



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

***ОБ ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ 55%-ОГО
ПАКЕТА ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ ОАО «ЗАВОД»***

***ЗАКАЗЧИК: ОАО «ЗАКАЗЧИК»
ДАТА СОСТАВЛЕНИЯ ОТЧЕТА: 11 МАЯ 2001 Г.
ПОРЯДКОВЫЙ НОМЕР ОТЧЕТА: 001***

2001 г.

ОАО «Заказчик»

Генеральному директору
г-ну Никифорову Е.Е.

Уважаемый Евгений Евгеньевич,

Направляем Вам Отчет об оценке рыночной стоимости 55%-ого пакета обыкновенных акций ОАО «Завод» по состоянию на 01.01.2001 года, выполненный в соответствии с Договором № 050 от 01 апреля 2001 года между ООО «Московская Экспертиза Независимая» и ОАО «Заказчик».

В результате расчетов рыночной стоимости объекта оценки, проведенных в соответствии с нормативными документами:

- Федеральным Законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 г. "Об оценочной деятельности в Российской Федерации";
- Федеральным Законом №208 от 26 декабря 1996 года «Об акционерных обществах» (ст.76,77);
- Стандартом Российского общества оценщиков СТО РОО 20-01-96 «Стоимость действующего предприятия как база оценки»;
- Международным стандартом оценки: МКСО №1 «Рыночная стоимость как база оценки»;
- Руководством по оценке бизнеса №6 Международного Комитета по Стандартам оценки;
- практическими методиками по оценке акций, принятыми в РФ.

получен следующий результат:

***Рыночная стоимость 55% пакета обыкновенных акций ОАО «Завод» на 01.01.2001 г.
составляет округленно:***

\$ 16 900 000

(Шестнадцать миллионов девятьсот тысяч долларов США).

При определении рыночной стоимости объекта оценки специалисты ЗАО «Международный центр оценки» использовали документацию, предоставленную Заказчиком. ЗАО «Международный центр оценки» не несет ответственности за достоверность полученной от Заказчика информации.

**С УВАЖЕНИЕМ,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР**

ООО «Московская Экспертиза Независимая»

СОДЕРЖАНИЕ

1. Общие сведения	2
1.1. Постановка задания по оценке.....	2
1.2. Заключение по результатам оценки.....	2
1.3. Сертификат качества оценки	3
1.4. Сделанные допущения и ограничивающие условия.....	4
1.5. Состав рабочей группы и квалификация оценщиков ЗАО "МЦО"	4
2. Используемая методология в соответствии с назначением оценки.....	5
2.1. Используемые стандарты.....	5
2.2. Процесс оценки	7
3. Методы расчета стоимости акций приватизированных предприятий.....	8
3.1. Метод скорректированных чистых активов.....	9
3.2. Метод дисконтирования денежных потоков	10
3.3. Методы оценки, применяемые в сравнительном подходе	12
4. Описание Эмитента	14
4.1. Общие сведения.....	14
5. Краткий финансовый анализ деятельности Эмитента	21
5.1. Анализ балансовых отчетов.....	21
5.2. Анализ отчетов о прибылях и убытках	24
5.3. Анализ финансовых коэффициентов	26
6. Оценка стоимости 55%-ого пакета акций ОАО «Завод» с помощью метода скорректированных чистых активов	32
6.1. Оценка рыночной стоимости нематериальных активов	32
6.2. Оценка рыночной стоимости основных средств.....	36
6.3. Оценка стоимости собственного капитала Компании	45
7. Оценка стоимости 55%-ого пакета акций ОАО «Завод» доходным подходом.....	46
7.1. Расчет величин денежных потоков.....	46
7.2. Определение ставки дисконтирования	53
7.3. Определение стоимости Компании в постпрогнозный период	56
7.4. Внесение итоговых поправок.....	57
8. Определение стоимости 55%-ого пакета акций ОАО «Завод» сравнительным подходом.....	61
9. Определение итоговой величины стоимости 55%-ого пакета акций ОАО «Завод»	65
Список используемой литературы	66
Приложение.....	67

1. ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ

1.1. ПОСТАНОВКА ЗАДАНИЯ ПО ОЦЕНКЕ

Объект оценки:	55%-ый пакет обыкновенных акций ОАО «Завод»
Цель оценки:	Определение рыночной стоимости
Назначение оценки:	Определение цены предполагаемой продажи
Заказчик	ОАО «Заказчик» 111111, г. Москва, ул. Песчаная, д. 22
Оценщик	ЗАО «Международный центр оценки» (федеральная лицензия № 000002 от 06.08.2001 г.) 107078, Москва, ул. Новая Басманная, д. 21, стр. 1
Основание для проведения оценки:	Договор между Оценщиком и Заказчиком № 050 от 01.04.2001 г.
Действительная дата оценки:	01.01.2001 г.

1.2. ЗАКЛЮЧЕНИЕ ПО РЕЗУЛЬТАТАМ ОЦЕНКИ

В соответствии с Задаaniem на оценку, оценщиками выбраны наиболее приемлемые методы, выполнены расчеты и получен следующий результат:

Рыночная стоимость 55% пакета обыкновенных акций ОАО «Завод» на 01.01.2001 г. составляет округленно:

\$ 16 900 000

(Шестнадцать миллионов девятьсот тысяч долларов США).

1.3. СЕРТИФИКАТ КАЧЕСТВА ОЦЕНКИ

ЗАО «Международный центр оценки» (далее – Оценщик) настоящим удостоверяет, что:

Отчет об оценке, являющийся предметом договора между Заказчиком и Оценщиком № 050 от 01.04.2001 г., сопровождается следующим сертификатом качества:

1. Факты, изложенные в отчете, верны и соответствуют действительности.
2. Оценщик самостоятельно провел анализ исходной информации, а полученные им выводы и заключения действительны исключительно в пределах оговоренных в разделе 1.4. настоящего Отчета допущений и ограничительных условий.
3. Оценщик не имеет ни настоящей, ни ожидаемой заинтересованности в оцениваемом имуществе, и действовал непредвзято и без предубеждения по отношению к заинтересованным в сделке сторонам.
4. Вознаграждение Оценщика не зависит от итоговой величины рыночной стоимости объекта оценки, а также тех событий, которые могут наступить в результате использования Заказчиком или третьими сторонами настоящего Отчета об оценке.
5. В процессе анализа данных, ни одно лицо не оказывало сколько-нибудь существенного давления на оценщиков, подписавших настоящий Отчет.
6. Оценка была проведена, а Отчет составлен в соответствии со следующими нормативными документами:
 - Федеральным Законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 г. "Об оценочной деятельности в Российской Федерации";
 - Федеральным Законом №208 от 26 декабря 1996 года «Об акционерных обществах» (ст.76,77);
 - Стандартами оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденными Постановлением Правительства от 06 июля 2001 г. № 519;
 - Международным стандартом оценки: МКСО №1 «Рыночная стоимость как база оценки»;
 - Руководством по оценке бизнеса № 6 Международного Комитета по Стандартам оценки;
 - практическими методиками по оценке акций, принятыми в РФ.

1.4. СДЕЛАННЫЕ ДОПУЩЕНИЯ И ОГРАНИЧИВАЮЩИЕ УСЛОВИЯ

Сертификат качества оценки, являющийся частью настоящего Отчета, ограничивается следующими условиями:

1. В процессе подготовки настоящего Отчета Оценщик исходил из достоверности представленных Заказчиком бухгалтерских и иных документов, необходимых для выполнения данной работы.
 2. При проведении оценки предполагалось отсутствие каких-либо скрытых факторов, влияющих на стоимость оцениваемого имущества.
 3. Отчет об оценке содержит профессиональное мнение Оценщика относительно стоимости единичной акции без каких-либо гарантий, что права собственности на оцениваемые акции могут перейти к потенциальному инвестору или покупателю на условиях, согласующихся с этим мнением.
 4. Ни Заказчик, ни Оценщик не могут использовать настоящий Отчет (или любую его часть) иначе, чем это предусмотрено договором между Заказчиком и Оценщиком.
 5. Определенная Оценщиком величина рыночной стоимости объекта оценки действительно только на дату оценки. Оценщик не принимает на себя ответственность за последующие изменения рыночных условий (социальных, экономических, юридических, природных и иных), которые в дальнейшем могут повлиять на величину рыночной стоимости объекта оценки.
-

1.5. СОСТАВ РАБОЧЕЙ ГРУППЫ И КВАЛИФИКАЦИЯ ОЦЕНЩИКОВ ЗАО «МЦО»

Подготовка настоящего Отчета осуществлялась группой оценщиков ЗАО «МЦО»:

Иванова И.И.

Петров С.В.

Севастьянова К.Л.

Слуцкая П.Е.

Метелин П.К.

Образовательные сертификаты исполнителей приведены в Приложении к Отчету.

2. ИСПОЛЬЗУЕМАЯ МЕТОДОЛОГИЯ В СООТВЕТСТВИИ С НАЗНАЧЕНИЕМ ОЦЕНКИ

2.1. ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ СТАНДАРТЫ

В соответствии с назначением оценки рыночная стоимость обыкновенных акций эмитента, совокупность которых составляет собственный капитал эмитента, определялась на основе Руководства по оценке бизнеса №6 Международного Комитета по Стандартам оценки, в соответствии с которым «...оценка бизнеса (собственного капитала компании), как правило, проводится на базе *Рыночной стоимости*», определение которой дано в стандарте МКСО №1 «Рыночная стоимость как база оценки».

Рыночная стоимость в контексте стандарта МКСО №1 определяется следующим образом:

Рыночная стоимость есть расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения.

✓ "*Расчетная денежная сумма...*" относится к цене, выраженной в деньгах (как правило, в местной валюте), которая может быть уплачена за актив при совершении коммерческой сделки. Мерой *Рыночной стоимости* является наиболее вероятная цена, которая, по разумным соображениям, может быть получена на дату оценки на рынке при соблюдении условий, содержащихся в определении *рыночной стоимости*. Эта цена – наилучшая из достижимых, по разумным соображениям, для продавца и наиболее выгодная из достижимых для покупателя.

✓ «...*за которую состоялся бы обмен актива...*» указывает на то обстоятельство, что стоимость актива является предполагаемой величиной, а не предопределенной заранее или фактической ценой продажи. Это цена, по которой рынок, ожидает совершения сделки на дату оценки при соблюдении всех прочих условий, входящих в определение *Рыночной стоимости*.

✓ "*...на дату оценки...*" выражает требование, чтобы предполагаемая величина *Рыночной стоимости* относилась к конкретной дате. В силу того, что рынки и рыночные условия могут меняться, для другого времени предполагаемая стоимость может оказаться ошибочной или не соответствующей действительности. Результат оценки отражает текущее состояние и условия рынка на фактическую дату оценки, а не на прошлую или будущую дату. Определение также предполагает, что переход актива из рук в руки и заключение сделки происходят одновременно, без каких-либо вариаций цены, которые в ином случае были бы возможны в сделке по *Рыночной стоимости*.

✓ "*...между заинтересованным покупателем...*" относится к тому, у кого есть мотивы купить, но его никто и ничто не принуждает это сделать. Такой покупатель не горит желанием купить и не настроен платить любую цену. Кроме того, он совершает покупку, действуя в соответствии с реалиями и ожиданиями текущего рынка, а не воображаемого или гипотетического рынка, существование которого нельзя ни продемонстрировать, ни предвидеть. Предполагаемый покупатель не станет платить цену выше той, которую требует рынок. Нынешний собственник актива также входит в число тех, кто составляет этот "рынок". Оценщик не должен делать нереалистических допущений относительно условий рынка или предполагать уровень рыночной стоимости выше достижимого по разумным соображениям. В некоторых странах, специально,

чтобы подчеркнуть эту ответственность, в определении *Рыночной стоимости* опускают явную ссылку на заинтересованного покупателя.

✓ "...и заинтересованным продавцом..." подразумевается продавец, который не горит желанием продать, не понуждается к продаже и не готов продать по любой цене или настаивать на цене, которая не считается разумной на рынке в данный момент. Мотивом заинтересованного продавца является продажа актива на рыночных условиях по максимально возможной цене на открытом рынке после проведения надлежащего маркетинга, какой бы ни была эта цена. Фактическое положение реального собственника актива во внимание не принимается, так как «заинтересованный продавец» – это гипотетический собственник.

✓ "...в результате коммерческой сделки..." означает, что между сторонами нет никаких особых, специфических взаимоотношений (как, например, между материнской и дочерней компанией или между работодателем и работником), которые могут сделать уровень цены не характерным для рынка или завышенным (заниженным) из-за наличия элемента специальной стоимости. Предполагается, что сделка по *Рыночной стоимости* должна происходить между сторонами, не связанными между собой особыми отношениями и действующими независимо в своих собственных интересах.

✓ "...после проведения надлежащего маркетинга..." означает, что актив должен быть выставлен (экспонирования) на рынок наиболее подходящим образом, чтобы обеспечить его реализацию по наилучшей из достижимых, по разумным соображениям, цене в соответствии с определением *Рыночной стоимости*. Продолжительность экспонирования актива может быть разной в зависимости от рыночных условий, но в любом случае должна быть достаточной, для того, чтобы актив привлек к себе внимание достаточного числа потенциальных покупателей. Период выставления предшествует дате оценки.

✓ "...При которой каждая сторона действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо..." означает предположение, что как заинтересованный покупатель, так и заинтересованный продавец в достаточной степени информированы о характере и свойствах продаваемого актива, его фактическом и потенциальном использовании, а также о состоянии рынка на дату оценки. Далее предполагается, что каждый из них, обладая этой информацией, действует в своих интересах, расчетливо, стремясь достичь наилучшей, с точки зрения его позиции в сделке, цены. Имеется в виду расчетливость в отношении состояния рынка на дату оценки, а не в отношении суждений задним числом на более позднюю дату. Не обязательно считается проявление нерасчетливости, когда продавец продает имущество в условиях рынка с падающими ценами по цене ниже предшествующих уровней рыночных цен. В этом случае, как и в других ситуациях купли-продажи в условиях меняющихся цен, расчетливый покупатель или продавец действуют в соответствии с самой полной информацией о состоянии рынка, доступной на данный момент.

✓ "...и без принуждения..." означает, что у каждой из сторон имеются мотивы для совершения сделки, но ни одну из них не вынуждают и не заставляют совершать сделку.

В соответствии со статьей 77 ФЗ «Об акционерных обществах» *Рыночная стоимость акций* определялась как:

«Рыночной стоимостью имущества, включая стоимость акций или иных ценных бумаг общества, является цена, по которой продавец, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его продавать, согласен был бы продать его, а покупатель, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его приобрести, согласен был бы приобрести».

Рыночная стоимость понимается как стоимость актива, определенная без учета затрат, связанных с продажей или покупкой, и без компенсации расходов по уплате любых сопутствующих налогов.

Оценка собственного капитала предприятия (оценка бизнеса) определялась в соответствии с Руководством по оценке бизнеса №6 Международного Комитета по Стандартам оценки, в котором определены основные подходы к оценке бизнеса¹:

1. *подход на основе активов (затратный подход);*
 2. *доходный подход;*
 3. *рыночный (сравнительный) подход к оценке бизнеса.*
-

2.2. ПРОЦЕСС ОЦЕНКИ

Процесс оценки – совокупность процедур последовательного решения задач по определению рыночной стоимости имущества в соответствии с поставленной целью.

Процесс оценки включал в себя:

1. Сбор и анализ первичной документации и необходимой информации.
2. Применение общепринятых методов оценки рыночной стоимости объектов оценки.
3. Согласование результатов и выбор итоговой стоимости.
4. Написание Отчета об оценке.

¹ Описание подходов и методов к оценке бизнеса (пакетов акций) приведено в главе 3.

3. МЕТОДЫ РАСЧЕТА СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРИВАТИЗИРОВАННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

В соответствии с заданием на оценку целью данной работы является определение рыночной стоимости пакета акций приватизированного предприятия ОАО «Завод».

Одна из основных задач инвестиционного анализа заключается в определении стоимости ценных бумаг в конкретный момент времени, так как именно стоимость определяет уровень доходности, ликвидности и целесообразности инвестиций в ценные бумаги. Анализ стоимости акций и факторов, влияющих на ее изменение, может преследовать несколько целей. Во-первых, определение вероятного уровня рыночной цены при отсутствии репрезентативных данных о результатах биржевых или внебиржевых торгов, выявление тенденций, прогнозирование изменения рыночной стоимости акций и определение диапазона цен, в которых можно осуществлять их покупку и продажу в будущем. Во-вторых, определение уровня “недооцененности” или “переоцененности” рынком тех или иных ценных бумаг.

