

Министерство образования и науки Российской Федерации

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«Санкт-Петербургский государственный политехнический университет»

Инженерно-экономический институт

Кафедра предпринимательства и коммерции

Диссертация допущена к защите
И.о. зав. кафедрой

_____ Д.А. Гаранин
«___» _____ 2014 г.

Магистерская диссертация

Тема: Исследование подходов к оценке стоимости организаций

Направление: 080100.68 – Экономика
Магистерская программа: 080100.68.15 – Бухгалтерский учет и аудит

Выполнила магистрант группы 363707/72 _____ Т.А. Хрущева

Руководитель к.э.н., доцент _____ Е.Г. Чачина

Рецензент генеральный директор
ООО «БАЛТ-АУДИТ-ЭКСПЕРТ» _____ Л.Р. Исиченко

Санкт-Петербург
2014

Хрущева Т.А. Исследование подходов к оценке стоимости организаций: Магистерская диссертация. – СПб.: СПбГПУ, 2014. – 84 с., рис. – 0, табл. – 30, прил. – 0, библиогр. – 48 назв.

ЧИСТЫЕ АКТИВЫ, ОЦЕНКА, СТОИМОСТЬ, ДОХОДНЫЙ ПОДХОД, ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД

В магистерской диссертации приведена общая характеристика ООО «Урсдон», его производственная и организационная структура, функции органов управления, проанализированы технико-экономические и финансовые показатели. Проведен предварительный анализ имущественного положения организации. Проанализирована нормативно-правовая база оценочной деятельности в Российской Федерации: законодательные акты, учебная литература. Проведена оценка стоимости ООО «Урсдон» тремя подходами: сравнительным, затратным и доходным. Проведен сравнительный анализ полученных результатов по разным методам оценки. Выбран и обоснован метод оценки, наиболее точно отражающий реальную стоимость ООО «Урсдон». Проанализирована трудоемкость оценочной деятельности и предложены способы ее снижения путем автоматизации.

Khrushcheva T.A. The research of the organization's value appraisal: Master's thesis. - St. Petersburg: Polytechnic University, 2014. P. - 84, Fig. – 0, Table. - 30, adj. - 0 refs. - 48 titles.

PURE ACTIVES, APPRAISAL, VALUE, COST-BASED APPROACH, PROFITABLE APPROACH

The general characteristic of the LLC «Ursdon», its production and organizational structure, management functions, the analysis of the technical-economical and financial indicators are represented in the master's thesis. The preliminary analysis of the property regulations of the organization was carried out. The normative-law base of the appraiser functioning in the Russian Federation was analyzed: normative acts, educational literature. The valuation of the LLC «Ursdon» cost was carried out by three approaches: comparative, cost-based and profitable. The comparative analysis of the received results within different methods of a valuation was carried out. The method which reflects the most practical and real cost of the LLC «Ursdon» was chosen and proved. The labor input of the appraiser functioning was analyzed and the method of its decrease was suggested.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	6
1. ХАРАКТЕРИСТИКА ООО «УРСДОН».....	8
1.1. Общая характеристика ООО «Урсдон».....	8
1.2. Организация бухгалтерского учета и налогообложения	22
1.3. Актуальность темы магистерского исследования.....	24
2. НОРМАТИВНО-ПРАВОВАЯ БАЗА	27
3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ООО «УРСДОН».....	36
3.1. Анализ наиболее эффективного использования организации.....	36
3.2. Оценка ООО «Урсдон» в рамках сравнительного подхода.....	38
3.3. Оценка ООО «Урсдон» в рамках затратного подхода	38
3.4. Оценка ООО «Урсдон» в рамках доходного подхода	48
3.5. Совершенствование методики оценки организации в рамках доходного подхода.....	76
4. ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ АВТОМАТИЗАЦИИ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ.....	79
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	81
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	82

ВВЕДЕНИЕ

Оценка стоимости бизнеса - это установление стоимости коммерческой организации, в общем виде она равна текущей стоимости будущих выгод от хозяйственной деятельности организации [41]. Для акционерного общества - это стоимость всего акционерного общества или доли пакетов акций в капитале общества на определенную дату, для общества с ограниченной ответственностью – стоимость доли в уставном капитале. К объектам оценки также относятся материальные вещи, права собственности, права требования, обязательства, работы, услуги, информация. Датой проведения оценки считается календарная дата, на которую определяется стоимость объекта оценки [17].

Оценка стоимости бизнеса общества с ограниченной ответственностью, акционерного общества необходима для обоснования реорганизации компании: присоединения, слияния, выделения, разделения, преобразования, ликвидации [4, 5]. Результаты оценки могут быть также использованы для сделок купли-продажи, кредитования, страхования, налогообложения, аренды [6]. Для принятия управленческих решений, разрешения имущественный споры и внесения имущества в уставный капитал общества также приглашается независимый оценщик.

Чаще всего необходимо определять рыночную стоимость предприятия либо рыночную и ликвидационную стоимости одновременно. Если организация оценивается с залоговой целью или для повышения качества менеджмента на предприятии, то определяется рыночная стоимость, если организация может быть продана на рынке за ограниченные сроки, например, в случае банкротства, то определяется ликвидационная стоимость, которая всегда ниже рыночной.

Для правильной оценки организации на основе метода чистых активов, необходима информация о стоимости его фондов в ценах, действующих на момент оценки.

Процедура оценки рыночной стоимости долей в уставном капитале организации включает в себя следующие этапы:

- установление количественных и качественных характеристик объекта. Проводится идентификация объекта оценки, определяются основные характеристики, изучается бухгалтерская отчетность и техническая документация предприятия;
- сбор общих данных и их анализ. Анализируются данные, характеризующие экономические, социальные и другие факторы, влияющие на рыночную стоимость объекта;
- сбор специальных данных и их анализ. Собирается детальная информация об оцениваемом предприятии и о сопоставимых с ним объектах;

- проведение анализа рынка, к которому относится объект оценки, его истории, текущей конъюнктуры и тенденций, определение аналогов объекта оценки и обоснование их выбора;
- анализ эффективности финансово-хозяйственной деятельности компании. Проведение финансового анализ текущей и ретроспективной деятельности оцениваемого предприятия;
- применение подходов к оценке объекта;
- подготовка отчета о результатах оценки.

Для целей оценки организация рассматривается как комплекс связанных между собой имущества, нематериальных продуктов интеллектуальной деятельности, имущественных и других прав на вещи и продукты, используемый для предпринимательской деятельности [40]. В процессе оценки необходимо определять стоимости отдельных активов: материальных (недвижимость, машины, установки, оборудование, движимое имущество) и нематериальных (патенты, ноу-хау, кредитный рейтинг, исправность оборудования, юридические права, искусство управления, авторские права, франшизы и прочее). Активы, принадлежащие обществу, отражены в бухгалтерской отчетности, могут быть измерены по стоимости или по затратам и могут приносить в будущем экономические выгоды [20]. Оцениваемые пассивы общества отражаются в составе пассивов ее финансовой отчетности.

Таким образом, оценка организации имеет широкий спектр применения. Однако организации имеют различия: по виду деятельности, по правовой форме организации, по статьям баланса, по рентабельности и другим факторам. В связи с этим невозможно оценить каждую организацию одним и тем же методом. Кроме того, оценив организацию одним единственным методом, невозможно получить цифру, адекватно отражающую стоимость организации. Необходимо применять несколько подходов одновременно.

Целью данной работы является исследование подходов к оценке общества с ограниченной ответственностью на примере ООО «Урсдон».

Для достижения поставленной цели в работе было необходимо решить следующие задачи:

- проанализировать деятельность и структуру ООО «Урсдон»;
- провести финансовый анализ хозяйственной деятельности ООО «Урсдон»;
- выбрать наиболее эффективное использование ООО «Урсдон»;
- провести оценку стоимости 100%-й доли в уставном капитале общества в рамках сравнительного, доходного и затратного подходов;
- сопоставить результаты оценки, полученные различными подходами;

Для анализа и проведения расчетов организацией была предоставлена вся необходимая документация на конец второго квартала 2013 года.

Таким образом, объектом исследования является 100%-я доля в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью «Урсдон».

Предметом исследования является стоимость организации, полученная в рамках трех подходов на 30.06.2013 г.

1. ХАРАКТЕРИСТИКА ООО «УРСДОН»

1.1. Общая характеристика ООО «Урсдон»

Общество с ограниченной ответственностью (ООО) «Урсдон» создано 19 августа 2005 года, о чем свидетельствует запись в едином государственном реестре юридических лиц. Государственный регистрационный номер ООО «Урсдон» 1056135002802.

На учете в Межрайонной инспекции Федеральной налоговой службы № 2 по Ростовской области общество состоит с 19 августа 2005 года, обществу присвоен ИНН 6135006840 и КПП 613501001. Свидетельство о постановке на учет юридического лица - серия 61 № 003220120.

ООО «Урсдон» находится в Ростовской области, р.п. Усть-Донецкий, ул. Строителей, д. 81, офис 209.

Уставный капитал общества, как на момент создания, так и в 2013 году, составлял 10 тысяч рублей.

Основных участников ООО два. Это физическое лицо Ванеев Вадим Шалвович, который владеет 51 % доли в уставном капитале общества, что составляет 5 100 рублей и подтверждается решением №1 участника ООО «Урсдон» от 17 августа 2005 года. И юридическое лицо ЗАО «Интеро», владеющее 49 %, номинальная стоимость этой доли составляет 4 900 рублей и подтверждено договором купли-продажи № 1277 части доли в уставном капитале ООО «Урсдон».

Устав общества редактировался в связи с изменениями в законодательстве Российской Федерации (РФ), а именно в Федеральном законе № 14-ФЗ от 08.02.1998 г. «Об обществах с ограниченной ответственностью», в Федеральном законе № 129-ФЗ от 08.08.2001 г. «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей». Последняя редакция устава общества была утверждена 30 октября 2009 года.

Согласно уставу ООО «Урсдон» создано на неограниченный срок.

В уставе общества прописаны 25 видов деятельности, некоторыми из них являются: разведение сельскохозяйственной птицы, производство яиц сельскохозяйственной птицы, животноводство, предоставление услуг в области животноводства, производство пищевых и технических жиров, оптовая и розничная торговля пищевыми продуктами, снабжение, сбыт, склад, базы, магазины, ветеринарная деятельность и другие.

Кроме того, общество обслуживает и снабжает инкубационным яйцом сельскохозяйственной птицы агропромышленный холдинг ООО «Евродон», который имеет выход на зарубежный рынок. Генеральный директор ООО «Евродон», являющийся учредителем ООО, - Ванеев В.Ш.

Организация является сельхозтоваропроизводителем и применяет нулевую ставку при расчете налога на прибыль.

В структуре ООО «Урсдон» осуществляют деятельность восемь обособленных подразделений, каждое из которых оборудовано стационарными рабочими местами. Их состав, основное назначение и технико-экономические показатели представлены в табл. 1.1.

Таблица 1.1

**Состав и производственная структура ООО «Урсдон»
на 2 кв. 2013 г.**

Наименование подразделения	Вид деятельности. Номенклатура выпускаемой продукции, выполняемых работ, оказываемых услуг	Технико-экономические показатели: объем работ, численность работников и др.
Основные подразделения		
Цех № 1, птичник	Птица	154 330 кг
Цех № 2, цех инкубации	Яйцо инкубационное	293 072 шт.
Цех № 3, яйцесклад	Яйцо прочее	233 733 шт.
Вспомогательные подразделения		
Санпропускник	Дезинфекция, сбор отходов	13 человек
Котельная	Отопление административного корпуса и птичника	13 человек
Насосная	Подача воды в подразделения	10 человек
Обслуживающие подразделения		
Транспортный цех	Транспортировка мяса и яиц	74 единицы автотранспорта
Обрабатывающий цех	Обработка птиц и яйца для продажи/хранения	460 единиц оборудования
Склад 1	Хранение удобрений, кормов	70 тонн
Склад 2	Хранение мяса птицы, яиц	30 тонн
Административно-производственный корпус ремонтно-механической службы	Управление и ремонт техники и оборудования	50 человек

Другие подразделения, входящие в состав организации		
Администрация	Управление	3 компьютера, ноутбук, сервер, ксерокс.
Охрана	Охрана всего комплекса	5 человек
Столовая	Питание для работников ООО	10 человек

Высшим органом ООО «Урсдон» является общее собрание участников общества. Единоличным исполнительным органом общества является генеральный директор Ванеев В.Ш. Должностными лицами в 2012 году являлись: генеральный директор Ванеев В.Ш., исполнительный директор Наталина Т.Б., действующий на основании доверенности с правом подписи всех финансовых документов, главный бухгалтер Корабалева Н.Л.

На основании предоставленной бухгалтерской отчетности для выявления финансового состояния предприятия и тенденций его развития проведем анализ финансовой деятельности ООО «Урсдон» за 2010, 2011 и 2012 годы. Бухгалтерская отчетность в виду подписанного с организацией соглашения о неразглашении информации в данной работе представлена не будет.

Финансовые результаты и технико-экономические показатели организаций за три календарных года приведены в табл. 1.2 и 1.3 соответственно. Расчет финансовых показателей и их анализ в динамике, а также в сравнении со среднеотраслевыми показателями – в табл. 1.4.

Индекс цен производителей сельскохозяйственной продукции (без НДС, акцизов, транспортировки и др.) на внутреннем рынке (без учета нерыночных форм обмена) по отношению к предыдущему году в 2011 году составил 116,1 %, в 2012 году – 97,5 % [21].

Показатели фондоотдачи и производительности труда рассчитываются на основе выручки в ценах базисного года.

Анализируя табл. 1.2 и 1.3 и используя конспекты лекций преподавателей кафедры предпринимательства и коммерции [22, 23] и учебную литературу [30, 33, 35, 36, 42, 43] в работе были сделаны следующие выводы.

Активы в течение отчетного периода увеличились на 78 250 тыс. руб. (темп прироста 4,6 %) и на конец отчетного периода составили 1 775 831 тыс. рублей, что говорит о развитии предприятия. Большую долю имеют внеоборотные активы, из чего можно сделать вывод о фондоемкости ООО «Урсдон». Внеоборотные активы ООО включают в себя основные средства (движимое и недвижимое имущество), используемые для осуществления деятельности предприятия. Основные средства занимают наибольшую долю. Помимо основных средств в структуре внеоборотных активов присутствуют финансовые вложения, которые представлены займами связанным сторонам (компания «Металл-Дон»). Оборотные средства имели отрицательную динамику, за отчетный период уменьшились на 99 837 тыс. руб.

Таблица 1.2

**Основные финансовые результаты деятельности ООО «Урсдон»
(из отчета о прибылях и убытках), тыс. руб.**

Показатели	Обозначение	Фактическое значение				
		2010 г.	2011 г.		2012 г.	
		Абсолютная величина	Абсолютная величина	Темп роста, %	Абсолютная величина	Темп роста, %
Выручка	В	16 109	299 758	1861	327 357	109
Себестоимость продаж	С	(14 374)	(329 379)	2291	(346 607)	105
Валовая прибыль	ВП = В-С	1 735	(29 621)	-	(19 250)	65
Коммерческие расходы	КР	-	-	-	-	-
Управленческие расходы	УР	-	-	-	(13 809)	-
Прибыль (убыток) от продаж	ПП = ВП- КР-УР	1 735	(29 621)	-	(33 059)	112
Сальдо прочих доходов и расходов	-	38 486	(33 366)	-	(43 172)	129
Прибыль (убыток) до налогообложения	ПН	40 221	(62 987)	-	(76 231)	121

99

Продолжение табл. 1.2

Показатели	Обозначение	Фактическое значение				
		2010 г.	2011 г.		2012 г.	
		Абсолютная величина	Абсолютная величина	Темп роста, %	Абсолютная величина	Темп роста, %
Текущий налог на прибыль, в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	ТНП	0	(777)	-	(711)	92
	ПНО, ПНА	(14)	(90)	643	0	-
Изменение отложенных налоговых обязательств (погашено – начислено)	ΔОНО	(17 430)	(9 464)	54	26 894	-
Изменение отложенных налоговых активов (начислено – погашено)	ΔОНА	9 372	1 910	20	(12 204)	-
Прочее	ПР	-	-	-	-	-
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	ЧП	32 163	(71 318)	-	(62 252)	87

Таблица 1.3

Основные технико-экономические показатели ООО «Урсдон»

Показатели	Обозначение	Источник/ формула	Значение показателей					
			2010 г.	2011 г.		2012 г.		
			Абсолютная величина	Абсолютная величина	Темп роста, %	Абсолютная величина	Темп роста, %	Расчет
Уставный капитал, тыс. руб.	УК	стр.1310	10	10	100	10	100	-
Валюта баланса, тыс. руб.	ВБ	стр.1600 или 1700	1 697 581	1 987 117	117	1 775 831	89	-
Внеоборотные активы, тыс. руб.	ВА	стр.1100	1 402 192	1 654 503	118	1 580 278	96	-
Оборотные активы, тыс. руб.	ОА	стр.1200	295 390	332 614	113	195 553	59	-
Запасы, тыс. руб.	З	стр.1210	152 872	105 379	69	144 209	137	-
Денежные средства, тыс. руб.	ДС	стр.1250	4 581	4 298	94	2 218	52	-
Краткосрочные финансовые вложения, тыс. руб.	КФВ	стр.1240	-	115 000	-	39 000	34	-
Дебиторская задолженность, тыс. руб.	ДЗ	стр.1230	137 936	107 937	78	10 126	9	-

