ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ

Объект оценки:	ОАО "Маслобойный завод"
Цель оценки:	определение рыночной стоимости ОАО "Маслобойный завод"
Назначение отчета:	для обеспечения залога при получении кредита.
Дата оценки: 01.01.2005г.	оценка проводится по состоянию на
График осмотра:.	25.12.04г. - 03. 01.2005.
Дата составления отчета	01.01.2005 – 10.01.05г.

2.1 АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ. ХАКТЕРИСТИКА МАСЛОЖИРОВОЙ ОТРАСЛИ РОССИИ.

Подсолнечное масло относится к тем немногим продуктам, которые потребляются практически каждой семьей, зачастую в силу его более дешевой стоимости по сравнению со сливочным маслом, зачастую в силу диетических качеств.

В России подсолнечное масло является самым распространенным среди всех растительных масел. Так, по итогам 2004г., доля подсолнечного масла по отношению ко всему произведенному растительному маслу на территории России, составила порядка 90%. Оставшиеся объемы производства распределены между такими растительными маслами, как соевое, льняное, горчичное, кукурузное, рапсовое. Наиболее распространенными в продаже на российском рынке являются пять видов масел: подсолнечное, соевое, рапсовое, оливковое и кукурузное. Часто предлагается также масло, на упаковке которого написано просто «растительное». Как правило, это смесь рапсового и соевого масел. На московском рынке присутствуют также и более экзотические виды: пальмовое, хлопковое, масло какао и ряд других.

Подсолнечное масло в России выпускают порядка 190 предприятий, [6] из них относительно крупных масло перерабатывающих и маслодобывающих заводов – около 80. Основной выпуск продукции при этом приходится на южные регионы – Краснодарский край, Ростовскую область. Также в регионы–лидеры входят Воронежская, Белгородская, Волгоградская и Ивановская области. Доля произведенного подсолнечного масла в вышеперечисленных регионах составляет порядка 75%.

При этом для большинства российских предприятий на сегодняшний день основной проблемой является вопрос современной технической оснащенности. Оборудование для рафинации и дезодорации имеется лишь на больших заводах.

Традиционно с советских времен основная деятельность российских комбинатов была направлена на выпуск нерафинированного масла. Нерафинированное подсолнечное масло имеет специфический вкус и запах, его часто используют при добавлении в салаты. Однако такое масло содержит ряд примесей, которые удаляются при рафинации, включающей такие этапы, как механическая очистка, гидратация, нейтрализация, отбеливание, дезодорация, вымораживание.

Следует отметить, что основных потребителей продукции заводов можно разделить на две группы: пищевые комбинаты, использующие подсолнечное масло для приготовления своей продукции, и непосредственные покупатели масла для своих домашних хозяйств. Доля бутилированного масла, т.е. для розничной торговли, составляет порядка 40%.[7] При этом, по данным опроса потребителей, для многих россиян

нерафинированное масло сохраняет свою привлекательность, возможно в силу традиций, тогда как на западе, в связи с пропагандой здорового образа жизни, в пищу употребляется, в основном, рафинированное масло, не содержащее никаких примесей.

Для россиян рафинированное масло в большей степени является импортным продуктом, хотя в последние годы для решения данной проблемы были построены и переоборудованы некоторые заводы в РФ.

Что касается подсолнечного масла для пищевых предприятий, то оно также в основном поставлялось в нерафинированном виде, а оборудование для рафинации стояло на самих комбинатах, которые и перерабатывали масло для использования в своих целях.

Лишь в последние годы, по данным Союза ММПП, появилось несколько маслоперерабатывающих и маслодобывающих заводов, оснащенных современным оборудованием по рафинации масла, сопоставимым с западными образцами.

Объем выпуска подсолнечного масла в России за последний год по сравнению с предыдущим периодом существенно возрос, что связано в частности с развитием деятельности новых производственных комплексов, но, в основном, такое увеличение выпуска подсолнечного масла обеспечивалось за счет роста объемов сырьевых ресурсов. Среди бутилированного подсолнечного масла на российском рынке присутствует как продукция, произведенная российскими предприятиями, так и импортная.

Однако, что касается узнавания конечными, потребителями торговых марок, то здесь лидирующее положение остается пока за иностранными брендами. Так, "прочное место" в сознании россиян занимает «Олейна».

Рынок подсолнечного масла, особенно в сегменте бутилированного масла, в последние годы остается высоко конкурентным. По всей видимости, основная борьба развернется между крупными заводами, вытесняя постепенно мелких производителей. Не последнее значение будут иметь такие факторы, как рекламная стратегия, а также построение системы продаж в регионах.

Анализ ценовой ситуации на рынке подсолнечника в период массированных закупок сырья крупнейшими переработчиками в последние три сезона свидетельствует о неизменном росте стартовых закупочных цен из года в год. Главная причина этого - восстановление отечественного производства масла на фоне замещения импорта и активной государственной политики по защите внутреннего рынка, которые совместно привели к росту спроса на подсолнечник.

В 2003 году урожай масла семян в России достиг рекордной отметки в 5,6 млн.т. Причиной стали увеличение посевных площадей под подсолнечником, благоприятные погодные условия и модернизированные технологии производства в южных регионах страны. В 2003 году в связи с

сильными морозами пострадали озимые посевы зерновых, а впоследствии эти площади были засеяны подсолнечником. Однако на 2004 год аналитики прогнозируют сокращение посевов российского подсолнечника, что приведет к снижению валового сбора масла семян. По прогнозам в 2004 году в РФ будет собрано 4,9 млн.т. масличных культур.[7] Спрос на подсолнечник будет держаться на высоком уровне благодаря крупным капиталовложениям аграрных холдингов в расширение перерабатывающих мощностей маслоэкстракционных заводов. Таким образом, цены на подсолнечник будут высокими, что вероятно приведет к расширению посевных площадей под этой культурой в 2005 году. Однако, не стоит забывать, что на российском зерновом рынке также наблюдался резкий рост цен на зерновые культуры и производство зерна является более рентабельным для российского фермера. Дефицит потребляемых мощностей, дороговизна топлива, высокий износ, а порой и просто нехватка сельхозтехники, агрохимикатов – факторы, определяющие предпочтения российских хозяйств в производстве зерновых и масличных культур в зависимости от их стоимости на рынке.

подсолнечное масло. По производству подсолнечного масла Россия занимает второе место в мире после Аргентины – от 0,8 до 1,3 млн. т. в год.

Существует также несколько определяющих факторов, тесно связанных между собой, от которых зависит положение на рынке растительного масла, как в целом по отрасли, так и в текущем сезоне (сезоном называется период от начала одной до начала другой уборки урожая). Эти факторы таковы: объем собранного урожая подсолнечника, как основной российской масличной культуры (сюда входят объемы посевных площадей, влияние погодных условий на рост урожая, ход уборочных работ), или экспортная и импортная политика, положение с производством масла внутри страны, спрос на продукцию со стороны основных потребителей и, наконец, конъюнктура мирового рынка растительных масел.

Существенное влияние на развитие и нынешнее положение на рынке растительного масла оказывает экспортно-импортная политика, проводимая государством в отношении масложировой отрасли, которая, к слову сказать, одобряется далеко не всеми участниками рынка.

Сложилось так, что во второй половине девяностых годов семечки в нашей стране стали выгодным продуктом для экспорта. Тогда же были значительно увеличены посевные площади подсолнуха. По разным оценкам, в 1997 – 1998 годах из страны вывозилось 1 – 1,2 млн. т семечек, то есть примерно треть урожая. Ориентация крестьян на экспорт семечки создавала проблему с запасами сырья для российских перерабатывающих заводов. Объемы производства падали, а заводы простаивали без работы по несколько месяцев в году. Чтобы компенсировать потребности страны в масле (помимо прямого потребления населением, растительные масла

применяются в производстве кондитерских изделий, майонеза, маргарина, консервировании и в некоторых других отраслях) стали расти поставки импорта не только более дешевых соевого и рапсового масла, но и того же самого подсолнечного. [7]

В результате, сложилась парадоксальная ситуация: страна, где выращивается второй по величине в мире урожай семян подсолнечника, закупала готовое растительное масло за рубежом. Отечественное производство потихоньку загибалось, а государство лишалось миллионов прибылей.

Чтобы изменить ситуацию были приняты меры по защите отечественных производителей. Было решено увеличить таможенную пошлину на экспорт семян до 10%, а затем и до 20%. Таким образом, правительство и курирующий эти меры Масложировой союз рассчитывали переориентировать крестьян на продажу семян внутри России.

Однако замысел не удался: крестьяне, для которых введение пошлин сделало выращивание подсолнечника невыгодным, просто сократили посевные площади под него. С другой стороны, экспорт не потерял своей привлекательности, а прошлогоднее повышение тарифов на вывоз сырья, по мнению специалистов сильно запоздало. В результате было экспортировано более 1 млн. т семян (из этого количества, можно приготовить примерно 400 тыс. т. масла) – самый высокий показатель за последние годы.

Стоит заметить, большая часть ввозимого в Россию растительного масла для потребителей с небольшим недостатком. Так, на фоне роста цен на подсолнечное масло в этом году увеличился импорт соевого и рапсового масла, а российские производители испытали серьезный кризис сбыта.

И, тем не менее, по мнению многих специалистов и участников рынка, с увеличением доли присутствия российских производителей на рынке, импорт бутилированного масла на российском рынке постепенно будет сокращаться. Если 4 года назад соотношение отечественного и импортного масла составляло 20% к 80%, то уже сейчас этот показатель сравнялся – примерно 50% на 50%.

Надо заметить, что на бурном развитии современного рынка растительных масел отразились два, магистральных процесса: изменения в структуре потребления растительного масла и появление на рынке крупных отечественных компаний.

Не так уж и давно, лет 10 – 15 назад большинство российских заводов производило исключительно нерафинированное подсолнечное масло на разлив. Масло в бутылках было в дефиците. У многих наших сограждан еще на памяти разливные аппараты, которые стояли в продовольственных магазинах и к которым надо было подходить со своей тарой. Масло имело сильный запах жареных семечек и осадок с палец толщиной на дне бутылки. Однако с кризисом 1998 года ситуация начала радикально меняться.

С другой стороны, значительный рост импортной продукции обозначил ряд тенденций в меняющейся структуре потребления: постепенное вытеснение нерафинированного масла рафинированным и дезодорированным, а разливного масла фасованным.

Однако если раньше данный продукт был представлен на отечественном рынке только иностранными производителями, позиционировавшими свой продукт преимущественно в высшем ценовом сегменте, то теперь ведущие отечественные производители, благодаря проведенной технической модернизации своих предприятий, предлагают российскому потребителю высококачественное и доступное по цене масло, по мнению некоторых экспертов, не уступающее, а зачастую и превосходящее импортные аналоги. Так, например, агрохолдинги "АПИК", "Эфко" и "Юг Руси", продвигающие на рынке марки "Слобода" и "Золотая Семечка", применяют в производстве своего масла новейшие передовые технологии, что позволяет им получать продукцию, соответствующую очень высоким стандартам качества.

Однако есть все основания считать, что нерафинированное подсолнечное масло полностью вытеснено с рынка не будет. Это объясняется двумя причинами. Во-первых, оно по-прежнему будет сохранять свою привлекательность для населения с низким уровнем дохода. Во-вторых, некоторые потребители традиционно крепко привязаны к этому виду масла и даже склонны считать его более полезным для здоровья.

Доля кукурузного и оливкового масла очень мала, причем оливковое масло относится к сегменту "премиум". В будущем вряд ли стоит ожидать существенного увеличения потребления оливкового масла не только по причине его дороговизны для большинства наших сограждан, но и потому, что для многих россиян этот продукт всегда будет оставаться непривычным, экзотическим, "заморским".

КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

Наименование: Открытое Акционерное Общество "маслобойный завод"

Сокращенное наименование: ОАО "Растмасло"

Адрес:

История основания ОАО "маслозавод" уходит корнями в далекий 19 век. Первые архивные записи с упоминаниями о деятельности предприятия датированы 1898 годом.

В 1918 году на базе маслобоен было основано предприятие, которое получило название "Маслозавод". Предприятие перерабатывало в основном лен и коноплю, получая льняное и конопляное масло и производя из него натуральную льняную олифу.

В 1929 году на базе "Маслозавода" было начато строительство нового предприятия с современным оборудованием, которое было введено в эксплуатацию в январе 1932 года и было переименовано в "Маслозавод №1". Как и его предшественник, он был ориентирован в основном на переработку семян конопли и льна.

Восстановленное в послевоенные годы в 1947 году предприятие получило свое современное название "маслозавод".

В 1950 году была произведена полная реконструкция маслопрессового цеха с одновременным внедрением схемы двукратного прессования мощностью 50 тонн семян в сутки. В 1955 году начал работать цех расфасовки масла, а с 1967 года современный олифоварочный цех с производством олифы "Оксоль"

В 1992 году предприятие было преобразовано в акционерное общество. В пост перестроечные годы основной продукцией, производимой предприятием, являлась олифа.

Второй датой рождения предприятия можно считать 2002 год, года началась новейшая история маслозавода. Проведенная на предприятии реконструкция позволила выпускать фасованную продукцию под собственной торговой маркой.

Основными потребителями продукции, производимой предприятием, являются маслоперерабатывающие комбинаты, предприятия, производящие маргарин, майонез.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА
ОАО «МАСЛОБОЙНЫЙ ЗАВОД».
2.2. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД (НА ОСНОВЕ МЕТОДА ЧИСТЫХ
АКТИВОВ).

Несмотря на отсутствие прямого требования Стандарта использовать рассматриваемый подход, Оценщик считает, что в данном случае это реальный метод оценки компании затратным подходом, т.к. компаний, аналогичных оцениваемой, не выявлено, или данные по ним являются закрытой информацией.

Процедура оценки. Работа проводилась по следующим направлениям:

1. Изучение документов, предоставленных администрацией общества, которые воспринимались как достоверные и точно отражающие финансово-экономическое состояние предприятия. Эти материалы включали: годовой финансовый отчет предприятия, инвентарные списки имущества, данные по выпускаемой продукции, по потребителям и поставщикам предприятия.
2. Посещение предприятия и осмотр его основных фондов.
3. Анализ финансово-экономического положения предприятия за 2000-2003 г.г. и два квартала 2004 г. на основе представленной бухгалтерской документации.
4. Анализ и оценка активов и обязательств предприятия для расчета чистой стоимости активов.

Подход на основе активов определяется как общий способ определения стоимости предприятия или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных непосредственно на исчислении стоимости активов предприятия за вычетом обязательств.

В соответствии с указанным выше стандартом, *собственный капитал* (акционерный капитал,) - доля собственников в капитале предприятия за вычетом всех обязательств.

Таким образом, оценка бизнеса с помощью подходов, основанных на стоимости активов, в основном применяются для оценки холдинговых компаний, где основными активами являются ценные бумаги других компаний, или в случае, когда предполагается продажа части активов в ближайшем будущем.

Данными документами определено, что под чистыми активами подразумевается величина, получаемая в результате вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету. [8]

Балансовая стоимость редко адекватно отражает стоимость чистых активов. Тем не менее, баланс представляет на определенную дату информацию о видах и размерах активов, использованных бизнесом

(вложенные фонды), и компенсирующие их обязательства по отношению к кредиторам и владельцам (полученные фонды), в силу чего является исходной точкой для оценки бизнеса на основе активов.

Процедура определения стоимости бизнеса на основе активов включает в себя, как правило, следующие шаги:

- Оценка материальной собственности (недвижимость, машины, оборудование)
- Выявление и оценка нематериальных активов,
- Перевод финансовых активов в чистую реализуемую стоимость,
- Перевод обязательств в текущую стоимость,
- Внесение учетных поправок и подготовка скорректированного баланса,
- Определение стоимости собственного капитала как разницы между совокупной стоимостью активов и текущей стоимостью обязательств.

ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ

Объекты недвижимого имущества ОАО «маслобойный завод», расположенные в заводском районе города, по состоянию на дату оценки представлены следующим образом:)

Земельный участок общей площадью 74 232 кв.м., переданный в долгосрочное пользование на условиях аренды с Администрацией города (кадастровый номер 57:25:020617:03). Земельный участок расположен в 19-ом территориально-экономическом рабочем участке.

Договор аренды земли №3957 от 08.01.2002 года действителен до 30 ноября 2031 г.

Оценка рыночной стоимости права аренды земельного участка по базовой ставке .

Для данного участка применим норматив 100000 долл. за га. Следовательно , минимальная стоимость права аренды земельного участка составляет: 74 232 кв.м.*100000 долл. за га.=7,4232*100000=742320 долл.

или 20 042 640 рублей.

1. здания на правах собственности – 25 единиц.
2. сооружения – 58 единиц.
1. передаточные устройства – 17 единиц.
2. объекты , не завершённые строительством.

Оценка рыночной стоимости недвижимости с использованием затратного подхода

В основе затратного подхода лежит принцип замещения, согласно которому инвестор не заплатит за объект недвижимости сумму большую, чем та, в которую обойдется получение соответствующего участка под застройку и возведение аналогичного по назначению и качеству объекта без чрезмерной задержки.

Процедура оценки включает следующие последовательные шаги:

1. Расчет затрат на возведение новых аналогичных объектов, получение восстановительной стоимости объекта.
2. Определение величины накопленного износа здания.
3. Уменьшение восстановительной стоимости на сумму износа для получения рыночной стоимости здания.

Оценка стоимости восстановления (замещения).

Стоимость строительства можно оценить двумя способами: по стоимости воспроизводства или по стоимости замещения.

Стоимость воспроизводства определяется как стоимость создания объекта, идентичного объекту оценки, с использованием тех же материалов и спецификаций, но по текущим ценам, с учетом износа.

Стоимость замещения определяется как сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки с учетом износа объекта оценки.

В данном отчете стоимость строительства оценивается по стоимости замещения. Для оценки стоимости строительства использовался метод сравнительной единицы.

Метод сравнительной единицы

Метод сравнительной единицы основан на сравнении стоимости единицы площади или единицы объема со стоимостью единицы площади или единицы объема подобного типового сооружения. В результате корректировки стоимости типового объекта на условия рынка и физические различия определяется искомая величина рыночной стоимости.

Расчет строительного объема.

Исходные данные для расчета объемов зданий взяты из технических паспортов.

Расчет строительного объема одноэтажных зданий определен путем умножения площади застройки на высоту помещений, измеренную от уровня чистого пола до потолка, учитывая толщину перекрытия.

Расчет строительного объема зданий, имеющих более одного этажа и подвал, осуществлялся отдельно для наземной части и подвала. Расчет объема наземной части осуществлен отдельно для каждого помещения в здании, имеющего разную высоту.

Результаты расчета строительных объемов зданий представлены в таблице 1 Приложения, сооружений – в таблице 2 Приложения, передаточных устройств – в таблице 3 Приложения.

При определении стоимости 1 кубического метра оцениваемых зданий использованы следующие Сборники укрупненных показателей восстановительной стоимости (УПВС):

- 1) Сборник №1 УПВС зданий и сооружений, имеющих в организациях и учреждениях, состоящих на государственном бюджете, для переоценки основных фондов;
- 2) Сборник №2 УПВС зданий и сооружений сельскохозяйственного назначения для переоценки основных фондов;
- 3) Сборник №10 УПВС зданий и сооружений пищевой промышленности для переоценки основных фондов;
- 4) Сборник №13 УПВС зданий и сооружений НИИ и лабораторий для переоценки основных фондов;
- 5) Сборник №18 УПВС зданий, имеющих во многих отраслях народного хозяйства для переоценки основных фондов;
- 6) Сборник №21 УПВС зданий и сооружений железнодорожного транспорта для переоценки основных фондов;
- 7) Сборник №26 УПВС зданий и сооружений в совхозах, колхозах, межколхозных и других сельскохозяйственных предприятиях и организациях.
- 8) Сборник №28 УПВС жилых, общественных зданий и сооружений коммунально-бытового назначения для переоценки основных фондов.

Номер используемого УПВС и таблицы по каждому из оцениваемых зданий представлены в таблице 1 Приложения 1.

При определении полной восстановительной стоимости сооружений использованы следующие УПВС:

- 1) Сборник №1 УПВС зданий и сооружений, имеющих в организациях и учреждениях, состоящих на государственном бюджете, для переоценки основных фондов;
- 2) Сборник №6 УПВС зданий и сооружений химической промышленности для переоценки основных фондов;
- 3) Сборник №19 УПВС зданий и сооружений, имеющих во многих отраслях народного хозяйства;
- 4) Сборник №21 УПВС зданий и сооружений железнодорожного транспорта для переоценки основных фондов;
- 5) Сборник №29 УПВС зданий и сооружений газовой промышленности, магистральных газопроводов и городского газового хозяйства.

Номер используемого УПВС и таблицы по каждому из оцениваемых сооружений представлены в таблице 2 Приложения 1.

При определении полной восстановительной стоимости передаточных устройств использованы следующие УПВС:

- 1) Сборник №3 УПВС зданий и сооружений внешнего водоснабжения, канализации, теплофикации и энергоснабжения для переоценки основных фондов, имеющих в учреждениях и организациях, состоящих на государственном бюджете;
- 2) Сборник №5 УПВС зданий и сооружений электростанций, электрических и тепловых сетей для переоценки основных фондов;

- 3) Сборник №6 УПВС зданий и сооружений химической промышленности для переоценки основных фондов;
- 4) УПВС №12 УПВС внешнего благоустройства и озеленения для переоценки основных фондов бюджетных организаций;
- 5) Сборник №21 УПВС зданий и сооружений железнодорожного транспорта для переоценки основных фондов;
- 6) Сборник №25 УПВС зданий и сооружений связи для переоценки основных фондов.

Номер используемого УПВС и таблицы по каждому из оцениваемых передаточных устройств представлены в таблице 3 Приложения .

Индексы перехода к ценам августа 2004 года.

Переход от цен базисного года к текущим рассчитывается с помощью индексов удорожания, а последние, в свою очередь, определяются с учетом фактических биржевых цен на материалы, энергоносители и труд.

Для приведения полученной стоимости в цены, действующие на дату оценки, использованы следующие документы:

- Постановление Госстроя СССР №94 от 11.05.1983
- Информационно-аналитический бюллетень Ко-Инвест при пересчете стоимости строительно-монтажных работ, № 46 (при этом использованы прогнозы удорожания стоимости СМР на август 2004 г.).
- Общая часть к сборникам УПВС зданий и сооружений, имеющих в учреждениях и организациях, состоящих на государственном бюджете.
- Разъяснения по вопросам оценки недвижимости при использовании сборников укрупненных показателей восстановительной стоимости, Рути, М., 1995.

В соответствии с вышеуказанными источниками использованы следующие индексы:

1,16 - корректировка на индекс удорожания объекта (от цен 1969 года в цены 1984 года);

32,125 - корректировка на индекс удорожания объекта (от цен 1984 года в цены декабря 2003года) для области и 1-ой конструктивной системы (КС-1);

41,220 - корректировка на индекс удорожания объекта (от цен 1984 года в цены декабря 2003 года) для области и 2-ой конструктивной системы (КС-2);

40,885 - корректировка на индекс удорожания объекта (от цен 1984 года в цены декабря 2003 года) для области и 11-ой конструктивной системы (КС-11);

36,831 – корректировка на индекс удорожания объекта (от цен 1984 года в цены декабря 2003 года) для сооружений и передаточных устройств для пищевой промышленности в области.