С этой целью определяется рыночная стоимость акции. Эта цена может называться “теоретически правильной”, “учетной” или “фундаментальной” стоимостью. Она определяется аналитиками (оценщиками) на основе расчетов по различным методикам.

Для расчета рыночной стоимости обыкновенных акций проводится анализ стоимости акций, который предполагает проведение макроэкономических, отраслевых и микроэкономических исследований рынка ценных бумаг.

Классически используются три подхода при определении рыночной стоимости акций:

1. затратный подход (подход на основе активов);
2. доходный подход;
3. сравнительный подход (рыночный подход).

В связи с вышесказанным, Оценщик использовал:

1. в рамках затратного подхода: метод скорректированных чистых активов, определяющий стоимость обыкновенных акций на уровне контрольного пакета;
2. в рамках доходного подхода: метод дисконтирования денежных потоков, определяющий стоимость обыкновенных акций на уровне контрольного пакета;
3. в рамках сравнительного подхода: метод компаний-аналогов, определяющий стоимость обыкновенных акций на уровне миноритарного пакета.

3.1. МЕТОД СКОРРЕКТИРОВАННЫХ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

В соответствии со статьей 77 Федерального закона «Об акционерных обществах»:

«В случае, если имущество, стоимость которого требуется определить, является акциями или иными ценными бумагами, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно опубликовываются в печати, для определения рыночной стоимости, указанного имущества должна быть принята во внимание цена покупки или цена спроса и цена предложения. В случае если имущество, стоимость которого требуется определить, является обыкновенными акциями общества, для определения рыночной стоимости, указанного имущества, могут быть также приняты во внимание *размер чистых активов общества*; цена, которую согласен уплатить за все обыкновенные акции общества покупатель, имеющий полную информацию о совокупной стоимости всех обыкновенных акций общества, и другие факторы, которые сочтет важными лицо (лица), определяющее рыночную стоимость имущества.»

При оценке стоимости чистых активов акционерных обществ применяется порядок, утвержденный приказом Минфина РФ и Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 05 августа 1996 г. №№ 71, 149, в котором приводится перечень активов и пассивов, принимающих участие в расчете:

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;
- 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;
 - НДС по приобретенным ценностям;
 - балансовой стоимости собственных акций Общества, 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.

Пассивы, участвующие в расчете, - это обязательства акционерного общества, в состав которых включаются следующие статьи:

- статья четвертого раздела бухгалтерского баланса - целевые финансирование и поступления;
- статьи пятого раздела баланса - долгосрочные обязательства банкам и иным, юридическим и физическим лицам, прочие пассивы;
- 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”.

3.2. МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Рыночная оценка предприятия (бизнеса) во многом зависит от того, каковы его перспективы. При определении рыночной стоимости бизнеса учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. При этом очень важно, на каком этапе развития бизнеса собственник начнет получать данные доходы, и с каким риском это сопряжено. Все эти факторы позволяют учесть методы оценки в рамках доходного подхода.

Определение стоимости бизнеса (100% пакета акций) доходным подходом основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Собственник акций не продаст свой пакет по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Данный подход оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете, покупает не набор активов, а поток будущих доходов.

В рамках доходного подхода стоимость 100% пакета акций может быть определена:

- как стоимость капитализованного денежного потока;
- как стоимость, полученная дисконтированием будущих денежных потоков.

Капитализация денежного потока – это определение стоимости пакета акций путем деления оцененного годового денежного потока на коэффициент капитализации. Данный метод в наибольшей степени подходит для следующей ситуации:

- оцениваемое предприятие имеет историю хозяйственной деятельности, желательно прибыльной, и находится на стадии роста или стабильного экономического развития;
- ожидается, что поток доходов в течение длительного срока будет постоянным или будет характеризоваться постоянными темпами роста.

Базовая формула, используемая в методе прямой капитализации:

$$PV = \frac{CF}{R_o}$$

где: **PV** - текущая рыночная стоимость;
CF – величина прогнозируемого денежного потока;
R_o - общая ставка капитализации.

Метод дисконтированных денежных потоков – основан на составлении прогнозов получения будущих доходов и их переводе к показателям текущей стоимости. Его отличительной особенностью и главным достоинством является то, что он позволяет учесть несистематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой – либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого бизнеса.

Дополнительным аргументом за использование метода DCF является наличие информации, позволяющей обосновать модель доходов в прогнозный период (финансовая отчетность предприятия, данные маркетингового исследования рынка продукции оцениваемого предприятия, ретроспективный анализ оцениваемого предприятия).

Метод дисконтирования денежных потоков выгодно отличается от всех других оценочных методологий по следующим причинам:

1. основан на составлении прогноза будущей деятельности компании, а не только на ретроспективных данных;
2. учитывает стоимость денег во времени;
3. позволяет учесть изменение ситуации на рынке в будущем.

Прогноз доходов составляют в рамках прогнозного периода, длительность которого определяется временем стабилизации денежного потока, получаемого компанией. В ставке дисконта необходимо учесть риск, связанный с их получением, т.е. степень вероятности получения прогнозируемого денежного потока. Для получения достоверной оценки необходимо привести будущие денежные потоки к эквивалентной текущей стоимости путем дисконтирования. И, наконец, по прошествии прогнозного периода бизнес способен еще приносить доход и поэтому обладает некоторой остаточной (реверсивной, терминальной) стоимостью.

Основные этапы применения метода DCF:

1. определить длительность прогнозного периода;
2. определить вид и размер денежного потока, составить прогноз инвестиций (поскольку последние непосредственным образом влияют на величину денежного потока);
3. рассчитать риск, связанный с получением денежного потока и определить ставку дисконта;
4. провести процедуру дисконтирования денежных потоков;
5. рассчитать остаточную стоимость бизнеса;
6. внести заключительные поправки.

Расчеты стоимости можно производить как на номинальной (с учетом инфляции), так и на реальной (не учитывающей инфляцию) основе. Темпы инфляции определяются на основе анализа ретроспективных данных, анализа текущей рыночной ситуации и макроэкономического прогноза на ближайшие годы. Поскольку в условиях российской экономики сделать однозначный вывод относительно темпов инфляции не представляется возможным ввиду сложности описания инфляционных процессов, *в качестве основополагающего оценщиками был принят реальный денежный поток.*



В качестве прогнозного берется период, в течение которого темпы роста компании стабилизируются. В остаточный период предполагаются стабильные долгосрочные темпы роста/снижения или одноуровневый бесконечный поток доходов.

Аналитик составляет на некоторый период времени прогноз движения денежных средств, который может отразить любые изменения в финансовых потоках и тем самым учесть множество факторов, влияющих на финансовые потоки.

3.3. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ В СРАВНИТЕЛЬНОМ ПОДХОДЕ

Сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- метод компании-аналога (метод рынка капитала);
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Первые два метода основаны на ценах, реально выплаченных за акции или контрольные пакеты акций сходных компаний. Подход на основе компании-аналога используется в случаях, когда имеется достаточное количество сопоставимых предприятий-аналогов, ценные бумаги которых котируются на открытом рынке, либо с крупными пакетами акций которых в недавнем прошлом были совершены рыночные сделки.

В рамках подхода на основе компании-аналога существуют два основных метода:

- *метод рынка капитала*, основанный на ценах, реально выплаченных за акции сопоставимых компаний, свободно обращающихся на фондовых (организованных) рынках,
- *метод сделок*, основанный на ценах приобретения контрольных (крупных) пакетов акций аналогичных компаний.

Метод рынка капитала использует цену отдельной акции на уровне *миноритарного* пакета. Цена котируемой акции, умноженная на их общее количество, дает стоимость компании исходя из стоимости неконтрольного миноритарного пакета. Стоимость компании, в данном случае, является минимальной, поскольку она не учитывает премию за контрольный характер пакета, которую готов заплатить потенциальный инвестор для получения права влиять на деятельность компании - избирать и назначать управляющих, принимать решения о направлении работы предприятия, вносить изменения в уставные документы, объявлять и выплачивать дивиденды, принимать решения о реорганизации компании, приобретать или продавать активы, подбирать поставщиков и иных контрагентов, с которыми будут заключаться контракты, регистрировать акции для публичного выпуска, продавать или приобретать собственные акции компании и т. п. Величина премии за контроль зависит от степени контроля, которую предоставляет инвестору владение данным пакетом акций.

В рассматриваемом методе следует учитывать фактор возможности быстрой реализации (ликвидности) ценной бумаги. Рынок предложит значительную премию за тот актив, который может быть быстро обращен в денежные средства, особенно если это будет сделано без риска потери стоимости ценных бумаг. С другой стороны при недостаточной ликвидности рынок предлагает скидку к стоимости ценных бумаг, что снижает их рыночную стоимость.

Метод сделок отличается от метода рынка капитала тем, что он позволяет оценить стоимость компании на уровне контрольного, либо крупного пакета акций, т. е. учитывает премию за контрольный характер пакета в зависимости от размера пакета, с которым совершена сделка.

Оценка конкретной компании производится посредством сопоставления с компаниями-аналогами с помощью выбранных мультипликаторов к соответствующим финансовым или физическим базам сравнения оцениваемой компании. Наиболее часто используются следующие мультипликаторы:

- коэффициент *цена/прибыль* (P/E);
- коэффициент *цена/денежный поток* (P/CF);
- коэффициент *цена/балансовая стоимость* (P/BV);
- коэффициент *цена/физический объем производства продукции*;
- отношение цены инвестированного капитала (собственный капитал плюс задолженность) к прибыли до вычета износа и амортизации, уплаты процентов и налогов ($IC/EBITDA$).

В заключении, вносятся корректирующие поправки в зависимости от конкретных обстоятельств. Наиболее типичными являются следующие поправки:

- портфельная скидка;
- поправка на наличие избыточных производственных активов и активов непромышленного назначения;
- поправка на недостаток (избыток) собственного оборотного капитала;
- поправка на наличие экстренной потребности в капитальных вложениях;
- поправка на недостаточную ликвидность;
- поправка на недостаточность контроля над Компанией

Оценка конкретной компании производится с помощью выбранных мультипликаторов к соответствующим финансовым или физическим базам оцениваемой компании, таким образом, чтобы это соответствовало способу вычисления мультипликатора для сопоставимых компаний.

Метод отраслевых соотношений используется для ориентировочных оценок стоимости предприятий. Накопленный опыт западных оценочных фирм свидетельствует о том, что в каждой отрасли сложились определенные зависимости цены и финансовых показателей. Результатом обобщения статистической информации становятся достаточно простые формулы для определения стоимости предприятия.

Отличительная черта метода отраслевых коэффициентов – использование отраслевых ценовых соотношений и мультипликаторов. Он не требует от оценщика поиска точного аналога для сравнения, но при этом дает только ориентировочные значения стоимости объекта оценки.

Отраслевой коэффициент - это коэффициент, показывающий среднее соотношение между ценой предприятий отрасли и каким-либо показателем финансово-хозяйственной деятельности (финансовой базой). В качестве финансовой базы может выступать показатель финансовых результатов либо за год, либо средняя величина за несколько периодов.

Для определения стоимости объекта оценки полученный отраслевой коэффициент умножается на определенный финансовый показатель оцениваемого предприятия.

4. ОПИСАНИЕ ЭМИТЕНТА

4.1. ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ

Таблица 4.1.-1.

Наименование	Открытое акционерное общество «Завод»
Место нахождения и почтовый адрес	222222, Москва, ул. Пришвина, д. 1
Номер и дата регистрации	№ 001 от 01.01.1992 г.
Орган, выдавший свидетельство о государственной регистрации	Московская регистрационная палата
Уставной капитал	161 133 (Сто шестьдесят одна тысяча сто тридцать три) рубля
Общее количество акций	805 665 (Восемьсот пять тысяч шестьсот шестьдесят пять) штук
Номинал	0,2 (ноль целых, две десятых) рубля
Обыкновенные акции	765 390 (Семьсот шестьдесят пять тысяч триста девяносто) штук именных бездокументарных акций
Привилегированные акции	40 275 (Сорок тысяч двести семьдесят пять) штук именных бездокументарных привилегированных акций типа Б
Структура уставного капитала	Юридические лица – 68%, Физические лица – 32%

ОАО «Завод» является одним из крупнейших российских производителей электрического оборудования для городского транспорта (метро, троллейбусов и трамваев), электромоторов для шахтных локомотивов, вращающихся дробилок и кранов. Завод расположен в центре Москвы, промышленная зона занимает 12 га. В настоящее время на заводе работает примерно 1500 человек.

Основные продукты «Завод» включают целый спектр оборудования необходимого для муниципальных транспортных систем. Они включают:

- комплекты тягового электрооборудования вагонов метрополитена,
- комплекты тягового электрооборудования трамваев,
- крановые электродвигатели и аппаратура,
- электродвигатели для металлургической промышленности,
- электродвигатели и аппаратура для экскаваторов,
- тяговые электродвигатели и аппаратура управления для шахтных электровозов,
- электродвигатели привода пневматики пригородных электропоездов,
- электродвигатели путевых железнодорожных машин,
- электродвигатели и аппаратура управления для грузоподъемных механизмов морских судов,
- электродвигатели для буровых установок,
- электродвигатели приводов запорной арматуры трубопроводов,
- электродвигатели для современных систем водоснабжения,
- товары народного потребления.

Электрооборудование для метрополитена

По состоянию на 01.10.2000 г. в инвентарном парке метрополитена 4144 вагона. В их числе 1306 (31,5%) вагоны типа «Е» и его модификаций выпуска 1965-1979 гг.

Основную часть парка – 2818 единиц (68%) составляют вагоны серии 81-717 и 81-714, выпуск которых начат в 1978 г. и в модернизированном виде продолжается до настоящего времени. с 1999 г. начата поставка в депо «Печатники» опытно-промышленной партии новых перспективных вагонов модели 81-720 и 81-721 «Яуза». На 15.10.2000 г. принято в инвентарный парк 27 вагонов.

Проблема обновления вагонного парка для Московского метрополитена, действующего в 1935 г. особенно актуальна.

Таблица 4.2.-1.

	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Ввод новых вагонов в действующий парк	172	110	36	3	46(план)
Количество вагонов, на 1 января, выработавших ресурс (31 год)	284	255	187	215	203 (на 01.10.00-180)

В течение последующих пяти лет (2001-2005 гг) количество вагонов, выработавших ресурс, будет возрастать ежегодно в среднем на 128 вагонов. В случае сохранения сложившихся в последние годы крайне низких объемов поставки вагонов, произойдет прогрессирующее старение парка.

Одновременно с заменой парка вагонов на линиях, построенных в довоенное, военное время и в первые послевоенные годы, метрополитен решает проблему усиления системы электроснабжения по внутренним сетям 825 вольт, а на части их них и по вводам 10 кВ. Необходимость этого диктуется тем, что при вводе новых вагонов, обладающих более высокими техническими данными и мощностью тяговых электродвигателей на 47% выше, чем на вагонах «Е», имеющаяся система электроснабжения работает со значительной перегрузкой, а в ряде случаев даже в аварийном режиме.

Наряду с заменой подвижного состава перспективная потребность метрополитена в поставке новых вагонов от промышленности определяется потребностью пополнения действующего парка для обеспечения перевозки пассажиров на вновь вводимых линиях. По предварительной оценке экспертов, намеченная Правительством Москвы программа ввода новых линий на период 2001-2005 гг. потребует дополнительной поставки 130-140 вагонов.

Чтобы в ближайшие пять лет не допустить дальнейшего роста количества вагонов, выработавших ресурс и затрат на их содержание, необходимо уже в следующем году резкое увеличение финансирования метрополитена на приобретение не менее 80-100 новых вагонов. В дальнейшем, учитывая допущенное в последние годы сокращение мощностей метровагоностроения, необходимо постепенное увеличение производства и поставок вагонов, как минимум, до 180 единиц в год.

Основным потребителем электрооборудования вагонов метро является ЗАО «Метровагонмаш» (г. Мытищи, М.О.), которое производит вагоны общепромышленного исполнения и типа «Яуза». Объем поставок в 2000 г. составил 39 поставки комплектов электрооборудования вагонов метро общепромышленного исполнения и 4 комплекта вагонов типа «Яуза» на общую сумму 34,6 млн. руб. «Метровагонмаш» имеет возможность приобретать как комплекты, так и отдельные аппараты. На 2001 г. заключен договор в объеме 80 комплектов электрооборудования вагонов метро общепромышленного исполнения и 7 комплектов вагонов типа «Яуза» на сумму 115 млн. рублей, что в три раза увеличит поставки по сравнению с 2000 г.