Показатели	Обозначение	Источник/ формула	Значение показателей					
			2010 г.	2011 г.		2012 г.		
			Абсолютная величина	Абсолютная величина	Темп роста, %	Абсолютная величина	Темп роста, %	Расчет
Краткосрочные обязательства, тыс. руб.	КО	стр.1500	54 015	32 979	61	42 089	128	-
Долгосрочные обязательства, тыс. руб.	ДО	стр.1400	1 613 751	1 995 641	124	1 837 497	92	-
Собственные средства, тыс. руб.	СС	стр.1300	29 815	(41 503)	-	(103 755)	250	-
Заемные средства, тыс. руб.	ЗС	стр. (1400 + 1500)	1 667 766	2 028 620	122	1 879 586	93	1837497 + 42089
Среднегодовая величина собственного капитала, тыс. руб.	$\overline{СК}$	0,5 (СК _н + СК _к)	13723,5	(5 854)	-	(72 639)	-	0,5 (-41 513- 103 765)
Среднегодовая стоимость активов, тыс. руб.	$\overline{А}$	0,5 (А _н + А _к)	1058841,5	1842349	174	1881474	102	0,5 (1 987 117+ 1 775 831)

Показатели	Обозначение	Источник/ формула	Значение показателей					
			2010 г.	2011 г.		2012 г.		
			Абсолютная величина	Абсолютная величина	Темп роста, %	Абсолютная величина	Темп роста, %	Расчет
Среднегодовая стоимость оборотных активов, тыс. руб.	\overline{OA}	$0,5 (OA_{н+} + OA_{к})$	233591,5	314002	134	264083,5	84	$0,5$ (332 614+ 195 553)
Среднегодовая стоимость основных средств, тыс. руб.	\overline{OC}	$0,5 (OC_{н+} + OC_{к})$	760142,5	1391598,5	183	1452188,5	104	$0,5$ (1 510 299+ 1 394 078)
Среднесписочная численность работников, чел.	Ч	пояснительная записка	124	212	173	233	109	-
Среднемесячная заработная плата одного работника, тыс.руб./чел.	ЗП	ОДДС	9,73	15,70	160	17,15	110	$\frac{47951}{233 \cdot 12}$
Выручка в ценах базисного 2010 г., тыс. руб.	$V_б$	$O_o\PiиУ$, [21]	16109	258189,5	1603	289191	130	$\frac{327357}{1,161 \cdot 0,975}$
Показатели эффективности использования производственного потенциала								
Фондоотдача, руб./руб.	ФО	$\frac{B}{OC}$	0,02	0,22	1100	0,20	91	$\frac{289191}{1452188,5}$

Показатели	Обозначение	Источник/ формула	Значение показателей					
			2010 г.	2011 г.		2012 г.		
			Абсолютная величина	Абсолютная величина	Темп роста, %	Абсолютная величина	Темп роста, %	Расчет
Среднегодовая выработка на 1 работника (производительность труда), тыс. руб./чел.	ВР	$\frac{B}{Ч}$	130	1401	1078	1241	88,6	$\frac{289191}{233}$
Прибыль/убыток от продаж на рубль ОС, руб./руб.	ПП _ф	$\frac{ПП}{ОС}$	0,002	(0,021)	-	(0,023)	110	$\frac{-33059}{1452188,5}$
Прибыль/убыток от продаж на рубль зарплаты, руб./руб.	ПП _з	$\frac{ПП}{Ч \cdot ЗП \cdot 12}$	0,12	(0,74)	-	(0,69)	93	$\frac{-33059}{233 \cdot 17,15 \cdot 12}$
Прибыль/убыток от продаж на одного работника, тыс. руб./чел.	ПП _р	$\frac{ПП}{Ч}$	14	(138)	-	(142)	103	$\frac{-33059}{233}$

Основную долю в оборотных активах имеют запасы, темп роста которых в 2012 году составил 137%. При росте величины запасов, период их оборота несколько сократился, что говорит о востребованности запасов на складе либо готовой продукции и оценивается положительно.

Дебиторская задолженность за 2012 год снизилась существенно, темп роста составил 9 %, период оборота снизился, что может свидетельствовать об улучшении ситуации с оплатой продукции предприятия. Организация получает больше дополнительных денежных средств от своевременного вложения в оборот и отказа от коммерческого кредитования покупателей.

Стоит отметить, что основным источником финансирования активов предприятия являются заемные средства. Значение собственного капитала имеет отрицательное значение и за отчетный период уменьшилось на 100 701 тыс. рублей за счет увеличения непокрытого убытка.

Обязательства организации формируются долгосрочными и краткосрочными заемными средствами. Наибольший вклад из всех привлеченных источников финансирования имеют долгосрочные обязательства, в основном это – заемные средства. Краткосрочные обязательства формируются в основном кредиторской задолженностью и заемными средствами.

Чистая прибыль начиная с 2011 года имеет отрицательное значение, не смотря на постоянный рост выручки, что объясняется существенно возросшей себестоимостью продаж, что может говорить о высоких постоянных издержках на предприятии.

Выручка организации имеет положительную динамику, за отчетный период темп прироста составил 1932 %, выручка в ценах базисного 2010 года также растет.

Темп роста выручки за 2012 год составил 109 %, темп роста себестоимости 105%, то есть меньше, чем для выручки. Это указывает на благоприятную ситуацию на предприятии.

Среднесписочная численность рабочих в организации растет, за отчетный период темп прироста составил 80 %, среднемесячная заработная плата одного работника также возросла, темп прироста за отчетный период составил 76 %, что говорит о замедлении темпа роста заработной платы на предприятии. Темп роста заработной платы за 2012 год составил 110%, темп роста производительности труда составил 88,6 %, следовательно в развитии имеют место диспропорции, необоснованный рост расходов. Рост численности работников не привел к пропорциональному росту коэффициентов эффективности использования производственного потенциала, темп роста среднесписочной численности работников больше, чем темпы роста коэффициентов эффективности.

В табл. 1.4 приведены значения финансовых показателей ООО «Урсдон» с примером их расчета для 2010 года.

Таблица 1.4

Финансовые показатели ООО «Урсдон»

Показатель	Формула	Нормативное значение	Среднеотраслевое значение [10, 34]	Фактическое значение			Пример расчета
				2010 г.	2011 г.	2012г.	2010 г.
Показатели платежеспособности							
Абсолютная ликвидность	$K_{АЛ} = \frac{ДС}{КО}$	0,2-0,5	1,74	0,08	0,13	0,05	4 581/54 015
Текущая ликвидность (коэффициент покрытия)	$K_{ТЛ} = \frac{ОА}{КО}$	1,0-2,0	4,77	5,47	10,09	4,65	295 390/54 015
Показатели финансовой устойчивости							
Коэффициент автономии	$K_A = \frac{СС}{ВБ}$	$\geq 0,5$	0,03	0,02	-0,02	-0,06	29 815/1 697 581
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	$K_o = \frac{СС + ДО - ВА}{ОА}$	$\geq 0,1$	-11,65	0,82	0,90	0,78	(29 815+1 613 751-1 402 192)/ 295 390
Соотношение заемных и собственных средств (финансовый леверидж)	$K_\phi = \frac{СС}{ЗС}$	≥ 1	6,04	0,02	-0,02	-0,06	29 815/1 667 766
Показатели деловой активности							
Период оборота оборотных активов, дни	$ПО_{ОА} = \frac{\overline{ОА} \cdot 365}{В}$	-	161	5293	383	295	$\frac{233591,5 \cdot 365}{16 109}$
Период оборота собственного капитала, дни	$ПО_{ДВ} = \frac{\overline{СК} \cdot 365}{В}$	-	-	311	-	-	$\frac{13723,5 \cdot 365}{16 109}$

Продолжение табл. 1.4

Показатель	Формула	Нормативное значение	Среднеотраслевое значение [10, 34]	Фактическое значение			Пример расчета
				2010 г.	2011 г.	2012г.	2010 г.
Период оборота дебиторской задолженности, дни	$ПО_{ДЗ} = \frac{\overline{ДЗ} \cdot 365}{B}$	-	12	3491	150	66	154066·365/16 109
Период оборота кредиторской задолженности, дни	$ПО_{КЗ} = \frac{\overline{КЗ} \cdot 365}{B}$	-	10	627	40	17	27657·365/16 109
Период оборота запасов, дни	$ПО_3 = \frac{\overline{З} \cdot 365}{C}$	-	8	1960	143	132	77196,5·365/14374
Показатели прибыльности							
Рентабельность / убыточность продаж по прибыли от продаж, %	$РП_{III} = \frac{III \cdot 100}{B}$	-	10,3	10,8	(9,9)	(10,1)	1 735·100/16 109
Рентабельность / убыточность расходов по обычным видам деятельности по прибыли от продаж, %	$РР_{III} = \frac{III \cdot 100}{C + КР + УР}$	-	12,4	12,1	(9,0)	(9,5)	1735·100/ (14 374+0+0)
Рентабельность / убыточность активов по прибыли от продаж, %	$РА_{III} = \frac{III \cdot 100}{A}$	-	4,2	0,2	(1,6)	(1,8)	1735·100/ 1058841,5

Продолжение табл. 1.4

Показатель	Формула	Нормативное значение	Среднеотраслевое значение [10, 34]	Фактическое значение			Пример расчета
				2010 г.	2010 г.	2012 г.	2010 г.
Рентабельность / убыточность активов по прибыли до налогообложения, %	$PA_{ПН} = \frac{ПН * 100}{А}$	-	4,63	3,80	(3,4)	(4,1)	40 221·100/ 1058841,5
Рентабельность собственного капитала по прибыли от продаж, %	$PCK_{ПП} = \frac{ПП * 100}{СК}$	-	-	12,6	-	-	1735·100/13723,5
Рентабельность собственного капитала по чистой прибыли, %	$PCK_{ЧП} = \frac{ЧП * 100}{СК}$	-	48,4	234,4	-	-	32 163·100/13723,5

Так как величина среднего собственного капитала в 2011 и 2012 годах принимала отрицательное значение, период его оборота в данной работе не рассчитывается. Прибыль от продаж, прибыль до налогообложения, чистая прибыль за 2011 и 2012 годы также принимала отрицательное значение, поэтому показатели прибыльности за эти годы не рассчитываются. Однако можно рассчитать убыточность деятельности.

Проанализируем финансовые показатели хозяйственной деятельности ООО «Урсдон» за 2010-2012 годы, рассчитанные в табл. 1.4, используя литературу [22, 30, 33, 42].

Проанализируем ликвидность организации. В целом баланс организации неликвиден. Абсолютная ликвидность существенно ниже среднеотраслевого значения, значит, организация не способна в ближайшее время погасить кредиторскую задолженность за счет денежных средств и финансовых вложений. Текущая ликвидность практически в норме (но ниже среднеотраслевого значения), значит у предприятия достаточно собственных оборотных средств для покрытия краткосрочных обязательств, что говорит о нормальном финансовом положении. Однако стоит рассчитать коэффициент восстановления платежеспособности за период, равный 6 месяцам по формуле:

$$K_{\text{ВП}} = \frac{\left[K_{\text{ТЛ}}^{\text{кп}} + \frac{6}{T} \cdot (K_{\text{ТЛ}}^{\text{кп}} - K_{\text{ТЛ}}^{\text{нп}}) \right]}{K_{\text{ТЛ}}^{\text{норм.}}}$$

где $K_{\text{ТЛ}}^{\text{нп}}$, $K_{\text{ТЛ}}^{\text{кп}}$ – значение коэффициента текущей ликвидности на начало и конец отчетного периода; $K_{\text{ТЛ}}^{\text{норм.}}$ – нормативное значение коэффициента текущей ликвидности ($K_{\text{ТЛ}}^{\text{норм.}} = 2$); 6 – период восстановления платежеспособности, в месяцах; T – отчетный период в месяцах (T = 3, 6, 9, 12).

Коэффициент восстановления платежеспособности, принимающий значение больше 1, свидетельствует о наличии реальной возможности у организации восстановить свою платежеспособность.

Для ООО «Урсдон»:

$$K_{\text{ВП}} = \frac{(4,65 + \frac{6}{12} (4,65 - 10,09))}{2} = 0,965 .$$

То есть практически равен 1. Это говорит о том, что у организации есть возможность восстановить свою платежеспособность в течение 6 месяцев, но она будет зависеть от хозяйственной политики организации.

Коэффициент автономии имеет отрицательную динамику и на конец 2012 года принимает отрицательное значение, значит, организация не является финансово независимой. Финансовый леверидж отрицательный и существенно ниже среднеотраслевого значения, что говорит о том, что

собственный капитал общества отрицательный. Все показатели деловой активности имеют тенденцию к снижению и на конец 2012 года были существенно ниже среднеотраслевых, что говорит о том, что при правильном управлении у организации есть резерв для увеличения своей деловой активности. Однако оборачиваемость активов растет, что является положительной тенденцией.

Показатели прибыльности, рассчитанные на 2010 год, ниже среднеотраслевых. В 2011 и 2012 годах организация была убыточной, более того, имеется тенденция усугубления негативной ситуации – убыточность деятельности возрастает. Таким образом, можно сделать вывод о нерентабельности ООО «Урсдон», что говорит о неэффективном управлении ресурсами организации. Причиной высокого значения убыточности собственного капитала является минимально допустимая величина уставного капитала – 10 000 рублей. В результате показатель рентабельности собственных средств достиг гипертрофированно высоких значений и не может быть правильно интерпретирован при проведении анализа.

1.2. Организация бухгалтерского учета и налогообложения

Одним из документов, который запрашивает оценщик у руководства оцениваемой организации, является ее учетная политика в целях бухгалтерского и налогового учета. В случае если учетная политика организации изменялась, то оценщику необходимо приложить к отчету об оценке все варианты учетной политики.

На выбор метода оценки организации и на результат оценки учетная политика организации не влияет.

Тем не менее, учетная политика помогает оценщику понять, правильно ли ведется бухгалтерский и налоговый учет в оцениваемой организации. При проведении финансового анализа хозяйственной деятельности организации важно понять, насколько достоверно отражены в бухгалтерском балансе активы, собственный капитал и обязательства, рентабельна или убыточна деятельность организации, какое финансовое положение она имеет на дату проведения оценки.

Также правильность отнесения статей баланса важна при расчете стоимости организации затратным подходом, где производится расчет стоимости каждой статьи баланса.

Таким образом, учетная политика организации играет вспомогательную роль при проведении оценки.

Согласно учетной политике ООО «Урсдон» на 2012 г. основной формой бухгалтерского учета является журнально-ордерная с компьютерной технологией обработки учетной информации.

Для оформления хозяйственных операций используются типовые бланки первичных учетных документов.

При осуществлении бухгалтерского учета используется План счетов с изменениями и дополнениями и Инструкция по его применению, утвержденные приказами Минфина России [11-13].

Бухгалтерский учет в организации ведется сотрудниками бухгалтерской службы, которую учредил руководитель организации, возглавляемой главным бухгалтером [7].

Бухгалтерский учет ведется автоматизированным способом с применением программы «1С» версии 8.

Имущество, обязательства и хозяйственные операции для отражения в бухгалтерском учете и отчетности оцениваются в денежном выражении путем суммирования фактически произведенных расходов в валюте РФ – в рублях и копейках.

В учетной политике ООО «Урсдон» в целях бухгалтерского учета описаны учет основных средств, материально-производственных запасов, займов и кредитов, порядок признания доходов и расходов, учет незавершенного производства и учет расходов будущих периодов, учет расчетов по налогу на прибыль, сроки проведения инвентаризации, сроки и формы оплаты труда, порядок учета птицы и готовой продукции, критерии существенности ошибок, финансовые вложения и порядок учета государственной помощи.

В учетной политике в целях налогового учета описаны учет основных средств, материально-производственных запасов, займов и кредитов, порядок признания доходов и расходов, учет капитального строительства, учет расчетов по налогу на прибыль, по налогу на добавленную стоимость.

Главный бухгалтер ООО «Урсдон» обязан обеспечить ведение бухгалтерского учета в полном соответствии с положением по ведению бухгалтерского учета и отчетности в РФ, Планом счетов бухгалтерского учета с изменениями и дополнениями и инструкцией по его применению и другими действующими нормативными актами в области методологии бухгалтерского учета.

При ведении бухгалтерского и налогового учета главный бухгалтер должен обеспечить возможность оперативного учета изменений действующего законодательства РФ.

Также он должен обеспечить возможность достоверного определения налогооблагаемой базы для расчетов с бюджетом и внебюджетными фондами по установленным налогам и прочим платежам в соответствии с действующим налоговым законодательством РФ.

При формировании затрат на производство продукции главный бухгалтер руководствуется главой 25 Налогового Кодекса РФ.

Кроме того, главный бухгалтер для организации бухгалтерского и налогового учета определяет сроки составления документов, правила внесения исправлений, правила хранения бухгалтерских документов.

Однако контроль за исполнением приказа об учетной политике оставляет за собой исполнительный директор ООО «Урсдон».

Приведем данные по расходам организации за 2010 – 2012 годы, которые отражены в пояснениях к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках (см. табл. 1.5).

