предварительной стоимости, в нашем случае поправка учтена при расчете денежных потоков.

Рыночная стоимость бизнеса АО «ГОСТИНИЦА», определенная доходным подходом составляет: 22 427 845 pp.

Рыночный подход

Оценка стоимости бизнеса сравнительным подходом

Сравнительный подход к оценке бизнеса предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, а также объективность результативной величины, являются следующие базовые положения:

- Во-первых, оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т.д. Это в конечном счете облегчает работу оценщика, доверяющего рынку.
- Во-вторых, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает прежде всего будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.
- В-третьих, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими, как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Сравнительный подход базируется на ретро информации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов.

Другим достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке.

Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике. Во-первых, базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы развития предприятия в будущем.

Во-вторых, сравнительный подход возможен только при наличии доступной разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу похожих фирм, отобранных оценщиком в качестве аналогов.

В-третьих, оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан выявить различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- Метод компании-аналога.
- Метод сделок.
- Метод отраслевых коэффициентов.

Метод компании-аналога, или метод рынка капитала, основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Таким образом, базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерных обществ. Следовательно, в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

Метод сделок, или метод продаж, ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода оценки предприятия или контрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений, основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

Суть сравнительного подхода при определении стоимости предприятия заключается в следующем. Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано. Затем рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприятию-аналогу. Это соотношение называется мультипликатором. Умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемой компании, получим ее стоимость.

Процесс оценки предприятия методами компании-аналога и сделок включает следующие основные этапы:

1. Сбор необходимой информации.
2. Сопоставление списка аналогичных предприятий.
3. Финансовый анализ.
4. Расчет оценочных мультипликаторов.
5. Выбор величины мультипликатора.
6. Определение итоговой величины стоимости.
7. Внесение итоговых корректировок.

Основные принципы отбора предприятий аналогов.

Сравнительный подход к оценке бизнеса основан на использовании двух типов информации;

- Рыночная (ценовая) информация.
- Финансовая информация.

Процесс отбора сопоставимых компаний осуществляется в 3 этапа. На первом этапе определяется так называемый круг предприятий, сходных с оцениваемым. Критерии сопоставимости достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли, производимой продукции, ее ассортимента и объемов производства.

На втором этапе аналитику требуется дополнительная информация сверх официальной отчетности. Критерии оценки должны соответствовать важнейшим характеристикам фирм. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки.

На третьем этапе составляется окончательный список аналогов, позволяющий аналитику определить стоимость оцениваемой фирмы. Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. На этом этапе аналитик ужесточает критерии сопоставимости и оценивает такие факторы как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т. д.

На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор, однако критерий отраслевого сходства является обязательным.

Оценщик на основе анализа критериев может сделать один из следующих выводов:

- компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликаторов;
- компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки.

Характеристика ценовых мультипликаторов.

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным методом основано на использовании ценовых мультипликаторов. Ценовой мультипликатор - это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие. Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога; это даст значение числителя в формуле;
- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки; это даст величину знаменателя.

К интервальным мультипликаторам относятся:

1. цена/прибыль;
2. цена/денежный поток;
3. цена/ дивидендные выплаты;
4. цена/выручка от реализации.

К моментным мультипликаторам относятся:

1. цена/балансовая стоимость активов;
2. цена/ чистая стоимость активов.

Мультипликатор «Цена / Прибыль» (P/E). Отношение «цена / прибыль» - это стоимостной мультипликатор, который наиболее часто используется на практике при применении оценочного подхода на основе компаний – аналогов. Этот мультипликатор отражает связь между рыночной ценой акционерного капитала компании и ее чистой прибылью. Умножение этого мультипликатора на прибыль оцениваемой компании дает оценку стоимости соответствующей доли собственности. Отметим, что под «прибылью» здесь может пониматься как чистая прибыль (прибыль за вычетом налогов), так и «до – налогов» прибыль. Если для компаний – аналогов цена акций делится на «до – налогов» прибыль, то полученный стоимостной мультипликатор должен умножаться так же на «до – налоговую» прибыль компании, подлежащей оценке. Аналогично поступают с чистой прибылью.