Основные конкуренты ОАО «Завод» по данной группе продукции:

- ОАО «Электросила» (Санкт-Петербург) – тяговые двигатели,
- ОАО «Завод Реостат» (г. Великие Луки) – ряд аппаратов для вагонов метро,
- «ЗРЭПС» (Москва), ЗАО «Метровагонмаш» – ремонт вагонов.

Оборудование для троллейбусов

Состояние троллейбусного парка в целом по РФ характеризуют следующие цифры:

Таблица 4.2.-3.

Регион России	Общее количество троллейбусов	Из них, выработавших нормативный срок	
		в ед.	в %
Северный	334	164	49,10%
Северо-Западный	882	509	57,71%
Центральный	3 215	770	23,95%
Волго-Вятский	1 061	531	50,05%
Центрально-Чернозем.	598	235	39,30%
Поволжский	1 868	962	51,50%
Северо-Кавказский	925	354	38,27%
Уральский	1 747	730	41,79%
Западно-Сибирский	997	429	43,03%
Восточно-Сибирский	394	172	43,65%
Дальневосточный	112	28	25,00%
Калининградский	52	29	55,77%
Итого, по РФ	12 185	4 913	40,32%

Основным потребителем оборудования для троллейбусов является ОАО «Троллейбусный завод» (г. Энгельс). Кроме того, ведутся разработки и выпускаются троллейбусы на ОАО «Вологодский механический завод» (г. Вологда), а также ОАО «Петербургский трамвайно-механический завод» (Санкт-Петербург), ГПМРЗ «Белремкомунмаш» (г. Минск), Минским автомобильным заводом. В 2000 г. ОАО «Завод» реализовало своим потребителям троллейбусного оборудования на сумму 22,5 млн. рублей (что примерно соответствует уровню 1999 г.). По заключенным договорам на 2001 г., объем продаж составит 76,3 млн. рублей, что дает фактическое увеличение объемов по сравнению с 2000 г. на 295%.

Основные конкуренты ОАО «Завод» по данной группе продукции:

- ОАО «Татэлектромаш» (г. Набережные Челны) – тяговые двигатели,
- ОАО «Электросила» – электродвигатели постоянного тока для троллейбусов,
- ОАО «Татэлектромаш», ОАО «ЧЭЛЗ» (г. Чебоксары) – отдельные аппараты для комплектов электрооборудования,
- ремонт электрооборудования ведется в основном троллейбусные парки, а модернизацию и капитальный ремонт – на заводах-изготовителях.

Трамвайное оборудование

Состояние трамвайного парка в целом по РФ характеризуют следующие цифры:

Таблица 4.2.-5.

Регион России	Общее количество трамваев	Из них, выработавших нормативный срок
---------------	---------------------------	---------------------------------------

Регион России	Общее количество трамваев	Из них, выработавших нормативный срок	
		в ед.	в %
Северный	149	13	8,72%
Северо-Западный	1 570	553	35,22%
Центральный	1 849	475	25,69%
Волго-Вятский	530	160	30,19%
Центрально-Чернозем.	595	211	35,46%
Западно-Сибирский	1 221	269	22,03%
Восточно-Сибирский	457	67	14,66%
Поволжский	1 976	1 064	53,85%
Северо-Кавказский	682	243	35,63%
Уральский	2 382	1 140	47,86%
Дальневосточный	253	72	28,46%
Калининградский	138	98	71,01%
Ведомственные трам. парки	460	161	35,00%
Итого, по РФ	12 262	4 526	36,91%

Основными потребителями трамвайного электрооборудования являются ГУП «Устькатавский вагоностроительный завод» (г. Усть-Катав) и ОАО «ПТМЗ» (Санкт-Петербург). В 2000 г. ОАО «Завод» реализовано оборудования на сумму 6,4 млн. рублей, что на 34% больше по сравнению с 1999 г. Реализация электродвигателей составляет 0,03% от общего объема продаж. По заключенным договорам на 2001 г. объем продаж составит 23,9 млн. рублей, что по сравнению с 2000 г. выше на 73%.

Основные конкуренты ОАО «Завод» по данной группе продукции:

- ОАО «Кросна», ОАО «Электросила», ОАО «Татэлектромаш» – тяговые двигатели,
- ОАО «Татэлектромаш», ОАО «ЧЭЛЗ», «ПТМЗ» – отдельные аппараты для вагонов трамваев,
- ремонт электрооборудования ведется в основном в депо.

Электрооборудование для кранов

Основными потребителями кранового электрооборудования являются ОАО «Магнитогорский крановый завод» (г. Магнитогорск), ОАО Узловский «Кран-УМЗ» (Тулская область), ОАО «Сибтяжмаш» (г. Красноярск), «Запорожский завод тяжелого краностроения» (г. Запорожье), ОАО «Подъемтрансмаш» (Санкт-Петербург), ОАО «Бурейкран» (Бурятия). Потребители имеют возможность приобретать отдельные аппараты и электродвигатели для ремонта кранов, находящихся в эксплуатации. Объем реализации ОАО «Завод» по крановому оборудованию в 2000 г. составил 104,9 млн. рублей. По предварительным заявкам и заключенным договорам объем продаж в 2001 г. составил около 100 млн. рублей, но потребность рынка еще окончательно не сформирована.

Основные конкуренты ОАО «Завод» по данной группе продукции: ОАО «Высота» (г. Ржев), ПО «Строймаш» (г. Ангарск), Машзавод им. 1-ого Мая (г. Киров), ПО «Север» (г. Новосибирск).

Доля ОАО «Завод» на рынке продаж электрооборудования для кранов – 60%.

Металлургическая промышленность и оборудование для экскаваторов

Основными потребителями являются ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (г. Магнитогорск), ОАО «Северсталь» (г. Череповец), ОАО «Уральский завод тяжелого машиностроения» (г. Екатеринбург), ОАО «Карельский окатыш» (г. Костомукша), ОАО «Алроса» (Бурятия), ОАО «Криворожсталь» (Украина). Реализация в 2000 г. составила 61,8 млн. рублей. По сравнению с 1999 г. объем продаж увеличился в 2,3 раза. По предварительным заявкам и заключенным договорам на 2001 г. ожидается увеличение объема продаж до 65 млн. рублей.

Основные конкуренты ОАО «Завод» по данной группе продукции:

- ОАО «Электросила», ЗАО «Карпинский электромеханический завод» (г. Карпинск), ОАО «Электромашина» (г. Прокопьевск) – отдельные виды двигателей,
- ремонт электрооборудования ведется потребителями самостоятельно или на профильных заводах.

Шахтное оборудование

Основная доля продаж по шахтному оборудованию приходится не на производство электровозов, а в основном на ремонтные нужды уже существующего парка. В 2000 г. реализовано шахтного оборудованию на сумму 28,7 млн. рублей, что по сравнению с 1999 г. выше на 27%. По предварительным заказам объем продаж в 2001 г. может составить уровень 2000 г.

Основные конкуренты ОАО «Завод» по данной группе продукции:

- Харьковский электромеханический завод (Украина), ОАО «Электромашина», Карпинский электромашиностроительный завод (г. Карпинск) – производство двигателей и аппаратуры,
- ремонт электрооборудования ведется потребителями в основном самостоятельно.

Двигатели привода пневматики пригородных электропоездов

Основными потребителями электродвигателей являются ОАО «Демиховский машзавод» (г. Орехово-Зуево), ОАО «Транспневматика» (г. Первомайск). В 2000 г. объем продаж составил 3,4 млн. рублей, это на 32% выше уровня 1999 года. В 2001 г. объем продаж (по уже поступившим заказам) планируется на уровне 2000 г.

Двигатели путевых железнодорожных машин

Основными потребителями являются ОАО «Калугапузмаш» и ГУП КЗ «Ремпутьмаш» (г. Калуга), ОАО «Тихорецкий маш. Завод им. Воровского» (Краснодарский край). Объем продаж в 2000 г. составил 2,4 млн. рублей, в 2001 г. по предварительным заявкам и заключенным договорам планируется увеличения объема реализации в 2 раза.

Электродвигатели и аппаратура управления для грузоподъемных механизмов морских и речных судов

Основными потребителями морского электрооборудования являются ПО «Баррикады» (г. Волгоград), ОАО Завод «Красное Сормово» (г. Нижний Новгород), ОАО «Черноморский судостроительный завод» (Украина). Объем продаж в 2000 г. составил 8,4 млн. рублей, что превышает результаты 1999 года в 2,4 раза. По предварительным заявкам на 2001 г. объем продаж

должен составить около 8 млн. рублей. Доля ОАО «Завод» на данном секторе рынка близка к 100%. Однако в портах и на базах накоплены большие запасы двигателей и аппаратуры, что сужает сектор более чем наполовину.

Товары народного потребления (вибронасос «Малыш»)

По итогам 2000 г. объем продаж составил 11,5 млн. рублей, что на 27% выше уровня 1999 г. Доля ОАО «Завод» на данном секторе рынка составляет около 30%. Конкуренты – около 12 предприятий на территории бывшего СССР.

Согласно отчетов управления заказами и сбыта, общий объем продаж предприятия составил 290 млн. рублей.

По видам продукции продажи в 1999-2000 гг. распределились следующим образом:

Таблица 4.2.-11.

<i>Группа оборудование</i>	<i>1999 г. (тыс. руб.)</i>	<i>2000 г. (тыс. руб.)</i>	<i>Изменение</i>
Крановое оборудование	50 675	104 923	107,05%
Троллейбусное оборудование	22 542	22 550	0,04%
Горно-шахтное оборудование	22 473	28 768	28,01%
Двигатели серии "Д"	25 145	61 843	145,95%
Оборудование для вагонов метро	22 820	34 607	51,65%
Зона товаров широкого потребления	8 371	11 476	37,09%
Электрооборудование для трамваев	4 218	6 429	52,42%
Двигатели для электропоездов	1 222	3 448	182,16%
Электрооборудование для морских судов	3 697	8 446	128,46%
Ремонт	2 331	2 211	-5,15%
Прочее	2 310	5 548	140,17%
Итого	165 804	290 249	75,06%

Последние несколько лет были знаменательны структурным сдвигом между основными группами изделий. Доля крановых и металлургических двигателей в структуре доходов изменилась с 40% в 1998 г. до 60% в 2000 г. Этот факт отражает экономический рост в тяжелой промышленности, а также в добывающих отраслях и дальнейшее ухудшение финансирования муниципального транспорта.

«Завод» владеет примерно 40 зданиями и другими сооружениями общей площадью 170 тыс. м², включая 30 тыс. м² офисных помещений.

Арендный бизнес активно развивался на «Завод» только последние три года и в настоящее время приносит около 11% всех доходов компании. По состоянию на конец 2000 года было сдано в аренду более 21 тыс. м² не занятых под производство площадей, из которых 7,5 тыс. м² – офисные помещения, 7,5 тыс. м² – производственные площади, 4,3 тыс. м² – склады. В настоящее время ставки аренды составляют 140-250 \$/м² для офисных площадей, 60-70 \$/м² для производственных площадей и 50-60 \$/м² для складских площадей.

В 2001 г. руководство компании планирует дальнейшую оптимизацию производственных площадей. Более 6500 м² будут дополнительно сданы в аренду, доходы от которой должны составить более 2 млн. долл. США.

5. КРАТКИЙ ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЭМИТЕНТА

Финансовый анализ позволяет выявить тенденции развития предприятия в прошлом, оценить его сегодняшнее положение, обосновано прогнозировать его развитие в будущем, определить степень деловых и финансовых рисков. Выводы финансового анализа используются для определения степени риска инвестирования средств в данное предприятие, а также позволяют оценить ликвидность каждой статьи актива баланса.

Анализ финансового состояния предприятия в рамках настоящей работы заключался в рассмотрении балансов и отчетов о прибылях и убытках, расчете показателей ликвидности, прибыльности, структуры капитала и других финансовых характеристик за предшествующий дате оценки период.

Источниками информации для анализа финансового состояния компании являлись консолидированные формы “Бухгалтерский баланс” (форма № 1) и “Отчет о прибылях и убытках” (форма № 2) за 1999 годы и 2000 гг.

5.1. АНАЛИЗ БАЛАНСОВЫХ ОТЧЕТОВ

Предварительную общую оценку состава и структуры имущества предприятия осуществляют по укрупненной схеме.

Для обеспечения сопоставимости исследуемых данных по статьям и разделам баланса на начало и конец рассматриваемого периода анализ проводится на основе удельных показателей, рассчитываемых к валюте баланса, которая принимается за 100%. Результаты определения динамики и структуры позиций баланса представлены в таблицах 5.1.-1 и 5.1.-2 .

Данные консолидированных балансовых отчетов за 1999 – 2000 гг. (тыс. руб.)

Таблица 5.1.-1.

<i>Показатель</i>	<i>Код строки</i>	<i>1999 на начало года</i>	<i>2000 на начало года</i>	<i>2000 на конец года</i>
АКТИВ				
1. Внеоборотные активы				
Нематериальные активы	110	23	258	1 205
Основные средства:	120	104 412	98 577	102 019
Незавершенное строительство	130	6 868	7 398	7 737
Долгосрочные финансовые вложения:	140	117	88	128
Прочие внеоборотные активы	150	0	0	0
Итого по разделу 1.	190	111 420	106 321	111 089
2. Оборотные активы				
Запасы:	210	38 475	47 503	63 655
НДС по приобретенным ценностям	220	6 262	3 341	8 659

<i>Показатель</i>	<i>Код строки</i>	<i>1999 на начало года</i>	<i>2000 на начало года</i>	<i>2000 на конец года</i>
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	0	0	0
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	40 116	41 739	40 493
Краткосрочные финансовые вложения	250	873	50	1 500
Денежные средства	260	1 431	4 349	12 903
Прочие оборотные активы	270	0	0	0
Итого по разделу 2.	290	87 157	96 982	127 210
ИТОГО БАЛАНС	399	198 577	203 303	238 299
ПАССИВ				
4. Капитал и резервы				
Уставный капитал	410	161	161	161
Добавочный капитал	420	139 524	139 524	142 236
Резервный капитал	430	0	0	0
Фонд социальной сферы	450	69	45	68
Целевые финансирование и поступления	460	0	100	215
Нераспределенная прибыль прошлых лет	470	0	0	0
Непокрытые убытки прошлых лет	475	-32 352	-32 160	-31 353
Нераспределенная прибыль отчетного года	480	0	0	5 234
Непокрытый убыток отчетного года	485	0	-3	-98
Итого по разделу 4	490	107 402	107 667	116 463
5. Долгосрочные пассивы	590	1 803	7 794	5 797
6. Краткосрочные пассивы				
Заемные средства	610	0	5 359	0
Кредиторская задолженность, в том числе:	620	89 343	82 471	115 532
Расчеты по дивидендам	630	0	0	0
Доходы будущих периодов	640	29	12	507
Резервы предстоящих расходов и платежей	660	0	0	0
Прочие краткосрочные пассивы	670	0	0	0
Итого по разделу 6.	690	89 372	87 842	116 039
ИТОГО БАЛАНС	699	198 577	203 303	238 299

Структура и динамика позиций баланса, %

Таблица 5.1.-2.