Таблица 1.5

Расходы по обычным видам деятельности ООО «Урсдон»

Элементы затрат	Фактическое значение					
	2010 г.		2011 г.		2012 г.	
	тыс. руб.	удельный вес, %	тыс. руб.	удельный вес, %	тыс. руб.	удельный вес, %
Материальные затраты	14 374	35	114 246	34	128 257	36
Затраты на оплату труда	18 068	44	41 447	13	55 810	15
Страховые взносы	4 643	11	8 241	3	10 782	3
Амортизация	4 374	10	85 508	26	117 024	32
Прочие затраты	-	-	79 937	24	48 543	14
Итого по элементам (РЭ)	41 459	100	329 379	100	360 416	100
изменение остатков ДНЗП	121		-		-	
изменение остатков ДГП	-		-		-	
Всего	41 580	-	329 379	-	360 416	-

Видно, что доля затрат на оплату труда и на отчисления в страховые фонды снижается в течение 2010 – 2012 гг., что можно рассматривать как положительную тенденцию. Доля материальных затрат остается практически на одном уровне.

Проанализируем налоговый учет в организации (см. табл. 1.6). Сумма налога на добавленную стоимость (НДС) указывается в оборотно-сальдовой ведомости счета 68 «Расчеты по налогам и сборам». Налог на прибыль взят из отчета о прибылях и убытках. Налог на имущество рассчитывается по ставке 2,2 % от стоимости основных средств. Акцизы организация не платит. Организация уплачивает земельный налог, транспортный налог и за загрязнение окружающей среды. Также ООО «Урсдон» является налоговым агентом – платит в бюджет налог на доходы физических лиц (работников организации).

1.3. Актуальность темы магистерского исследования

Оценка бизнеса всегда тесно связана с решением менеджерских задач в части управления стоимостью организации. Рынок недвижимости постоянно развивается. Растет число сделок с имуществом, и учредителю необходимо знать стоимость организации. Например, если существует необходимость взять кредит в банке на большую сумму, то банк потребует оценить

Таблица 1.6

Структура налогов, подлежащих к уплате ООО «Урсдон»

Налог	Фактическое значение					
	2010 г.		2011 г.		2012 г.	
	Абсолютная величина, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютная величина, тыс. руб.	Удельный вес, %	Абсолютная величина, тыс. руб.	Удельный вес, %
НДС	1 402	14	26 533	66	30 541	66
Налог на прибыль	0	0	777	2	711	2
Страховые взносы	4 643	47	8 241	21	10 782	23
Налог на имущество	3 819	38	4 432	11	4 182	9
Транспортный налог	45	1	48	0	54	0
Акциз	-	-	-	-	-	-
Земельный налог	26	0	26	0	26	0
Загрязнение окружающей среды	3	0	3,5	0	4	0
Итого	9 938	100	40 061	100	46 300	100
НДФЛ (налоговый агент)	2 349	-	5 388	-	7 255	-

организацию в целях залога. Кроме того, при реструктуризации организации также необходимо оценить ее бизнес и имущественный комплекс.

Также часто существует необходимость определить стоимость части общества, соответствующей размеру доли, принадлежащей одному из собственников. Решение подобной задачи требует определения рыночной стоимости 100%-й доли в уставном капитале с последующим выделением стоимости доли.

Актуальным является и вопрос выбора методик оценки организации. В разных ситуациях, в зависимости от наличия исходной информации, финансового положения организации, целей оценки применяются различные методы оценки. Таким образом, актуален индивидуальный подход в каждом конкретном случае.

В данной работе на примере общества с ограниченной ответственностью приведен выбор методик оценки в рамках трех подходов, соответствующих международным стандартам оценки. В большинстве источников литературы рассматриваются исключительно акционерные общества. Однако среди всех коммерческих организаций большую долю занимают и общества с ограниченной ответственностью. Таким образом, тема данной магистерской

диссертации актуальна, так как показано, что методы оценки применимы и для обществ с ограниченной ответственностью, кроме того. в работе проведена оценка 100%-й доли в уставном капитале общества, а также обоснованно показано, что существуют такие организации, к оценке которых невозможно применить все три подхода.

2. НОРМАТИВНО-ПРАВОВАЯ БАЗА

Регулирование оценочной деятельности в РФ осуществляется в соответствии с законодательством РФ. [1, 31]. Определение оценочной деятельности, права, обязанности и ответственность оценщика, а также другие аспекты описывается в Федеральном законе №135-ФЗ [8] и учитываются в его действующей редакции на дату проведения оценки организации. Наряду с федеральным законом оценочную деятельность регулируют федеральные стандарты оценки (ФСО) [17]. В них прописаны общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки, применяемые при осуществлении оценочной деятельности. ФСО утверждены Приказами Минэкономразвития России [15]. Это ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки»; ФСО № 2 «Цель оценки и виды стоимости»; ФСО № 3 «Требования к отчету об оценке». Перечисленные федеральные стандарты оценки разработаны с учетом международных стандартов оценки (МСО). ФСО являются обязательными к применению при осуществлении оценочной деятельности.

Кроме указанных выше федеральных стандартов оценщик должен руководствоваться стандартами и правилами оценочной деятельности, которые устанавливает Общество оценщиков, в котором в обязательном порядке состоит оценщик.

В процессе анализа и оценки организации оценщик также использует Налоговый кодекс РФ, положения бухгалтерского учета, Земельный кодекс РФ и другие нормативно-правовые документы, необходимые для корректного определения стоимости организации.

Оценка осуществляется оценщиком всегда в соответствии с условиями и требованиями задания на оценку, которое представляет собой требования к перечню задач, решаемых в процессе оценки, и является неотъемлемой частью договора на проведение оценки [40]. В задании прописаны величина оцениваемой доли участия в уставном (складочном) капитале и структура уставного (складочного) капитала, организационно-правовая форма оцениваемого юридического лица, полное и краткое наименование организации, ОГРН, место фактического нахождения, имущественные права на объект оценки, ограничения и обременения указанных прав, данные о собственниках бизнеса с указанием их долей, и другие сведения.

В соответствии с международными стандартами оценки (МСО) и учитывая ФСО № 1 в целях оценки существует три категории стоимости [17, 20]:

- цена, которая была бы достигнута в гипотетической сделке с объектом оценки на открытом свободном рынке. Например, рыночная стоимость;
- оценка выгоды, которую получает собственник от владения активом, безотносительно к иным участникам рынка. Например, справедливая, инвестиционная, специальная, синергетическая стоимость;

- стоимость, определенная нормативными документами, уставом, частным контрактом и т.п. Например, вспомогательная экономическая, нормативная стоимость.

В РФ нормативными актами определены следующие стоимости: рыночная, инвестиционная, кадастровая, ликвидационная [8, 17].

Стоимость, которую необходимо определить в каждом конкретном случае, указывается в задании на оценку: рыночная, справедливая, инвестиционная, ликвидационная [27, 40].

При определении рыночной или справедливой стоимости 100% доли либо пакета акций (или миноритарного пакета) в уставном капитале необходимо выбрать наиболее эффективное использование (НЭИ) организации [27]. Для этого проводится анализ последствий изменений, таких как диверсификация продуктов бизнеса и рынков сбыта, развитие факторов производства, реструктуризация бизнеса. При выборе НЭИ важную роль играют принципы: добавочной продуктивности, возрастающей и уменьшающейся отдачи, экономического размера, экономического разделения (анализ последствий изменения соотношения факторов производства, возможного присоединения, разделения/слияния организаций или подразделений). В МСО и ФСО наиболее эффективным использованием считается то, которое обеспечивает достижение максимальной стоимости объекта оценки [40].

Для оценки рыночной стоимости организации существуют три классических подхода соответствующие общепринятым в международной практике условиям: затратный, сравнительный и доходный [40, 41]. Реализация принципа НЭИ при доходном подходе осуществляется с учетом затрат на изменение до состояния, которое соответствовало НЭИ. При реализации сравнительного подхода – с учетом корректировок на отличие использования сравниваемых объектов от наиболее эффективного. При затратном подходе НЭИ реализуется с учетом внешнего/функционального устаревания из-за несоответствия улучшению принципу НЭИ.

Использовать три метода оценки или обоснованно отказаться от их использования, когда по какой-либо причине невозможно ориентироваться на тот или иной подход, предписывается Стандартами оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности, а так же Федеральными стандартами оценки № 1, 2, 3, утвержденные Приказами Министерства экономического развития и торговли РФ от 20.07.2007 г. № 256, 255, 254.

Использование разных подходов приводит к получению различных величин стоимости одного и того же объекта. После анализа результатов, полученных разными подходами, окончательная оценка стоимости устанавливается, исходя из того, какой подход наиболее соответствует оцениваемому объекту. Оценщик взвешивает достоинства и недостатки каждого подхода. Далее производится окончательная оценка стоимости объекта на основании результатов всех подходов и обоснованных для каждого из них весовых коэффициентов.

Коротко опишем каждый подход.

Затратный подход основан на том, что стоимость актива равна затратам на его замещение или восстановление минус скидки на его физический износ и устаревание [27, 40]. В оценке бизнеса данный подход применяется для оценки таких организаций, стоимость которых ненамного превышает стоимость их материальных активов. Затратный подход применяется и для оценки отдельных составляющих организации.

В рамках затратного подхода к оценке существует два основных метода:

1) метод стоимости чистых активов (процедура, идентичная методике «Расчет чистых активов организации в соответствии с приказами», но с учетом рыночных корректировок) [14, 16];

2) метод ликвидационной стоимости.

В результате применения того или иного метода будет получена, соответственно, либо рыночная, либо ликвидационная стоимость активов предприятия.

Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета не соответствует рыночной стоимости. В связи с этим оценщик проводит корректировку баланса предприятия. Для этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, далее определяется текущая стоимость обязательств. Затем из обоснованной рыночной стоимости всех активов вычитается текущая стоимость всех обязательств, что в результате дает оценочную стоимость собственного капитала.

Базовая формула для затратного подхода имеет вид:

$$СК = A - O,$$

где СК – собственный капитал общества, руб.; А – активы, руб.; О – обязательства, руб.

Точка зрения, что стоимость долевого участия в бизнесе равна стоимости пропорциональной части активов организации в большинстве случаев является ошибочной, например, в отношении операционных компаний. Капитал корпорации, ее чистые активы и доли уставного капитала являются совершенно разными вещами. Стоимость одного не имеет фиксированной или обязательной связи со стоимостью другого.

В случае рассмотрения реальной возможности ликвидации (продажи) активов, стоимость последних определяется их способностью приносить прибыль, а не чем-либо иным. Устойчивые активы также увеличивают стоимость компании, поскольку они усиливают ее способность выжить в периоды получения минимальной прибыли или даже убытков.

Сравнительный подход основан на методах, в которых проводится сравнение объекта оценки с аналогичными объектами, цена сделки с которыми известна [41]. Предполагается, что стоимость организации, то есть

100%-й доли уставного капитала, может быть оценена путем проведения анализа недавних продаж сопоставимых компаний. Для того чтобы применить сравнительный подход, необходим тщательный поиск компаний-аналогов, как среди открытых, так и закрытых акционерных обществ, глубокий анализ и корректировка полученных данных. Для этого требуется наличие доступной разносторонней информации не только по оцениваемой организации, но и по большому числу сопоставимых компаний и сделок с ними. Оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что в экономике не существует абсолютно одинаковых организаций.

Основные методы данного подхода следующие:

- 1) метод компании-аналога (метод рынка капитала) базируется на использовании данных о ценах на акции компаний-аналогов оцениваемой организации, сформированных открытым фондовым рынком. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию открытой компании. Данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций;
- 2) метод сделок (метод продаж) ориентирован на цены приобретения организации в целом, либо контрольного пакета ее акций;
- 3) метод ценовых мультипликаторов основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами.

Для проведения оценки организации необходимо на открытом рынке тщательно подобрать компании-аналоги, которые были проданы в текущем периоде (или в течение года до даты оценки) и рассчитать ценовые мультипликаторы.

В оценочной практике используется два типа ценовых мультипликаторов: интервальные и моментные. К интервальным можно отнести следующие мультипликаторы:

- цена/ прибыль, цена/ денежный поток. Данный мультипликатор может использоваться при условии прибыльной деятельности организации;
- цена/ дивиденды. Данный мультипликатор может использоваться при условии выплаты дивидендов собственникам акций организации. Дивиденды начисляются участникам акционерных обществ, но не участникам ООО, в связи с этим данный мультипликатор в нашей работе не используется;
- цена/ физический объем. Несомненно, использование мультипликатора, основанного на физических объемах реализации, может быть наиболее удачным. Однако такая информация в большинстве случаев является закрытой. Кроме того, при использовании такого мультипликатора все объекты-аналоги должны иметь одинаковую специфику деятельности, чтобы объемы были сопоставимы;
- цена/ выручка. Этот мультипликатор является наиболее универсальным, так как зачастую именно показатель выручки организации реально отражают в отчетности. Допуская, что все организации-аналоги работают с сопоставимой

рентабельностью, характерной для отрасли в целом, можно говорить, что показатель выручки будет наиболее адекватно отражать стоимость бизнеса.

К моментным мультипликаторам относятся:

- цена/ балансовая стоимость активов и цена/ балансовая стоимость основных средств. Для расчета мультипликатора в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость всех активов. Учитывая несоответствие балансовых и рыночных стоимостей, оценка на основе данного мультипликатора может привести к искажению стоимости;
- цена/ балансовая стоимость собственного капитала. Этот мультипликатор под ценой может понимать балансовую стоимость собственного капитала.

Каждому рассчитанному мультипликатору присваивается рассчитанный вес, который отражает, насколько схожи параметры финансово-хозяйственной деятельности организаций. С учетом вклада каждого мультипликатора рассчитывается окончательная стоимость организации.

Доходный подход наилучшим образом отражает основное предположение оценки организации. Доходный подход основан на методах, где определяются доходы, которые ожидается получить от объекта оценки: стоимость организации (бизнеса) равна текущей стоимости будущих доходов от владения ею [41]. Согласно доходному подходу, оценщик оценивает будущие доходы организации и дисконтирует (капитализирует) их на момент оценки. Данный подход оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор покупает, прежде всего, набор будущих доходов, а не совокупность активов организации. Использование данного подхода наиболее обоснованно для оценки действующей организации, имеющей определенную историю хозяйственной деятельности и находящейся если не на стадии роста, то на стадии стабильного экономического развития. В меньшей степени данный подход применим для организаций, ведущих убыточную деятельность и для новых, недавно образованных.

Для приведения будущих доходов к текущей стоимости организации обычно применяют один из двух методов [32]:

1) Метод прямой капитализации. В этом методе стоимость 100%-го пакета акций определяется путем деления величины годового дохода на общий коэффициент капитализации, который должен учитывать риски, связанные с инвестициями в оцениваемый бизнес, а также прогнозируемые темпы изменения денежного потока (модель Гордона):

$$K = \frac{CF \cdot (1 + r)}{R - r},$$

где K - стоимость 100%-го капитала, руб.; CF - денежный поток, руб.; r - долгосрочные темпы роста, %; R - ставка дисконта, %.

В качестве капитализируемой величины оценщик может использовать либо чистую прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты

налогов, либо величину денежного потока. В большинстве случаев в качестве капитализируемой величины берется прибыль последнего отчетного года. Коэффициент капитализации при известной ставке дисконта выводится в общем виде по формуле:

$$KK = R - r.$$

2) Метод анализа дисконтированных денежных потоков.

Техника данного метода подразумевает:

- 1) определение длительности прогнозного периода;
- 2) определение вида и размера денежного потока;
- 3) расчет риска, связанного с получением денежного потока, и определение ставки дисконтирования;
- 4) проведение процедуры дисконтирования денежных потоков;
- 5) расчет постпрогнозной стоимости организации и ее приведение к дате оценки;
- 6) расчет текущей стоимости компании;
- 7) внесение заключительных поправок.

Метод анализа дисконтированных денежных потоков является более универсальным методом, позволяющим учесть нестабильность финансовых потоков, генерируемых организацией в течение рассматриваемого периода. Поэтому использование данного метода весьма предпочтительно в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью законодательства (прежде всего, налогового), а также цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенно влияющие на стоимость оцениваемого бизнеса.

Длительность разумного периода владения (прогнозного периода) определяется временем стабилизации денежного потока, получаемого организацией.

При составлении прогноза доходов в рамках прогнозного периода необходимо учитывать риск, связанный с их получением, под которым понимается степень определенности или неопределенности достижения в будущем ожидаемых результатов, то есть, необходимо оценить степень вероятности получения прогнозируемого денежного потока. Как известно, стоимость денежной единицы с течением времени уменьшается, и, для получения достоверной оценки, необходимо привести будущие денежные потоки к эквивалентной текущей стоимости. По истечении прогнозного периода, организация способна приносить доход, поэтому она обладает некоторой остаточной (реверсивной) стоимостью.

Таким образом, для определения стоимости организации методом дисконтированных денежных потоков необходимо определить следующие параметры.

1. Определение длительности прогнозного периода.

При составлении прогноза доходов, длительность прогнозного периода определяется временем стабилизации денежного потока, получаемого компанией. В остаточный период предполагаются стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов.

2. Определение вида и размера денежного потока.