Мультипликатор «Цена / Валовой денежный поток» (P / GCF) Валовой денежный поток определяется как скорректированная чистая прибыль до учета необычных или неповторяющихся статей, плюс не денежные вычеты из дохода (амортизация). Мультипликатор P / GCF рекомендуют использовать в случаях, когда:

- Можно было бы использовать мультипликатор цена / прибыль для оценки акций, но прибыль компаний – аналога, или оцениваемой компании отрицательна или слабо положительна;
- Капитал компаний в той отрасли, к которой относится оцениваемая компания, принято оценивать с помощью мультипликаторов валового денежного потока;
- Экономический срок жизни основных средств компании существенно превышает срок амортизации этих активов, установленный для финансовой отчетности. Это имеет место, когда применяется ускоренная амортизация, что приводит к низкой остаточной стоимости в финансовом отчете, хотя фонды в значительной мере сохранили свою экономическую ценность;
- Амортизационные отчисления от имущества, которое не предполагается выводить из строя составляют существенную долю денежного потока по сравнению с чистым доходом.

Мультипликатор Цена / Дивиденды (P / D) При расчете числового значения этого мультипликатора нужно цену акции компании – аналога на дату оценки разделить на размер годового дивиденда в расчете на одну акцию.

Этот метод определения стоимости компании имеет ограниченное применение по следующим причинам:

- Многие компании закрытого типа не платят дивиденды;
- Даже когда дивиденды выплачиваются, они обычно несоизмеримы с дивидендами, выплачиваемыми компаниями открытого типа. Собственники компаний закрытого типа обычно получают деньги другими способами (в виде компенсаций, в виде арендной платы за предоставляемое собственной фирме оборудование и недвижимость и т.д.), направляя относительно незначительную долю прибыли на выплату дивидендов.

Однако P / D - мультипликатор чрезвычайно полезен если оцениваемая компания регулярно выплачивает дивиденды и наблюдается некоторая согласованность P / D - мультипликаторов компаний аналогов.

Мультипликатор Цена / Выручка (P / R). Считается, что этот мультипликатор наиболее применим для компаний, работающих в сфере услуг (страховые, бухгалтерские компании и т.д.) и в меньшей степени для компаний – дистрибьютеров (занимающихся перепродажей или оптовиков). Желательно применять именно этот мультипликатор при оценке в целях слияния и поглощения, а не мультипликатор Цена / Прибыль, поскольку «Прибыль» может быть искусственно завышена за рассматриваемый период.

Для применения P / R – мультипликатора имеются большие основания, если в ретроспективе и на момент оценки объем выручки находился примерно на одном уровне. Поскольку выручка (валовой доход) – это измеритель операционного результата работы компании, который отражается в отчете о прибылях и убытках до выплаты процентных выплат по кредитам, то P / R – мультипликатор оказывается более чувствителен к структуре капитала, а именно к разнице в соотношении собственных и заемных средств, чем другие мультипликаторы, зависящие от операционного результата. Поэтому мультипликатор Цена / Выручка рассматривается как более пригодный для оценки совокупного инвестированного капитала компании, чем ее капитала, очищенного от заимствований.

Возможность применения того или иного мультипликатора данной группы зависит от целей оценки.

Формирование итоговой величины стоимости.

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- выбора величины мультипликатора;
- взвешивания промежуточных результатов;
- внесения итоговых корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичными являются следующие поправки. Портфельная скидка предоставляется при наличии не привлекательного для покупателя характера диверсификации производства. Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы непромышленного назначения. Если в процессе финансового анализа выявлены либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение скидки на ликвидность. В некоторых случаях вносится поправка в виде премии за предоставляемые инвестору элементы контроля.