Показатель	1999 на начало года	2000 на начало года	2000 на конец года	Изменение за 2000 год
АКТИВ				
1. Внеоборотные активы				
Нематериальные активы	0,01%	0,13%	0,51%	0,38%
Основные средства:	52,58%	48,49%	42,81%	-5,68%
Незавершенное строительство	3,46%	3,64%	3,25%	-0,39%
Долгосрочные финансовые вложения	0,06%	0,04%	0,05%	0,01%
Прочие внеоборотные активы	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Итого по разделу 1.	56,11%	52,30%	46,62%	-5,68%
2. Оборотные активы				
Запасы:	19,38%	23,37%	26,71%	3,35%
НДС по приобретенным ценностям	3,15%	1,64%	3,63%	1,99%
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	20,20%	20,53%	16,99%	-3,54%
Краткосрочные финансовые вложения	0,44%	0,02%	0,63%	0,60%
Денежные средства	0,72%	2,14%	5,41%	3,28%
Прочие оборотные активы	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Итого по разделу 2.	43,89%	47,70%	53,38%	5,68%
ИТОГО БАЛАНС	100,00%	100,00%	100,00%	0,00%
ПАССИВ				
4. Капитал и резервы				
Уставный капитал	0,08%	0,08%	0,07%	-0,01%
Добавочный капитал	70,26%	68,63%	59,69%	-8,94%
Резервный капитал	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Фонды накопления	0,03%	0,02%	0,03%	0,01%
Целевые финансирование и поступления	0,00%	0,05%	0,09%	0,04%
Нераспределенная прибыль прошлых лет	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Непокрытые убытки прошлых лет	-16,29%	-15,82%	-13,16%	2,66%
Нераспределенная прибыль отчетного года	0,00%	0,00%	2,20%	2,20%
Непокрытый убыток отчетного года	0,00%	0,00%	-0,04%	-0,04%
Итого по разделу 4	54,09%	52,96%	48,87%	-4,09%
5. Долгосрочные пассивы	0,91%	3,83%	2,43%	-1,40%
6. Краткосрочные пассивы				
Заемные средства	0,00%	2,64%	0,00%	-2,64%
Кредиторская задолженность, в том числе:	44,99%	40,57%	48,48%	7,92%
Расчеты по дивидендам	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Доходы будущих периодов	0,01%	0,01%	0,21%	0,21%
Резервы предстоящих расходов и платежей	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Прочие краткосрочные пассивы	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Итого по разделу 6.	45,01%	43,21%	48,69%	5,49%
ИТОГО БАЛАНС	100,00%	100,00%	100,00%	0,00%

Выводы:

1. За период с 01.01.1999 года по 31.12.2000 г. валюта баланса увеличилась почти на 40 млн. рублей, в части актива за счет роста оборотных активов (главным образом – запасов), в части пассива – за счет увеличения как собственных, так и заемных средств.
 2. За 2000 год в структуре баланса произошли следующие существенные изменения:
 - в части актива:
 - уменьшение удельного веса внеоборотных активов с 52% до 47% (в целом по периоду с 1999-2000 гг. прослеживается тенденция к снижению доли внеоборотных активов, в первую очередь, за счет уменьшения удельного веса основных средств);
 - увеличение удельного веса оборотных активов с 48% до 53%;
 - в части пассива:
 - уменьшение удельного веса раздела «Капитал и резервы» с 53% до 49% (общая тенденция к снижению по 1999-2000 гг),
 - увеличение доли краткосрочных пассивов с 43% до 49% (главным образом за счет роста удельного веса краткосрочной кредиторской задолженности).
-

5.2. АНАЛИЗ ОТЧЕТОВ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

Данные, используемые в этом разделе, приведены в Таблице 5.2.-1.

Предприятие имеет следующие результаты финансово-хозяйственной деятельности:

1. наибольший объем реализации предприятие имело по итогам работы за 2000 год;
2. себестоимость продукции в 1998-1999 гг. сохранялась примерно на одном уровне (около 94%), по итогам 2000 г. – несколько снизилась (93,4%);
3. коммерческие и управленческие расходы в исследуемом периоде составляли незначительную часть от общей выручки и их уровень менялся незначительно,
4. на протяжении всех трех лет предприятие имело прибыль от основной деятельности и положительный результат от финансово-хозяйственной деятельности, величина которого значительно возросла (в 1,4 раза в 1999 г. и в 2,5 раза в 2000 г. (по сравнению с предшествующим годом)),
5. балансовая прибыль и чистая прибыль за 2000 год составили 10 618 и 7 724 тыс. рублей соответственно.

Отчет о прибылях и убытках (тыс. руб.)

Таблица 5.2.-1.

Показатель	Код строки	за 1998 г.	Структура	за 1999 г.	Структура	за 2000 г.	Структура
Выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и анал. обязат. платежей)	10	126 934	100,0%	255 683	100,0%	501 885	100,0%
Себестоимость реализованной продукции	20	119 295	94,0%	241 924	94,6%	468 963	93,4%
Коммерческие расходы	30	16	0,0%	0	0,0%	39	0,0%
Управленческие расходы	40	0	0,0%	0	0,0%	1 962	0,4%
Результат от реализации	50	7 623	6,0%	13 759	5,4%	30 921	6,2%
Проценты к получению	60	47	0,0%	17	0,0%	44	0,0%
Проценты к уплате	70	0	0,0%	11	0,0%	0	0,0%
Доходы от инвестиций	80	0	0,0%	8	0,0%	1	0,0%
Прочие операционные доходы	90	3 457	2,7%	1 604	0,6%	1 490	0,3%
Прочие операционные расходы	100	3 019	2,4%	3 935	1,5%	3 451	0,7%
Результат от финансово-хозяйственной деятельности	110	8 108	6,4%	11 442	4,5%	29 005	5,8%
Прочие внереализационные доходы	120	338	0,3%	543	0,2%	1 675	0,3%
Прочие внереализационные расходы	130	10 127	8,0%	7 193	2,8%	20 062	4,0%
Балансовая прибыль	140	-1 681	-1,3%	4 792	1,9%	10 618	2,1%
Налог на прибыль	150	208	0,2%	993	0,4%	2 894	0,6%
Чистая прибыль	140-150	-1 889	-1,5%	3 799	1,5%	7 724	1,5%
Отвлеченные средства	160	2 602	2,0%	99	0,0%	0	0,0%
Нераспределенная прибыль (убыток) отчетного периода	140-150-160	-4 491	-3,5%	3 700	1,4%	7 724	1,5%

5.3. АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ

Ретроспективная финансовая отчетность анализируется с целью определения будущего потенциала бизнеса на основе его текущей и прошлой деятельности.

С помощью анализа финансовых коэффициентов можно выявить:

- сильные и слабые стороны данного бизнеса;
- диспропорции в структуре капитала;
- уровень риска при инвестировании средств в данный бизнес;
- базу для сравнения с компаниями – аналогами.

В целях финансового анализа можно использовать большое количество финансовых коэффициентов, в рамках данного отчета использовались наиболее важные группы коэффициентов, такие как:

1. показатели ликвидности;
2. коэффициенты структуры капитала;
3. показатели оборачиваемости активов;
4. показатели рентабельности;
5. Z-фактор для определения вероятности банкротства предприятия в ближайшей перспективе.

Ниже в таблицах представлены наиболее важные финансовые коэффициенты, рассчитанные по данным консолидированных балансовых отчетов за 1999-2000 гг.

Расчет показателей ликвидности

Таблица 5.3.-1.

<i>Показатель</i>	<i>1998 г.</i>	<i>1999 г.</i>	<i>2000 г.</i>	<i>Норматив</i>
Общий коэффициент покрытия	0,98	1,10	1,10	более 1,0
Коэффициент текущей ликвидности	0,98	1,10	1,10	1,0-2,0
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,016	0,050	0,111	0,1-0,3
Коэффициент срочной ликвидности	0,03	0,05	0,12	0,2-0,4
Коэффициент ликвидность средств в обращении	0,47	0,53	0,47	0,3-0,7
Коэффициент ликвидность при мобилизации средств	0,50	0,58	0,62	0,5-1,0
Коэффициент зависимости от товарно-материальных. запасов	0,43	0,54	0,55	не более (0,5-0,7)

Коэффициент текущей ликвидности - отношения оборотного капитала к краткосрочной задолженности. Показывает достаточность оборотных средств у предприятия, которые могут быть использованы для погашения своих краткосрочных обязательств. Предположительно, чем выше значение коэффициента текущей ликвидности, тем выше оценивается способность компании платить по счетам. Но превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами более чем в два раза считается также нежелательным, поскольку свидетельствует о нерациональном вложении предприятием своих средств и их неэффективном использовании.

Значение коэффициента текущей ликвидности у предприятия в 1998 году несколько ниже нормы (0,98), однако в 1999-2000 гг. оно составило 1,10, что соответствует требованиям норматива.

Показатель текущей ликвидности следует рассматривать как очень «грубый», поскольку в нем не учитывается степень ликвидности отдельных компонентов оборотного капитала. Предприятие, оборотный капитал которого преимущественно состоит из денежных средств и краткосрочной дебиторской задолженности, обычно считается более ликвидным, чем то предприятие, оборотный капитал которого состоит преимущественно из запасов. Следовательно, необходимо рассмотреть также более «совершенные» инструменты анализа.

Коэффициенты абсолютной и срочной ликвидности – это отношение наиболее ликвидной части оборотных активов - денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к сумме краткосрочной задолженности. Он показывает возможность предприятия покрыть краткосрочную задолженность в очень короткие сроки и позволяет спрогнозировать платежные возможности предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами. В 2000 г. значение коэффициента абсолютной ликвидности соответствует нормативному диапазону, значение коэффициента срочной ликвидности – ниже нормы, однако ретроспектива его изменения за предыдущие годы свидетельствует о тенденции роста.

Важно обратить внимание на то, какая часть кредиторской задолженности предприятия покрывается за счет текущих активов.

Коэффициент покрытия – это отношение текущих активов к текущим обязательствам. Показывает, во сколько раз величина текущих активов превышает размер текущих обязательств. У предприятия текущие активы покрывают все текущие обязательства (коэффициент покрытия больше единицы).

Так как запасы предприятия являются наименее ликвидной составляющей текущих активов, необходимо, рассчитав *коэффициент ликвидности средств в обращении*, проанализировать, какая часть кредиторской задолженности предприятия покрыта наиболее ликвидными активами. По результатам деятельности предприятия за 2000 год краткосрочные обязательства покрыты наиболее ликвидными активами на 47%, что соответствует норме (значение показателя в предыдущие годы также в пределах норматива).

Коэффициент зависимости от товарно-материальных запасов и коэффициент ликвидности при мобилизации средств, рассчитываемые как отношение величины запасов (запасов+НДС+прочие оборотные активы) в стоимостном выражении к текущим обязательствам, показывает долю товарно-материальных запасов в общем объеме текущих пассивов. Эти коэффициенты дают возможность определить степень зависимости платежеспособности компании от материально-производственных запасов и затрат с точки зрения необходимости мобилизации денежных средств для погашения своих краткосрочных обязательств. Значения обоих коэффициентов по предприятию за все три года исследуемого периода соответствуют требованиям норматива, их динамика свидетельствует о тенденции роста.

Исследование структуры пассива баланса позволяет установить одну из возможных причин финансовой неустойчивости предприятия, приведшей к его неплатежеспособности. Такой причиной может быть нерационально высокая доля заемных средств в источниках средств, привлекаемых для финансирования хозяйственной деятельности.

Показатели структуры капитала (источников средств) характеризующие степень финансовой независимости и устойчивости предприятия, а также способность предприятия выполнять свои обязательства, представлены в таблице 5.3.-2.

Расчет показателей структуры капитала

Таблица 5.3.-2.

Показатель	1998 г.	1999 г.	2000 г.	Норматив
Уровень собственного капитала	0,54	0,53	0,49	более 0,6
Соотношение заемного и собственного капитала	0,85	0,89	1,04	менее 0,7
Собственный оборотный капитал	-2 215	9 140	11 171	
Коэффициент маневренности	-0,02	0,08	0,09	0,2-0,6
Уровень чистого оборотного капитала	-1%	5%	5%	Чем выше, тем устойчивее финансовое состояние

В течение 1998-2000 гг. в структуре консолидированного баланса Компании «Завод» происходили изменения, связанные с сокращением доли собственных средств и ростом доли заемных средств. Этот процесс нашел свое отражение в динамике показателей уровня собственного капитала и соотношения заемного и собственного капитала, которые по итогам 2000 г. не соответствуют нормативным требованиям (уровень СК ниже нормы, а соотношение ЗК и СК – соответственно выше).

В 1998 году наблюдался дефицит собственного оборотного капитала (2215 тыс. рублей), но уже в 1999 г. величина СОК положительна (9140 тыс. рублей), по итогам 2000 г. она составила 11171 тыс. рублей.

Эффективность использования предприятием своих активов позволяют оценить показатели текущей деятельности (оборачиваемости). Коэффициенты оборачиваемости оборотных активов и активов в целом рассчитываются как отношение выручки к среднегодовой стоимости активов.

Нормативного значения коэффициентов оборачиваемости нет, однако усилия руководства должны быть направлены на ускорение оборачиваемости.

Расчет показателей оборачиваемости

Таблица 5.3.-3.

<i>Наименование коэффициента</i>	<i>Значение на 01.01.00 г.</i>	<i>Значение на 01.01.01 г.</i>
Коэффициент оборачиваемости активов	1,28	2,29
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	2,38	4,48
Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала	2,78	4,48
Фондоотдача	2,52	5,00
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	6,25	12,21
Среднее число оборотов остатков дебиторской задолженности за год (дней)	58	29
Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов	5,63	8,44
Среднее число оборотов остатков товарно-материальных запасов за год	64	43
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	2,98	5,07
Среднее число оборотов остатков кредиторской задолженности	121	71

Скорость оборота текущих активов является одной из качественных характеристик проводимой финансовой политики: чем выше скорость оборота, тем эффективнее выбранная предприятием стратегия. Коэффициент оборачиваемости активов свидетельствует об эффективности, с которой предприятие использует свои ресурсы для достижения поставленной цели - выпуска продукции. Сокращение этого показателя у предприятий свидетельствует о больших затратах активов на каждую единицу выручки, снижении скорости оборота активов. Динамика значений данного показателя за 1999-2000 гг. свидетельствует об увеличении эффективности использования предприятием своих ресурсов.

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала показывает скорость оборота вложенного собственного капитала (по итогам 2000 г. данный показатель также вырос).

Средний период погашения дебиторской задолженности показывает, сколько дней в среднем происходит оплата услуг дебиторами. У Компании «Завод» в 2000 году счета оставались непоплаченными менее месяца, что характеризует этот актив как высоко ликвидный (по сравнению с 1999 г. значение показателя улучшилось).

Средний период погашения кредиторской задолженности (71 дня) выше, чем аналогичный показатель по дебиторской задолженности (29 дней). Это свидетельствует о том, что предприятие активно использует средства поставщиков для текущей деятельности.

В Таблице 5.3.-4 представлены показатели рентабельности предприятия, которые позволяют оценить качество управления компанией, соотнося прибыль, остающуюся в распоряжении компании, с величиной активов в целом, оборотных активов, собственного капитала и объемом продаж.

Расчет показателей рентабельности, процентов

Таблица 5.3.-4.

Показатель	01.01.00 г.	01.01.01 г.
Рентабельность всего капитала	2,38%	4,81%
Чистая рентабельность собственного капитала	3,44%	6,89%
Чистая рентабельность всего капитала	1,84%	3,50%
Рентабельность всех операций по прибыли до налогообложения	1,87%	2,12%
Рентабельность всех операций по чистой прибыли	1,43%	1,53%
Рентабельность реализованной продукции	5,69%	6,59%
Рентабельность от основной деятельности	5,38%	6,16%

Значения коэффициентов рентабельности капитала в 1999-2000 гг. положительны, что связано с наличием как балансовой, так и чистой прибыли.

Коэффициенты рентабельности реализованной продукции показывает эффективность затрат, произведенных предприятием на производство и реализацию продукции. Динамика коэффициентов свидетельствует об уменьшении себестоимости по отношению к выручке от реализации.

В целом, сравнение значений коэффициентов рентабельности по 1999 г. и 2000 г. свидетельствует о повышении эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Вероятность банкротства является одним из показателей деятельности предприятия и рассчитывается при помощи так называемого «Z- счета» Е. Альтмана:

$$\begin{aligned}
 Z\text{-счет} = & \frac{\text{Оборотный капитал}}{\text{Всего имущества}} \times 1,2 + \frac{\text{Результат от реализации}}{\text{Всего имущества}} \times 3,3 + \\
 & + \frac{\text{Резервы} + \text{Доходы будущих периодов} + \text{Фонды} + \text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Всего имущества}} \times 1,4 + \\
 & + \frac{\text{Оплаченный уставный капитал}}{\text{Обязательства}} \times 0,6 + \frac{\text{Чистая выручка от реализации}}{\text{Всего имущества}} \times 1,0
 \end{aligned}$$

Характеристика этих значений свидетельствует о том, что при величине **Z- счета** вероятность банкротства:

- 1,8 и менее – очень высокая;
- от 1,81 до 2,7 – высокая;
- от 2,8 до 2,9 – низкая;
- 3,0 и более – очень низкая.

Значение Z-счета по итогам 2000 года составляет 7,8, что свидетельствует о том, что вероятность банкротства предприятия очень низкая.

Индекс деловой активности – это комплексный показатель, который отражает рост или снижение деловой активности предприятия в основной деятельности.

$$\text{Индекс деловой активности} = \frac{\text{Оборачиваемость оборотного капитала}}{\text{Рентабельность основной деятельности}} \times$$

Индекс деловой активности за 2000 год составил 27,6% существенно выше среднего уровня.

6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ 55%-ОГО ПАКЕТА АКЦИЙ ОАО «ЗАВОД» С ПОМОЩЬЮ МЕТОДА СКОРРЕКТИРОВАННЫХ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

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

Для расчета показателей скорректированной стоимости чистых активов был использован консолидированный баланс за 2000 г., составленный на основе соответствующих форм бухгалтерской отчетности по предприятиям, входящим в холдинг. Кроме того, были проанализированы балансы прошлых периодов.