В качестве дохода в оценке бизнеса могут выступать прибыль организации, выручка, выплачиваемые или потенциальные дивиденды, денежный поток. В зависимости от того, что выбрано оценщиком в качестве дохода различают соответствующие методы дисконтирования:

- метод дисконтирования прибыли;
- метод дисконтированных дивидендных выплат;
- метод дисконтированного денежного потока.

Самым трудоемким и дорогим, но в существующих российских условиях самым корректным, является метод дисконтированного денежного потока. Преимущество дисконтирования денежного потока над дисконтированием прибыли и дивидендов заключается в том, что в настоящее время ни прибыль, ни дивиденды не отражают в достаточной степени состояния российских организаций, а также предпочтений инвесторов.

При оценке бизнеса применяют одну из двух моделей денежного потока: денежный поток для собственного капитала или денежный поток для всего инвестированного капитала.

Денежный поток для всего инвестированного капитала не различает собственный и заемный капитал и является совокупным денежным потоком. Соответственно, необходимо прибавить к денежному потоку выплаты процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли, уменьшив их сумму на величину налога на прибыль. Итогом расчета по этой модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала организации.

3. Определение ставки дисконтирования.

При составлении прогноза доходов необходимо учитывать риск, связанный с их получением, под которым подразумевается степень неопределенности достижения в будущем ожидаемых результатов. Учет степени риска будущих денежных потоков отражается в величине ставки дисконтирования: чем выше риск, тем выше и ставка дисконтирования, и наоборот, снижение риска означает и уменьшение ставки дисконтирования.

С математической точки зрения, ставка дисконтирования - это процентная ставка, используемая для пересчета будущих доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости объекта. В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами на дату оценки ставка дохода на капитал, вложенный в сопоставимые по уровню риска объекты.

Ставка дисконтирования для текущей стоимости должна учитывать безрисковую ставку дохода и компенсацию за риск инвестирования в конкретный актив.

4. Проведение процедуры дисконтирования денежных потоков.

Как известно, стоимость денежной единицы с течением времени снижается. Снижение стоимости будущей денежной единицы в сравнении со стоимостью денежной единицы в текущий момент времени связано с возможностью вложения данной денежной суммы в проекты, приносящие в будущем доход. Кроме того, снижение стоимости будущей денежной единицы связано также с риском получения данной суммы.

Приведение стоимости будущих денежных сумм к текущему периоду времени осуществляется через процесс дисконтирования:

$$CF_0 = \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

где CF_0 - текущая стоимость денежной суммы, руб.; CF_t - денежная сумма, полученная в период времени t , руб.; r - ставка дисконтирования, соответствующая данному периоду дисконтирования, %; t - период дисконтирования.

5. Расчет стоимости организации в постпрогнозный период времени.

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на предположении, что активы компании способны приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы организации стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные, равномерные доходы.

Для расчета величины стоимости в постпрогнозный период в оценке бизнеса обычно используется модель Гордона. По модели Гордона, годовой доход постпрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разность между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Полученная стоимость компании должна быть приведена к текущему периоду времени. Таким образом, стоимость компании в постпрогнозный период времени, выраженная в текущих ценах, вычисляется по формуле:

$$CF_m = \frac{CF_t - A_t}{(r_t - g) \cdot (1 + r_t)^t},$$

где CF_m - стоимость денежных потоков, полученных владельцем от использования активов компании в постпрогнозный период t , руб.; CF_t - денежный поток, полученный в последний год прогнозного периода, руб.; A_t - начисленная амортизация в последний год прогнозного периода, руб.; g - ожидаемый постоянный темп роста денежных потоков, %; r_t - ставка

дисконтирования, соответствующая временному периоду дисконтирования, %; t - длительность прогнозного периода времени.

6. Расчет стоимости организации.

При применении в оценке компании метода дисконтирования денежных потоков необходимо суммировать текущие стоимости денежных потоков, полученных компанией в течение прогнозного периода времени, и текущую стоимость компании в постпрогнозный период времени. Таким образом, стоимость организации равна:

$$C = CF_n + CF_{nn},$$

где C - стоимость организации, руб.; CF_n - текущая стоимость всех денежных потоков, полученных компанией в течение прогнозного периода времени, руб.

7. Расчет текущей стоимости организации с учетом поправок.

Для получения окончательной величины стоимости организации методом дисконтирования денежных потоков необходимо внести итоговую поправку. Поправка основывается на том, что при расчете стоимости учитываются только те активы, которые принимают участие в формировании денежного потока. Но у любой организации в каждый конкретный момент времени могут быть активы, не занятые непосредственно в производстве. В модели дисконтирования денежного потока их стоимость не учитывается. Для получения окончательной стоимости организации необходимо прибавить к рассчитанной стоимости рыночную стоимость таких активов.

Оценщик обязан применить при проведении оценки хотя бы по одному методу из всех трех подходов [41]. Применение способов оценки должно соответствовать законодательным условиям, требованиям ФСО и нормативным актам [17].

3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ООО «УРСДОН»

3.1. Анализ наиболее эффективного использования организации

Из всех факторов, влияющих на рыночную стоимость, важнейшим является суждение о наиболее эффективном использовании объекта оценки. Данное суждение является основополагающей предпосылкой его стоимости.

Заключение о наиболее эффективном использовании отражает мнение Оценщика в отношении наиболее эффективного использования собственности, исходя из всеобъемлющего анализа рынка. Понятие «Наиболее эффективное использование», применяемое в данном отчете, подразумевает такое использование, которое из всех рациональных, физически осуществимых, финансово приемлемых, юридически допустимых видов использования имеет своим результатом максимально высокую стоимость объекта.

Анализ наиболее эффективного использования выполняется путем проверки соответствия рассматриваемых вариантов использования следующим критериям:

- правомочность - рассмотрение способов использования, которые не противоречат действующему законодательству РФ;
- физическая осуществимость - рассмотрение технически реальных для данного объекта способов использования;
- финансовая оправданность - рассмотрение физически осуществимых и разрешенных законом вариантов использования, которые будут приносить доход владельцу;
- максимальная эффективность - рассмотрение, какой из физически осуществимых, правомочных и финансово оправданных вариантов использования объекта будет приносить максимальный чистый доход или максимальную текущую стоимость.

Рассмотрим подробнее каждый критерий.

1. Юридическая правомочность.

При анализе юридической правомочности, следует исходить из того, что:

- объект оценки является действующей организацией, организованной в соответствии с действующим законодательством РФ;
- объект оценки осуществляет деятельность в соответствии с уставом. ООО «Урсдон» производит инкубационное яйцо и разводит сельскохозяйственную птицу.

Исходя из вышесказанного, правомочным вариантом использования ООО «Урсдон» следует считать его использование для производства яйца и разведения сельскохозяйственной птицы, а также вспомогательных деятельностей, отраженных в уставе общества.

2. Физическая осуществимость.

Необходимость рассмотрения данного критерия в качестве одного из определяющих при определении варианта наиболее эффективного

использования связано с такими факторами, как наличие объектов недвижимого и движимого имущества, наличие коммуникаций (отопление, водопровода, освещения), которые в каждом конкретном случае могут привести к невозможности использования объекта оценки для рассматриваемых вариантов функционального использования.

При анализе наличия объектов недвижимого и движимого имущества ООО «Урсдон» было выявлено, что объект оценки обеспечен объектами движимого и недвижимого имущества, необходимыми для разведения сельскохозяйственной птицы и производства инкубационного яйца.

ООО «Урсдон» имеет все технические возможности на имеющихся производственных площадках перейти от выращивания индейки родительского стада (производство инкубационного яйца) на выращивание индейки коммерческого стада, т.е. производить птицу в живом весе для дальнейшей мясопереработки.

Рассматриваемый вариант использования ООО «Урсдон», а именно разведение сельскохозяйственной птицы и инкубационного яйца, является физически осуществимым.

3. Максимальная эффективность и финансовая оправданность.

Финансовая оправданность подразумевает рассмотрение вариантов, способных дать отдачу, превышающих суммарные затраты. Все способы использования ООО «Урсдон», дающие положительный доход с достаточной отдачей на собственный капитал, рассматриваются как финансово приемлемые / оправданные.

Максимальная эффективность достигается при максимально возможных показателях производства.

На момент 30.06.2013 г. оцениваемое общество занималось производством инкубационных яиц. Реализация произведенной продукции осуществляет ООО «Евродон», доминирующей компании холдинга, по внутренним ценам группы. Это приводит к убыткам на протяжении всего существования ООО «Урсдон».

Необходимо заметить, что ООО «Урсдон» имеет все технические возможности на имеющихся производственных площадках перейти от выращивания индейки родительского стада (производство инкубационного яйца) на выращивание индейки коммерческого стада, т.е. производить птицу в живом весе для дальнейшей мясопереработки.

В соответствии с анализом рынка спрос на мясо индейки неуклонно растет с каждым годом. Согласно ряду экспертных прогнозов, объем рынка индейки в России до 2020 года может вырасти в три раза. Поэтому более привлекательным в плане инвестиций и динамично развивающимся сектором птицеводства будет производство мяса индейки.

ООО «Евродон» имеет многолетние партнерские отношения с крупнейшими производителями инкубационного яйца в Америке и Европе - компаниями Elevage (Франция) и Caddy Farms (Канада). Данные организации способны обеспечить потребности организаций ГК Евродон (в его состав так

же входит ООО «Урсдон») в инкубационном яйце.

Таким образом, деятельность ООО «Евродон» не ограничивается зависимостью от текущей продукции ООО «Урсдон» (инкубационного яйца), а у ООО «Урсдон» есть явная возможность перейти от нерентабельной деятельности - производства инкубационного яйца к выращиванию коммерческого стада и производить птицу в живом весе для дальнейшей мясопереработки, с учетом закупки инкубационного яйца или суточных птенцов у вышеперечисленных компаний.

Таким образом, наиболее эффективным вариантом использования с точки зрения юридической правомочности, физической осуществимости, финансовой оправданности и максимальной эффективности для ООО «Урсдон» будет являться разведение сельскохозяйственной птицы (выращивание коммерческого стада и производство птицы в живом весе для дальнейшей мясопереработки).

3.2. Оценка ООО «Урсдон» в рамках сравнительного подхода

Для проведения сравнительного подхода необходимо наличие данных недавних продаж сопоставимых компаний, информация, раскрывающая соотношение между ценами продаж организаций аналогов и определенными финансовыми параметрами.

ООО «Урсдон», входящий в холдинг связанных компаний, занятых в производстве и переработке мяса индейки, имеет исключительный характер деятельности. Организация выполняет вспомогательную обслуживающую функцию ООО «Евродон», обеспечивая одно из самых современных индустриальных комплексов инкубационным яйцом. Таким образом, аккумуляция и распределение прибыли, затрат, кредитных ресурсов происходит внутри группы аффилированных организаций, что делает невозможным рассматривать ООО «Урсдон» отдельно от организаций холдинга. Все это затрудняет поиск данных о продажах аналогичных компаний.

Анализ данных открытого рынка за период июнь 2012 г. – июнь 2013 г. показал, что информация подобного рода на рынке отсутствует [29].

Все сказанное выше, делает невозможным реализацию сравнительного подхода в оценке уставного капитала ООО «Урсдон».

3.3. Оценка ООО «Урсдон» в рамках затратного подхода

Расчет стоимости ООО «Урсдон» в рамках затратного подхода был реализован методом чистых активов, который проводился на основании данных предоставленного организацией бухгалтерского баланса по состоянию на 30.06.2013 г.

Метод чистых активов предполагает определенную корректировку баланса, на основе которого в дальнейшем производится оценка стоимости организации. Корректировка включает в себя несколько этапов:

- 1) оценка материальной собственности (недвижимость, машины и оборудование и др.) по рыночной стоимости;
- 2) оценка рыночной стоимости нематериальных активов;
- 3) оценка рыночной стоимости финансовых активов;
- 4) оценка дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов;
- 5) перевод обязательств организации в текущую стоимость;
- 6) определение величины собственного капитала (разность величины совокупной рыночной стоимости активов и величины текущей стоимости обязательств).

В соответствии с приказами стоимость чистых активов акционерного общества – это величина, равная разности суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету и суммы пассивов, принимаемых к расчету [14, 16].

Активы, принимаемые к расчету: внеоборотные активы (нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы); оборотные активы (запасы, налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, прочие оборотные активы), кроме фактических затрат на выкуп собственных акций, выкупленных акционерным обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования, и задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал.

Пассивы, принимаемые к расчету: долгосрочные обязательства по займам и кредитам и прочие долгосрочные обязательства; краткосрочные обязательства по займам и кредитам; кредиторская задолженность; задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов; резервы предстоящих расходов; прочие краткосрочные обязательства.

В соответствии с п. 2 ст. 30 Федерального закона № 14-ФЗ, стоимость чистых активов общества (за исключением кредитных организаций) определяется по данным бухгалтерского учета в порядке, установленном уполномоченным Правительством РФ федеральным органом исполнительной власти [4]. В Федеральном законе № 14-ФЗ не предусмотрен для ООО особый порядок расчета стоимости чистых активов. Поэтому ООО должны руководствоваться тем же порядком расчета, что и акционерные общества [18].

Для определения стоимости организации в рамках затратного подхода необходимо предварительно оценить обоснованную рыночную стоимость каждого актива и пассива. На 30.06.2013 г. балансовая стоимость чистых активов 68 042 тыс. рублей.

Определим рыночную стоимость основных средств.

На 30.06.2013 г. остаточная величина основных средств 1 543 559 тыс. рублей (см. табл. 3.1).

Оцениваемое движимое имущество ООО «Урсдон» - оборудование, которое принадлежит организации на праве собственности. По состоянию на 30.06.2013 г. в бухгалтерском учете отражено 534 инвентарных объекта,

**Данные 1150 строки бухгалтерского баланса «Основные средства» на
30.06.2013 год, тыс. руб.**

Показатель	Остаточная балансовая стоимость основных средств на 30.06.2013 г.
Объекты движимого имущества	486 288
Объекты недвижимого имущества, в том числе:	1 057 271
здания, сооружения, сети, автодороги	1 040 321
земельные участки, отраженные на балансе предприятия	1 354
вложения во внеоборотные активы	15 596
Итого основных средств (объекты движимого и недвижимого имущества)	1 543 559

относящийся к движимому имуществу. Первоначальная стоимость оцениваемых объектов равна 486 288 344 рубля. Движимое имущество ООО «Урсдон» поставлено на баланс в 2013 г., является новым уникальным оборудованием, соответственно, принято к балансу в новом состоянии и его балансовую стоимость можно считать рыночной. Таким образом, рыночная стоимость движимого имущества ООО «Урсдон» на 30.06.2013 г. составила 486 288 тыс. руб.

На дату оценки 30.06.2013 г. организация использует земельные участки сельскохозяйственного назначения, 8 из которых находятся в собственности (балансовая стоимость 1 353 722 руб.), 3 - в аренде (балансовая стоимость 0 руб.). Стоимость права аренды трех участков равна нулю, так как срок их аренды заканчивается (1-2 месяца от 30.06.2013 г.). Стоимость права собственности восьми земельных участков можно рассчитать по среднерыночной стоимости сотки земли сельхозназначения в Ростовской области. Более половины всего предложения в Ростовской области принадлежит к самому массовому типу земель - сельскохозяйственного назначения [32]. Лидером по ценам является Аксайский район, здесь сотка земли стоит 39 тыс. рублей, в Мясниковском районе средняя стоимость составляет 13 тыс. рублей, в Багаевском районе 12 тыс. рублей, в Азовском районе 11 тыс. рублей. В Усть-Донецком районе средняя стоимость земли сельскохозяйственного назначения колеблется около 2100 руб./сотку.

Стоимость права собственности на участок определим по формуле:

$$PV = S \cdot C,$$

где S – площадь земельного участка, кв. м; C – стоимость квадратного метра земельного участка, руб./кв. м.

Таким образом, стоимость права собственности на участок площадью 164 400 кв. м на 30.06.2013 г. будет составлять:

$$164400 \cdot 21 = 3452400 \text{ руб.}$$

Результаты расчетов стоимости прав собственности на восемь земельных участков представлены в табл. 3.2, исходя из рассчитанной удельной стоимости земли.

Таблица 3.2

Сводная таблица итоговых результатов оценки права собственности на земельные участки

Наименование объекта	Площадь, кв.м.	Рыночная стоимость, руб. без НДС
Земельный участок № 1	164 400	3 452 400
Земельный участок № 2	90 240	1 895 040
Земельный участок № 3	113 420	2 381 820
Земельный участок № 4	240 200	5 044 200
Земельный участок № 5	200 830	4 217 430
Земельный участок № 6	198 400	4 166 400
Земельный участок № 7	269 310	5 655 510
Земельный участок № 8	313 533	6 584 200
ИТОГО	33 397 000	

Таким образом, стоимость прав на земельные участки на 30.06.2013 г. составила 33 397 000 рублей без НДС.

Также на балансе организации в составе основных средств числится недвижимое имущество: здания, строения и сооружения, принадлежащие на праве собственности ООО «Урсдон», которые можно оценить затратным подходом, при использовании которого интересуют затраты, которые необходимо осуществить на сегодняшний день для строительства аналогичного объекта в рыночных условиях. На практике используется расчет стоимости восстановления.