1,08 - прогноз изменения цен от декабря 2003 г. в цены августа 2004 г. в соответствии с прогнозом индексов цен на строительные-монтажные работы в среднем по России по Ко-Инвесту №46.

Прибыль предпринимателя-застройщика. Приобретение здания и создание на земельном участке улучшений, а также последующая продажа – это бизнес требующий вознаграждения. Эта прибыль выражает вклад застройщика, осуществляющего экспертизу строительства и берущего на себя риск, связанный со строительством.

Для получения обоснованной стоимости затратным методом необходимо определить величину прибыли предпринимателя. Прибыль предпринимателя - это вознаграждение инвестора за риск строительства объекта недвижимости. Она отражает рыночно обоснованную величину, которую предприниматель (он одновременно может быть и застройщиком) рассчитывает получить сверх всех затрат (материалы + труд + управление) в качестве вознаграждения за свою деятельность. Прибыль предпринимателя отражает затраты на управление и организацию строительства, общий надзор и связанный с этим риск, последний на российском рынке очень высок. Требуемый уровень дохода для таких фирм до 20 % затрат на строительство.

Переговоры с инвесторами показали, что фактически прибыль предпринимателя составляет 10-40 % от затрат на строительство. Оценщик в расчетах использовал среднюю норму прибыли в 15 % для оцениваемых объектов, учитывая риск инвестиций в недвижимость данного типа в городе.

Общий коэффициент перехода к ценам августа приведен соответственно в таблицах 1-3 Приложения 1.

Общая формула расчета стоимости следующая:

$C = P \times V_0 \times K_0 \times K_1 \times K_2 \times K_3 \times K_4 \times K_5$, где

P – расценка УПВС или Справочника Оценщика;

V_0 – исходный параметр оцениваемого объекта (строительный объем; площадь; протяженность);

K_0 – переходный коэффициент изменения расценок нормативного документа по сравнению с датой оценки (определен выше);

K_1 – корректировочный коэффициент, учитывающий разницу в капитальности объектов аналога и образца;

K_2 - корректировочный коэффициент, учитывающий различие в объеме оцениваемого здания и объеме здания аналога;

K_3 - корректировочный коэффициент, учитывающий разницу в высотах помещений оцениваемого здания и здания аналога;

K_4 - корректировочный коэффициент, учитывающий разницу в конструктивных решениях оцениваемого здания и здания аналога;

K5 - корректировочный коэффициент, учитывающий отсутствие части наружных стен оцениваемого здания и здания аналога.

Расчет полной восстановительной стоимости каждого из оцениваемых зданий приведен в таблице 1 Приложения 1.

Полная восстановительная стоимость всех оцениваемых зданий на дату оценки составила 68 542 002 (Шестьдесят восемь миллионов пятьсот сорок две тысячи два) руб.

Расчет полной восстановительной стоимости сооружений представлен в таблице 2 Приложения 1.

Полная восстановительная стоимость всех оцениваемых сооружений на дату оценки составила 20 626 943 (Двадцать миллионов шестьсот двадцать шесть тысяч девятьсот сорок шесть) руб.

Расчет полной восстановительной стоимости передаточных устройств представлен в таблице 3 Приложения 1.

Полная восстановительная стоимость всех оцениваемых передаточных устройств на дату оценки составила 5 896 319 (Пять миллионов восемьсот девяносто шесть тысяч триста девятнадцать) руб.

Оценка накопленного износа

Износ - это потеря стоимости из-за ухудшения физического состояния объекта и/или его морального устаревания. Накопленный износ определяется как разница между текущей стоимостью восстановления (замещения) и реальной рыночной стоимостью объекта на дату оценки.

В зависимости от причин, вызывающих потерю стоимости, износ подразделяется на три типа: физический износ, функциональный износ, износ внешнего воздействия.

Физический износ - это потеря стоимости в процессе эксплуатации. Он выражается в старении и изнашивании, разрушении, гниении, ржавлении, поломке и конструктивных дефектах. Такой тип износа может быть как устранимым так и неустранимым. Устранимый физический износ (т.е. износ который может быть устранен в результате текущего ремонта) включает в себя плановый ремонт или замену частей объекта в процессе повседневной эксплуатации. [9]

Функциональный (моральный) износ - это потеря стоимости вследствие относительной неспособности данного сооружения обеспечить полезность по сравнению с новым сооружением, созданным для таких же целей. Он обычно вызван плохой планировкой, несоответствием техническим и функциональным требованиям по таким параметрам как размер, стиль, срок службы и т. д. Функциональный износ может быть устранимым и неустранимым. Функциональный износ считается устранимым, когда стоимость ремонта или замены устаревших или неприемлемых компонентов выгодна или, по крайней мере, не превышает величину прибавляемой полезности или стоимости. В противном случае износ считается неустранимым.

Физический и функциональный износ обычно присущи самой собственности. В оцениваемых зданиях функциональный износ отсутствует, т.к. в процессе реконструкции все технические и планировочные соответствия были достигнуты и здания соответствуют современным стандартам.

Внешний износ вызывается факторами извне - изменением ситуации на рынке, изменением финансовых и законодательных условий и не связан с самим зданием. В оцениваемых зданиях внешний износ отсутствует.

Общая величина накопленного износа определена по каждому зданию, сооружению, передаточному устройствам представлена в таблицах 1, 2, 3 Приложения 1.

Коэффициент учета НДС. В соответствии с действующим налоговым законодательством ставка НДС составляет 18%.

Рыночная стоимость зданий, полученная затратным методом с учетом износа, определялась по формуле:

$$\text{Рыночная стоимость} = \frac{\text{Полная восстановительная стоимость} * K_{\text{ндс}}}{*(100\% - \text{Процент износа})}$$

Рыночная стоимость каждого оцениваемого здания, рассчитанная с применением затратного подхода, представлена в таблице 1 Приложения 1, а итоговая величина по всем зданиям составила 52 568 419 (Пятьдесят два миллиона пятьсот шестьдесят восемь тысяч четыреста девятнадцать) руб.

Рыночная стоимость каждого оцениваемого сооружения представлена в таблице 2 Приложения 1, а итоговая величина стоимости по всем сооружениям составила 15 142 356 (Пятнадцать миллионов сто сорок две тысячи триста пятьдесят шесть) руб.

Рыночная стоимость каждого оцениваемого передаточного устройства представлена в таблице 3 Приложения 1, а итоговая величина стоимости по всем передаточным устройствам составила 4 709 581 (Четыре миллиона семьсот девять тысяч пятьсот восемьдесят один) руб.

Оценка рыночной стоимости недвижимости с использованием сравнительного подхода

Подход к оценке с точки зрения сравнения продаж основывается на прямом сравнении оцениваемого объекта с другими объектами недвижимости, которые были проданы или включены в реестр на продажу. Рыночная стоимость недвижимости определяется ценой, которую заплатит типичный покупатель за аналогичный по качеству и полезности объект.

Метод сравнения продаж наиболее действенен для объектов недвижимости, по которым имеется достаточное количество информации о недавних сделках купли-продажи. Если такая недвижимость на рынке продаж отсутствует, метод сравнения продаж не применим. Любое отличие

условий продажи сравниваемого объекта от типичных рыночных условий на дату оценки должно быть учтено при анализе. Поэтому при применении метода сравнения продаж необходимы достоверность и полнота информации.

Применение метода сравнения продаж заключается в последовательном выполнении следующих действий:

- 1) Подробное исследование рынка с целью получения достоверной информации о всех факторах, имеющих отношение к объектам сравнимой полезности;
- 2) Определение подходящих единиц сравнения и проведение сравнительного анализа по каждой единице;
- 3) Сопоставление исследуемого объекта с выбранными объектами сравнения с целью корректировки их продажных цен или исключения из списка сравнимых;
- 4) Приведение ряда показателей стоимости сравнимых объектов к одному или к диапазону рыночной стоимости исследуемого объекта.

Оценщик исследовал сделки купли-продажи сравнимых имущественных комплексов в Центральном экономическом районе РФ.

Согласно вышеперечисленных групп зданий подбирались аналоги.

При корректировке продажных цен объектов сравнения все поправки делаются от объекта сравнения к объекту оценки.

В оценочной практике принято выделять девять основных элементов сравнения, которые должны анализироваться в обязательном порядке: права собственности на недвижимость, условия финансирования, условия продажи, состояние рынка, местоположение, физические характеристики, экономические характеристики, характер использования, компоненты, не связанные с недвижимостью.

Первые четыре корректировки определяют цену продажи объекта сравнения при нормальных рыночных условиях на дату оценки и являются базой для остальных корректировок.

На дату оценки рынок объектов аналогичного назначения получил в г. Москве достаточное развитие. Установленные факты предполагаемых передач прав собственности на объекты аналогичного типа взяты из информационно-аналитических каталогов. [10]

Подход сопоставимых продаж определяет рыночную стоимость объекта на основе анализа недавних продаж сопоставимых объектов недвижимости, которые сходны с оцениваемым объектом по размеру, доходу, который они производят, и использованию. Данный подход к оценке стоимости предполагает, что рынок установит цену для оцениваемого объекта тем же самым образом, что и для сопоставимых, конкурентных объектов. Для того, чтобы применить прямой подход сопоставимых продаж, оценщик использует ряд принципов оценки, включая

принцип замещения, который гласит, что стоимость недвижимости, которая имеет объекты - заместители на рынке, обычно устанавливается исходя из затрат на приобретение «равно желаемого объекта-заместителя».

Применение метода сравнения продаж заключается в последовательном выполнении следующих действий:

- подробное исследование рынка с целью получения достоверной информации обо всех факторах, имеющих отношение к объектам сравнимой полезности;
- определение подходящих единиц сравнения и проведение сравнительного анализа по каждой единице;
- сопоставление оцениваемого объекта с выбранными объектами сравнения с целью корректировки их продажных цен или исключения из списка сравниваемых;
- приведение ряда скорректированных показателей стоимости сравнимых объектов к одному или к диапазону рыночной стоимости объекта оценки.

Цены аналогов корректировались с учетом следующих параметров:

- переданные права собственности на недвижимость;
- условия финансовых расчетов;
- условия продажи;
- дата продажи;
- местоположение;
- поправка на торг;
- площадь;
- удобство подъездных путей;
- техническое состояние.

Обоснование вносимых корректировок.

Переданные права собственности на недвижимость

Юрисдикция объекта недвижимости играет ключевую роль в установлении его стоимости. При прочих равных условиях цена продажи объекта недвижимости будет предельно высокой при полном праве собственности. Тогда при сделке купли-продажи объекта недвижимости покупателю передаются права собственности в полном объеме: владеть, пользоваться и распоряжаться. Введение тех или иных ограничений на право собственности объективно снижает стоимость объекта недвижимости, а следовательно, и цену продажи.

В данном случае объект оценки и все аналоги находятся в собственности, поэтому корректировка не производилась.

Условия финансовых расчетов при приобретении недвижимости

Сделки купли-продажи объектов недвижимости в аспекте финансовых расчетов при их приобретении могут иметь разнообразные варианты, из которых можно выделить три типичных:

- за счет собственных средств на дату продажи;
- получение покупателем кредита;

- финансирование сделки купли-продажи самим продавцом, т.е. предоставление покупателю ипотечного кредита.

Учитывая то, что все аналоги попадают под 1-ый вариант, то не требуется введение какой-либо корректировки.

Условия продажи

Данный элемент сравнения позволяет исключить объекты недвижимости из ряда сравнимых либо произвести по ним корректировки цен продаж при выявлении отклонений от чисто рыночных условий продажи. Такого рода отклонения могут быть связаны с особыми отношениями между продавцом и покупателем (родственные, финансовые, деловые и т.п.), недостаточностью времени экспозиции объекта недвижимости на рынке, отсутствием широкой гласности и доступности для всех потенциальных покупателей.