В данном отчете корректировки подвергались следующие статьи баланса:

- нематериальные активы;
- основные средства.

Остальные статьи баланса для определения стоимости чистых активов принимались по балансовой стоимости на 01.01.2001 года.

6.1. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

На дату оценки «Нематериальные активы» общества представлены патентами, лицензиями и аналогичными правами. На балансе общества не отражен такой актив как права долгосрочной аренды на земельный участок. Далее приведен расчет стоимости этих прав.

В соответствии с методикой определения стоимости права аренды определяется стартовая цена для проведения земельного аукциона или конкурса, т.е. нижняя граница стоимости.

Стартовая цена прав долгосрочной аренды определяется по формуле:

$C = 12,5 \times \text{Годовая базовая ставка арендной платы за 1 га} \times \text{Площадь земельного участка} \times K1 \times K2 \times K2 \times K3 \times K4 \times K5$

Размер базовой ставки годовой арендной платы принимается в соответствии с распоряжением мэра г. Москвы № 980-РМ от 27 сентября 1998 года «Об арендной плате за землю» и №285-РМ от 2 апреля 1999 г. «Об изменении ставок арендной платы за землю с 1 января 1999 года» и № 286-РМ от 2 апреля 1999 года «Об изменении ставок арендной платы за землю с 1 января 1999 года», который определяется произведением базовой ставкой ежегодной арендной по

категориям арендаторов и видам целевого использования земель и коэффициентом дифференциации по территории города в зависимости от территориально-экономических зон.

Расчет производится в табличной форме.

Таблица 6.1.-1

СТОИМОСТЬ ПРАВА АРЕНДЫ на 49 лет ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА площадью около 7000 кв.м., расположенный по адресу: г. Москва, ул. Петрова, вл. 10	
Территориально-экономическая оценочная зона г. Москвы	15
Площадь земельного участка	0,7
Базовая ставка аренды за 1 га (руб)	181 824
Стоимость участка = ежегодная арендная ставка*12,5 лет, руб.	1 590 960

Коэффициенты	Ценообразующие факторы	Норма	Значение коэффициента
K1	Престижные места застройки и близость к городским магистралям	В пределах Садового кольца K1 = 2,0 - 3,0 За пределами Садового кольца, но с выходом на городские магистрали K1 = 1,0 - 1,8 За пределами Садового кольца, без выхода на городские магистрали K1 = 0,8 - 0,9	0,8
K2	Совокупный экологический фактор	Благоприятный K2 = 1,0 - 1,4 Неблагоприятный K2 = 0,8 - 0,9	1
K3	Соседство	Возможность целевого использования прилегающих участков для подъездов, стоянок и др. коммерческих целей K3 = 0,8 - 1,2	0,8
K4	Тип деятельности объекта	гостиницы, банковская, административная и биржевая деятельность K4 = 2,5 Торговля, жилое строительство K4 = 2,2 Промышленность, общественное питание K4 = 1,5 Бытовое обслуживание, медицина, спорт, культура K4 = 0,7	1,5
K5	Градостроительное использование участка	Новое строительство сооружений более 70% K5 = 1,5 - 2,0 Новое индивидуальное строительство с выполнением архитектурных требований K5 = 0,9 - 1,5 Реконструкция строений: а) без капитальных затрат K5 = 2,0 - 4,0 б) с капитальными затратами с пристройкой, надстройкой перекрытий K5 = 0,7 - 1,5	1,5
K6	Плотность застройки участка	При п = 50 - 70 % K6 = 1,5 При п = 71 - 85 % K6 = 1,0 - 1,2 При п более 85 % K6 = 0,7 - 0,9	1,5
K7	Условия строительства	Благоприятные условия строительства K7 = 1,1 - 1,7 Необходимость выполнения дополнительных требований (сноса или переноса сооружений, отселения жильцов и др.) K7 = 0,7 - 0,9	0,7
K8	Выход полезной площади	До 1 000 кв. м. K8 = до 1,5 От 1 000 до 10 000 кв. м. K8 = 1,5 - 2,0 От 10 000 до 100 000 кв. м. K8 = 2,0 - 4,0	1,5
Ксв			2
Окончательная стоимость участка, тыс. руб.			3 608

Таблица 6.1.-2.

СТОИМОСТЬ ПРАВА АРЕНДЫ на 49 лет ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА площадью 57604 кв.м., расположенный по адресу: г. Москва, ул. Иванова, вл.30	
Территориально-экономическая оценочная зона г. Москвы	15
Площадь земельного участка	5,7604
Базовая ставка аренды за 1 га (руб)	306 072
Стоимость участка = ежегодная арендная ставка*12,5 лет, руб.	22 038 714

Коэффициенты	Ценообразующие факторы	Норма	Значение коэффициента
K1	Престижные места застройки и близость к городским магистралям	В пределах Садового кольца K1 = 2,0 - 3,0 За пределами Садового кольца, но с выходом на городские магистрали K1 = 1,0 - 1,8 За пределами Садового кольца, без выхода на городские магистрали K1 = 0,8 - 0,9	0,8
K2	Совокупный экологический фактор	Благоприятный K2 = 1,0 - 1,4 Неблагоприятный K2 = 0,8 - 0,9	0,9
K3	Соседство	Возможность целевого использования прилегающих участков для подъездов, стоянок и др. коммерческих целей K3 = 0,8 - 1,2	0,8
K4	Тип деятельности объекта	Гостиницы, банковская, административная и биржевая деятельность K4 = 2,5 Торговля, жилое строительство K4 = 2,2 Промышленность, общественное питание K4 = 1,5 Бытовое обслуживание, медицина, спорт, культура K4 = 0,7	1,5
K5	Градостроительное использование участка	Новое строительство сооружений более 70% K5 = 1,5 - 2,0 Новое индивидуальное строительство с выполнением архитектурных требований K5 = 0,9 - 1,5 Реконструкция строений: а) без капитальных затрат K5 = 2,0 - 4,0 б) с капитальными затратами с пристройкой, надстройкой перекрытий K5 = 0,7 - 1,5	1,5
K6	Плотность застройки участка	При п = 50 - 70 % K6 = 1,5 При п = 71 - 85 % K6 = 1,0 - 1,2 При п более 85 % K6 = 0,7 - 0,9	1,5
K7	Условия строительства	Благоприятные условия строительства K7 = 1,1 - 1,7 Необходимость выполнения дополнительных требований (сноса или переноса сооружений, отселения жильцов и др.) K7 = 0,7 - 0,9	0,7
K8	Выход полезной площади	До 1 000 кв. м. K8 = до 1,5 От 1 000 до 10 000 кв. м. K8 = 1,5 - 2,0 От 10 000 до 100 000 кв. м. K8 = 2,0 - 4,0	1,5
Ксв			2
Окончательная стоимость участка, тыс. руб.			44 985

Таблица 6.1.-3.

СТОИМОСТЬ ПРАВА АРЕНДЫ на 49 лет ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА площадью 85412 кв.м., расположенный по адресу: г. Москва, ул. Сидорова, вл.10	
Территориально-экономическая оценочная зона г. Москвы	15
Площадь земельного участка	8,5412
Базовая ставка аренды за 1 га (руб)	1 131 624
Стоимость участка = ежегодная арендная ставка*12,5 лет, руб.	120 817 836

Коэффициенты	Ценообразующие факторы	Норма	Значение коэффициента
K1	Престижные места застройки и близость к городским магистралям	В пределах Садового кольца K1 = 2,0 - 3,0 За пределами Садового кольца, но с выходом на городские магистрали K1 = 1,0 - 1,8 За пределами Садового кольца, без выхода на городские магистрали K1 = 0,8 - 0,9	0,8
K2	Совокупный экологический фактор	Благоприятный K2 = 1,0 - 1,4 Неблагоприятный K2 = 0,8 - 0,9	0,9
K3	Соседство	Возможность целевого использования прилегающих участков для подъездов, стоянок и др. коммерческих целей K3 = 0,8 - 1,2	0,8
K4	Тип деятельности объекта	Гостиницы, банковская, административная и биржевая деятельность K4 = 2,5 Торговля, жилое строительство K4 = 2,2 Промышленность, общественное питание K4 = 1,5 Бытовое обслуживание, медицина, спорт, культура K4 = 0,7	1,5
K5	Градостроительное использование участка	Новое строительство сооружений более 70% K5 = 1,5 - 2,0 Новое индивидуальное строительство с выполнением архитектурных требований K5 = 0,9 - 1,5 Реконструкция строений: а) без капитальных затрат K5 = 2,0 - 4,0 б) с капитальными затратами с пристройкой, надстройкой перекрытий K5 = 0,7 - 1,5	1,5
K6	Плотность застройки участка	При п = 50 - 70 % K6 = 1,5 При п = 71 - 85 % K6 = 1,0 - 1,2 При п более 85 % K6 = 0,7 - 0,9	1,5
K7	Условия строительства	Благоприятные условия строительства K7 = 1,1 - 1,7 Необходимость выполнения дополнительных требований (сноса или переноса сооружений, отселения жильцов и др.) K7 = 0,7 - 0,9	0,7
K8	Выход полезной площади	До 1 000 кв. м. K8 = до 1,5 От 1 000 до 10 000 кв. м. K8 = 1,5 - 2,0 От 10 000 до 100 000 кв. м. K8 = 2,0 - 4,0	1,5
Ксв			2
Окончательная стоимость участка, тыс. руб.			246 613

Расчет скорректированной стоимости нематериальных активов

Таблица 6.1.-4.

<i>№ строки Ф №1</i>	<i>Наименование показателя</i>	<i>Балансовая стоимость на 01.01.01 г., тыс. руб.</i>	<i>Коэффициент корректировки</i>	<i>Скорректированная стоимость, тыс. руб.</i>
	Патенты, лицензии, товарные знаки	30	1,0	30
	Права долгосрочной аренды (на 49 лет) на земельные участки	0		295 207
	Прочие нематериальные активы	284	1,0	284
110	ИТОГО	314		295 521

6.2. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ

На дату оценки основные средства предприятия представляют собой здания, сооружения, машины, оборудование, транспорт и пр. Оценка по рыночной стоимости подлежали здания, так как недвижимость г. Москвы представляется собой доходный актив. Остальные основные средства принимались по остаточной балансовой стоимости.

В состав оцениваемых объектов недвижимости входит 44 строения². Всю оцениваемую недвижимость можно условно разделить на два вида недвижимости:

- доходную недвижимость;
- производственную недвижимость.

Вся недвижимость оценивалась затратным подходом. Доходная недвижимость оценивалась доходным подходом.

Оценка затратным подходом

Подход к оценке по затратам базируется на сравнении стоимости строительства аналогичного объекта недвижимости со стоимостью существующего объекта. При этом подходе определяется стоимость строительства аналогичного объекта, далее вычитается накопленный износ и к результату добавляется стоимость земельного участка. Получившаяся величина определяет стоимость оцениваемого объекта недвижимости. В случае, если земельный участок принадлежит собственнику на правах аренды, то для определения рыночной стоимости объектов недвижимости, находящихся на балансе предприятия на счете 01 «Основные средства», стоимость прав аренды на земельный участок не учитывается. Стоимость прав аренды на земельный участок отражается по счету 04 «Нематериальные активы».

² Перечень объектов недвижимости приведен в Приложении.

Таким образом, основные этапы применения затратного подхода для определения стоимости объектов недвижимости включают в себя:

1. Определение восстановительной стоимости или стоимости замещения зданий и сооружений на дату оценки.
2. Расчет величины накопленного износа.
3. Определяется остаточная стоимость зданий и сооружений как разность между стоимостью воспроизводства (стоимостью восстановления или стоимостью замещения) и совокупным износом.

Этап 1:

Определение восстановительной стоимости или стоимости замещения зданий и сооружений на дату оценки

Под восстановительной стоимостью оцениваемого объекта понимается стоимость строительства в текущих ценах на дату оценки точной копии оцениваемого объекта. В случае, если расчет восстановительной стоимости не представляется возможным или целесообразным, производится определение стоимости замещения.

Под стоимостью замещения оцениваемого объекта понимается стоимость строительства в текущих ценах на дату оценки объекта с полезностью, равной полезности оцениваемого объекта, однако, с использованием новых материалов в соответствии с текущими стандартами, дизайном, планировкой.

Расчет полной стоимости строительства включает в себя:

1. Определение издержек строительства (как прямых, так и косвенных).
2. Определение предпринимательского дохода.

Предпринимательский доход представляет собой сумму, которую инвестор планирует получить сверх затрат на осуществление проекта с учетом риска и доходности по сопоставимым объектам. С учетом мировой практики расчета предпринимательский доход определяется в 15% затрат на строительство³.

Этап 2:

Расчет величины накопленного износа

Рассчитываются все виды износа зданий и сооружений с учетом их физического, функционального, технологического и экономического устаревания.

Физическое устаревание – потеря стоимости, связанная с использованием, изнашиванием, разрушением, увеличением стоимости обслуживания и прочими физическими факторами, приводящими к сокращению жизни и полезности объекта.

³ А.Г. Грязнова, М.А. Федотова «Оценка бизнеса».

Функциональное устаревание – потеря стоимости, связанная с невозможностью выполнять те функции, для которых она предназначалась. Функциональное устаревание является результатом внутренних свойств объекта собственности и связано с такими факторами, как конструкционные недостатки, избыточные операционные издержки, и проявляется в устаревшей архитектуре здания, удобства планировки, инженерном обеспечении. Формой функционального устаревания является *технологическое устаревание*, под которым понимается потеря стоимости, вызванная изменениями в технологии, в результате которого актив становится менее продуктивным, более дорогим в эксплуатации.

Экономическое устаревание характеризуется потерей стоимости, вызванной внешними факторами, например, изменениями, понизившими спрос, или возросшей конкуренцией.

Этап 3:

Определение остаточной стоимости зданий и сооружений

Остаточная стоимость зданий и сооружений определяется как разность между стоимостью воспроизводства (стоимостью восстановления или стоимостью замещения) и совокупным износом.

Расчет остаточной стоимости замещения зданий приведен в таблице 6.2.-1.

Расчет остаточной стоимости замещения

Таблица 6.2.-1.