Учитывая, что здания, строения и сооружения введены в эксплуатацию недавно, их можно считать достаточно новыми объектами. В связи с этим стоимость восстановления будет рассчитана на основе базисно-индексного метода по данным о первоначальной балансовой стоимости зданий и строений на дату ввода в эксплуатацию. По предоставленным ООО «Урсдон» данным здания, строения и сооружения поставлены на баланс по затратам на строительство. Для перевода затрат на дату оценки используются индексы координационного центра по ценообразованию и сметному нормированию в строи-

тельстве. В Ростовской области индекс цен на строительно-монтажные работы на июнь 2013 г. 7,363 относительно базового года 2000 года [19].

Также необходимо учитывать накопленный износ объектов недвижимости - это потеря стоимости из-за ухудшения физического состояния объекта, его функционального (морального) и внешнего (экономического) устаревания. Накопленный износ подразделяется на три вида: физический, функциональный, внешний.

Физический износ - потеря стоимости улучшений, связанная с частичной или полной потерей строительными элементами показателей эксплуатационных качеств в результате воздействия природно-климатических и техногенных факторов, ошибок при проектировании или нарушений правил строительства и технической эксплуатации. Если здание добросовестно эксплуатировалось и его элементы своевременно ремонтировались, то для расчета коэффициента физического износа можно использовать метод срока жизни:

$$\Phi И = \frac{T_{эф}}{T_{эк}} \cdot 100,$$

где $T_{эф}$ – эффективный возраст, показываемый состоянием и полезностью здания, устанавливается на основе визуального осмотра и базируется на опыте и суждениях эксперта или оценщика, лет; $T_{эк}$ – срок экономической жизни, это срок, в течение которого здание приносит прибыль, определяется в соответствии со средним сроком до проведения капитального ремонта, лет [9].

Исходя из того, что все здания, строения и сооружения ООО «Урсдон» являются новыми, относительная величина физического износа определялась по шкале экспертных оценок и составила 10 % [37].

Функциональное устаревание происходит скачкообразно по мере изменения требований к промышленной технологии и требует капитальных вложений для модернизации здания на основе современной технологии. Расчет функционального устаревания производится по формуле:

$$\Phi У = У\Phi У + Н\Phi У,$$

где УФУ – устранимое функциональное устаревание, %; НФУ – неустраняемое функциональное устаревание, %.

В данной работе причины возникновения функционального устаревания для оцениваемых объектов отсутствуют, в связи с чем, функциональное устаревание равно 0%.

Внешнее устаревание вызывается факторами, внешними по отношению к зданию (сооружению). Оно всегда неустраняемо, так как величина затрат на его устранение всегда больше прироста стоимости после устранения внешних

неблагоприятных факторов. Для оцениваемых объектов нет причин возникновения внешнего устаревания и поэтому оно принято равным 0 %.

Предпринимательская прибыль (ПП) является фактором вознаграждения инвестора за риск строительства объекта недвижимости и отражает величину, которую предприниматель рассчитывает получить в качестве вознаграждения за свою деятельность. Данная величина отражает степень риска и уровень компетентности предпринимателя, связанные с реализацией инвестиционного проекта.

Учитывая данные, полученные от ООО «Урсдон», собственник при строительстве рассматриваемых объектов недвижимости не планировал и не планирует в будущем продажу объектов, а планирует использование в соответствии с функциональным назначением для расширения действующего бизнеса. Таким образом, размер ПП устанавливаем на уровне 0,0 руб.

Приведем пример расчета стоимости восстановления с учетом износа для птичника (см. табл. 3.3).

Таблица 3.3

Результаты расчета стоимости восстановления здания птичника

Наименование объекта	Птичник
Балансовая стоимость первоначальная (руб.)	15 944 022,49
в т.ч % по кредиту	366 142,96
Балансовая стоимость первоначальная без учета % по кредиту	15 577 879,53
Индекс июнь 2013 г./2000 г.	7,363
Индекс дата ввода/ 2000 г.	6,536
Индекс пересчета с даты строительства к дате оценки	1,127
Затраты на строительство на дату оценки, руб.	17 556 270
ПП, руб.	0
ФИ, %	10
ФУ, %	0
ВУ, %	0
СИ, %	10
Стоимость восстановления с учётом износа, руб.	17 794 000

Таким же методом была рассчитана стоимость остальных зданий, строений и сооружений ООО «Урсдон».

Таким образом, стоимость зданий, строений и сооружений, рассчитанная в рамках затратного подхода составила 1 215 732 000 рублей без учета НДС.

Вложения во внеоборотные активы согласно справке, предоставленной ООО «Урсдон», представляют собой накопленные расходы на приобретение, благоустройство и прочие улучшения земельных участков, поэтому их рыночная стоимость может быть принята равной остаточной балансовой стоимости 15 596, 433 тыс. рублей.

В результате переоценки строки 1150 бухгалтерского баланса на 30.06.2013 были получены результаты, представленные в табл. 3.4.

Таким образом, рыночная стоимость основных средств на дату оценки составила 1 751 013 тыс. руб.

Оценим краткосрочные финансовые вложения (КФВ) ООО «Урсдон» (строка 1240 бухгалтерского баланса).

Таблица 3.4

**Результат определения рыночной стоимости основных средств
ООО «Урсдон»**

Показатель	Остаточная балансовая стоимость основных средств на 30.06.2013 г., тыс. руб.	Рыночная стоимость основных средств на 30.06.2013 г., тыс. руб.
Объекты движимого имущества	486 288	486 288
Объекты недвижимого имущества, в том числе:	1 057 271	1 264 725
здания, сооружения, сети, автодороги	1 040 321	1 215 732
земельные участки, отраженные на балансе предприятия	1 354	33 397
вложения во внеоборотные активы	15 596	15 596
Итого основных средств (объекты движимого и недвижимого имущества по 1150 строке баланса общества на 30.06.2013)	1 543 559	1 751 013

По данным договора с банком от 06.06.2013 г., на 30.06.2013 г. на балансе организации числятся КФВ на сумму 35 000 тыс. рублей, это вклад на срок 35 календарных дней, начисление процентов в размере 6,2 % годовых на сумму вклада производится со дня следующего за днем поступления в банк по день ее возврата организации.

Начисленные проценты за один день:

$$\frac{35000 \cdot 6,2}{100 \cdot 365} = 5,945 \text{ тыс.руб.}$$

За весь срок:

$$5,945 \cdot 34 = 202,137 \text{ тыс.руб.}$$

То есть на дату погашения, сумма депозита составила:

$$35000 + 202,137 = 35202,137 \text{ тыс.руб.}$$

Приведение краткосрочных финансовых вложений на дату оценки 30.06.2013 г. производилось исходя из срока погашения и ставки дисконта по формуле дисконтирования. Ставка дисконтирования составляет 5,6 % годовых – средневзвешенная процентная ставка по привлеченным кредитными организациями вкладам (депозитам) нефинансовых организаций [28].

Таким образом, на дату оценки КФВ составили:

$$\frac{35202,137}{(1 + 0,056)^{\frac{35}{365}}} = 35013,62 \text{ тыс.руб.}$$

Аналогичным образом была рассчитана сумма долгосрочных финансовых вложений на дату оценки, процентная ставка равна 8,3 % годовых [28], и составила 140 723 тыс. рублей.

Оценим запасы ООО «Урсдон» на 30.06.2013 г. В состав запасов входят сырье, материалы и готовая продукция. Величина запасов на дату оценки 148 793 тыс. рублей. Корректировка запасов производилась исходя из срока оборачиваемости запасов и ставки дисконта по формуле, приведенной при расчете краткосрочных финансовых вложений. Среднегодовая оборачиваемость запасов составляет 138 дней (из расчета за 2011-2012 гг.), процентная ставка 5,6 % годовых [28].

$$\frac{148793}{(1 + 0,056)^{\frac{138}{365}}} = 145676 \text{ тыс.руб.}$$

Таким образом, рыночная стоимость запасов на дату оценки составила 145 676 тыс. рублей.

Оценим дебиторскую задолженность ООО «Урсдон» на 30.06.2013 г. По состоянию на 30.06.2013 г. по данным бухгалтерского баланса долгосрочная дебиторская задолженность отсутствует, краткосрочная задолженность составляет 11 060 тыс. руб. При определении рыночной стоимости дебиторской задолженности анализируется наличие сумм просроченной задолженности. Текущую дебиторскую задолженность оценивают в зависимости от вероятности погашения. По предоставленным ООО «Урсдон» данным суммы просро-

ченной задолженности отсутствуют, вероятность погашения долгов дебиторов перед организацией стопроцентная.

В структуре дебиторской задолженности присутствуют задолженности с различными периодами погашения, соответственно корректировку проведем для каждой дебиторской задолженности (см. табл. 3.5).

Например,

$$\frac{31296,21}{(1 + 0,056)^{\frac{1,5}{12}}} = 31168,77 \text{ руб.}$$

Таким образом, рыночная стоимость дебиторской задолженности на дату оценки составила 8 498,48 тыс. рублей.

Таблица 3.5

Скорректированная дебиторская задолженность ООО «Урсдон» на 30.06.2013 г.

Наименование дебитора	Сумма задолженности, рублей	Срок погашения, в месяцах	Текущая стоимость, руб.
60/2	1 673 401,18	Расчет по авансам выданным	
1	31 296,21	1,5	31 168,77
2	28 550,68	1,5	28 351,97
3	21 270,00	4,5	20 829,00
4	1 246 929,2	1,5	1 406 746
5	175 588,16	1,5	164 366,17
62/1	6 158 823,16	Расчеты с покупателями и заказчиками	
6	77 778,1	1,5	77 236,88
7	5 502 500,00	4,5	5 388 415,56
8	578 544,98	1,5	574 518,66
69/1	518 672,72	Расчеты по социальному страхованию	
Расчеты по соц.страхованию	518 672,72	0,5	517 466,70
73/2	17 923,73	Расчеты по претензиям	
9	17 923,73	1,5	17 798,99
76/5	263 414,64	Расчеты с прочими поставщиками и подрядчиками	
10	263 414,64	1,5	261 581,43
Итого:	11 059 690,82		8 498 480,56

Аналогичным образом оцениваются все остальные статьи бухгалтерского баланса организации. Результаты расчетов стоимости собственного капитала ООО «Урсдон» в рамках затратного подхода представлены в табл. 3.6.

Таблица 3.6

Итоговые расчеты собственного капитала ООО «Урсдон» методом чистых активов на 30.06.2013 г.

Показатель	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Корректировка	Рыночная стоимость, тыс. руб.
I. Внеоборотные активы			
Основные средства, в том числе	1 543 559	1,31	1 751 013
Объекты движимого имущества	486 288	1,0	486 288
Здания, сооружения, сети, автодороги	1 040 321	1,17	1 215 732
Незавершенное строительство	15 596	1,0	15 596
Земельные участки, отраженные на балансе предприятия	1 354	24,7	33 397
Финансовые вложения	172 700	0,81	140 724
Итого по разделу I	1 716 259	1,10	1 891 737
II. Оборотные активы			
Запасы	148 793	0,98	145 676
Дебиторская задолженность	11 060	0,77	8 498
Финансовые вложения	35 000	1,0	35 014
Денежные средства	34 513	1,0	34 513
Итого по разделу II	229 366	0,98	223 701
Итого активов	1 945 625	1,21	2 115 438
IV. Долгосрочные обязательства			
Заемные средства	1 837 497	0,77	1 419 394
Итого по разделу IV	1 837 497	0,77	1 419 394
V. Краткосрочные обязательства			
Заемные средства	20 112	0	0
Кредиторская задолженность	15 560	0,97	15 083
Оценочные обязательства	4 414	0,95	4 212
Итого по разделу V	40 086	0,481	19 295
Итого обязательств	1 877 583	0,77	1 438 689
Чистые активы, тыс. руб.	68 042		676 749
Рыночная стоимость 100% доли в УК, тыс. руб.			676 750

Таким образом, рассмотренная по методу чистых активов в рамках затратного подхода стоимость 100%-й доли в уставном капитале ООО «Урсдон»

на 30.06.2013 г. составила округленно 676 750 тыс. рублей. Доли в уставных капиталах не признаются объектами налогообложения НДС [2].

3.4. Оценка ООО «Урсдон» в рамках доходного подхода

Проведение оценки рыночной стоимости уставного капитала ООО «Урсдон» с помощью доходного подхода была осуществлена с использованием метода анализа дисконтированных денежных потоков, так как организация имеет все технические возможности на имеющихся производственных площадках перейти от выращивания индейки родительского стада на выращивание индейки коммерческого стада, т.е. производить птицу в живом весе для дальнейшей мясопереработки. Метод дисконтирования денежных потоков (DCF) является более универсальным методом, позволяющим учесть нестабильность финансовых потоков, генерируемых организацией в течение рассматриваемого периода.

Метод дисконтированных денежных потоков подразумевает [32]:

- составление прогноза функционирования предприятия в будущем, на протяжении установленного оценщиками разумного периода владения;
- оценку стоимости будущей рыночной стоимости предприятия (стоимости реверсии) в конце этого периода;
- пересчет потока периодических доходов и стоимости реверсии в текущую стоимость с использованием процедуры дисконтирования.

При составлении прогноза доходов в рамках прогнозного периода необходимо учитывать риск, связанный с их получением, то есть необходимо оценить степень вероятности получения прогнозируемого денежного потока [44]. Стоимость денежной единицы с течением времени уменьшается, и для получения достоверной оценки необходимо привести будущие денежные потоки к эквивалентной текущей стоимости. По истечении прогнозного периода предприятие способно приносить доход, поэтому оно обладает некоторой остаточной (реверсивной) стоимостью.

Для определения стоимости предприятия методом анализа дисконтированных денежных потоков необходимо определить следующие параметры:

- длительность прогнозного периода. В качестве прогнозного берется период, в течение которого стабилизируются темпы роста доходов предприятия.
- тип денежного потока (денежный поток для собственного капитала или для всего инвестированного капитала). В данной работе была использована модель денежного потока для собственного капитала, которая позволяет определить стоимость бизнеса организации путем прогнозирования денежных потоков на собственный капитал, вычитая из них затраты на обслуживание процентного заемного капитала.
- ставку дисконтирования, которая определяется как ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска. Другими словами, соответствующая ставка дисконта может

рассматриваться как альтернативная стоимость капитала – ставка дохода по другим, сопоставимым вариантам инвестирования. Это будет та ожидаемая ставка дохода на капитал, которая, по мнению инвесторов, соответствует рискам, связанным с инвестициями в оцениваемое предприятие.

Рыночная стоимость 100%-го акционерного капитала по методу анализа дисконтированных денежных потоков определяется формулой [32, 40]:

$$V = \sum \frac{CF_i}{(1+Y)^{i-0.5}} + \frac{REV}{(1+Y)^n} + SA \pm NWC,$$

где n – рассматриваемый период владения (глубина прогноза); CF_i - чистый денежный поток, генерируемый предприятием в i -й год, руб.; Y – годовая ставка дисконтирования; REV – стоимость реверсии (продажи объекта по истечении n лет), руб.; SA – избыточные (внеоперационные) активы, руб.; NWC – избыток (дефицит) собственного оборотного капитала компании, руб.

Таким образом, для расчета стоимости 100 %-го акционерного капитала методом дисконтированных денежных потоков необходимо спрогнозировать изменение величины чистого денежного потока в течение прогнозного периода, определить размер ставки дисконтирования, а также рассчитать стоимость реверсии и произвести заключительные поправки.

Чистый денежный поток для собственного капитала, который генерирует ООО «Урсдон» определяется по формуле [32, 39]:

$$ЧДП = ЧП + АО \pm \Delta ДЗ - KB \pm \Delta CoC,$$

где ЧП – чистая прибыль, руб.; АО – амортизационные отчисления, руб.; $\Delta ДЗ$ – изменение долгосрочной задолженности, руб.; KB - капитальные вложения, руб.; ΔCoC – изменение величины собственных оборотных средств, руб.

Определим длительность прогнозного периода.

Согласно теории метода DCF, стоимость предприятия основывается на будущих денежных потоках. Прогнозный период продолжается до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются, в постпрогнозный период имеют место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный равный поток доходов.

В связи с тем, что у ООО «Урсдон» имеются все технические возможности на имеющихся производственных площадках перейти от нерентабельной деятельности - выращивания индейки родительского стада (производство инкубационного яйца) на выращивание индейки коммерческого стада, то есть на производство птицы в живом весе для дальнейшей мясопереработки, и по мнению руководства организации этот переход будет происходить в течение 7 лет, то прогнозный период в данной работе принят равным 7 годам (30.06.2013 г. - 30.06.2020 г.), плюс 1 год – реверсия. За указанный период предполагается стабилизация роста объемов

реализации с постепенным выходом на стабильные показатели роста денежного потока, не превышающие прогнозный уровень инфляции (3,7-6%) [24].

Рассчитаем денежный поток.

Спрогнозируем выручку ООО «Урсдон». Прогноз выручки в работе проводился по видам деятельности, которые планирует осуществлять ООО «Урсдон».

В качестве планируемых объемов выпуска продукции брались прогнозные данные организации: выход на проектную мощность возможен через 8 месяцев в объеме 1100 тонн мяса индейки в живом весе в месяц, при условии выполнения необходимых инвестиционных затрат для высадки птицы коммерческого стада. Цена реализации индейки в живом весе для сельскохозяйственных предприятий на конец 2 квартала 2013 г. составляла около 100 руб./кг [25]. Продукцию, которую планирует выпускать ООО «Урсдон», в полном объеме будет закупать ООО «Евродон» по цене 85 руб./кг, с учетом НДС 10% [2]. Цена реализации инкубационного яйца по данным ООО «Урсдон» составляет 75 руб./шт. с учетом НДС.