В данном случае, учитывая то, что условия сделок купли-продажи рыночные, корректировки не вводились.

Дата продажи

Этот элемент сравнения позволяет выявить влияние фактора времени на динамику сделок на рынке недвижимости и соответственно на уровень цен продаж. Составляющими факторами времени являются инфляция, изменения в законодательстве, изменение спроса и предложения на объекты недвижимости.

Так как дата предложений на продажу совпадает с датой оценки, то данная корректировка не вводится.

Местоположение

Корректировка на местоположение производилась в соответствии с удаленностью имущественных комплексов-аналогов от Московского региона, а также уровня развития района и его инфраструктуры.

Удобство подъездных путей

Удобство подъездных путей специалистами рассчитывается по пятибалльной шкале: 5 баллов – обеспечен подъезд автотранспорта к объекту с крупной транспортной магистрали, есть удобное место для парковки крупногабаритных машин, погрузочно-разгрузочных работ; 4 балла – возможен подъезд легковых и грузовых автомобилей с широкой, обустроенной дороги, есть удобное место для парковки среднегабаритных машин; 3 балла – подъезд автомашин осуществляется по улицам с ограниченным движением автотранспорта, въезд к зданию затруднен, парковка есть только для малогабаритных машин; 2 балла – подъезд машин затруднен, отсутствует место для парковки и погрузочно-разгрузочных работ.

Корректировки вводились из расчета 2% за 1 балл.

Техническое состояние помещений

Выделяют следующие виды внутренней отделки и типы состояний помещений:

- высококачественная отделка – высококачественная отделка с использованием лучших и натуральных на сегодняшний день отделочных материалов с привлечением высококвалифицированных специалистов в

области дизайна интерьеров, архитектуры, отдельных видов отделочных работ;

- хороший ремонт – современная отделка помещения согласно требованиям европейских стандартов, с использованием новейших строительных технологий и лучших на сегодняшний день отделочных материалов;
- стандартный ремонт – отделка помещения с использованием классических технологий и недорогих современных материалов;
- рабочее состояние – типичный советский ремонт
- требуется косметический ремонт – наличие незначительных дефектов в отделке помещения;
- требуется косметический ремонт с элементами капитального – полное или частичное отсутствие какого-либо (напольного, настенного, потолочного) покрытия;
- требуется капитальный ремонт – отсутствие напольного, настенного и потолочного покрытия.

Поправки на состояние помещения определялись исходя из имеющихся на рынке данных строительных компаний по затратам, необходимым для проведения ремонта. Данная корректировка вводилась в абсолютном выражении и составила:

- рабочее состояние и требуется косметический ремонт – 50 долл. США/кв.м.;
- рабочее состояние и требуется косметический ремонт с элементами капитальных работ – 150 долл. США/кв.м.;
- рабочее состояние и стандартный ремонт – 100 долл. США/кв.м.;
- рабочее состояние и хороший ремонт – 150 долл. США/кв.м.;
- рабочее состояние и высококачественная отделка – 200 долл. США/кв.м.

Результаты корректировок по выбранным аналогам приведены в таблице 4 Приложения 1.

Рыночная стоимость имущественного комплекса в составе 25 зданий общей площадью 13 966,2 кв.м. и земельного участка, рассчитанная методом сравнения продаж, составила 32 714 802 (Тридцать два миллиона семьсот четырнадцать тысяч восемьсот два) руб.

Расчет рыночной стоимости недвижимости с использованием доходного подхода

Подход с точки зрения дохода представляет собой процедуру оценки стоимости, исходя из того принципа, что стоимость недвижимости непосредственно связана с текущей стоимостью всех будущих чистых доходов, которые принесет данная недвижимость. Другими словами, инвестор приобретает приносящую доход недвижимость на сегодняшние деньги в обмен на право получать в будущем доход от её коммерческой эксплуатации (например, от сдачи в аренду) и от последующей продажи.

Основные этапы процедуры оценки при данном методе:

1. Оценка потенциального валового дохода для первого года, начиная с даты оценки, на основе анализа текущих ставок и тарифов на рынке аренды для сравнимых объектов.
2. Оценка потерь от неполной загрузки (сдачи в аренду) и невзысканных арендных платежей на основе анализа рынка, характера его динамики применительно к оцениваемой недвижимости. Рассчитанная таким образом величина вычитается из валового дохода и определяется как действительный валовой доход.
3. Расчет издержек по эксплуатации оцениваемой недвижимости основывается на анализе фактических издержек по её содержанию и/или типичных издержек на данном рынке. В статьи издержек включаются только отчисления, относящиеся непосредственно к эксплуатации собственности, и не включаются ипотечные платежи, проценты и амортизационные отчисления. Величина издержек вычитается из действительного валового дохода и получается величина чистого операционного дохода.
4. Пересчет чистого операционного дохода в текущую стоимость объекта. Существуют два метода пересчета чистого дохода в текущую стоимость: метод прямой капитализации и анализ дисконтированного денежного потока.

Метод прямой капитализации наиболее применим к объектам, приносящим доход, со стабильными предсказуемыми суммами доходов и расходов.

Метод дисконтирования денежных поступлений более применим к приносящим доход объектам, имеющим нестабильные потоки доходов и расходов, поэтому доходным методом оценка произведена по методу прямой капитализации.

Определение потенциального валового дохода

Расчет потенциального валового дохода осуществляется на основе анализа текущих ставок и тарифов на рынке аренды для сравнимых объектов (рыночных ставок арендной платы). Исследование арендных ставок офисных и производственно-складских помещений проводилось по данным электронных баз газеты «Из рук в руки», [10,11]

На основании экспертных исследований предложений и спроса объектов недвижимости, были получены аналоги для определения средних ставок арендной платы офисных помещений за 1 кв. м в год. Предпосылками поиска сравнимых аналогов являлась средняя площадь и местоположение таких помещений.

Выручка от реализации определяется следующим образом:

$$= A_{\text{ст}} \times S, \text{ где}$$

$A_{\text{ст}}$ – средняя ставка аренды объекта оценки,

S – площадь объекта оценки, сдаваемая в аренду.

Определение возможных потерь от простоя (недозагрузки) помещений и потерь от недосбора арендной платы

Арендаторы, которые потенциально могли бы находиться в этом помещении, оплачивали бы арендную ставку из расчета \$50 в год за кв. м. Однако эту ставку правильно назвать декларируемой, тогда как *de facto* не все помещения удастся сдать в аренду.

На наш взгляд, выше оговоренный фактор приводит к необходимости применения поправочного коэффициента к величине арендной ставки. Оценщики экспертно считают, что коэффициент загрузки площадей равен $K_3 = 0,7$.

Определение действительного валового дохода

Действительный валовой доход с учетом коэффициентов определяется следующим образом:

$$\text{ДВД} = \text{ПВД} \times K_3.$$

Определение эксплуатационных расходов

Эксплуатационные расходы – это периодические ежегодные расходы на содержание недвижимости, непосредственно связанные с получением действительного валового дохода. Эксплуатационные расходы состоят из постоянных и переменных расходов и расходов по формированию фонда замещения (затраты на замену элементов здания, узлов и оборудования, срок жизни которых короче, чем срок экономической жизни здания).

Постоянные эксплуатационные расходы не зависят от коэффициента недозагрузки площадей и включают налоги на имущество, арендную плату за земельный участок, страховые отчисления, некоторые элементы переменных расходов, которые фактически являются постоянными.

Переменные эксплуатационные расходы – это периодические ежегодные расходы, величина которых зависит от загрузки площадей. Наиболее типичны переменные расходы:

- Коммунальные;
- На текущие ремонтные работы;
- Заработная плата обслуживающего персонала;
- Налоги на заработную плату;
- На пожарную охрану и обеспечение безопасности;
- На рекламу и заключение арендных договоров;
- На консультации и юридическое обслуживание;
- На управление.

В современных условиях собственники обычно не формируют фонд замещения, а вся сумма денежных затрат выплачивается единовременно в случае необходимости. Это заключение было сделано в результате бесед с собственниками нежилых зданий и помещений.

Не имея точных данных по эксплуатации объекта оценки от Заказчика, оценщики ориентировались на типичные издержки на рынке аренды аналогичных объектов. В результате приняты следующие данные: \$10 на 1 кв. м общей площади в год.

Расходы на реализацию по объекту оценки рассчитываются следующим образом:

$R_p = r_p$ на 1 кв.м. $\times S$.

Расчет коэффициента капитализации

Ставка капитализации в оценке недвижимости, отражая взаимосвязь между доходом и его стоимостью, должна учитывать в себе как ставку дохода на вложенный в объект капитал, так и норму возврата капитала.

Доход на вложенный капитал отражает ставка дисконтирования. Функциональная связь между общей ставкой капитализации и ставкой дисконтирования имеет следующий вид:

$R_0 = Y_0 - \Delta \times sff(i, n)$, где

Δ = доленое изменение стоимости;

$\Delta \times sff(i, n)$ – член уравнения, корректирующий или компенсирующий изменение стоимости, или норма возврата (при потере стоимости);

Y_0 – ставка дисконтирования.

Существует три варианта прогнозируемого изменения стоимости капитала:

1. *Стоимость капитала не меняется.*
2. *Прогнозируется повышение стоимости капитала.*
3. *Прогнозируется снижение стоимости капитала.*

В первом случае, если стоимость капитала не изменяется, то в приведенном выражении величина Δ равна нулю и доход можно капитализировать по ставке капитализации, равной ставке дисконтирования, т.е. $R_0 = Y_0$. Возмещение инвестиционных затрат происходит в момент перепродажи актива. В данном случае, коэффициент капитализации не должен включать надбавку на возмещение капитала, если перепродажа актива произойдет по цене, равной сумме первоначальных инвестиций, и прогнозируется поступление равновеликих доходов.

В случае, когда поток дохода, поступление которого прогнозируется равными суммами в течение неограниченного срока, бесконечен возврат капитала обеспечивается за счет дохода, а параметр $sff(i, n)$ стремится к нулю. Здесь стоимость также определяется делением годового дохода на ставку капитализации, равной ставке дисконтирования $R_0 = Y_0$.

Во втором случае, когда ожидается, что инфляция вызовет такое повышение цен на объекты собственности, которое перекроет сумму износа и устаревания, или ожидается, что рост стоимости будет вызван увеличением местного спроса, реверсия, получаемая при перепродаже объекта, не только обеспечит возврат капитала, но и принесет дополнительный доход. В данной ситуации отсутствует необходимость возмещения первоначального капитала из текущих доходов, поскольку в конечном счете произойдет то,

что повысится стоимость самого капитала. Поэтому коэффициент капитализации должен быть уменьшен с учетом ожидаемого прироста капитала.

В третьем случае, если прогнозируется потеря стоимости, часть текущего дохода должна рассматриваться как возвращение инвестиций. Остаток же текущих доходов составит доход на инвестиции. В данном случае коэффициент капитализации должен быть увеличен таким образом, чтобы он позволил математически рассчитать единую сумму стоимости актива, при этом часть текущих доходов будет составлять доход на инвестиции, а часть пойдет на возврат вложенных средств.

Таким образом, первоначальное выражение примет следующий вид:

$$R_0 = Y_0 + \text{sff}(i, n),$$

так как $\Delta = -1$ и фонд возмещения должен учесть возврат всего первоначального капитала.