№ п/п																		ОСЗ руб.
1	ул. Иванова	4	23166,9	1986	Инженерный корпус	м ³	131659	УПВС. Сб.18-70г., табл. 36-е с поправкой на объем и этажность 0,95*0,95=0,9.	16,29	1,18	32,811	83 037 279	15	15%	13%	11 936 609	83 556 262	
2																		39 652 013
3	ул. Петрова	19А, к.5, с.2	858,6	1971	Транспортный цех	м ³	3679	УПВС. Сб.18-70г., табл.39.	21,30	1,18	32,811	3 033 967	30	15%	60%	2 093 437	1 395 625	
4	ул. Петрова	19, с. 7	132,7	1917	Транспортный цех каркасно-засыпная конструкция	м ³	453	УПВС. Сб.8-70г., табл.39.	21,30	1,18	32,811	373 576	84	15%	80%	343 690	85 923	
5	ул. Петрова	26, к. 7	1490,6	1932	Химическая лаборатория	м ³	7384	УПВС. Сб.18-70г., табл. 46-д.	20,10	1,18	32,811	5 746 312	69	15%	58%	3 799 749	2 808 510	
6																		104 791 652
7																		40 430 456
8	ул. Петрова	26, с. 3	6517,8	1971	Склад готовой продукции	м ³	41615	УПВС. Сб.18-70г., табл. 19-г.	6,60	1,18	32,811	10 633 967	30	15%	25%	3 057 266	9 171 797	
9	ул. Петрова	26, с. 4	2443,1	1905	Электроцех, пожарная служба	м ³	14214	УПВС. Сб.1-72г., табл. 1-г.	11,20	1,18	32,811	6 163 619	96	15%	80%	5 670 530	1 417 632	
10	ул. Петрова	26, с. 5	13751,5	1925	Литейный цех	м ³	122095	УПВС. Сб.7-70г., табл.37-а	15,40	1,18	32,811	72 798 105	76	15%	63%	53 021 286	30 696 534	
11	ул. Петрова	26, с. 6	1312	1966	Склад шихты	м ³	15944	УПВС. Сб.8-70г., табл.15-а	5,30	1,18	32,811	3 271 709	35	15%	29%	1 097 386	2 665 079	
12	ул. Петрова	26, с. 7	1384,7	1980	Компрессорная	м ³	10172	УПВС. Сб.18-70г., табл. 13-г.	8,90	1,18	32,811	3 505 079	21	15%	18%	705 397	3 325 444	
13	ул. Петрова	26, с. 8	3329,8	1971	Завозной склад	м ³	18051	УПВС. Сб.18-70г., табл. 19-г.	6,60	1,18	32,811	4 612 609	30	15%	25%	1 326 125	3 978 376	
14	ул. Петрова	26, с. 10	1378,3	1952	Карный участок	м ³	5755	УПВС. Сб.23-70г., табл. 20-а	13,10	1,18	32,811	2 918 892	49	15%	41%	1 370 663	1 986 063	

№ п/п																		ОСЗ руб.
15	ул. Петрова	26, с. 11	1980,4	1925	Гараж транспортного цеха	м ³	13516	УПВС. Сб.23-70г., табл. 20-б	12,40	1,18	32,811	6 488 904	76	15%	63%	4 726 085	2 736 154	
16	ул. Петрова	26, с. 12	1500,2	1932	Типография, автосервис	м ³	6302	УПВС. Сб.23-70г., табл. 24-а	15,20	1,18	32,811	3 708 715	69	15%	58%	2 452 388	1 812 634	
17	ул. Петрова	26, с. 14	2697,7	1966	Цех опытного производства	м ³	14305	УПВС. Сб.7-70г., табл.1-б	14,60	1,18	32,811	8 086 157	35	15%	29%	2 712 232	6 586 849	
18	ул. Петрова	26, с. 15	2231,7	1971	Профилакторий	м ³	10542	УПВС. Сб.5-72г., табл.17-г	28,50	1,18	32,811	11 632 400	30	15%	25%	3 344 315	10 032 945	
19	ул. Петрова	26, с. 16	762,4	1934	Энергоцех	м ³	5443	УПВС. Сб.18-70г., табл.1-в	12,00	1,18	32,811	2 528 838	67	15%	56%	1 623 725	1 284 439	
20	ул. Петрова	26, с. 17	798	1925	Кузница, 19 ДЕПО	м ³	6502	УПВС. Сб.18-70г., табл. 1-г. прим	11,20	1,18	32,811	2 819 463	76	15%	63%	2 053 509	1 188 874	
21																		228 402
22	ул. Петрова	26, с. 20	54,1	1936	Подсобное	м ³	329	УПВС. Сб.18-70г., табл. 24-а прим	21,30	1,18	32,811	271 317	65	15%	54%	169 008	143 007	
23	ул. Петрова	26, с. 21	69,1	1925	Кислородная станция	м ³	322	УПВС. Сб.18-70г., табл. 13-А.	15,00	1,18	32,811	187 003	76	15%	63%	136 201	78 853	
24	ул. Петрова	26, с. 22	116	1936	Ацетиленовая станция	м ³	1147	УПВС. Сб.18-70г., табл. 24-а прим	21,30	1,18	32,811	945 898	65	15%	54%	589 216	498 567	
25	ул. Петрова	26, с. 24	415,7	1972	Станция нейтрализации	м ³	2537	УПВС. Сб.3-71г., табл. 104-а прим	27,00	1,18	32,811	2 652 074	29	15%	24%	737 056	2 312 830	
26	ул. Петрова	26, с. 25	134,3	1939	Склад кислородных баллонов	м ³	824	УПВС. Сб.18-70г., табл. 24-б.	18,00	1,18	32,811	574 250	62	15%	52%	341 200	319 187	
27	ул. Петрова	26, с. 26	364,3	1933	Склад № 5 (лаки, краски)	м ³	1588	УПВС. Сб.18-70г., табл. 24-в.	17,60	1,18	32,811	1 082 093	68	15%	57%	705 164	539 243	
28	ул. Петрова	26, с. 28	931,3	1972	Очистные сооружения	м ³	5663	УПВС. Сб.3-71г., табл. 104-а прим	27,00	1,18	32,811	5 919 865	29	15%	24%	1 645 229	5 162 616	
29	ул. Петрова	26, с. 30	125,5	1953	Бомбоубежище	м ³	477	Аналог- сооружение ГО НПО «Вектор»	65,00	1,18	32,811	1 200 420	48	15%	40%	552 193	828 290	
30	ул. Петрова	26, с. 31	124,5	1953	Бомбоубежище	м ³	468	Аналог- сооружение ГО НПО «Вектор»	65,00	1,18	32,811	1 177 771	48	15%	40%	541 774	812 662	
31	ул. Петрова	26, с. 32	157,2	1964	Бомбоубежище	м ³	650	Аналог- сооружение ГО НПО «Вектор»	65,00	1,18	32,811	1 635 792	37	15%	31%	580 025	1 301 137	
32	ул. Петрова	26, с. 33	78,3	1961	Трансформаторная подстанция	м ³	378	УПВС. Сб.18-70г., табл. 17-д.	19,20	1,18	32,811	280 992	40	15%	33%	107 714	215 427	
33	ул. Петрова	26, с. 34	72,5	1937	Каменный сарай	м ³	306	УПВС. Сб.18-70г., табл. 19-а.	14,00	1,18	32,811	165 864	64	15%	53%	101 730	89 013	
34	ул. Петрова	26, с. 35	3143,2	1925	Ремонтно- строительный. цех	м ³	18850	УПВС. Сб.18-70г., табл. 5-д.	9,10	1,18	32,811	6 641 317	76	15%	63%	4 837 093	2 800 422	
35	ул. Петрова	26, с. 36	335,6	1916	Склад № 17, в аренде	м ³	1786	УПВС. Сб.18-70г., табл. 19-А.	14,00	1,18	32,811	968 079	85	15%	71%	788 581	324 710	

№ п/п																	ОСЗ руб.
36	ул. Петрова	26, с. 37	263	1930	Металлический склад, в аренде	м ³	1567	УПВС. Сб.18-70г., табл. 24-в.	17,60	1,18	32,811	1 067 783	71	15%	59%	726 538	501 413
37	ул. Петрова	26, с. 38	616,2	1930	Боксы для грузовых автомашин	м ³	2876	УПВС. Сб.23 табл 20-а	13,10	1,18	32,811	1 458 685	71	15%	59%	992 514	684 974
38	ул. Сидорова	2 А	2851,8	1966	Детский сад	м ³	10270	УПВС. Сб.8-70г., табл.7-д.	22,00	1,18	32,811	8 747 714	35	15%	29%	2 934 129	7 125 742
39	ул. Сидорова	13, с.1	295,6	1917	Стадион, 2-этажное здание	м ³	1391	УПВС. Сб.10-72г., табл.39.	23,50	1,18	32,811	1 265 600	84	15%	70%	1 018 808	436 632
40	ул. Сидорова	13, с. 2	441,9	1935	Стадион, 1-этажное здание	м ³	2141	УПВС. Сб.10-72г., табл.39.	23,50	1,18	32,811	1 947 987	66	15%	55%	1 232 102	1 008 083
Итого			185 603,8									612 373 822					375 014 474
Итого, стоимость 1 м²																	2,021

Оценка доходным подходом

Подход к оценке по доходу основывается на принципе ожидания, который гласит, что все стоимости сегодня являются отражением будущих преимуществ.

При применении данного подхода анализируется возможность недвижимости генерировать определенный доход, который обычно выражается в форме дохода от эксплуатации и дохода от продажи.

Этапы расчета стоимости недвижимости в доходном подходе:

1. определение потенциального валового дохода,
2. определение рыночной стоимости объекта оценки.

Этап 1:

Определение потенциального валового дохода

Потенциальный валовой доход представляет собой произведение средней ставки арендной платы на общую площадь сдаваемых в аренду помещений. Для дальнейших расчетов необходимо установить для каждого оцениваемого объекта наиболее вероятную ставку арендной платы на основе рыночной информации.

Для определения наиболее вероятной ставки арендной платы проанализированы ставки арендной платы за 1998 –2000 годы и сделан прогноз арендных платежей на 2001 год.

Расчет потенциального валового дохода приведен в таблице 6.2.-3.



Член Международной Ассоциации
участников рынка недвижимости



Зарегистрирован в Государственном реестре
Госстандарта России 03.06.1996 г. № РОСС RU. 0001.04 АИ00

Расчет наиболее вероятного размера потенциального валового дохода

Таблице 6.2.-3

Адрес	Наименование объекта оценки	Тип помещения	Площадь, сдаваемая в аренду в 1998 году (4 квартал)	Средняя арендная ставка на 1998 год, (\$/м ² в год)	Площадь, сдаваемая в аренду в 1999 году	Средняя арендная ставка на 1999 год, (\$/м ² в год)	Площадь, сдаваемая в аренду в 2000 году	Средняя арендная ставка на 2000 год, (\$/м ² в год)	Площадь, сдаваемая в аренду в 2001 году	Прогноз арендной ставки на 2001 год, (\$/м ² в год)
ул. Петрова	Главный корпус 1	Офис	846,8	210,75	821,5	230,92	1470,6	160,3	1470,6	160,3
		Торговые площади	235,9	130,82	749,1	118,91	313,1	163,08	313,1	163,08
		Склад	668,0	119,42	1891,0	81,86	1621,3	77,02	1621,3	77,02
		Произв. площади			270,3	62,61	115,9	88,53	115,9	88,53
ул. Иванова	Инженерный корпус	Офис	1835,1	110,86	4276,0	96,24	7910,4	113,53	8580,5	114,04
		Торговые площади	305,2	129,01	330,6	129,74	299,3	175,32	299,3	175,32
		Склад	500,0	50,00	2539,4	52,55	3980,1	53,14	3980,1	53,14
		Произв. площади			1328,9	29,80				
Территория		Технические помещения	17,5	561,94	17,5	561,94	17,5	561,94	17,5	561,94
		Офис	208,9	84,94	81,9	49,7	176,8	54,79	176,8	54,79
		Склад	774,6	75,82			335,6	35,00	335,6	35,00
		Произв. площади	369,9	50,00	3815,7	43,49	3775,6	43,34	9625,6	33,75
ИТОГО		Офис	2890,8	135,52	5179,4	125,62	9557,8	109,54	10227,9	109,71
ИТОГО		Склад	1942,6	81,75	4430,4	67,21	5937,0	55,05	5937,0	55,05
ИТОГО		Торговые площади	541,1	129,92	1079,7	124,33	612,4	169,2	612,4	169,2
ИТОГО		Произв. площади	369,9	50,00	5414,9	45,3	3891,5	65,94	9741,5	61,14
ИТОГО		Технические помещения	17,5	561,94	17,5	561,94	17,5	561,94	17,5	561,94
ВСЕГО			5 761,9		16 121,9		20 016,2		26 536,3	

1998 год		1999 год		2000 год		2001 год	
Площадь, кв.м.	Годовой ПВД, \$	Площадь, кв.м.	Годовой ПВД, \$	Площадь, кв.м.	Годовой ПВД, \$	Площадь, кв.м.	Годовой ПВД, \$
5 761,9	88 236,12	16 121,9	1 008 523,4	20 016,2	1 432 726	26 536,3	2 020 555,7

Этап 2:
Определение рыночной стоимости объекта оценки

В данном отчете стоимость объекта недвижимости считалась равной потенциальному валовому доходу (ПВД), умноженному на валовой рентный мультипликатор (ВРМ), отражающий срок окупаемости объекта, требуемый среднестатистическим инвестором в недвижимость. На сегодняшний день эта величина находится в диапазоне от 3 до 4. В настоящем отчете использовался валовой рентный мультипликатор, равный 3,3, который наиболее часто используется для оценки производственной недвижимости.

Стоимость объекта оценки рассчитывается по формуле:

$$V = \text{ПВД} \times \text{ВРМ}$$

Расчет рыночной стоимости объектов оценки

Таблица 6.2.-4

Площадь, сдаваемая в аренду, м ²	ПВД, долл. США	ПВД, тыс. руб	ВРМ	Рыночная стоимость по доходному подходу, тыс. руб.	Рыночная стоимость по доходному подходу, тыс. руб./м ²
26 536,3	2 020 555,7	56 838	3,3	187 566	7,07

Вывод итоговой величины стоимости оцениваемой недвижимости

Таблица 6.2.-5

Наименование объекта оценки	Общая площадь оцениваемой недвижимости, м ²	Общая стоимость объектов оценки, тыс. руб	Средняя стоимость 1 м ² , тыс. руб.
Доходная недвижимость	26 536,30	187 566,17	7,07
Производственная недвижимость	159 067,5	321 398	2,021

Расчет скорректированной стоимости основных средств

Таблица 6.2.-6

№ строки баланса	Наименование показателя	Остаточная стоимость на 01.01.01 г., тыс. руб.	Коэффициент корректировки	Скоррект. стоимость, тыс. руб.
122	Здания	50 203	10,1	508 964
	Другие ОС ⁴	51 816	1,0	51 816
ИТОГО:		102 019	5,5	560 780

⁴ Принимаются по остаточной балансовой стоимости.

6.3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ

*Оценка стоимости собственного капитала
методом скорректированных чистых активов*

Таблица 6.3.-1.

Наименование показателя	Баланс на 01.01.2001 года	Скорректи- рованный баланс	Коэфф. корректировки
1.Активы:(тыс.руб)			
Нематериальные активы	1 205	295 521	245,25
Основные средства	102 019	560 780	5,50
Незавершенное строительство	7 737	7 737	1,00
Долгосрочные финансовые вложения	51 097	51 097	1,00
Прочие внеоборотные активы	0	0	
Запасы	63 279	63 279	1,00
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты	0	0	
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты	40 493	40 493	1,00
Краткосрочные финансовые вложения	1 500	1 500	1,00
Денежные средства	12 903	12 903	1,00
Прочие оборотные активы	0	0	
Итого активы	280 233	1 033 310	3,69
2.Пассивы (тыс. рублей)			
Целевые финансовые поступления	215	215	
Заемные средства	5 797	5 797	
Кредиторская задолженность	115 532	115 532	
Расчеты по дивидендам	0	0	
Резервы предстоящих расходов и платежей	0	0	
Прочие пассивы	0	0	
Итого пассивы	121 544	121 544	1,0
Стоимость чистых активов	158 689	911 766	
Стоимость привилегированных акций	740	740	
Стоимость собственного капитала (тыс. руб.)	106 977	860 054	
Стоимость собственного капитала (тыс.\$)⁵		30 574	
Стоимость 55% пакета акций (тыс. \$)		16 816	

⁵ Курс на дату оценки 28,13 руб./\$.

7. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ 55%-ОГО ПАКЕТА АКЦИЙ ОАО «ЗАВОД» ДОХОДНЫМ ПОДХОДОМ

В данном отчете для оценки акций ОАО «Завод» в рамках доходного подхода применялся метод дисконтирования денежных потоков.

Основные этапы применения метода дисконтирования денежных потоков:

1. Прогноз величины выручки от реализации.
2. Прогноз величины себестоимости.
3. Расчет величины чистой прибыли.
4. Прогноз инвестиций и капиталовложений.
5. Расчет величины денежных потоков для каждого года прогнозного периода.
6. Определение ставок дисконтирования для пессимистического и оптимистического прогнозов.
7. Внесение итоговых поправок.
8. Определение стоимости 100% пакета акций.
9. Определение стоимости 55% пакета акций.

Расчеты рыночной стоимости можно производить как на номинальной (с учетом инфляции), так и на реальной (не учитывающей инфляцию) основе. Темпы инфляции определяются на основе анализа ретроспективных данных, анализа текущей рыночной ситуации и макроэкономического прогноза на ближайшие годы. Поскольку в условиях российской экономики сделать однозначный вывод относительно темпов инфляции не представляется возможным ввиду сложности описания инфляционных процессов, для определения рыночной стоимости оценщиками был принят реальный денежный поток.

7.1. РАСЧЕТ ВЕЛИЧИН ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

При оценке пакетов акций применяется одна из двух моделей денежного потока:

- денежный поток для собственного капитала;
- денежный поток для инвестированного капитала.

В таблице 7.1.-1 показано, как рассчитывается денежный поток для собственного капитала. Применяя эту модель, рассчитывается рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала предприятия.

Таблица 7.1.-1.

	Чистая прибыль после уплаты налогов
плюс	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства
Плюс (минус)	Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
Итого равно	Денежный поток

Применяя модель денежного потока для всего инвестиционного капитала, мы условно не различаем собственный и заемный капитал предприятия и считаем совокупный денежный поток. Исходя из этого, мы прибавляем к денежному потоку выплаты процентов по задолженности, уменьшенные на величину налога на прибыль, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли, и не учитываем прирост/снижение долгосрочной задолженности. Итогом расчета по этой модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

Согласно методу дисконтирования денежных потоков стоимость предприятия основывается на будущих, а не на прошлых денежных потоках. Поэтому задача оценщика является выработка прогноза денежного потока на какой-то будущий временной период, начиная с текущего года. В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются.