В качестве прогнозного темпа роста, на основании принципа осторожности, в работе использовался рост цен на уровне прогнозируемой МЭРТ инфляции [21] (см. табл. 3.7)

При расчете доходов ООО «Урсдон» необходимо учесть прочие доходы, которые организация получила в виде субсидий, предоставляемые государством.

Таблица 3.7

Прогнозные темпы инфляции, %

Показатель/ год	Прогнозный темп инфляции	Темп роста ре- альной зарплаты	Темп роста тари- фов на э/энергию
2013	106	105,2	1000,5
2014	105	106	1200,6
2015	105	106,2	1300
2016	105	105,4	800
2017	104,77	105,4	600,1
2018	104,77	105,4	600,1
2019	104,77	105,4	600,1
2020	104,77	105,4	600,1
2021	103,7	104,6	400,73

Приведем пример расчета валовой выручки ООО «Урсдон».

Валовая выручка рассчитывается по формуле:

$$B = ОбP \cdot Ц ,$$

где ОбР – объем реализации продукции, кг; Ц – цена реализации, руб./кг.

Информация о прогнозных ценах реализации индейки в живом весе взята из Интернет источника [26].

Например, валовая выручка от реализации индейки в живом весе в 5 месяце:

$$B = 313000 \cdot 76,06 = 23806780 \text{ руб.} = 23807 \text{ тыс. руб.}$$

В табл. 3.8 представлены результаты расчетов валовой выручки ООО «Урсдон» по месяцам в течение первого года. В табл. 3.9 приведены результаты расчетов валовой выручки ООО «Урсдон» по годам, включая один постпрогнозный год. Годовой план производства рассчитывается как произведение проектной мощности на 12 месяцев, например, $1119 \cdot 12 = 31428 \text{ тонн/год}$. Цена реализации рассчитывается с учетом прогнозного темпа инфляции, например, цена реализации индейки в живом весе во втором году рассчитывается $87,14 \cdot (1 + 0,05) = 91,50 \text{ руб./кг}$.

Спрогнозируем расходы ООО «Урсдон». Прогноз расходов организации (себестоимости) до выхода на плановую мощность рассчитан на основе данных, предоставленных ООО «Урсдон»: удельные показатели затрат (рублей за кг выпускаемой продукции), включаемые в себестоимость продукции, при выходе на плановую мощность, которые учитывают все возможные сезонные колебания и изменения. По мере выхода на плановую мощность расходы стабилизируются. Рост заработной платы предусмотрен на прогнозируемом МЭРТ темпе роста реальной заработной платы, рост коммунальных платежей – темп роста тарифов на электроэнергию. Рост всех остальных расходов заложен на уровне инфляции.

Удельные показатели затрат представлены в табл. 3.10. В состав прочих расходов, связанных с производством и реализацией включены все затраты, не вошедшие в основной перечень, в том числе налоги на имущество, непредвиденные затраты, коммерческие и управленческие расходы и т.п.

Кроме того, ООО «Урсдон» имеет долгосрочный кредит в банке, сумма которого на 30.06.2013 г. 1 837 497 тыс. руб., кредит будет погашен до 27.05.2019 г. (см. табл. 3.11).

Помимо долгосрочного кредита, у предприятия есть долгосрочные финансовые вложение (займы), выплата процентов по которым представлена в табл. 3.12.

При переходе к выращиванию индейки коммерческого стада ООО «Урсдон» планирует сократить численность персонала, в связи с чем, организации придется понести затраты на выплату пособий увольняемым сотрудникам (см. табл. 3.13): в соответствии с Трудовым Кодексом увольняемому работнику выплачивается выходное пособие в размере среднего месячного заработка, а также за ним сохраняется средний месячный заработок на период трудоустройства, но не свыше двух месяцев со дня увольнения (с зачетом выходного пособия) [34].

Таблица 3.8

Определение валовой выручки в течение первого года

Показатель/ Период	Месяцы											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Производственные мощности и их загрузка												
Всего производственных площадей, кв. м, в том числе:	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120
занято под производство яйца, кв. м	59 444	41 664	35 560	29 456	6 104	-	-	-	-	-	-	-
площади в реконструкции, кв. м	11 676	29 456	29 456	17 780	17 780	6 104	-	-	-	-	-	-
занято под производство мяса индейки, кв. м	-	-	6 104	23 884	47 236	65 016	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120
План производства продукции												
Получено привесов индейки, тонн	-	-	160	370	780	1 121	1 114	1 013	1 119	1 119	1 119	1 119
Объем реализации индейки в живом весе, тонн	-	-	-	-	313	286	610	891	1 100	1 100	1 100	1 100
Объем производства и реализации инкубационного яйца, тыс. шт.	372	265	258	144	79	-	-	-	-	-	-	-

Показатель/ период	Месяцы											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ДОХОДЫ												
Индейка												
Цена реализации индейки в живом весе, с НДС, руб./кг	81,74	82,22	82,70	83,18	83,67	84,16	84,65	85,14	85,64	86,14	86,64	87,14
Темп прироста, %		0,58	0,58	0,58	0,59	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Цена реализации индейки в живом весе, без НДС, руб./кг	74,31	74,75	75,18	75,62	76,06	76,51	76,95	77,40	77,85	78,31	78,76	79,22
Выручка от реализации индейки в живом весе, без НДС, тыс. руб.	-	-	-	-	23 807	21 882	46 940	68 963	85 635	86 141	86 636	87 142
Инкубационное яйцо												
Цена реализации инкубационного яйца, с НДС, руб./шт.	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	-	-	-	-	-	-
Темп прироста, %	-	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-
Цена реализации инкубационного яйца, без НДС, руб./шт.	68,18	68,18	68,18	68,18	68,18	68,18	-	-	-	-	-	-

Продолжение табл. 3.8

Показатель/ период	Месяцы											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Выручка от реализации инкубационного яйца, без НДС, тыс. руб.	25 363	18 068	17 590	9 818	5 386	-	-	-	-	-	-	-
Итого выручка, тыс. руб.	25 363	18 068	17 590	9 818	29 193	21 882	46 940	68 963	85 635	86 141	86 636	87 142

Таблица 3.9.

Определение валовой выручки (продолжение)

Показатель/ Период	Годы						
	2	3	4	5	6	7	1 год постпрогнозного периода
Производственные мощности и их загрузка							
Всего производственных площадей, кв. м, в том числе:	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120
занято под производство яйца, кв. м	0	0	0	0	0	0	0
площади в реконструкции, кв. м	0	0	0	0	0	0	0
занято под производство мяса индейки, кв. м	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120	71 120
План производства продукции							
Получено привесов индейки, тонн	13 428	13 428	13 428	13 428	13 428	13 428	13 428

Продолжение табл. 3.9

Показатель/ Период	Годы						
	2	3	4	5	6	7	1 год постпрогнозно- го периода
Объем реализации индейки в живом весе, тонн	13 200	13 200	13 200	13 200	13 200	13 200	13 200
Объем производства и реализации инкубационного яйца, тыс. шт.	0	0	0	0	0	0	0
ДОХОДЫ							
Индейка							
Цена реализации индейки в живом весе, с НДС, руб./кг	91,50	96,08	100,66	105,46	110,49	115,76	120,04
Темп прироста (учет инфляции), %	5,00	5,00	4,77	4,77	4,77	4,77	3,70
Цена реализации индейки в живом весе, без НДС, руб./кг	83,18	87,35	91,51	95,87	100,45	105,24	109,13
Выручка от реализации индейки в живом весе, без НДС, тыс. руб.	1 097 976	1 153 020	1 207 932	1 265 484	1 325 940	1 389 168	1 440 516
Инкубационное яйцо							
Цена реализации инкубационного яйца, с НДС, руб. шт.							
Темп прироста, %							
Цена реализации инкубационного яйца, без НДС, руб./шт.							
Выручка от реализации инкубационного яйца, без НДС, тыс. руб.							
Итого выручка, тыс. руб.	1 097 976	1 153 020	1 207 932	1 265 484	1 325 940	1 389 168	1 440 516

Таблица 3.10

**Удельные показатели затрат в рамках себестоимости при выходе на
плановую мощность, руб./кг**

Показатель	Значение
Материальные расходы всего, в том числе	49,34
корма	35,83
суточные птенцы индейки	6,42
ветпрепараты	2,22
подстилка	0,39
коммунальные платежи	3,29
прочие материальные затраты	1,19
Прочие расходы, связанные с производством и реализацией	2,73

Таблица 3.11

Выплата долгосрочного кредита и процентов по нему, тыс. руб.

Параметр/ период	июнь 2014	июнь 2015	июнь 2016	июнь 2017	июнь 2018	июнь 2019
Проценты по кредиту	197 912	192 774	161 934	131 082	100 242	46 266
Субсидирование	130 539	127 148	106 804	86 461	66 117	30 515
Погашение кредита	131 250	262 500	262 500	262 500	393 750	524 997

Таблица 3.12

Выплата долгосрочных фин.вложений и процентов по ним, тыс. руб.

Период	июнь 2015	Июнь 2017
Проценты к получению	1 350,00	6305
Возврат займа	45 000,00	127 700

Спрогнозируем амортизационные отчисления и капитальные вложения. Для реперофилитования ООО «Урсдон» достаточно закупить комплексы поилок, вентиляторов, кормушек, технологический транспорт, машины для перевозки птицы, по графику, запланированному ООО «Урсдон» (см. табл. 3.14).

Начисление амортизации объектов основных средств согласно учетной политике ООО «Урсдон» производится линейным способом, при котором годовая сумма амортизационных отчислений определяется, исходя из остаточной стоимости объектов основных средств.

В табл. 3.15 представлен расчет годовой величины амортизационных отчислений по имуществу ООО «Урсдон».

Учитывая, что амортизация в постпрогнозном периоде будет полностью использована для обновления основных средств, величина инвестиций

в обновление основных средств организации принята равной сумме амортизации в постпрогнозный период.

Данные за 2012 год предоставлены организацией. Начиная с 2013 года расчет в табл. 3.15 проводился следующим образом.

Первоначальная стоимость объекта:

$$PCO = PCO_0 - A_0 + KB_{пер},$$

где PCO_0 – первоначальная стоимость объекта на конец предыдущего года, руб.; A_0 – амортизация за предыдущий период, руб.; $KB_{пер}$ - капитальные вложения за текущий период, руб.

Например, первоначальная стоимость зданий и сооружений в 2013 году:

$$PCO = 1167961 - 38672 + 0 = 1129289 \text{ тыс.руб.}$$

Амортизация за период:

$$A_{пер} = \frac{PCO}{n},$$

где n - срок полезного использования объекта амортизируемого имущества, лет.

Сроки полезного использования: для зданий и сооружений 30 лет, для машин, оборудования, транспортных средств 10 лет, для прочего 6 лет.

Например, амортизация за 2013 год для зданий и сооружений:

$$A_{пер} = \frac{1129289}{30} = 37643 \text{ тыс.руб.}$$

Остаточная стоимость на конец периода:

$$OC = OC_0 - A_{пер} + KB_{пер},$$

где OC_0 – остаточная стоимость на конец предыдущего периода, руб.

Например, остаточная стоимость зданий и сооружений на конец 2013 года:

$$OC = 11070226 - 37643 + 0 = 1032583 \text{ тыс.руб.}$$

Таблица 3.13

Расходы на оплату труда

Параметр/ период	июл. 2013	авг. 2013	сен. 2013	окт. 2013	ноя. 2013	дек. 2013	январь. 2014	февр. 2014	мар. 2014	апр. 2014	май. 2014	июн. 2014
численность персонала, чел.	243	240	225	210	210	210	210	210	210	210	210	210
среднемесячная зарплата с на- числениями, тыс. руб.	29,43	29,77	29,95	30,12	30,30	30,48	30,65	30,83	31,01	31,19	31,37	31,55
заработная пла- та, тыс. руб.	7 151	7 145	6 739	6 325	6 363	6 401	6 437	6 474	6 512	6 550	6 588	6 626
затраты при увольнении, тыс. руб.		179	899	904	-	-	-	-	-	-	-	-
Расходы на оп- лату труда, тыс. руб.	7 151	7 324	7 638	7 229	6 363	6 401	6 437	6 474	6 512	6 550	6 588	6 626

Таблица 13.14

График капитальных вложений, тыс. руб.

Период	июл.2013	авг.2013	сен.2013	окт.2013	ноя.2013	Итого
Затраты с НДС	14 970	2 000	15 210	14 750	1 170	48 100
Затраты без НДС	12 686	1 695	12 890	12 500	992	40 763

Таблица 3.15

Расчет величины амортизационных отчислений, тыс. руб.

Наименование/год	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Первоначальная стоимость на конец года, в том числе:	1 585 749	1 536 578	1 457 758	1 384 386	1 315 987	1 252 134	1 192 444	1 136 567	1 084 189	1 035 026
зданий и сооружений	1 167 961	1 129 289	1 091 646	1 055 258	1 020 083	986 080	953 211	921 437	890 722	861 031
машин, оборудования, транспортных средств	409 604	400 569	360 512	324 461	292 015	262 813	236 532	212 879	191 591	172 432
прочие	8 184	6 720	5 600	4 667	3 889	3 241	2 701	2 251	1 876	1 563
Амортизация накопленная, в том числе:	207 073	297 007	375 827	449 199	517 598	581 451	641 141	697 018	749 396	798 559
зданий и сооружений	97 735	136 407	174 050	210 438	245 613	279 616	312 485	344 259	374 974	404 665
машин, оборудования, транспортных средств	106 476	156 274	196 331	232 382	264 828	294 030	320 311	343 964	365 252	384 411
прочие	2 862	4 326	5 446	6 379	7 157	7 805	8 345	8 795	9 170	9 483
Амортизация за период, в том числе:	89 934	78 820	73 372	68 399	63 853	59 690	55 877	52 378	49 163	46 205
зданий и сооружений	38 672	37 643	36 388	35 175	34 003	32 869	31 774	30 715	29 691	28 701
машин, оборудования, транспортных средств	49 798	40 057	36 051	32 446	29 202	26 281	23 653	21 288	19 159	17 243
прочие	1 464	1 120	933	778	648	540	450	375	313	261
Капвложения за период, в том числе:		40 763								
зданий и сооружений										
машин, оборудования, транспортных средств		40 763								
прочие										

Продолжение табл. 3.15

Наименование/год	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Остаточная стоимость на конец периода, в том числе:	1 378 676	1 342 017	1 268 645	1 200 246	1 136 393	1 076 703	1 020 826	968 448	919 285	873 080
зданий и сооружений	1 070 226	1 032 583	996 195	961 020	927 017	894 148	862 374	831 659	801 968	773 267
машин, оборудования, транспортных средств	303 128	303 834	267 783	235 337	206 135	179 854	156 201	134 913	115 754	98 511
прочие	5 322	5 600	4 667	3 889	3 241	2 701	2 251	1 876	1 563	1 302

Определим прирост собственного оборотного капитала (СОК), который рассчитывался от изменения выручки от реализации. Величину СОК определим, исходя из продолжительности финансового цикла имущественного комплекса, основываясь на среднерыночных данных значений финансовых показателей для предприятия аналогичной отрасли [45]. Для ООО «Урсдон» норма СОК 30,23% (от выручки).

В табл. 3.16 и 3.17 представлены расчеты прироста СОК ООО «Урсдон».

Данные 2012 года взяты из квартальной бухгалтерской отчетности, предоставленной ООО «Урсдон». Выручка от реализации была рассчитана в табл. 3.8 и 3.9.

Требуемый СОК рассчитывается по формуле:

$$СОК_{mp} = \frac{B \cdot СОК_{отр}}{100},$$

где B – выручка от реализации, руб.; $СОК_{отр}$ – среднеотраслевой уровень СОК, %.

Во 2 квартале 2013 года требуемый $СОК_{тр}$:

$$СОК_{mp} = \frac{206583 \cdot 30,23}{100} = 62450 \text{ тыс.руб.}$$

Собственный оборотный капитал организации во 2 кв. 2013 г. рассчитывается как разность текущих активов (без учета денежных средств) и текущих обязательств (без учета кредитов и займов). В остальные периоды СОК организации рассчитывается так же, как и $СОК_{тр}$.

Также у организации есть долгосрочная задолженность по займу, которая будет погашена в соответствии с графиком, предоставленным ООО «Урсдон» (см. табл. 3.18). У организации есть долгосрочные финансовые вложения (займы), суммы займов будут возвращены ООО «Урсдон» в соответствии с договорами по графику (см. табл. 3.19).

Для расчета текущей стоимости денежной суммы, которая будет получена или выплачена в будущем, необходимо рассчитать ставку дисконтирования - коэффициент эффективности вложений капитала, достижение которого ожидает инвестор при принятии решения о приобретении будущих доходов с учетом риска их получения. Таким образом, в ставке дисконтирования необходимо учесть все риски, связанные с бизнесом предприятия.

В связи с тем, что для оценки ООО «Урсдон» выбрана модель денежного потока для собственного капитала, при дисконтировании денежных потоков следует применять соответствующую ему ставку альтернативных затрат на привлечение акционерного капитала.