Существует три способа возмещения инвестированной суммы: [12]

1. Прямолинейный возврат капитала (*метод Ринга*): предполагает возврат капитала равными частями в течение срока владения активом, норма возврата в этом случае представляет собой ежегодную долю первоначального капитала, отчисляемую в беспроцентный фонд возмещения.
2. Возврат капитала по фонду возмещения и безрисковой ставке процента (*метод Хоскольда*): предполагает, что фонд возмещения формируется по минимальной из возможных ставок – «безрисковой» ставке.
3. Возврат капитала по фонду возмещения и ставке дохода на инвестиции (*метод Инвуда*): предполагает, что фонд возмещения формируется по ставке процента, равной норме прибыли на инвестиции.

Расчет ставки капитализации (или ставки дохода на инвестиционный капитал) оценщиками осуществлён кумулятивным методом. Суть метода заключается в прибавлении процентных составляющих (премий), отражающих дополнительные риски, присущие данному инвестиционному решению, к ставке дохода на инвестиции, которые в сравнении с другими инвестиционными инструментами, считаются безрисковыми.

Таким образом, ставка дисконтирования разбивается на отдельные компоненты:

- безрисковую ставку;
- премию за риск;
- премию за низкую ликвидность (рассчитывается по рекомендациям сайта www.appraiser.ru как: время экспозиции $\times$ БС / 12 месяцев);
- премию за инвестиционный менеджмент.

Как показатель доходности безрисковых операций нами была выбрана доходность по валютным облигациям со сроком погашения в 2004 году – 7,78%.

Премию за риск вложений в данный актив определяем на уровне 8%;

Премия за низкую ликвидность составит: 3,89% (время экспозиции принято равным 6 месяцам).

Премия за инвестиционный менеджмент мы оцениваем на уровне 4 %.

Норма возврата определена по методу Хоскольда и составила 0,919%.

Таким образом, ставка капитализации составит:

$$R_0 = 7,78 + 8 + 3,89 + 4 + 0,919 = 24,589\%$$

Метод капитализации доходов представляет собой метод определения стоимости недвижимости через перевод годового чистого операционного дохода в текущую стоимость.

Показатель	Значение
Безрисковая ставка	7,780%
Премия за риск	8,000%
Премия за низкую ликвидность	3,890%
Премия за инвестиционный менеджмент	4,000%
Норма возврата	0,919%
Коэффициент капитализации (R0)	24,589%

Базовая формула расчета имеет следующий вид:

$$C_0 = \text{прибыль от реализации} / R_0$$

Площадь помещения, кв.м.	13 966,2
Арендная плата долл., Аст, долл./кв.м./год	50
Выручка от реализации, долл.	698 310
Коэффициент загрузки помещений, Кз	0,7
Выручка от реализации	488 817
Эксплуатационные расходы, ЭР на кв.м, долл./кв./год	10
Эксплуатационные расходы по объекту оценки, ЭР, долл./год	139 662
Прибыль от реализации, долл.	349 155
Коэффициент капитализации	0,24589
Текущая стоимость объекта, С ₀ , долл.	1 419 963
Текущая стоимость объекта, С ₀ , руб.	41 320 923

Рыночная стоимость оцениваемых зданий, определенная по методу капитализации дохода, составляет 41 320 923 (Сорок один миллион триста двадцать тысяч девятьсот двадцать три) руб.

Согласование результатов и

заключение о рыночной стоимости объектов недвижимости

Анализируя результаты, которые были получены затратным подходом, сравнительного анализа продаж и доходным подходом оценщики пришли к выводу, что полученные значения определяют наиболее вероятную стоимость объектов с разной степенью достоверности.

Для определения окончательной величины стоимости, основывающейся на факторах нескольких промежуточных результатов, был использован подход средневзвешенного значения, в соответствии с которым результату, полученному по каждому из примененных подходов, присваивался весовой коэффициент. При выборе весовых коэффициентов принимались во внимание следующие факторы: достоверность информации: оценщик считает, что результат, полученный с применением затратного подхода имеет высокое значение в виду того, что в его основе лежат удельные стоимостные затраты на строительство (УПВС). Несмотря

на то, что они в определенной мере устарели, тем не менее введены поправочные коэффициенты, учитывающих индексы цен в строительстве.

Достоинства и недостатки использованных подходов в данном случае приведены в тексте отчета. Определение удельного веса каждого подхода и заключение об окончательной рыночной стоимости объектов оценки произведено исходя из вышеизложенного таким образом, что затратному подходу оценщик придал наибольший удельный вес 50%; сравнительному - 30%, оставшиеся 20% оценщик присвоил доходному подходу, так как данные по сдаче в аренду административных и производственных помещений практически также реально отражают рыночную ситуацию, как и сравнительный подход.

Расчет окончательной рыночной стоимости по каждому объекту недвижимости осуществлен по следующей формуле:

$$C = C_{зп} * d_{зп} + C_{сп} * d_{сп} + C_{дп} * d_{дп}.$$

Объекты недвижимости	Затратный подход		Сравнительный подход		Доходный подход		Рыночная стоимость, руб.
	Стоимость, руб.	Удельный вес	Стоимость, руб.	Удельный вес	Стоимость, руб.	Удельный вес	
Здания	52 568 419	0,5	32 714 802	0,3	41 320 923	0,2	44 362 836
Сооружения	15 142 356	1,0	не использовался		не использовался		15 142 356
Передаточные устройства	4 709 581	1,0	не использовался		не использовался		4 709 581
<i>Итого:</i>							64 214 773

Рыночная стоимость объектов, не заверенных строительством, рассчитывалась исходя из суммы затрат на строительство данных объектов. Корректировки на региональный индекс строительно-монтажных работ для области, учитывающий разницу между датой осуществления затрат по строительству и датой оценки не требуется, так как затраты осуществлялись

в 2004 году. Рыночная стоимость объектов, не заверенных строительство, составила 20 211 000 руб.

Таким образом, рыночная стоимость объектов недвижимости ОАО "маслобойный завод" по состоянию на дату оценки составила;

$44\,362\,836 + 15\,142\,356 + 4\,709\,581 + 20\,211\,000 + 20\,042\,640 = 104\,468\,413$

(Сто четыре миллиона четыреста шестьдесят восемь тысяч четыреста тринадцать рублей)

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН, ОБОРУДОВАНИЯ, ТРАНСПОРТНЫХ СРЕДСТВ.

Оценка объектов рабочих и силовых машин и оборудования, мебели, инвентаря, оргтехники и автотранспорта в настоящей работе представляет собой промежуточный этап анализа и подчинена решению конкретной задачи – оценке чистых активов предприятия, а не определению рыночных цен на отдельные объекты машин и оборудования. Поэтому результаты оценки не могут быть использованы для целей, отличных, нежели в настоящем отчете.

На балансе ОАО "маслобойный завод" на, учитывающей физическое состояние объекта оценки. дату оценки находится 401 единиц машин и оборудования, в том числе:

- машины и оборудование – 377 единиц;
- транспортные средства – 24 единицы;

Объекты, стоящие на балансе ОАО "маслобойный завод" как инструмент и прочие основные средства, при расчете включены в состав машин и оборудования. [13]

Расчет рыночной стоимости машин, оборудования, транспортных средств производился сравнительным подходом на основе подбора аналогов, а затем введения корректировок Результаты расчета представлены в таблице 5 Приложения 1.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРОЧИХ ОБЪЕКТОВ ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ

Прочие объекты основных средств в основном представлены мебелью, периодической литературой, расходным материалом и канцелярскими принадлежностями, оргтехникой. Поэтому в силу специфики данных статей, а также незначительной долей в валюте баланса рыночная стоимость принята равной балансовой и составила 43 тыс. руб. [13]

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРОЧИХ ВНЕОБОРОТНЫХ АКТИВОВ

Администрацией ОАО "маслобойный завод" не была предоставлена расшифровка данной статьи. Кроме того, ее доля в валюте баланса

незначительна. Поэтому рыночная стоимость соответствует остаточной и составила 243 тыс. руб. [13]

ОЦЕНКА НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Нематериальные активы Предприятия по состоянию на 01.08.2003 года составляют 145 тыс. руб. Они представлены в основном лицензионными программными продуктами. Их рыночная стоимость принята равной остаточной.

ПРЕОБРАЗОВАНИЕ БАЛАНСА

Для целей оценки мы выполнили следующее преобразование балансового отчета ОАО "маслобойный завод" на 01.07.2004г.:

1. Провели укрупнение баланса и его преобразование в форму, соответствующую требованиям западного учета.
2. Укрупненный баланс на отчетную дату пересчитан в текущие цены по индексам инфляции в промышленности, опубликованным в официальных изданиях Госкомстата.
3. В укрупненный и пересчитанный в текущие цены баланс внесены поправки, отражающие рыночную стоимость активов и пассивов.

Укрупненная форма и скорректированный баланс приведены ниже.

Анализ финансового состояния

Бухгалтерская отчетность предприятия за последние 3 года была преобразована для проведения анализа финансового состояния. Однородные показатели перегруппированы и объединены. Часть показателей исключены или откорректированы с тем, чтобы уменьшить возможные искажения результатов финансово-хозяйственной деятельности и приблизить картину к реальной. Все денежные данные в таблицах выражены в тысячах рублей.

Таблица 1. Агрегированные квартальные балансовые отчеты (активы)

показатель	2002	2003	2004
внеоборотные активы	19 389	68 257	81 039
оборотные активы	25 296	95 935	137 992
запасы	15 713	46 359	88 054

дебиторская задолженность		4 662	43 182	42 939
денежные средства		3 561	2 838	562
прочие оборотные активы		0	0	0
всего		44 685	164 193	219 031

Таблица 2. Агрегированные квартальные балансовые отчеты (пассивы)

показатель		2002	2003	2004
собственный капитал		11 486	22 891	26 040
Займы и кредиты		21 987	51 345	51 341
убытки				
долгосрочные обязательства		0	0	0
краткосрочные обязательства		6 393	119 987	189 166
кредиторская задолженность		26 240	21 307	23 817
прочие пассивы		0	5 563	2 545
всего		44 685	164 193	219 031

Таблица 3. Агрегированные отчеты о финансовых результатах

показатель		2002	2003	2004
Выручка (нетто) от продаж		31 230	140 829	74 702
Себестоимость реализации		38 916	138 199	68 240
Коммерческие расходы		1 060	5 627	4 386
Управленческие расходы		0	0	0
Прибыль (убыток) от продаж		8 746	2 997	10 186
Проценты к получению		0	0	0
Проценты к уплате		0	6 690	22 824
Доходы от участия в других организациях		0	0	0

Прочие операционные доходы	0	22 249	20 840
Прочие операционные расходы	48	22 880	19 306
Прибыль (убыток) от финансово-хозяйственной деятельности			
Прочие внереализационные доходы	0	959	1 022
Прочие внереализационные расходы	442	6 280	13 360
Прибыль (убыток) до Налогообложения	9 236	15 640	33 694
Налог на прибыль	24%	24%	24%
Чистая прибыль	7 020	11 887	25 608

Анализ ликвидности и платежеспособности

Ликвидность активов - это способность активов обращаться в денежную форму без потерь своей стоимости. Платежеспособность предприятия - это способность своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. Платежеспособность предприятия и ликвидность его активов характеризуются рядом финансовых коэффициентов, величиной собственного оборотного капитала и структурой оборотных активов.

Коэффициент текущей ликвидности = $\frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$. Данный коэффициент характеризует, в какой степени все краткосрочные обязательства предприятия обеспечены оборотными активами. Рекомендуемое значение: от 1 до 2.

Коэффициент быстрой ликвидности = $\frac{\text{Денежные средства} + \text{Финансовые вложения} + \text{Дебиторская задолженность}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$. Характеризует возможности предприятия погасить краткосрочные обязательства имеющимися денежными средствами, финансовыми вложениями и привлечением дебиторской задолженности. Рекомендуемое значение: не менее 1.

Коэффициент абсолютной ликвидности = $\frac{\text{Денежные средства} + \text{Краткосрочные финансовые вложения}}{\text{Текущие обязательства}}$.