Оценщику для расчетов были представлены Заказчиком следующие данные:

- Показатели деятельности компании за 1996-2000 г.г. в натуральном и денежном выражении;
- Отчеты по отгруженной продукции за 1999-2000 г.г.;
- Экспорт ОАО «Завод» в период с 1997 по 2000 год;
- Выполнение бюджета в 2000 году;
- Бюджет компании на 2001 год;
- Планируемые объемы производства до 2005 года в натуральных и денежных единицах;
- Структура материальных, трудовых, накладных и прочих затрат в себестоимости продукции по ОАО «Завод»;
- Справка по динамике фонда заработной платы за 2000 год;
- Прогноз издержек производства до 2005 года;
- Прогноз капиталовложений;
- Амортизационные отчисления за 1999-2000 г.г.;
- Требуемый оборотный капитал.

Прогнозный период принят с 2001 года по 2005 год включительно. Далее предполагается, что темпы роста предприятия стабилизируются.

Описание прогнозной модели

При формировании бюджета Компании на 2001 год (основной год прогнозной модели) был сделан анализ производственно-хозяйственной деятельности компании за 2000 год. Объем реализованной продукции составил 290 млн. рублей, что в 2 раза превышает аналогичный показатель 1999 года.

Объем денежных средств, поступивших от сдачи в аренду свободных помещений по итогам 2000 года составила около 40 млн. руб., что значительно превышает данный показатель 1999 года.

Таким образом, по основным показателям доходной части бюджета компания показала значительный рост.

На 2001 год планируется рост продаж на традиционном рынке (метро, троллейбус) на уровне 20%. Предполагается, что рынок кранового оборудования останется на уровне 2000 года. По электродвигателям постоянного тока серии «Д», «ДЭ» намечается рост по сравнению с 2000 годом до 15-18% в связи с реконструкцией и модернизацией таких гигантов, как ОАО «Алрос» республика Саха, ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ОАО «Северсталь» и т.д. План производства на 2001 год с разбивкой по основным видам производства представлен в таблице 7.1-2.

В прогнозной модели заложен рост денежных поступлений от сдачи в аренду свободных площадей. Как следует из таблицы 6.2.-3 настоящего Отчета за последние три года значительно выросло количество сдаваемых площадей в аренду. По данным, полученным из интервью с заказчиком, и в прогнозный период следует ожидать рост сдаваемых в аренду площадей. План производства в денежном выражении на 2001-2005 представлен в таблице 7.1.-3.

В расходной части заложен рост заработной платы на 18%, что соответствует постановлениям правительства и темпам инфляции. Прогноз издержек производства – представлен в таблице 7.1.-4.

Капиталовложения представляют собой затраты на модернизацию зданий и сооружений и затраты на приобретение новой техники. Эти затраты планируется осуществлять из собственных средств (т.е. из чистой прибыли). План капитальных затрат представлен в таблице 7.1.-5.

Рост амортизационных отчислений объясняется увеличением основных средств за счет закупки нового оборудования.

В планируемых затратах учтены также изменения налогового законодательства.

Прогноз денежных потоков в прогнозный период и постпрогнозный период представлен в таблице 7.1.-6.

План производства на 2001 год (тыс. руб.)

Таблица 7.1.-2

	Наименование показателя	1 квартал		2 квартал		3 квартал		4 квартал		2001 год, всего	
		кол-во	Сумма	кол-во	Сумма	кол-во	Сумма	кол-во	Сумма	кол-во	Сумма
Метро	ДК-117 80 ком.	80	6000	80	6000	80	6000	80	6000	320	24000
	ДК-120 АМ 7ком.	7	620	7	620	7	620	7	620	28	2480
	Аппаратура	750	8750	850	9860	830	9520	850	9860	3280	37990
	Запасные части		1150		1150		1150		1150		4600
	ИТОГО		16 520		17 630		17 290		17 630		69 070
Троллейбус	ДК-211	7	5600	8	6400	7	5600	8	6400	30	
	ДК-213	50	3350	50	3350	50	3350	50	3350	200	
	Аппаратура	810	3760	830	3850	800	3710	810	3760	3250	
	Запасные части		740		740		740		740		
	ИТОГО		13 450		14 340		13 400		14 250		55 440
Трамвай	Аппаратура	275	1920	260	1810	270	1880	280	1950	1085	
	Запасные части		230		230		230		230		
	ИТОГО		2 150		2 040		2 110		2 180		8 630
	Электродвигатели Серия "Д"	88	14065	78	12470	86	13660	96	15445	348	55640
	МТ, всего	560	7125	615	7720	530	6675	640	8070	2345	29590
	Морское оборудование	140	1480	160	2060	140	1480	165	2160	605	7180
	Крановая аппаратура	2670	13019	3582	18289	2950	15260	3943	21406	13145	67974
	Насос "Малыш"	6250	3050	6250	3050	6250	3050	6250	3050	25000	12200
	Шахтное оборудование, всего	165	6275	170	6700	170	6700	165	6275	670	25950
	МАК-160	45	720	45	720	45	720	45	720	180	2880
	ДК-213Д	10	670	10	670	10	670	10	670	40	2680
	Капитальный ремонт		500		500		500		500		2000
	ВСЕГО (тыс. руб.)		79 024		86 189		81 515		92 356		339 234

План производства в денежном выражении на 2001-2005 гг.

Таблица 7.1.-3.

	<i>2001 год</i>	<i>2002 год</i>	<i>2003 год</i>	<i>2004 год</i>	<i>2005 год</i>
	<i>Сумма (тыс. руб.)</i>	<i>Сумма (тыс. руб.)</i>	<i>Сумма (тыс. руб.)</i>	<i>Сумма (тыс. руб.)</i>	<i>Сумма (тыс. руб.)</i>
Электрооборудование для метро, всего	69 070	82 800	96 640	112 940	132 300
Электрооборудование для троллейбусов, всего	55 440	68 000	79 580	93 600	109 680
Электрооборудование для трамваев, всего	8 630	10 180	12 100	14 130	16 600
Электродвигатели серии "Д" МТ, всего	55640 29590	108900	127130	149700	174200
Морское оборудование	7180				
Крановая аппаратура	67974	82400	96950	113900	133850
Насос "Малыш"	12200	13400	14700	14700	14700
Шахтное оборудование, всего	25950				
МАК-160	2880	30420	36900	42960	50720
ДК-213Д	2680				
Капитальный ремонт	2000	2200	2500	2900	3100
ВСЕГО (тыс. руб.)	339 234	398 300	466 500	544 830	635 150
Аренда (тыс. руб.)	56 576	70 000	77 000	84 700	93 170
Услуги	6 526	7 200	7 500	7 950	8 200
Покупные материалы	126 000	126 000	126 000	126 000	126 000
Выручка (тыс. руб.)	528 336	601 500	677 000	763 480	862 520
Выручка (тыс. \$)	18 782	21 383	24 067	27 141	30 662

Планируемые издержки производства (тыс. руб)

Таблица 7.1.-4.

<i>Расходы</i>	<i>2000г.</i>	<i>2001 год</i>	<i>2002 год</i>	<i>2003 год</i>	<i>2004 год</i>	<i>2005 год</i>
Материалы	176317	171317	197000	229560	268550	320700
Энергозатраты	18765	18765	21580	24800	28530	32800
Зарплата	56200	56200	60650	67945	69240	70535
налоги на зарплату	20008	20007	21591	24188	24649	25110
ВНИПТИ	9240	4279	4620	5176	5300	5450
Амортизация	3600	3600	4296,1	5136,1	6266,1	8056,1
Охрана окружающей среды	48050	2700	4814	3814	4014	4214
Плата за выбросы		150	150	150	150	150
Расходы на соц. сферу		6100	6100	6100	6100	6100
Качество продукции		3550	4200	5000	6200	7500
Аренда	9000	12600	12600	12600	12600	12600
Налог на автодороги	3972	3972	4565	5250	6038	6944
Плата за аренду земли	12600	10000	10000	10000	10000	10000
Прочие расходы (ЛТУ, охрана, пож., т.д.)		17600	21100	24300	30400	35400
Покупные материалы		120000	120000	120000	120000	120000
Себестоимость (тыс. руб.)	357 752	450 840	493 266	544 019	598 037	665 559
Себестоимость (тыс. \$)		16 027	17 535	19 339	21 260	23 660

План капитальных затрат. (тыс. руб.)

Таблица 7.1.-5.

	2001 год	2002 год	2003 год	2004 год	2005 год
Модернизация зданий, сооружений	30050	32200	35400	38000	38000
Новая техника	6961	8400	11300	17900	23400
Капиталовложения	37 011	40 600	46 700	55 900	61 400
Капиталовложения (тыс. \$)	1 316	1 443	1 660	1 987	2 183

Прогноз денежных потоков (тыс. \$)

Таблица 7.1.-6.

Наименование показателя	2001г.	2002г.	2003г.	2004г.	2005 г.	Постпрогнозный период
Выручка	18 782	21 383	24 067	27 141	30 662	32 195
Изменение, в %		14%	13%	13%	13%	5%
Издержки обращения	16 027	17 535	19 339	21 260	23 660	24 370
Изменение, в %		9%	10%	10%	11%	3%
<i>Чистый операционный доход</i>	<i>2 755</i>	<i>3 848</i>	<i>4 727</i>	<i>5 881</i>	<i>7 002</i>	<i>7 825</i>
Налог на имущество	64	71	80	92	106	106
Налогооблагаемая прибыль	2 691	3 777	4 647	5 789	6 896	7 719
Налог на прибыль (14%)	377	529	651	810	965	1 081
Чистая прибыль	2 314	3 248	3 997	4 978	5 930	6 638
Амортизация	128	153	183	223	286	352
Капиталовложения	1 316	1 443	1 660	1 987	2 183	352
Прирост долгосрочная задолженность	-	-				
Требуемый оборотный капитал	25	68	78	89	107	107
Изменение оборотного капитала	- 33	43	10	11	18	-
Чистый денежный поток	1 160	1 914	2 509	3 203	4 016	6 638

7.2. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ

Ставка дисконтирования представляет собой коэффициент, применяемый для перевода будущих платежей или поступлений в текущую стоимость. Полученная текущая стоимость определяет величину капитала, которую должен вложить инвестор, чтобы получить норму доходности, равную определенной ставке дисконтирования.

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, другими словами – это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Если рассматривать ставку дисконта со стороны предприятия как самостоятельного юридического лица, обособленного и от собственников (акционеров), и от кредиторов, то можно определить ее как стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников.

Ставка дисконта или стоимость привлечения капитала должна рассчитываться с учетом трех факторов:

1. наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;
2. необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени;
3. фактор риска (степень вероятности получения ожидаемых в будущем доходов).

Для денежного потока для собственного капитала ставка дисконта рассчитывается по:

1. модели оценки капитальных активов;
2. методу кумулятивного построения (метод суммирования).

Модель оценки капитальных активов (САРМ) основана на анализе массивов информации фондового рынка, т.е. на изменении доходности свободно обращающихся на фондовом рынке акций.

В соответствии с *моделью оценки капитальных активов* ставка дисконта находится по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C$$

где:

- R** - требуемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;
- R_f** - безрисковая ставка дохода;
- β** - коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);
- R_m** - общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);
- S₁** - премия для малых предприятий;
- S₂** - премия за риск, характерный для отдельной компании;
- C** - страновой риск.

Расчет ставки дисконта с помощью модели САРМ возможен для компании, акции которой свободно обращаются на фондовом рынке. Коэффициент бета в данной модели представляет собой меру риска. На фондовом рынке выделяют два вида риска:

1. несистематический риск, т.е. риск для конкретной компании;
2. систематический риск, т.е. общерыночный риск для всех компаний, акции которых находятся в обращении.

В модели оценки капитальных активов при помощи коэффициента бета определяется величина систематического риска. Коэффициент бета рассчитывается исходя из амплитуды колебания общей доходности акций конкретной компании по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом. В мировой практике коэффициенты бета рассчитываются специализированными фирмами исходя из анализа статистической информации фондового рынка. В России в настоящее время некоторые аналитические агентства (АК&М и др.) публикуют бета-коэффициенты для «голубых фишек». Для оцениваемой компании, акции которой длительное время не обращаются на фондовом рынке, невозможно точно рассчитать β – коэффициент, поэтому данная модель оценки ставки доходности на собственный капитал не применялась.

Метод суммирования позволяет определить ставку отдачи на собственный капитал следующим образом:

$$R_i = R_r + R_f$$

где:

R_i - ставка дисконтирования;

R_r - безрисковая ставка (или ставка с минимальным уровнем риска);

R_f - поправки на риски.

Безрисковая ставка

В настоящее время экономика России не имеет безрискового инструмента.

В качестве основы для построения ставки дисконтирования необходимо использовать ставки с минимальным уровнем риска, в качестве которой может рассматриваться доходность по облигациям внутреннего валютного займа серии М - Fin 4 и М - Fin 6, сроком погашения 14 мая 2003 года и 14 мая 2006 года, соответственно. Средневзвешенная доходность на дату оценки составляет около 7% годовых в долларах США.⁶

Компенсация за различные риски

Для определения величины надбавки за каждый из видов рисков, необходимо классифицировать эти риски.

⁶ Агентство «Reuters».

Риски:

- макроэкономические риски – это, прежде всего, страновой риск;
- отраслевой риск;
- микроэкономические риски, которые прежде всего связаны со спецификой компании и ее финансовым состоянием.

Макроэкономические риски

В настоящее время достаточно трудно точно определить макроэкономические риски, т.к. отсутствуют утвержденные методики их количественной оценки. По мнению экспертов, ставка доходности по банковским вкладам учитывает макроэкономические риски.

Отраслевой риск

Показывает насколько риск вложения в акции предприятий данной отрасли выше риска вложения в банковский сектор. Оценщики не учитывают данную поправку отдельно, так как данный вид риска косвенно присутствует в расчете надбавки за риск инвестирования в оцениваемую компанию.

Надбавка за риск инвестирования в оцениваемую компанию.

Надбавка за риск с учетом специфики компании необходима в том случае, если ожидается что инвестирование денежных средств в конкретную компанию предполагают более высокий уровень риска по сравнению с инвестициями в компанию с минимальным уровнем риска. Экспертная оценка величины премий за риск, связанный и инвестированием в конкретную компанию, представлена в таблице 7.2.-1.

Таблица 7.2.-1.

<i>№п/п</i>	<i>Показатель</i>	<i>ОАО «Завод»</i>
<i>Показатели ликвидности</i>		
1	Общий коэффициент покрытия	10
2	Текущая ликвидность	10
3	Абсолютная ликвидность	10
4	Срочная ликвидность	5
5	Ликвидность средств в обращении	10
6	Ликвидность при мобилизации средств	10
7	Коэффициент зависимости от тов.-мат. запасов	10
<i>Показатели структуры капитала</i>		
8	Уровень собственного капитала	9
9	Соотношение заемного и собственного средств	7
10	Собственный оборотный капитал	10
11	Коэффициент маневренности	8
12	Уровень чистого оборотного капитала	8
<i>Показатели рентабельности</i>		
13	Чистая рентабельность собственного капитала	9
14	Чистая рентабельность всего капитала	9
15	Рентабельность всех операций по прибыли до налогообложения	9

<i>№п/п</i>	<i>Показатель</i>	<i>ОАО «Завод»</i>
16	Рентабельность всех операций по чистой прибыли	9
17	Рентабельность реализованной продукции	9
18	Рентабельность от основной деятельности	9
19	Качество и соотношение дебиторской и кредиторской задолженности	9
	<i>сумма итого</i>	<i>170</i>
	<i>количество факторов</i>	<i>19</i>
	<i>ср. взвешенное значение</i>	<i>8,947368421</i>
	<i>отклонение от 10, %</i>	<i>10,5%</i>
	Риск вложения в данную компанию	11%

Расчет годовых ставок дисконтирования и капитализации

Таблица 7.2.-2.

Валютная ставка с минимальным уровнем риска	7%
Риск вложения в предприятие	11%
СТАВКА дисконтирования	18%

Так как данная модель расчета ставки дисконтирования носит некоторый субъективный характер, дисконтирование будет осуществляться по трем ставкам дисконтирования. В модели дисконтирования денежных потоков данная ставка будет использоваться для базового варианта. Для оптимистического варианта принимается ставка, равная 16% (базовая - 2%); для пессимистического – 20% (базовая + 2%).

7.3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В ПОСТПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД

Определение стоимости компании в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период используют тот или иной способ расчета стоимости компании в остаточный период. В данном отчете стоимость бизнеса в остаточный период рассчитывалась с помощью модели Гордона, в соответствие с которой годовой доход послепрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Расчет конечной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

$$V_{(term)} = CF_{(t+1)} / (K-g)$$

где:

$V_{(term)}$ - стоимость в постпрогнозный период;

$CF_{(t+1)}$ - денежный поток за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

K - ставка дисконта

g - долгосрочные темпы роста денежного потока.