Таблица 3.16

Изменение собственного оборотного капитала ООО «Урсдон» по месяцам первого года, тыс. руб.

Параметр/ Период	2 кв. 2013	3-4 кв. 2013	Месяцы											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Выручка от реализации	206 583	121 914	25363	18068	17590	9818	29193	21882	46940	68963	85635	86141	86636	87142
Текущие активы	229 366													
Денежные средства	34 513													
Текущие активы без учета ДС	194 853													
Текущие обязательства	40 086													
Краткосрочные кредиты и займы	20 112													
Текущие обязательства без учета кредитов и займов	19 974													
Среднеотраслевой уровень СОК, в % от выручки	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23
Собственный оборотный капитал	174 879	36 855	7 667	5 462	5 317	2 968	8 825	6 615	14190	20848	25887	26040	26190	26343

Продолжение табл. 3.16

Параметр/ Период	2 кв. 2013	3-4 кв. 2013	Месяцы											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Требуемый СОК	62 450													
Изменение СОК	- 112 429	- 25 595	-23245	-2205	- 145	-2349	5 857	-2210	7 575	6 658	5 039	153	150	153

Таблица 3.17.

Изменение собственного оборотного капитала ООО «Урсдон» по годам, тыс. руб.

Параметр/ Период	Годы							
	1	2	3	4	5	6	7	1 год постпро- гнозного периода
Выручка от реализа- ции	583 371	1 097 976	1 153 020	1 207 932	1 265 484	1 325 940	1 389 168	1 440 516
Среднеотраслевой уровень СОК, в % от выручки	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23	30,23
Собственный обо- ротный капитал	176 353	331 918	348 558	365 158	382 556	400 832	419 945	435 468
Изменение СОК		155 565	16 640	16 600	17 398	18 276	19 113	15 523

Таблица 3.18

Выплата долгосрочных кредитов ООО «Урсдон», тыс. руб.

Параметр/ период	июнь 2014	июнь 2015	июнь 2016	июнь 2017	июнь 2018	июнь 2019
Погашение кредита	131 250	262 500	262 500	262 500	393 750	524 997

**Выплата долгосрочных финансовых вложений и процентов по ним,
тыс. руб.**

Период	Июнь 2015	Июнь 2017
Возврат займа	45 000,00	127 700

Ставка, отражающая стоимость привлечения акционерного капитала выведена на основе модели оценки капитальных активов (САРМ – capital asset pricing model), описанной в п. 3.4.

В оценке используется несколько модифицированный вид этой модели. Ввиду этого следует кратко рассмотреть классический вариант модели САРМ.

Для того чтобы определить ставку привлечения акционерного капитала (R_s) с использованием модели САРМ, использовалась следующая формула [32]:

$$R_s = R_f + \beta \cdot R_{m-f} + R_{np},$$

где R_s - ожидаемый доход на акционерный капитал, руб.; R_f - ставка безрискового финансирования; β - коэффициент «бета»; R_{m-f} - премия за риск инвестирования в акции (рыночная премия), R_{np} – прочие риски.

Безрисковая ставка - ставка, по которой привлекают средства наиболее надежные заемщики в условиях конкретной страны. Безрисковую ставку можно рассматривать как сумму абсолютно безрисковой ставки (показателем которой является доходность долгосрочных государственных облигаций, номинированных в валюте оценки, имеющих кредитный рейтинг ААА) и премии за страновой риск.

Надежным показателем величины ставки безрискового финансирования для каждой конкретной страны в мировой практике считается уровень доходности правительственных облигаций. Для оценки безрисковой ставки в российских условиях воспользуемся данными о доходности российских рублевых облигаций ОФЗ, обращающихся на Московской межбанковской валютной бирже [47]. Средний уровень доходности до налогообложения долгосрочных бумаг на 30.06.2013 г. находится на уровне 7,31%, что соответствует уровню безрисковой ставки в российских условиях (см. табл. 3.20).

В модели оценки ООО «Урсдон» используется денежный поток после уплаты налогов, соответственно в расчете должна использоваться безрисковая ставка после уплаты налога на прибыль. Доход по государственным облигациям облагается налогом в размере 15% от величины дохода.

Безрисковая ставка после налогообложения: $7,31\% \cdot (1-15\%) = 6,21\%$ годовых.

Таблица 3.20

**Расчет среднего уровня доходности до налогообложения
долгосрочных бумаг**

Наименование ценной бумаги	Срок погашения	Средневзвешенная ставка доходности, %
ОФЗ 46020	06.02.2036	8,34
ОФЗ 46018	24.11.2021	7,33
ОФЗ 46014	29.08.2018	7,15
ОФЗ 46017	03.08.2016	6,42
Среднее значение		7,31

Определим меру систематического риска - коэффициент β в модели САМР, с помощью которого может быть измерена амплитуда колебаний цен на акции какой-либо организации по сравнению с изменениями на фондовом рынке в целом. Коэффициент β рассчитаем по методике, приведенной в литературе [38] (см. табл. 3.21).

Таблица 3.21

Анализ риска

Факторы риска/ Вес	Уровень фактора риска				
	0,5	0,75	1	1,5	2
<i>Факторы финансового риска</i>					
ликвидность			1		
уровень рентабельности			1		
стабильность доходов				1	
прибыльность			1		
финансовый левередж			1		
операционный левередж			1		
качество и доступность финансовой информации			1		
ожидаемый рост прибылей			1		
ретроспективная изменчивость прибылей				1	
рыночная доля				1	
качество управления/текучесть руководящих кадров		1			
диверсифицированность клиентуры					1
продуктовая диверсификация				1	
территориальная диверсификация		1			
<i>Отраслевые факторы риска</i>					
нормативно-правовая база			1		
конкуренция		1			
рост спроса		1			

Продолжение табл. 3.21

Факторы риска/ Вес	Уровень фактора риска				
	0,5	0,75	1	1,5	2
капиталоемкость					1
<i>Экономические факторы риска</i>					
уровень инфляции			1		
ставки процента				1	
темпы экономического роста				1	
обменный курс				1	
Количество наблюдений	0	4	9	7	2
Взвешенная сумма	0	3	9	10,5	4
Итого	26,5				
Количество факторов	22				
Коэффициент бета	1,20				

Проведенный анализ показателей риска показывает, что оценочное значение коэффициента бета β для ООО «Урсдон» составляет 1,20.

Определим рыночную премию, которая представляет собой дополнительный доход (превышение над безрисковой ставкой дохода), которую инвестор получает в качестве компенсации за дополнительный риск, связанный с капиталовложениями в акции организации [47]. Для расчета среднерыночной доходности в работе было использовано значение фондового индекса ММВБ (как основного индикатора уровня цен рынка российских акций в рублевой эквиваленте) с момента начала торгов на ММВБ до даты оценки. Среднерыночная доходность рассчитывается на базе средней геометрической по формуле:

$$i_{RUR} = \sqrt[n]{\frac{I_2}{I_1}} - 1,$$

где I_2 – значение закрытия торгов на дату оценки; I_1 – значение закрытия торгов на дату начала торгов на ММВБ (22.09.1997 г.); n – период с даты начала торгов до 30.06.2013 г., лет.

Показатель I_2 равен 1330,46, I_1 — 100 [48]. Период с 22.09.1997 года по 30.06.2013 года составляет 15,78 года. Средняя доходность рынка до налогообложения за указанный период:

$$i_{RUR} = \sqrt[15,78]{\frac{1330,46}{100}} - 1 = 17,8 \text{ \% годовых.}$$

Сопоставив полученную величину доходности на рынке ценных бумаг с доходностью от безрисковых инвестиций, определим рыночную премию:

$$17,8 \% - 6,21 \% = 11,59 \%$$

Премии за прочие риски можно принять на минимальном уровне (1%), так как ООО «Урсдон» входит в ГК «Евродон», которое имеет многолетний опыт работы в сфере выращивания индейки коммерческого стада и налаженный рынок снабжения и систему сбыта продукции.

Таким образом, ставка привлечения акционерного капитала, а, соответственно, и ставка дисконтирования для ООО «Урсдон» на 30.06.2013 г.:

$$R_s = 6,21 + 11,59 \cdot 1,20 + 1,00 = 21,12 \%$$

Определим будущую стоимость реверсии, то есть стоимость ООО «Урсдон» в постпрогнозный период, на основе модели Гордона с учетом темпов роста долгосрочного изменения денежного потока в постпрогнозный период [45]:

$$FV = \frac{ЧДП}{R_s - T_{ЧДП}},$$

где ЧДП – стабильный годовой чистый денежный поток остаточного периода, определяемый по первому году, следующему после периода прогнозирования, руб.; R_s – ставка дисконта, %; $T_{ЧДП}$ – долгосрочные темпы роста ЧДП, %.

Долгосрочные темпы роста денежного потока определим по формуле:

$$T_{ЧДП} = \frac{ДП_m}{ДП_n} - 1,$$

где $ДП_m$ – денежный поток постпрогнозного периода, руб.; $ДП_n$ – денежный поток последнего прогнозного периода, руб.

Таким образом, долгосрочные темпы роста денежного потока ООО «Урсдон» в постпрогнозный период (см. табл. 3.22):

$$\frac{535476}{529229} - 1 = 1,2 \% \text{ годовых}.$$

Рассмотрим итоговые корректировки, которые необходимо внести для получения окончательной величины стоимости ООО «Урсдон»:

- поправка на величину стоимости нефункционирующих активов (необходимо определить рыночную стоимость активов не занятых непосредственно в про-

изводстве и суммировать ее со стоимостью, полученной в рамках доходного подхода);

- поправка на величину денежных средств (денежные средства, находящиеся в кассе и на расчетном счете предприятия, должны быть прибавлены к итоговой стоимости акционерного капитала);

- коррекция величины собственного оборотного капитала (учет фактической величины СОК: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит – вычтен из величины предварительной стоимости). Расчет избытка СОК был представлен в табл. 3.16 и 3.17, его величина будет учтена в первом прогнозном периоде.

Произведем окончательный расчет стоимости собственного капитала ООО «Урсдон», результаты которого представлены в табл. 3.22 и 3.23.

Приведем примеры нерасчитанных выше величин на примере первого месяца 2013 года. Прибыль до налогообложения:

$$П = В - Р + Пр\% + ПрД - А ,$$

где В – итоговая выручка, руб.; Р – расходы, связанные с производством и реализацией, руб.; Пр% - итого процентов, руб.; ПрД – прочий доход, руб.; А – амортизация, руб.

Таким образом:

$$П = 25\,363 - 25\,175 + 0 + 0 - 6568 = -6\,380 \text{ тыс. руб.}$$

Денежный поток считаем по формуле:

$$ДП = ЧП + А - КВ + ПрДКиЗ - ВоДКиЗ - \Delta СОК ,$$

где ЧП – чистая прибыль, руб.; КВ – капитальные вложения, руб.; ПрДКиЗ – привлечение долгосрочных кредитов и займов, руб.; ВоДКиЗ – возврат долгосрочных кредитов и займов, руб.

Таким образом, денежный поток в 1 месяце 2013 года:

$$ДП = -6380 + 6568 - 12686 + 0 - 0 - (-23245) = 10747 \text{ тыс. руб.}$$

Далее считаем фактор текущей стоимости денежных потоков F с учетом эффекта среднегодового формирования денежных потоков [32, 45]:

$$F = \frac{1}{\left(1 + \frac{R_s}{12 \cdot 100\%}\right)^{n-0,5}},$$

где n – номер текущего месяца.

Таблица 3.22

Расчет стоимости объекта оценки методом дисконтирования денежных потоков (по месяцам первого года)

Показатель/Период	Месяцы											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Итого выручка, тыс. руб.	25363	18068	17590	9818	29193	21882	46940	68963	85635	86141	86636	87142
РАСХОДЫ												
Материальные расходы, тыс. руб.	15710	11987	22705	28696	43909	56714	56732	52522	57621	54274	54274	54274
Расходы на оплату труда, тыс. руб.	7151	7324	7 638	7 229	6 363	6 401	6 437	6 474	6 512	6 550	6 588	6626
Прочие расходы, связанные с производством и реализацией, тыс. руб.	2 314	2 314	2 758	2 734	3 192	4 169	4 168	3 897	4 219	3 003	3 003	3003
Итого расходы, связанные с производством и реализацией, тыс.руб.	25175	21625	33101	38659	53464	67284	67337	62893	68352	63827	63865	63903
Проценты по кредитам и займам												
Проценты к уплате, тыс.руб.												197912
Итого процентов, тыс.руб.												-197912
Прочие доходы, тыс.руб.												130539

Показатель/Период	Месяцы											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
АНАЛИЗ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА												
Амортизация, тыс. руб.	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568
Прибыль до налогообложения, тыс.руб.	-6380	-10125	-22079	-35409	-30839	-51970	-26965	-498	10715	15746	16203	-50702
Налог на прибыль, %	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль, тыс.руб.	-6 380	-10125	-22079	-35409	-30839	-51970	-26965	-498	10715	15746	16203	-50702
Амортизация, тыс.руб.	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6 568	6568
Капитальные вложения, тыс.руб.	12686	1695	12890	12500	992							
Привлечение долгосрочных кредитов/займов, тыс. руб.												
Возврат долгосрочных кредитов/займов, тыс. руб.												131250
Изменение собственного оборотного капитала, тыс. руб.	-23245	-2205	-145	-2 349	5857	-2 210	7 575	6 658	5 039	153	150	153

Продолжение табл. 3.22

Показатель/Период	Месяцы											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Денежный поток, тыс. руб.	10747	-3047	-28256	-38992	-31120	-43192	-27972	-588	12 244	22161	22621	-175537
Ставка дисконтирования, %	21,12											
Фактор текущей стоимости денежных потоков с учетом эффекта среднегодового формирования денежных потоков	0,99	0,97	0,96	0,94	0,92	0,91	0,89	0,88	0,86	0,85	0,83	0,82
Текущая стоимость денежных потоков, тыс. руб.	10 640	-2956	-27126	-36652	-28630	-39305	-24895	-517	10 530	18837	18775	-143940
Ставка дисконтирования, %	21,12											
Долгосрочный темп роста, %	1,20											
Стоимость реверсии, тыс. руб.	2 688133											
Коэффициент дисконтирования	0,29											
Текущая стоимость реверсии, тыс. руб.	779 559											

Продолжение табл. 3.22

Показатель/Период	Месяцы											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Рыночная стоимость бизнеса, тыс. руб.	655 516											
Поправка на излишек/недостаток собственного оборотного капитала, тыс. руб.	-112 429											
Поправка на величину неоперационных активов, тыс. руб.	0											
Денежные средства на расчетном счете компании, тыс. руб.	34 513											
Рыночная стоимость 100% доли в УК, тыс. руб.	802 458											
Рыночная стоимость 100% доли в УК, округленно, тыс. руб.	802 500											

Таблица 3.23

Расчет стоимости объекта оценки методом дисконтирования денежных потоков (продолжение по годам)

Показатель/Период	Годы						
	2	3	4	5	6	7	1 год постпрогнозного периода
Итого выручка, тыс. руб.	109797 6	115302 0	120793 2	126548 4	132594 0	138916 8	1 440 516
РАСХОДЫ							
Материальные расходы, тыс. руб.	687326	685154	683115	683115	683115	683115	675 819
прочие материальные затраты, тыс. руб.	16 493	16 493	16 462	16 462	16 462	16 462	16 289
Расходы на оплату труда, тыс. руб.	84 442	89 002	93 808	98 874	104 213	109 841	114 894
Прочие расходы, связанные с производством и реализацией, тыс. руб.	37 838	39 730	41 625	43 611	45 691	47 870	49 641
Итого расходы, связанные с производством и реализацией, тыс. руб.	809606	813886	818548	825600	833019	840826	840 354
Проценты по кредитам и займам							
Проценты к получению, тыс. руб.	1 350		6 305				
Проценты к уплате, тыс. руб.	192774	161934	131082	100242	46 266		
Итого процентов, тыс. руб.	-191424	-161934	-124777	-100242	-46 266		
Прочие доходы, тыс. руб.	127148	106804	86 461	66 117	30 515		
АНАЛИЗ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА							
Амортизация, тыс. руб.	73 372	68 399	63 853	59 690	55 877	52 378	49 163
Прибыль до налогообложения, тыс. руб.	150722	215605	287215	346069	421293	495964	550 999
Налог на прибыль, %	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль, тыс. руб.	150722	215605	287215	346069	421293	495964	550 999

Продолжение табл. 3.23

Показатель/Период	Годы						
	2	3	4	5	6	7	1 год постпрогнозного периода
Амортизация, тыс. руб.	73 372	68 399	63 853	59 690	55 877	52 378	49 163
Капитальные вложения, тыс. руб.							49 163
Привлечение долгосрочных кредитов/займов, тыс. руб.	45 000		127 700				
Возврат долгосрочных кредитов/займов, тыс. руб.	262500	262500	262500	393750	524997		
Изменение собственного оборотного капитала, тыс. руб.	155565	16 640	16 600	17 398	18 276	19 113	15 523
Денежный поток, тыс. руб.	-148971	4 864	199668	-5 389	-66 103	529 229	535 476
Фактор текущей стоимости денежных потоков с учетом эффекта среднегодового формирования денежных потоков	0,75	0,62	0,51	0,42	0,35	0,29	
Текущая стоимость денежных потоков, тыс. руб.	-111728	3 016	101831	-2 263	-23 136	153476	

Например, для первого месяца первого года:

$$F = \frac{1}{\left(1 + \frac{0,2112}{12 \cdot 100\%}\right)^{1-0,5}} = 0,99.$$

С учетом фактора F текущая стоимость денежного потока в первом месяце первого года:

$$ДП_{тек} = 10747 \cdot 0,99 = 10640 \text{ тыс. руб.}$$

Стоимость реверсии:

$$P = \frac{ДП}{R_s - T_{чДП}}$$

Соответственно,

$$P = \frac{10747}{0,2112 - 0,012} = 2688133 \text{ тыс.руб.}$$

Рыночная стоимость бизнеса рассчитывается по формуле:

$$СБ_{рын} = \sum ДП_{тек} + P_{тек},$$

где $P_{тек}$ – текущая стоимость реверсии, равная произведению стоимости реверсии на коэффициент дисконтирования, руб.