Показывает долю краткосрочных обязательств которая может быть погашена денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями. Рекомендуемое значение: 0,2 - 0,3.

Собственный оборотный капитал = Собственный капитал + Долгосрочные обязательства - Основные средства и вложения. Величина собственного оборотного капитала равна превышению оборотных активов над краткосрочной кредиторской задолженностью. Рекомендуемое значение: тенденция к росту.

Коэффициент маневренности собственного оборотного капитала = Собственный оборотный капитал / Собственный капитал. Показывает долю собственного оборотного капитала в общей сумме собственного капитала. Рекомендуемое значение: 0,2-0,5.

Таблица 4. Величина собственного оборотного капитала и коэффициенты ликвидности

Показатель	2002	2003	2004
Собственный оборотный капитал	27 250	26 380	30 080
Коэффициент маневренности собственного оборотного капитала	-0,08	0,10	0,06
Коэффициент текущей ликвидности	0,88	1,20	1,16
Коэффициент быстрой ликвидности	0,70	1,01	0,96
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,00	0,00	0,02
Доля оборотных средств в активах	0,35	0,41	0,35

Анализ рентабельности

Показатели рентабельности отражают финансовое положение предприятия, эффективность управления хозяйственной деятельностью, имеющимися активами и вложенным капиталом. Данные показатели позволяют судить об интенсивности использования ресурсов, способности предприятия получать доходы и прибыль.

Рентабельность активов = Чистая прибыль от всех видов деятельности / Средняя стоимость активов. Характеризует эффективность использования активов предприятия. Рекомендуемое значение: положительная величина, тенденция к росту.

Рентабельность собственного капитала = Чистая прибыль от всех видов деятельности / Средняя стоимость собственного капитала. Характеризует эффективность использования собственного капитала. Рекомендуемое значение: должна обеспечиваться окупаемость вложенного капитала.

Рентабельность реализации = Прибыль от операционной деятельности / Выручка (нетто) от реализации. Характеризует прибыльность операционной деятельности. Рекомендуемое значение: положительная величина, тенденция к росту.

Рентабельность текущих затрат = Прибыль от операционной деятельности / Себестоимость реализованной продукции. Характеризует эффективность затрат в производство. Неудовлетворительная динамика показателя может свидетельствовать о необходимости пересмотра цен или усиления контроля за себестоимостью.

Таблица 5. Показатели рентабельности

показатель	2002	2003	2004
Рентабельность активов	2%	2%	9%
Рентабельность собственного капитала	4%	7%	10%
Рентабельность реализации	6%	11%	15%
Рентабельность текущих затрат	7%	10%	17%

Анализ деловой активности

Показатели деловой активности позволяют оценить платежеспособность предприятия с точки зрения оборачиваемости активов различных видов и скорости их превращения в денежные средства.

Оборачиваемость активов = Выручка (нетто) от реализации / Стоимость активов. Измеряет среднюю скорость оборота всех активов предприятия. Рекомендуемое значение: тенденция к ускорению оборачиваемости.

Оборачиваемость запасов = Себестоимость реализованной продукции / Стоимость запасов. Измеряет среднюю скорость реализации запасов. Рекомендуемое значение: тенденция к ускорению оборачиваемости.

Фондоотдача = Выручка (нетто) от реализации / Стоимость основных средств. Показывает, сколько выручки получено на каждый рубль основных средств. Рекомендуемое значение: тенденция к увеличению показателя.

Оборачиваемость дебиторской задолженности = Выручка (нетто) от реализации / Сумма дебиторской задолженности. Показывает, сколько раз в год оборачивается дебиторская задолженность. Рекомендуемое значение: тенденция к ускорению оборачиваемости.

Оборачиваемость кредиторской задолженности = Выручка (нетто) от реализации / Сумма кредиторской задолженности. Показывает, сколько раз в год оборачивается кредиторская задолженность. Рекомендуемое значение: нет.

Оборачиваемость оборотного капитала = Выручка (нетто) от реализации / Стоимость оборотных активов. Измеряет скорость оборота всех оборотных активов предприятия. Рекомендуемое значение: тенденция к ускорению оборачиваемости.

Оборачиваемость собственного капитала = Выручка (нетто) от реализации / Стоимость собственного капитала. Характеризует активность собственного капитала в формировании выручки. Рекомендуемое значение: тенденция к ускорению оборачиваемости.

Таблица 6. Показатели деловой активности

показатель	2002	2003	2004
Оборачиваемость активов	0,34	0,40	0,53
Оборачиваемость запасов	9,61	9,86	14,39
Фондоотдача	0,53	0,67	0,81
Оборачиваемость дебиторской задолженности	1,20	1,16	1,80
Оборачиваемость кредиторской задолженности	0,85	1,19	1,79
Оборачиваемость оборотного капитала	0,96	0,98	1,51
Оборачиваемость собственного капитала	0,59	0,63	0,77
Время обращения дебиторской задолженности	303	314	203
Средний возраст запасов	38	37	36
Операционный цикл	341	351	229

Средний возраст запасов = 365 / Оборачиваемость запасов. Показывает, как долго денежные средства связаны в форме запасов. Рекомендуемое значение: тенденция к сокращению среднего возраста запасов.

Время обращения дебиторской задолженности = 365 / Оборачиваемость дебиторской задолженности. Характеризует сбытовую политику предприятия и активность по взысканию дебиторской задолженности. Рекомендуемое значение: тенденция к сокращению времени обращения.

Операционный цикл = Время обращения дебиторской задолженности + Средний возраст запасов. Показывает, как долго денежные средства связаны в течение одного операционного цикла. Рекомендуемое значение: тенденция к сокращению длительности операционного цикла.

Анализ финансовой устойчивости

Показатели финансовой устойчивости характеризуют структуру используемого капитала с точки зрения платежеспособности предприятия в долгосрочной перспективе и финансовой стабильности его развития. Значения показателей позволяют судить о степени защищенности кредиторов и инвесторов.

Коэффициент автономии = Собственный капитал / Активы. Показывает долю собственного капитала в структуре активов. Рекомендуемое значение: более 0,5.

Коэффициент финансовой зависимости = Сумма привлеченного капитала / Собственный капитал. Характеризует степень зависимости предприятия от внешних источников финансирования. Рекомендуемое значение: < 0,7.

Коэффициент обеспеченности долгосрочных инвестиций = Внеоборотные активы / Собственный капитал + Долгосрочные пассивы. Показывает долю капитала, иммобилизованного в основных средствах. Рекомендуемое значение: нет.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами = Собственные оборотные средства / Оборотные активы. Характеризует наличие собственных оборотных средств, необходимых для финансовой устойчивости предприятия. Рекомендуемое значение: более 0,1.

Таблица 7. Коэффициенты финансовой устойчивости

показатель	2002	2003	2004
Коэффициент автономии	0,60	0,66	0,69
Коэффициент финансовой зависимости	0,68	0,51	0,21
Коэффициент обеспеченности долгосрочных инвестиций	1,08	0,90	1,24
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	-0,14	0,17	0,19

2.4.5 Оценка вероятности банкротства

Существует ряд отечественных и западных методик проведения бизнес-диагностики и экспресс-анализа финансового состояния предприятий на предмет определения возможного банкротства и масштабов кризисного состояния. В настоящем исследовании применены одна отечественная (ФСФО России) и две западные методики. Соответствующие выкладки приведены ниже. Методика ФСФО России для анализа структуры баланса и оценки платежеспособности предприятия базируется на следующих трех критериях.

Коэффициенте текущей ликвидности. Нормативное значение: не менее 2.

Коэффициенте обеспеченности собственными средствами. Нормативное значение: не менее 0,1.

Коэффициенте восстановления (утраты) платежеспособности. Пороговое значение: 1.

Если любой из первых двух критериев принимает значение ниже нормативного, это является основанием для признания структуры баланса неудовлетворительной, а предприятия - неплатежеспособным.

Для предприятий с неудовлетворительной структурой баланса рассчитывается третий коэффициент, который характеризует возможности по восстановлению (поддержанию) платежеспособности предприятия. Таблица содержит результаты выполненных расчетов. Из приведенных данных видно, что предприятие на протяжении предпоследних 2 лет имела неудовлетворительную структуру баланса, хотя возможность восстановления платежеспособности в 2003 году сохранялась.

Таблица 8. Анализ платежеспособности по методике ФСФО России

Показатель	2002	2003	2004
Коэффициент срочной ликвидности	0,90	1,01	2,96
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	-0,14	0,17	0,11
Структура баланса (удовл., неудовл.)	неудовл.	удовл.	удовл.
Коэффициент восстановления платежеспособности	0,77	1,32	0,91
Восстановление платежеспособности возможно (да, нет)	нет	да	да

Вторая методика оценки финансового состояния предприятия основана на сопоставлении величины запасов с финансовыми источниками их формирования¹.

Таблица 9. Сопоставление величины запасов с финансовыми источниками их формирования

Показатель	2002	2003	2004
Запасы + НДС по приобретенным ценностям	517	503	519
Собственные оборотные средства	758	1 106	1 718
Краткосрочные кредиты	71	64	88
Превышение кредиторской задолженности над дебиторской	1 758	1 360	89
Характеристика финансового состояния	пред-кризисное	устойчивое	устойчивое

Третья методика носит название “модель Альтмана”. Она позволяет дать оценку вероятности банкротства предприятия на основе следующей эмпирической формулы:

$$Z = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + X_5$$

Таблица 10. Значения показателя Z и их интерпретация

значение Z	вероятность банкротства
менее 1,81	очень высокая
от 1,81 до 2,7	высокая
от 2,7 до 2,99	низкая
более 2,99	очень низкая

Таблица 11. Оценка вероятности банкротства по модели Альтмана

показатель	Обозначение	2003	2004	2005	2002	2003	2004

Собственные оборотные средства / Активы	X1	0,01	0,02	0,03	0,05	0,07	0,04
Рентабельность активов	X2	0,03	0,01	0,03	0,09	0,13	0,05
Прибыль / Активы	X3	0,04	0,00	0,02	0,02	0,09	0,09
Отношение собственного и заемного капитала	X4	6,26	3,11	1,96	1,74	1,87	2,73
Оборачиваемость активов	X5	0,21	0,29	0,33	0,38	0,40	0,53
Z - счет Альтмана	Z	4,15	2,8	2,84	2,7	2,07	3,1
Вероятность банкротства		низкая	низкая	низкая	низкая	Низкая	Очень Низкая

2.4.6 Выводы по результатам анализа финансового состояния

Анализ финансового состояния предприятия в части ликвидности активов позволяет сделать вывод о том, что значения коэффициентов ликвидности за проанализированный период ниже рекомендованных значений, особенно это касается периода с 2002 по 2004 год. Начиная с 2003 года, наблюдается положительная тенденция роста коэффициентов, так коэффициент текущей и быстрой ликвидности практически соответствуют границе нормативных значений.

Величина собственного оборотного капитала в 2003 году наблюдается ее значительный рост, обеспечивающий ведение нормальной хозяйственной деятельности предприятия. 2004 год так же характеризуется положительным значением собственного оборотного капитала.

Показатели рентабельности предприятия имеют ярко выраженные тенденции. Начиная с 2003 года, по всем рассмотренным показателям наблюдался существенный рост, Показатели деловой активности предприятия имеют выраженных тенденций. Оборачиваемость активов, запасов, собственного капитала, показатель фондоотдачи в рассматриваемом периоде растут, что можно рассматривать как благоприятный для предприятия факт. Однако, наряду с этим отмечается увеличение времени обращения дебиторской задолженности, увеличение длительности операционного цикла, оборачиваемости собственного капитала предприятия.