7.4. ВНЕСЕНИЕ ИТОГОВЫХ ПОПРАВOK

После определения предварительной величины стоимости предприятия для получения окончательной величины рыночной стоимости необходимо внести итоговые поправки, такие как:

- поправка на величину стоимости нефункционирующих активов;
- коррекция величины собственного оборотного капитала;
- учет стоимости привилегированных акций⁷.

Первая поправка основывается на том, что при расчете стоимости учитываются активы предприятия, которые участвуют в производстве, т.е. в формировании денежного потока. К таким поправкам относится стоимость объектов соц-культбыта. Расчет стоимости объектов соц-культбыта приведен в таблице 7.4.-1.

Таблица 7.4.-1.

Наименование объекта	Остаточная стоимость (руб)	Остаточная стоимость замещения (руб)	Поправка на нефункциональные активы (руб)
Детский оздоровительный комплекс «Яблочко»	55 707	-	55 707
Медсанчасть	191 260	-	191 260
Стадион	24 029	1 444 715	1 444 715
Станция юного техника	2 838	-	2 838
Детский городок	123 630	-	123 630
Детский сад	1 334 911	10 734 039 ⁸	10 734 039
Квартира	843 118	-	843 118
ИТОГО	1 575 493		13 395 307,28
ИТОГО (тыс. \$)			476 192,94

Вторая поправка – это учет фактической величины собственного оборотного капитала. В модель дисконтирования денежного потока включается требуемая величина собственного

⁷ Их стоимость определена в разделе 6 настоящего Отчета.

⁸ Стоимость включает в себя стоимость земельного участка.

оборотного капитала, привязанная к прогнозному уровню реализации. Фактическая величина оборотного капитала обычно не совпадает с требуемой величиной, поэтому проводится корректировка предварительной стоимости: избыток собственного оборотного капитала прибавляется, а недостаток – вычитается из предварительной стоимости компании. Величина данной поправки на дату оценки составляет 339 тыс. долл. США.

Третья поправка – это учет стоимости привилегированных акций. В данном Отчете стоимость привилегированных акций определена методом капитализации дивидендов 2000 года. По данным Заказчика в 2001 году планируется выплатить дивиденды по привилегированным акциям в размере 222 тысяч рублей (Ф2 «Отчет о прибылях и убытках» за 2000 год).

По формуле капитализации стоимость всех привилегированных акций определяется следующим образом:

$$V = \frac{D_{2000}}{R}$$

Где:

V – стоимость всех привилегированных акций

D₂₀₀₀ – дивиденды 2000 года;

R – ставка капитализации.

В таблице 7.4.-2 приведен расчет годовой ставки капитализации .

Таблица 7.4.-2

Валютная ставка с минимальным уровнем риска	7%
Курс рубля к доллару США на 01.01.2000 г.	27
Курс рубля к доллару США на 01.01.2001 г.	28,13
Темпы изменения валютного курса, % в год	4%
Рублевая ставка с минимальным уровнем риска	11%
Риск вложения в предприятие	11%
СТАВКА дисконтирования	22%
Инфляция за 2000 год	22%
Прогнозируемая инфляция на 2001 год	12%
Роста (падение) денежного потока	5%
СТАВКА капитализации годовая	30%

Соответственно при планируемом объеме выплат дивидендов по привилегированным акциям в размере 222 тысяч рублей и ставке капитализации в 30% стоимость всех привилегированных акций на дату оценки будет составлять 740 тысяч рублей ($222 / 30\% = 740$)

В таблице 7.5.-1 приведена процедура дисконтирования денежных потоков, определена предварительная стоимость компании для пессимистического и оптимистического прогнозов. В таблице 7.5.-2 представлен расчет стоимости собственного капитала компании и 55%-ого пакета обыкновенных акций.

Дисконтирование денежных потоков и расчет предварительной стоимости компании (тыс. \$)

Таблица 7.5.-1

	2001г.	2002г.	2003г.	2004г.	2005г.	Постпрогнозный период
Чистый денежный поток	1 160	1 914	2 509	3 203	4 016	6 638
Период дисконтирования	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	
Пессимистический вариант						
Ставка дисконта	20%					
Фактор дисконтирования	0,9129	0,7607	0,6339	0,5283	0,4402	
Текущая стоимость денежного потока	1 059	1 456	1 591	1 692	1 768	
Кумулятивная текущая стоимость	7 566					
Остаточная стоимость	19 483					44 257
Общая стоимость	27 049					
Базовый вариант						
Ставка дисконта	18%					
Фактор дисконтирования	0,9206	0,7801	0,6611	0,5603	0,4748	
Текущая стоимость денежного потока	1 068	1 493	1 659	1 795	1 907	
Кумулятивная текущая стоимость	7 922					
Остаточная стоимость	24 247					51 065
Общая стоимость	32 168					
Оптимистический вариант						
Ставка дисконта	16%					
Фактор дисконтирования	0,9285	0,8004	0,6900	0,5948	0,5128	
Текущая стоимость денежного потока	1 077	1 532	1 731	1 905	2 060	
Кумулятивная текущая стоимость	8 305					
Остаточная стоимость	30 947					60 350
Общая стоимость	39 252					

Определение стоимости собственного капитала и 55% пакета акций ОАО «Завод» (тыс. \$)

Таблица 7.5.-2.

<i>Наименование показателя</i>	<i>Оптимистический прогноз</i>	<i>Базовый вариант</i>	<i>Пессимистический прогноз</i>
	<i>Ставка дисконтирования</i> <i>16%</i>	<i>Ставка дисконтирования</i> <i>18%</i>	<i>Ставка дисконтирования</i> <i>20%</i>
Предварительная стоимость бизнеса	39 252	32 168	27 049
Стоимость избыточных активов		476	
Избыток оборотного капитала		339	
Стоимость привилегированных акций		26	
Стоимость собственного капитала	40 041	32 957	27 838
Весовые коэффициенты	30%	40%	30%
Средневзвешенная стоимость собственного капитала (округленно)		33 546	
Стоимость 55% пакета акций		18 450	

8. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ 55%-ОГО ПАКЕТА АКЦИЙ ОАО «ЗАВОД» СРАВНИТЕЛЬНЫМ ПОДХОДОМ

Сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- метод компании-аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Первые два метода основаны на ценах, реально выплаченных за акции или контрольные пакеты акций сходных компаний.

В качестве первоначального критерия отбора зарубежных компаний аналогов использовалась отраслевая принадлежность компании и сортамент выпускаемой продукции, а также наличие фактических сделок с акциями компании-аналога.

Критерием для последующего отбора компаний-аналогов служит положительное значение показателя Р/Е для компании-аналога.

В случае использования информации по компаниям-аналогам, осуществляющим деятельность на внутреннем рынке, критерием для отбора компаний-аналогов является сопоставимость структуры финансовой отчетности. Однако в случае проведения анализа с зарубежными компаниями, выявление сопоставимых компаний по финансовой структуре невозможно из-за необходимости внесения многочисленных корректировок в данные финансовой отчетности. Эти корректировки должны учитывать различия в правовом и налоговом режиме, а также специфику осуществления финансово-хозяйственной деятельности в России. Практически невозможно привести к точному соответствию финансовые отчеты компаний-аналогов и объекта оценки.

С одной стороны, стоимость акции каждой компании-аналога косвенно отражает структуру отчетности и финансовое положение эмитента, а также потребность рынка в продукции предприятия. С другой – в основе выведения итоговой величины стоимости лежат финансовые показатели объекта оценки. Поэтому применение сравнительного подхода на основе отобранных зарубежных компаний-аналогов адекватно отражает величину стоимости объекта оценки.

После того как выбрано для анализа определенное количество компаний - аналогов, по которым имеется достаточная информация для сопоставления, производится выбор и вычисление оценочных мультипликаторов, например:

- коэффициент цена/прибыль (Р/Е) - один из наиболее часто употребляемых оценочных коэффициентов;
- коэффициент цена/ выручка от реализации (P/Sales);
- коэффициент цена/ балансовая стоимость основных средств,
- коэффициент цена/ свободный денежный поток.

Оценка компании производилась путем умножения полученных мультипликаторов для компаний-аналогов на соответствующий показатель объекта оценки.

Для оценки стоимости Компании были выбраны следующие компании-аналоги:

- General Electric;
- Siemens AG;
- Alstom.

Исходная информация по компаниям-аналогам представлена в таблице 8-1.

Таблица 8.-1.

	<i>General Electric</i> <i>USD (million)</i>	<i>Siemens AG</i> <i>EUR (million)</i>	<i>Alstom</i> <i>EUR (million)</i>
Market Cap	451 508,97	74 166,24	7 017,32
Net sales	129 417,00	78 396,00	16 228,30
Income bef XO items	13 162,00	3 381,00	364,10
Net fixed assets	40 015,00	15 250,00	2 162,60
CF	23 428,36	3 651,48	473,33

Источник: Блумберг.

Расчет мультипликаторов приведен в таблице 8.-2.

Таблица 8.-2.

<i>Наименование компании-аналога</i>	<i>P/S</i>	<i>P/E</i>	<i>P/CF</i>	<i>P/OC</i>
General Electric	3,5	34,3	19,3	11,3
Siemens AG	0,9	21,9	20,3	4,9
Alstom	0,4	19,3	14,8	3,2
Среднее	1,62	25,17	18,14	6,46

Оценка стоимости ОАО «Завод» приведена в таблице 8.-3.

Расчет стоимости 55%-ого пакета акций ОАО «Завод»

Таблица 8.-3.

	<i>Отношение цены к показателю:</i>			
	<i>P/S</i>	<i>P/E</i>	<i>P/CF</i>	<i>P/OC</i>
<i>Среднее значение мультипликаторов</i>	1,62	25,17	18,14	6,46
Показатели ОАО «Завод» (тыс. руб.) ⁹	501 885	7 724,00	11 366,00	102 019
Стоимость компании, тыс. рублей ¹⁰	814 266,68	194 421,37	206 136,08	659 440,83
Весовой коэффициент	0,40	0,10	0,20	0,30
Стоимость компании на уровне миноритарного пакета, тыс. рублей	584 208			
Скидка на недостаточную ликвидность акций	10%			
Премия за контроль	45%			
Стоимость компании, тыс. рублей	762 392			
Стоимость компании, тыс. \$	27 102			
Стоимость 55% пакета акций (тыс.\$)	14 906			

⁹ Показатели за 2000 год.

¹⁰ Стоимость компании рассчитана путем умножения показателя объекта оценки на соответствующий отраслевой коэффициент.

Метод компаний-аналогов позволяет оценить акции на уровне миноритарного пакета. Для получения стоимости акций на уровне контрольного пакета необходимо внести следующие поправки:

1. применить скидку за недостаточную ликвидность¹¹;
2. учесть премию за контроль¹²;

Понятие «Скидка за недостаточную ликвидность» определяется как «Абсолютная или процентная величина, вычитаемая из стоимости доли собственного капитала компании, которая отражает недостаточную ликвидность ее ценных бумаг». Таким образом, понятие ликвидности связано с тем, насколько легко и быстро владелец может продать свою долю и обратить ее в денежные средства.

Величина скидки зависит от многих факторов, присущих каждой конкретной компании. Факторы, которые увеличивают размер скидки, включают:

- низкие дивиденды или их отсутствие;
- неблагоприятные перспективы продажи компании;
- невысокий шанс к предложению акций на фондовой бирже или отсутствие такового.

К факторам, уменьшающим размер скидки, относятся:

- отсутствие проблем на выставление акций на фондовую биржу;
- возможность продать акции другому акционеру или третьему лицу.

Другим важным фактором, оказывающим влияние на уровень скидки на ликвидность, является размер оцениваемой доли. Обычно, скидка по ликвидности значительно меньше при рассмотрении стоимости контрольного пакета акций, чем в случае меньшей доли. Это объясняется следующими причинами:

1. Владелец контрольного пакета может одобрить свободную продажу акции. Владельцы меньшей доли не имеют права без соответствующего согласования выставлять свои акции к продаже на свободном рынке.
2. Неконтрольный пакет, как правило, тяжелее продать, чем контрольный пакет акций.
3. Только владелец контрольного пакета акций имеет право одобрить и активно проводить мероприятия по продаже компаний.

Существует несколько исследований, посвященных определению среднего уровня скидки за недостаточную ликвидность. Большинство исследований показывают средние значения скидки в интервале от 10% до 40%.

Скидка за недостаточную ликвидность принята равной 10%.

Понятие премии за владение контрольным пакетом определено Комитетом по Оценке Американского общества оценщиков в Стандарте 1 по оценке бизнеса как «дополнительная стоимость, присущая праву собственности над контрольным пакетом акций (в сравнении с владением меньшей долей), которая отражает его (права собственности) властную функцию контроля».

Существует несколько опубликованных исследований, в которых приведен анализ цен, уплаченных при приобретении контрольных пакетов акций, обращавшихся на фондовых биржах. В большинстве случаев цена, уплаченная по такой сделке, включает премию над рыночной ценой тех же акций, которые обращались на рынке как часть меньшей доли. Наиболее авторитетное

¹¹ Williamette Management Assc.

¹² Mergerstat Review.

исследование премий за контрольный пакет акций публикует каждый год *Mergerstat Review*. Средний уровень премий за контроль колеблется от 30% до 45%.

Премия за контроль для пакета акций размером 55% (полный контроль) принята равной 45%.

9. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ СТОИМОСТИ 55%-ОГО ПАКЕТА АКЦИЙ ОАО «ЗАВОД»

В результате расчетов рыночной стоимости собственного капитала и 55% пакета обыкновенных акций ОАО «Завод» получены следующие результаты:

Таблица 9.-1.

<i>Наименование метода</i>	<i>Стоимость 55% пакета акций (тыс. \$)</i>
Метод скорректированных чистых активов	16 816
Метод рынка капитала	14 906
Метод дисконтирования денежных потоков	18 450

Определение итоговой величины стоимости осуществляется путем математического взвешивания стоимостных показателей, полученных в процессе анализа и оценки.

Суть процесса математического взвешивания заключается в умножении каждого из полученных стоимостных показателей на определенный *весовой коэффициент*.

Весовой коэффициент - множитель, меньший или равный единице, показывающий относительную значимость каждого из полученных стоимостных показателей, и определяющийся обоснованным суждением оценщика. Сумма весовых коэффициентов составляет единицу.

При определении стоимости контрольного пакета акций наибольший вес присваивается результату, полученному доходным подходом, так как именно этот подход к оценке является основным для оценки акций действующих предприятий.

Вывод итоговой стоимости одной обыкновенной акции представлен в таблице 9.-2

Определение итоговой стоимости одной обыкновенной акции

Таблица 9.-2

<i>Используемый метод</i>	<i>Рыночная стоимость, тыс. \$</i>	<i>Весовой коэффициент</i>	<i>Вклад в итоговую величину стоимости, тыс. \$</i>
Метод скорректированных чистых активов	16 816	30%	5 045
Метод рынка капитала	14 906	30%	4 472
Метод дисконтирования денежных потоков	18 450	40%	7 380
Рыночная стоимость 55% пакета акций (тыс. долл. США)			16 897

Таким образом, рыночная стоимость 55% пакета обыкновенных акций ОАО «Завод» на 01.01.2001 г. составляет округленно:

\$ 16 900 000

(Шестнадцать миллионов девятьсот тысяч долларов США).

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Журнал «Вопросы оценки» № 3, 1998 г. «Доходный подход для определения стоимости пакетов акций (долей) акционерных обществ различного типа».
2. В.В. Григорьев, И.М. Островкин «Оценка предприятий. Имущественный подход», Дело ЛТД, Москва, 1998 г.
3. Учебник «Оценка бизнеса» Под редакцией А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, «Финансы и статистика», Москва, 1998 г.
4. Материалы семинара «Курс по оценке бизнеса». ARTUR ANDERSEN & co s.c.
5. Бизнес-справочники «Российские акции». Журнал «Эксперт», РА «Эксперт РА». Москва, 1999.
6. Аналитические журналы «Рынок ценных бумаг» за январь-июнь 2000г.
7. Журнал «Мобиле», №4, 2000 г.
8. Материалы аналитических агентств: «Росбизнесконсалтинг», АК&М.
9. Крейнин М.Н. «Финансовое состояние предприятия»

ПРИЛОЖЕНИЕ

*(Сертификаты и свидетельства фирмы-Оценщика,
образовательные документы исполнителей)*