Итоговая рыночная стоимость 100%-й доли в уставном капитале организации с учетом поправок:

$$СБ_{100\%} = 655516 + 112429 + 0 + 34513 = 802458 \approx 802500 \text{ тыс.руб.}$$

Таким образом, рассчитанная в рамках доходного подхода методом дисконтирования денежных потоков стоимость 100%-й доли в уставном капитале ООО «Урсдон» по состоянию на 30.06.2013 г. округленно составила 802 500 тыс. рублей.

Для оценки 100%-й доли организации были применены два подхода, в результате использования которых были получены различные показатели

стоимости ООО «Урсдон». Для получения окончательной стоимости необходимо каждому подходу присвоить вес. Сравнительный подход, так как не использовался, имеет вес 0%, затратному подходу следует присвоить меньший вес, так как организация нерентабельна, 30%, доходному подходу присвоим вес 70 %, так как у организации есть все технические возможности для перехода к выращиванию коммерческого стада и производить птицу в живом весе для дальнейшей мясопереработки, то есть стать рентабельным.

Таким образом, стоимость 100%-й доли в уставном капитале ООО «Урсдон» составила:

$$676\ 750\ 000 \cdot 30\% + 802\ 500\ 000 \cdot 70\% = 777\ 400\ 000 \text{ руб.}$$

3.5. Совершенствование методики оценки организации в рамках доходного подхода

При расчете ставки дисконтирования R_e в рамках доходного подхода использовалась формула, преобразованная на базе традиционного подхода к расчету ставки дисконтирования с использованием CAPM модели. Однако используемый в данной работе коэффициент β как мера систематического риска не отражает той же сути, что в классической модели CAPM.

Рассмотрим этот вопрос более подробно.

При оценке ООО «Урсдон» в рамках доходного подхода в работе использовалась модифицированная модель оценки капитальных активов CAPM. Ввиду этого смотрим классический вариант данной модели.

Расчетная формула модели имеет вид:

$$R_e = R_{rf} + \beta(R_m - R_{rf}),$$

где R_e – ожидаемая доходность акции на рынке, который находится в состоянии равновесия, %; R_m – среднерыночная доходность ценных бумаг, %; R_{rf} – доходность безрисковых активов (доходность долгосрочных государственных ценных бумаг), %; β – фактор систематического риска данного класса ценных бумаг.

Преобразуем формулу и представим ее следующим образом [8]:

$$R_e - R_{rf} = \beta(R_m - R_{rf}).$$

Разность $(R_m - R_{rf})$ – это рыночная премия за риск вложения средств в рыночные активы, $(R_e - R_{rf})$ – это ожидаемая премия за риск вложения в данную ценную бумагу. Эти премии, как видно из последней формулы, связаны прямо пропорционально. Коэффициентом пропорциональности является β , который демонстрирует, как тесно связано движение доходности актива с движением доходности диверсифицированного портфеля в целом. Доход-

ность диверсифицированного портфеля зависит от доходности рынка ценных бумаг, поэтому показатель β измеряет тесноту связи между доходностью актива и среднерыночной доходностью фондового рынка. Показатель бета для одного актива определяется по формуле:

$$\beta_i = \frac{K_{im} \cdot \sigma_i}{\sigma_m},$$

где β_i - показатель бета для i -го актива; K_{im} – коэффициент корреляции между доходностью i -го актива и доходностью рынка ценных бумаг в целом (среднерыночной доходностью); σ_i – среднеквадратическое отклонение доходности i -го актива, %; σ_m - среднеквадратическое отклонение доходности рынка в целом, %

Также коэффициент β может быть определен статистическими методами для акций предприятий, котирующихся на фондовом рынке. Для этого необходимы данные о движении цен и доходности активов за прошлые периоды. Например, для акций российских крупных обществ значения коэффициента публикуются в биржевых бюллетенях, аналитических обзорах информационных агентств, деловых изданиях и других источниках. Зная коэффициент β конкретного актива, можно оценить, насколько должна измениться ожидаемая доходность актива при изменении ожидаемой доходности рынка.

Бета портфеля рассчитывается как средневзвешенное значение величин бета активов, входящих в портфель, где весами выступают их удельные веса в портфеле.

Таким образом, основная идея модели CAPM: при соблюдении допущений, таких как равные возможности инвесторов, их рациональное поведение, стремление диверсифицировать свой портфель, существует только один источник систематического риска – это рыночный риск (изменение цен отдельных активов в зависимости от поведения рынка в целом), то есть ожидаемая доходность должна компенсировать рыночный риск инвесторам, владеющим хорошо диверсифицированными портфелями.

Отсюда следует, что премия за риск должна быть обусловлена вкладом данного актива в общий риск хорошо диверсифицируемого портфеля.

В условиях рыночного равновесия спрос равен предложению; ситуация экономического равновесия возможна, если активы в портфелях инвесторов пропорциональны занимаемой им доли рынка. Таким образом, портфель рискованных активов инвестора в условиях рыночного равновесия по своей структуре будет копией рынка в целом.

Построить портфель более диверсифицированный, чем рынок в целом, невозможно. Ввиду этого он будет представлять собой идеал диверсификации, и содержать только систематический (рыночный) риск. Идеально диверсифицированный портфель, который структурно копирует рынок, называют рыночным.

Определение безрисковой ставки в РФ представляет некоторую проблему, поэтому в качестве нее можно использовать доходности ОФЗ, ОМЗ, ОВФЗ.

Ввиду вышесказанного, применение модели CAPM к оценке стоимости обществ с ограниченной ответственностью не вполне корректно, не смотря на то, что такая практика весьма обширна. Причиной этого служит отсутствие данных об изменении рыночной стоимости ценных бумаг, поскольку только формирование акционерного капитала посредством организационно-правовой формы ОАО предполагает эмиссию ценных бумаг. В то время как ООО формирует собственные средства для бизнеса несколько иным способом. В силу этого применение данной модели для оценки ставки дисконтирования не возможно. А интерпретировать расчет β - коэффициента как оценку экономического риска экспертом не вполне корректно. Более целесообразно оценивать ставку дисконтирования используя другие подходы, например, по ставке рефинансирования, уровню инфляции либо средневзвешенной стоимости капитала.

4. ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ АВТОМАТИЗАЦИИ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

На сегодняшний день оценщики в своей работе используют программу WS Excel. Специальных программ для ведения оценочной деятельности пока не существует.

Оценка доли в уставном капитале организации производится с использованием большого количества информации, размещенной в сети Интернет. Это данные о сделках на рынке, о ставках, о темпах инфляции, анализ рынка продукции, которую производит и реализует организация, и другое. В связи с этим необходимо создавать электронный документ, в котором прописаны все эти данные и данные из финансовой отчетности организации. Как правило, расчет рыночной (ликвидационной, кадастровой и другой) стоимости производится в несколько этапов, каждый из которых содержит большое количество цифровых данных, что требует существенной трудоемкости. С другой стороны, оценочные компании могут иметь постоянных клиентов, то есть проводить оценку организации ежегодно. Все это требует сохранения информации, полученной ранее.

В связи с вышесказанным, гораздо меньше времени и трудозатрат будет требоваться для оценки и написания отчета, если работа оценщика будет автоматизирована. Для автоматизации необходимо разработать ряд дополнительных таблиц Excel. Для этого необходимо привлечь квалифицированного сотрудника с последующей выплатой премии в размере 20 000 рублей.

Рассчитаем среднюю трудоемкость работы оценщика до и после автоматизации (см. табл. 4.1). Пусть один час работы оценщика стоит 300 рублей.

Таблица 4.1

Трудоемкость работы оценщика

№	Действий оценщика	Трудоемкость одного проекта, чел.-час	
		До автоматизации, часов	После автоматизации, часов
1	Сбор и надлежащее оформление документов заказчика	4	2
2	Анализ документов заказчика	3	3
3	Проведение финансового анализа хозяйственной деятельности организации за последние 2-5 лет	8	5
4	Выявление недостающих документов заказчика и информации об организации	2	1
5	Подготовка информационных обзоров	16	16
6	Выбор методов оценки	2	1,5

Продолжение табл. 4.1

№	Действий оценщика	Трудоемкость одного проекта, чел.-час	
		До автоматизации, часов	После автоматизации, часов
7	Реализация выбранных методов в рамках трех подходов	48	30
8	Согласование стоимости организации с заказчиком	2	2
9	Доработка результатов оценки	3	1
10	Составление отчета об оценке	24	14
	Итого	112	75,5
	Итого, руб.	33 600	22 650
	Проектов в год, шт.	17	25

Таким образом, в результате автоматизации возникнет экономия времени 36,5 часов, что в денежном выражении составит 10 950 руб.

Автоматизация оценочной деятельности снизит длительность работы оценщика над одним проектом, а соответственно и стоимость работ оценщика, что будет выгодно и для клиента (он предпочтет более дешевую работу), и для руководителя оценочной компании, так как появится возможность взять в среднем еще 8 проектов в год.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе была проведена оценка 100%-й доли в уставном капитале ООО «Урсдон» тремя подходами: сравнительным, затратным, доходным.

Для проведения сравнительного подхода необходимо наличие данных о недавних продажах сопоставимых компаний. Деятельность ООО «Урсдон», входящий в холдинг связанных компаний, занятых в производстве и переработке мяса индейки, носит исключительный характер. Организация выполняет вспомогательную обслуживающую функцию компании ООО «Евродон», обеспечивает современный индюшинных комплекс инкубационным яйцом. Таким образом, аккумулярование и распределение прибыли, кредитных ресурсов и затрат происходит внутри группы аффилированных предприятий, что делает невозможным рассматривать ООО «Урсдон» отдельно от компаний холдинга. Анализ данных Бюллетеня недвижимости «Рынок слияний и поглощений» за 06.2012 – 06.2013 гг. показал, что информация о компаниях подобного рода на рынке отсутствует. Соответственно невозможно реализовать сравнительный подход в оценке уставного капитала ООО «Урсдон». От реализации сравнительного подхода приведен обоснованный отказ.

ООО «Урсдон» имеет все технические возможности на имеющихся производственных площадках перейти от выращивания индейки родительского стада (производство инкубационного яйца), нерентабельной деятельности, на выращивание индейки коммерческого стада, то есть производить птицу в живом весе для дальнейшей мясопереработки, что будет приносить организации прибыль. В рамках доходного подхода был рассмотрен данный вариант деятельности ООО «Урсдон». Кроме того, для оценки ООО «Урсдон» в рамках доходного подхода в работе была модифицирована модель оценки капитальных активов CAPM.

Затратный подход был реализован методом чистых активов. По результатам анализа статей баланса предприятия в работе был проведен расчет рыночной стоимости чистых активов и их корректировка.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая от 30.11.1994 № 51-ФЗ. URL: www.consultant.ru.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть вторая от 05.08.2000 № 117-ФЗ. URL: www.consultant.ru.
3. Трудовой кодекс Российской Федерации от 30.12.2001 № 197-ФЗ.
4. Федеральный закон Российской Федерации от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».
5. Федеральный закон Российской Федерации от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».
6. Федеральный закон Российской Федерации от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».
7. Федеральный закон Российской Федерации от 21.11.1996 № 129-ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей», п.2 ст. 6.
8. Федеральный закон Российской Федерации от 29.07.1998 №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
9. Постановление Госстроя от 29.12.1973 № 279 «О проведении планово-предупредительного ремонта зданий и сооружений».
10. Приказ ФНС Российской Федерации от 08.04.2011 г. № ММВ-7-2/258 «О внесении изменений в приказ «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок».
11. Приказ Минфина Российской Федерации от 31.10.2000 № 94-н «Об утверждении Плана счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организаций и инструкции по его применению».
12. Приказ Минфина Российской Федерации от 07.05.2003 № 38-н «О внесении дополнений и изменений в план счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организаций и инструкцию по его применению».
13. Приказ Минфина Российской Федерации от 18.09.2006 № 115-н «О внесении изменений в нормативные правовые акты по бухгалтерскому учету».
14. Приказ Минфина Российской Федерации от 29.01.2003 № 10н «Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».
15. Приказы Минэкономразвития России от 20.07.2007 № 254, 255, 256 «Об утверждении федеральных стандартов оценки (ФСО 1, 2, 3)».
16. Приказ ФКЦБ Российской Федерации от 29.01.2003 № 03-6/пз «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».
17. Федеральные стандарты оценки № 1, 2, 3, утвержденные Приказами Минэкономразвития России №254, 255, 256 от 20.07.2007 г.

18. Письмо Минфина Российской Федерации от 07.12.2009 № 03-03-06/1/791 «О расчете стоимости чистых активов ООО для определения размера действительной стоимости доли».
19. Письмо Координационного центра по ценообразованию и сметному нормированию в строительстве от 14.01.2013 №КЦ/П2013-06ти «Об индексах изменения сметной стоимости строительства по Федеральным округам и регионам Российской Федерации на январь 2013 года».
20. Проект МСО 2011. URL: http://www.ivsc.org/pubs/exp_drafts/ivs_20100610.pdf.
21. Официальный сайт Министерства экономического развития Российской Федерации: URL: <http://economy.gov.ru>.
22. Авторский конспект лекций по дисциплине «Финансовый менеджмент». URL: <http://pages.kafedrapik.ru/course>.
23. Авторский конспект лекций по дисциплине «Комплексный экономический анализ финансово-хозяйственной деятельности». URL: <http://pages.kafedrapik.ru/course>.
24. Аналитический обзор рынка земельных участков. URL: <http://www.roszem.ru/news/2124>.
25. Аналитический обзор рынка мяса индейки. URL: <http://www.myaso-portal.ru/analitika>.
26. Аналитический обзор рынка мяса индейки. URL: http://www.indeikastav.ru/ru/incubation.html?quip_thread=post39&quip_parent=108.
27. Бухарин Н.А. Оценка и управление стоимостью бизнеса. Уч. пособие. - СПб: ЭМНиТ, 2011, 238 с.
28. Бюллетень банковской статистики № 8 (243). URL: <http://www.cbr.ru/publ/BBS/Bbs1305r.pdf>.
29. Бюллетень недвижимости «Рынок слияний и поглощений». URL: <http://www.akm.ru>.
30. Бригхем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент / Под общ. ред. Е.А. Дорофеевой. – СПб.: Питер, 2009, 960 с.
31. Верховина А.В. Правовое регулирование оценочной деятельности. – М.: Международный дом оценки, 2009, 600 с.
32. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2009, 736 с.
33. Донцова Л.В., Никифорова Н.А. Анализ финансовой отчетности. – М.: Дело и Сервис, 2009, 144 с.
34. Информационная система СПАРК: URL: www.spark-interfax.ru.
35. Ковалев В.В. Как читать баланс. – М.: Финансы и статистика, 2011, 672 с.
36. Ковалев В.В., Ковалев Вит.В. Финансовый менеджмент. Уч. пособие. – М.: Проспект, 2013, 304 с.

37. Кутуров В.Н. Реконструкция зданий. Учебник для строительных вузов. -М.: Высшая школа, 2009, 263 с.
38. Линг Р. Основы анализа и оценки бизнеса. Определение ставки дисконта. Исследование на конкретном примере. М. 1997, с. 6-7.
39. Лукаевич И. Финансовый менеджмент. Учебник. –М.: Национальное образование, 2012, 768 с.
40. Озеров Е.С. Экономическая оценка объектов гражданских прав. Научно-методические рекомендации. – СПб.: Копи-Р Групп, 2012, 300 с.
41. Рутгайзер В.М. Справедливая стоимость бизнеса. – М.: Маросейка, 2010, 138 с.
42. Савицкая Г.В. Экономический анализ. – М.: Новое издание, 2011, 651 с.
43. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика. – М.: Перспектива, 2010, 656 с.
44. Щербаков В., Щербакова Н. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). -СПб.: Омега-Л, 2011, 320 с.
45. Электронная версия журнала «Оценочная деятельность» URL: <http://iamdg.ru/editions/magazines/od/index.html>.
46. Электронный ресурс. Клерк. Весь для бизнеса. URL: <http://www.klerk.ru/buh/news/295168/>.
47. Электронный ресурс. Финансовые показатели. URL: <http://www.cbonds.info/ru/rus/quotes/index.php>.
48. Электронный ресурс. Российские фондовые индексы. URL: <http://quote.rbc.ru/exchanges/online/rusindex.0/daily?date=20130329>