После анализа доступных баз данных, полученных с помощью интернета, удалось отобрать три гостиниц, относящихся к той же категории, что и оцениваемый бизнес.

Показатель	Объект оценки «ГОСТИНИЦА»	"Волна" Н Новгород	"Малахит" Челябинск	"Кольцо" Ковров
Источник информации	«Заказчик»	«ЗФН» № 36 2001	«Деловой Урал», 2002	http://www.kovrov.lgg.ru/media/Ek/archives/ek28-01-02.htm
Количество мест	350	200	380	150
Количество звезд	3	4	3	2
Год постройки	1992	1996	1990	1986
Кол-во акций на продажу, %		55%	60%	52%

Следующий этап – анализ доступной бухгалтерской информации, а также исследование данных за 2001г. о деятельности гостиниц-аналогов в целом.

Цена аналогов принята, по цене предложения за контрольный пакет акций выставленной на конкурс Комитетами по управлению имуществом.

По отобраным аналогам была получена информация о: выручке, чистой прибыли и амортизационных начислениях.

Исходя из этого, для оценки использовались мультипликаторы:

- Цена / прибыль;
- Цена / выручка;
- Цена / денежный поток.

Поправки, из-за ограниченности информации по аналогам, в данном подходе не учитывались.

Все расчеты по определению стоимости по методу компании-аналога приведены в *Приложении 4*.

Рыночная стоимость бизнеса АО «ГОСТИНИЦА» определенная сравнительным подходом составляет: 32 142 134 рр.

Согласование результатов

Результаты оценки, полученные тремя подходами:

Подход	Стоимость без НДС, рр.
Затратный	31 761 267
Доходный	22 427 845
Рыночный	32 142 134

Анализируя применимость каждого метода для оценки объекта, Оценщик пришел к следующим выводам:

- Затратный подход полезен в основном для оценки объектов, уникальных по своему виду и назначению, для которых не существует рынка, либо для объектов с незначительным износом. Расчеты по данному методу практически не содержат субъективных суждений, опираются на достоверную открытую информацию. Надо заметить, что материалы, использованные при строительстве оцениваемых объектов, не отражают сложившуюся сегодня на рынке ситуацию. Весовой коэффициент: 0,2.
- Оценка по доходности отражает ту предельную стоимость, больше которой не будет платить потенциальный инвестор, рассчитывающий на типичное использование объекта и на принятые ставки доходности. Объект относится к доходным объектам недвижимости. Информация, по мнению Оценщика, в данном случае имеет наивысшее значение. Весовой коэффициент: 0,5.
- Расчет стоимости объектов на основании продаж аналогичных объектов в наивысшей степени отражает ту цену, которая может возникнуть на свободном конкурентном рынке. Однако достоверные сведения о продажах гостиничных комплексов России и по г. Владимиру отсутствует, и информация о ценах продаж в основном состоит, из цен на магазины, кафе и офисы. Весовой коэффициент: 0,3.

Расчет по согласованию результатов оценки выполнен в *Приложении 4*.

ИТОГОВОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ О СТОИМОСТИ

Основываясь на фактах, предположениях и примененных в настоящем анализе методиках оценки, которые были обсуждены с администрацией Заказчика, Оценщик пришел к следующему заключению:

Итоговая величина стоимости бизнеса АО «ГОСТИНИЦА» (100% пакета акций), по состоянию на 01.04.2002г. составляет:

27 000 000,0 рр, (двадцать семь миллионов российских рублей), с НДС.

Оценщик:

.....

Мусатов Э.А.

ПРИЛОЖЕНИЯ, (расчеты)

1. [Приложение 1, финансовый анализ](#) на 14 листах.
2. [Приложение 2, расчет стоимости АО «ГОСТИНИЦА»- затратный подход](#) на 8 листах.
3. [Приложение 3, расчет стоимости АО «ГОСТИНИЦА»- доходный подход](#) на 5 листах.
4. [Приложение 4, расчет стоимости АО «ГОСТИНИЦА»- рыночный подход](#) на 2 листах.