Показатели финансовой устойчивости имеют значения, удовлетворяющие рекомендованным (кроме коэффициента обеспеченности собственными средствами). Налицо тенденция к улучшению финансового

состояния предприятия. Финансовое состояние предприятия на конец анализируемого периода в целом следует охарактеризовать как устойчивое.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБОРОТНЫХ СРЕДСТВ

Объектами оценки оборотных средств являются:

- производственные запасы: сырье, материалы, топливо, тара, запасные части;
- краткосрочная дебиторская задолженность;
- краткосрочные финансовые вложения;
- денежные средства.

Информация о текущих активах Предприятия была представлена администрацией ОАО "маслобойный завод" в форме балансового отчета на дату оценки, справки о дебиторах и уточнена в ходе интервью с главным бухгалтером. Определение рыночной стоимости оборотных средств производилось с использованием экспертных оценок. По каждому виду текущих активов был определен коэффициент пересчета балансовой стоимости в чистую реализуемую стоимость.

Обобщенные результаты приведены в следующей таблице.

Актив	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Рыночная стоимость, тыс. руб.
Запасы	88 054	88 066
в том числе:		
сырье, материалы и др. аналогичные ценности	33 351	33 338
затраты в незавершенном производстве	49 486	43 534
готовая продукция и товары для перепродажи	4 998	10 975
расходы будущих периодов	219	219
НДС по приобретенным ценностям	4 037	4 037
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	42 939	37 560
Краткосрочные финансовые вложения	2 400	2 400
Денежные средства	562	562
Итого по разделу II.	137 992	132 625

Сырье, материалы и аналогичные ценности (балансовая стоимость 33 351 тыс. руб.) были проанализированы с точки зрения их ликвидности, а также наличия залежалых ТМЦ на складе предприятия. В результате выявлены следующие неликвиды:

- бумага – 1001 кг;
- кольцо автоматическое – 42 шт.;
- клещи электрические измерительные – 2 шт.;
- сурик – 2 000 кг;
- паркет – 117 упаковок;
- лампа 6-50 – 269 штук;
- лампы КГТ 220-2200 – 20 штук;
- вилки – 306 единиц.

Их стоимость составила 12 966 рублей.

Остальные запасы, сырье и материалы являются ликвидными, поэтому их стоимость принята равной балансовой и составила: 33 351 – 13 = 33 338 тыс. руб.

Затраты в незавершенном производстве представлены маслом подсолнечным нерафинированным нестандартным. Рыночная стоимость определена путем умножения количества (в кг) на цену реализации данного товара и составляет:

$$2\,418\,563 * 18,00 = 43\,534\,134 \text{ руб.}$$

Готовая продукция и товары для перепродажи представлены следующими видами продукции:

- масло подсолнечное нерафинированное – 336 047 кг;
- масло рафинированное дезодорированное – 155 177 кг;
- масло рафинированное дезодорированное "Лиола" – 32 177 бутылок;
- масло рафинированное дезодорированное "РД" – 13 548 бутылок.

Рыночная стоимость готовой продукции составила путем умножения количества продукции на цену реализации и составила:

$$336\,047 * 18,50 + 155\,177 * 23,00 + 32\,177 * 26,00 + 13\,548 * 26,00 = 10\,974\,791 \text{ руб.}$$

Расходы будущих периодов корректировке не подвергались и составили 219 тыс. руб.

Балансовая стоимость НДС по приобретенным ценностям не корректировалась и составила 4 037 тыс. руб.

К активам предприятия также относится дебиторская задолженность. Бухгалтерией ОАО "маслобойный завод" не была представлена расшифровка дебиторской задолженности по срокам возникновения. Поэтому дебиторская задолженность была проранжирована по возможности взыскания. В результате было выявлено, что 496 тыс. руб. фактически представляют собой просроченную дебиторскую задолженность. Остальная

дебиторская реальна к получению и будет возвращена в течение 1 года. Учитывая то, что до момента погашения дебиторская задолженность представляет собой «замороженные» денежные средства, к ее оценке применены элементы корректировки из доходного метода.

Рыночная стоимость дебиторской задолженности на дату оценки составит:

$$(42\,939 - 496) / (1 + 0.13)^1 = 37\,560 \text{ тыс. руб.}, \text{ где:}$$

0,13 – ставка рефинансирования ЦБ РФ;

1 – число периодов (1 год).

Краткосрочные финансовые вложения представлены вкладами в следующие организации:

- ООО "Агро-Дросково";
- ОАО "Восход";
- ООО "Рассвет Верховского".

Рыночная стоимость краткосрочных финансовых вложений равна балансовой и составляет 2 400 тыс. руб.

Денежные средства в сумме 562 тыс. руб., также входящие в состав оборотных активов, в соответствии со стандартами оценки, корректировке не подвергались.

Таким образом, общая рыночная стоимость оборотных активов на дату оценки составит:

$$33\,338 + 43\,534 + 10\,975 + 219 + 4\,037 + 37\,560 + 2\,400 + 562 = 132\,625 \text{ тыс. руб.}$$

Вывод: рыночная стоимость оборотных активов ОАО "маслобойный завод" на дату оценки составляет 132 625 тыс. руб.

ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Структура обязательств предприятия на дату оценки представлена в таблице.

Актив	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Коэффициент корректировки	Рыночная стоимость, тыс. руб.
IV. Долгосрочные обязательства	-	-	-
V. Краткосрочные обязательства			
Краткосрочные займы (кредиты)	189 166	1,0	189 166

Кредиторская задолженность	23 817		23 817
в том числе:			
поставщики и подрядчики	19 663	1,0	19 663
задолженность перед персоналом	1 237	1,0	1 237
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	223	1,0	223
задолженность по налогам и сборам	149	1,0	149
прочие кредиторы	2 545	1,0	2 545
Задолженность участникам по выплате доходов	8	1,0	8
Итого по разделу V	212 991		212 991

Вывод: рыночная стоимость долговых обязательств ОАО "маслобойный завод" на дату оценки составляет 212 991 тыс. руб.

ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Расчет стоимости скорректированных чистых активов ОАО "маслобойный завод" по состоянию на 01.08.2004 года – дату оценки - приведен в таблице.

Наименование статей	Остаточная стоимость, тыс. руб.	Рыночная стоимость, тыс. руб.
Нематериальные активы (1)	145	145
Недвижимость (2)		84 426
Машины, оборудование, транспортные средства (3)	60 440	37 216
Прочие объекты основных средств (4)	43	43
Прочие внеоборотные активы (5)	243	243
Оборотные активы (6)	137 992	132 625
Долгосрочные обязательства (7)	-	-
Краткосрочные обязательства (8)	212 991	212 991

Итого скорректированные чистые активы: (1+2+3+4+5+6-7-8)	6 040	41 707
--	-------	--------

ВЫВОД: рыночная стоимость 100% пакета акций ОАО "маслобойный завод", определенная затратным подходом (методом накопления активов) на дату оценки составляет 41 707 000 (Сорок один миллион семьсот семь тысяч) руб., что по курсу ЦБ РФ на дату оценки составляет 1 433 230 (Один миллион четыреста тридцать три тысячи двести тридцать) долл. США.

2.3 ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

Оценщиком рассмотрена возможность использования *метода дисконтирования денежных потоков* в оценке ОАО "маслобойный завод". В их основе лежит прогнозирование будущих денежных потоков компании и приведение их с помощью ставки дисконтирования к текущему моменту времени.

Способность приносить доход в определенном объеме считается самым важным показателем в оценке стоимости права владения компанией или ее частью. Под способностью приносить доход в определенном объеме понимается чистый денежный поток, то есть денежный поток, который поступает в распоряжение владельцев компании после отчисления определенной его части для реинвестирования в целях обеспечения дальнейшего функционирования и роста предприятия. С помощью этого метода определяется сумма, которую инвестор будет готов заплатить с учетом предполагаемых доходов от бизнеса, а также с учетом рисков инвестирования в этот бизнес.

Таким образом, чистый денежный поток представляет собой стоимость, которая может быть распределена между владельцами без ущерба для дальнейшего функционирования и роста предприятия.

Метод дисконтированных денежных потоков может быть использован только для оценки действующего предприятия. Являясь одним из основных при оценке действующего предприятия, он объективно дает наиболее точный результат рыночной стоимости предприятия в тех случаях, когда:

- можно обоснованно оценить будущие денежные потоки компании;
- прогнозируемые денежные потоки компании являются положительными величинами для большинства прогнозных лет;
- ожидается, что чистый денежный поток компании в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

Метод имеет существенную особенность, которая заключается в том, что его применение наиболее обосновано лишь в тех случаях, когда Оценщик располагает достоверными данными о функционировании бизнеса в прошлых периодах (ретроспектива). Применение данного метода наиболее обосновано для оценки предприятий, имеющих историю прибыльной хозяйственной деятельности и находящихся на стадии роста. Данный метод неприменим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки.

Для оценки ОАО "маслобойный завод" методом дисконтирования денежных потоков необходимо сформировать поток будущих доходов и расходов Предприятия.

Сравнительный подход

В рамках данного подхода принято определять компанию-аналог. Под компаниями-аналогами понимаются компании, действующие в той же отрасли, что и оцениваемая компания, которые представляют собой базу для сопоставления с оцениваемой компанией по сравнительным инвестиционным характеристикам. Соответствующий образец компании-аналога отбирается на основании критериев сопоставимости. Идеальными компаниями-аналогами считаются те компании, которые действуют в той же отрасли, что и оцениваемая компания, ведут те же хозяйственные операции, имеют схожую номенклатуру продукции, подвержены влиянию идентичных экономических факторов, а, кроме того, близки к оцениваемой компании по размеру. Как правило, требуется как минимум 5-10 компаний-аналогов для того, чтобы составить адекватный образец, используемый в методах финансовых рынков и хозяйственных операций.

В рамках настоящей оценки рыночный подход в качестве метода оценки не использовался по причине отсутствия доступной информации к компаниям-аналогам. Среди российских компаний-аналогов, функционирующих на рынке, любая информация о финансово-хозяйственной деятельности является закрытой.

На российском фондовом рынке акции компаний-производителей аналогичной продукции не котируются в виду того, что рынок акций данных компаний является неактивным и объемы продаж данных компаний несопоставимы с объемом продаж российских эмитентов в области энергетики, транспорта, нефтедобычи или мобильной связи, акции которых котируются.

Оценка перспектив развития Предприятия и его денежного потока

Оценщик проанализировал финансово-хозяйственную деятельность ОАО "маслобойный завод" за 2001-2003 г.г. и первое полугодие 2004 г. и сделал вывод о том, что Предприятие являлось убыточным на протяжении

данного периода времени и соответственно имело отрицательный денежный поток.

Однако ОАО "маслобойный завод" начиная со второго полугодия 2002 года осуществляет реконструкцию, поэтому активно использует заемные средства банков, что и вызывает значительный отток денежных средств, вызванный необходимостью возврата основной суммы кредита и уплаты процентов. Кроме того, предприятие наращивает свои мощности, вводит в действие новое современное оборудование, увеличивает объемы производимой продукции, активно разрабатывает сбытовую политику, направленную на продвижение товарных знаков. Исходя из этих данных, Оценщик делает предположение, что отказ от использования доходного подхода неправомерен.

В процессе формирования денежного потока Предприятия Оценщиком были приняты следующие условия, ограничения и допущения:

- Денежный поток Предприятия спрогнозирован на четыре года: с 01.01.04г. по 01.01.07г. в связи с тем, что достоверность дальнейшего прогноза весьма сомнительна в силу нестабильной экономической и политической обстановки в РФ.
- При прогнозировании выручки от реализации, затрат, чистой прибыли, амортизации, потребности в капитальных вложениях в прогнозном периоде использовались данные ретроспективного анализа, а также данные, предоставленные администрацией ОАО "маслобойный завод".

При этом прогноз на 2004 год составлен исходя из фактической выручки за 1 полугодие, а также прогноза выручки, составленного администрацией ОАО "маслобойный завод". Прогноз на 2005 год составлен исходя из плановых показателей производства на 2005 год и плана продаж продукции. На последующие годы заложен рост выручки в размере 10%, что подтверждается анализом развития отрасли производства и переработки подсолнечного масла, а также возможностями производственных мощностей завода.

- Затраты на изготовление продукции определены по годам расчетного периода по экономическим элементам – затраты на сырье и материалы, затраты на полуфабрикаты, затраты на топливо, энергию, затраты на оплату труда, отчисления на социальные нужды, амортизация, прочие. При этом смета затрат составлена следующим образом:
 - ✓ материальные и энергетические затраты рассчитаны по средним ценам;
 - ✓ фонд оплаты труда определен исходя из среднегодовых заработков одного работающего с учетом перспективы роста;
 - ✓ амортизационные отчисления рассчитаны в соответствии с нормами амортизации;
 - ✓ накладные расходы рассчитаны по нормативам и с учетом фактических данных завода.

По данным ретроспективного анализа доля себестоимости в выручке составляет 92%. Однако, как отмечалось выше, Предприятие вводит в действие новое оборудование, более экономичные технологии, замену ручного труда машинным, что позволит уменьшить долю себестоимости в выручке. Оценщик исходил из предположения, что начиная с 2005 года доля себестоимости будет снижаться на 3% в год.

- Предполагается, что Предприятие и дальше будет использовать заемные средства, что вызвано спецификой отрасли, в которой работает Предприятие. В результате интервью с администрацией Предприятия было установлено, что годовая потребность в кредитных ресурсах составляет не менее 60 млн. руб. Данная сумма подтверждена в результате интервью с сотрудниками кредитных управлений банков, постоянно кредитующих ОАО "маслобойный завод". Предполагается, что начисление процентов и погашение основной суммы долга происходит в конце периода. Прогноз на 2004 год составлен исходя из имеющихся кредитных договоров.
- Величина капитальных вложений принята равным величине амортизационных отчислений за 2003 год.

Исходя из описанных предположений, ограничений и допущений Оценщик получил прогнозный отчет о прибылях и убытках, отраженный в таблице.

Для целей настоящего исследования Оценщик использовал чистый денежный поток, порожденный собственным капиталом компании после выплаты налогов (after tax equity cash flow), рассчитанный в рублях Российской Федерации. Чистый денежный поток на собственный капитал определяется следующим образом:

Чистая прибыль
<i>Плюс</i>
Неденежные статьи (износ, амортизация)
Увеличение долгосрочной задолженности
<i>Минус</i>
Приращение собственного оборотного капитала
Капитальные вложения
Уменьшение долгосрочной задолженности
<i>Равно</i>
Чистый денежный поток на собственный капитал

Приращение собственного оборотного капитала Предприятия прогнозируется исходя из соотношения собственного оборотного капитала к выручке. Расчет представлен в таблице. Заметим, что под приростом собственных оборотных средств здесь понимается увеличение запасов сырья и материалов, незавершенного производства, а также запаса готовой, но нереализованной или неоплаченной продукции – то есть всего того, с чем оказались связаны собственные оборотные средства и направленные на их пополнение денежные ресурсы. Согласно отчетных данных собственный оборотный капитал предприятия рассчитать не представляется возможным, однако отраслевой анализ показывает, что как правило у предприятий данной отрасли собственный оборотный капитал составляет порядка 30%. Таким образом, прирост оборотного капитала будет рассчитываться как процент (30%) от разницы выручки от реализации между соседними интервалами.

Денежный поток Предприятия представлен в таблице.

Показатель	2004	2005	2006	2007
Выручка, тыс. руб.	161 672	55042 1	60546 3	66600 9
Себестоимость, тыс. руб.	148738	48987 5	52069 8	54612 8
Валовая прибыль, тыс. руб.	12934	60546	84765	11988 2
Чистая прибыль, тыс. руб.	9830	46015	64421	91110
Амортизация, тыс. руб.	86540	86540	86540	86540
Кредиты полученные, тыс. руб.	100000	60000	60000	60000
Собственный оборотный капитал (в % от выручки), тыс. руб.	48502	16512 6	18163 9	19980 3
Прирост собственного оборотного капитала, тыс. руб.	0	11662 5	16513	18164
Погашение кредитов, тыс. руб.	75200	10000 0	60000	60000
Уплаченные проценты по кредитам, тыс. руб.	12578	16000	9600	9600
Капитальные вложения, тыс. руб.	86540	86540	86540	86540
ИТОГО Денежный поток, тыс. руб.	22052	12661 0	38309	63346

Определение ставки дисконтирования

Ставка дисконта используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня (текущая стоимость) за право получения ожидаемых в будущем поступлений (например, чистого денежного потока).

В случае оценки предприятия, ставка дисконта представляет собой коэффициент эффективности вложений капитала, достижение которого ожидает инвестор при принятии решения о приобретении будущих доходов (например, будущего денежного потока) с учетом риска их получения.

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

Выбор ставки дисконта основывается на том же определении, что и вариант денежного потока, используемый в модели оценки. Так как прогноз ожидаемого чистого денежного потока осуществлялся с учетом рублевой инфляции, то используемая ставка дисконта также была увеличена на инфляционную составляющую.

При отсутствии достаточно развитого рынка капиталов и рынка ценных бумаг в России, определение ставки дисконтирования на основе САРМ затруднительно. Поэтому Оценщик использовал метод определения ставки дисконтирования по методу "кумулятивного построения".

Метод расчета ставки дисконта по методу кумулятивного построения

По данному подходу за основу расчета берется очищенная от риска норма дохода, к которой добавляется норма дохода за риск инвестирования в рассматриваемое предприятие и прогнозируемый уровень инфляции, если он учитывался при определении чистого денежного потока. Полученная сумма корректируется с учетом факторов, являющихся особенными для данной компании.

Для определения стоимости капитала собственника по данной методологии необходимо:

1. Определить очищенную от риска норму дохода.
2. Определить премии за риск для данной компании.
3. Определить инфляционную составляющую дохода компании.

Определение очищенной от риска нормы дохода

В качестве возможных безрисковых ставок в пределах РФ принято рассматривать следующие инструменты:

1. Депозиты Сбербанка РФ и других надежных российских банков;
2. Западные финансовые инструменты (государственные облигации развитых стран, LIBOR);
3. Ставки по межбанковским кредитам РФ (MIBID, MIBOR, MIACR);
4. Ставка рефинансирования ЦБ РФ;
5. Государственные облигации РФ.

Поскольку расчет чистого денежного потока производился в российских рублях, то в качестве возможных вариантов рассматривались только те возможные варианты безрисковой ставки, которые выражены в рублях.

Ставка рефинансирования Центрального банка РФ

Ставка рефинансирования - процентная ставка, которую использует Центральный банк при предоставлении кредитов коммерческим банкам в порядке рефинансирования (по состоянию на дату оценки составляет 13%).

Ставка рефинансирования применяется в качестве ориентира стоимости привлечения и размещения средств.

Доходность по государственным облигациям РФ

Государственные облигации РФ представлены рублевыми и валютными финансовыми инструментами. Среди рублевых государственных облигаций можно выделить следующие:

1. ГДО, облигации государственного республиканского внутреннего 30-летнего займа РСФСР. Срок облигаций - с 1 июля 1991 г. по 30 июня 2021 г. Данные облигации обращаются исключительно среди юридических лиц. На торговых площадках не обращаются и не котируются. В расчетах безрисковой ставки использованы быть не могут.
2. ОГСЗ, облигации сберегательного займа. Эмитент - Министерство финансов, генеральный агент - Сбербанк РФ. Срок обращения данных ценных бумаг не превышает 1,5 года. Впервые были эмитированы в сентябре 1995 г., эмиссия была возобновлена в 2000 г.
3. ГКО, государственные краткосрочные бескупонные облигации. Эмитент - Министерство финансов РФ. В силу своего краткосрочного характера использование доходности данного вида ценных бумаг в качестве безрисковой ставки нецелесообразно.
4. ОФЗ, облигации федерального займа. Эмитент - Министерство финансов РФ, генеральный агент по обслуживанию выпуска - Центральный Банк РФ. Владельцами данных облигаций могут быть как юридические, так и физические лица, резиденты и нерезиденты. Аукционы и вторичные торги проводятся на ММВБ.

События августа 1998 г. (дефолт) значительно снизили доверие к рублевым облигациям, поэтому в настоящий момент их достаточно сложно

рассматривать в качестве безрисковых вложений.

Ставки по депозитам Сбербанка РФ и других надежных российских банков

Применение ставок по депозитам Сбербанка РФ и других российских банков достаточно ограничено. Это связано с тем, что, во-первых, риск вложений в данные финансовые институты выше, чем риск вложения в государственные ценные бумаги, а, во-вторых, длительность сроков, на которые принимаются депозиты крайне непродолжительны (как правило, до одного-двух лет). Все это сужает возможности применения данных инструментов. Тем не менее, в оценочной практике встречаются случаи использования ставок по депозитам в качестве безрисковых. Чаще всего они находят применение при построении денежных потоков в рублевом выражении.

К банкам высшей группы надежности (А3) относится только Сбербанк РФ. В категорию А2 (очень высокая группа надежности) входит Внешторгбанк. Место в категории А1 (высокая группа надежности) заняли Альфа-Банк, Банк Москвы, Газпромбанк и банк "Еврофинанс".

В данном отчете использована средняя ставка по депозитам российских банков в рублевом выражении. Расчеты произведены на основании информации сайтов Сбербанка РФ (www.sbrf.ru), Внешторгбанка (www.vtb.ru), Альфа-банка (www.alfa-bank.ru).

Были рассмотрены следующие рублевые вклады и проведен анализ условий размещения денежных средств на них (при этом брались условия при размещении максимальной суммы на максимальный срок):

- 1) "Сбербанк РФ":
 - ✓ вклад "Особый Сбербанка России на 2 года", 7,5% годовых;
 - ✓ вклад "Накопительный Сбербанка России", на 2 года, 8,5% годовых;
- 2) "Внешторгбанк":
 - ✓ "Золотой вариант", на 2 года, 10,0% годовых;
 - ✓ "Рантье", на 2 года, 10,5% годовых;
 - ✓ "Накопительный" на 2 года, 10,75% годовых.
- 3) "Альфа-банк":
 - ✓ срочный депозит со сложным процентом на 1 год, 10,75% годовых.

В результате средняя ставка по депозитам по результатам этих расчетов составила 10% и принята в качестве безрисковой.

Определение премии за риск ОАО "маслобойный завод"

Для определения дополнительной премии за риск инвестирования в ОАО "маслобойный завод" был использован метод оценки риска, широко используемый в практике. Основные составляющие данного метода представлены в таблице.

Премии за риск для отдельной компании

НАИМЕНОВАНИЕ РИСКОВ	ЗНАЧЕНИЕ ПРЕМИИ ЗА РИСК
Ключевая фигура в руководстве; качество руководства	0-5%
Размер компании	0-5%
Финансовая структура	0-5%
Диверсификация производственная и территориальная	0-5%
Диверсификация клиентуры	0-5%
Доходы: рентабельность и предсказуемость	0-5%
Прочие особенные риски	0-5%

На основе проведенного анализа ОАО "маслобойный завод" оценили факторы риска следующим образом:

1. Качество руководства:

ОАО "маслобойный завод" обладает хорошим уровнем качества руководства. С приходом новой команды на Предприятии реализуется комплекс мероприятий по реконструкции предприятия, по внедрению современных методов управления, улучшению в области информационных систем в целях обеспечения регулярной, надежной финансовой и операционной информацией для принятия обоснованных управленческих решений.

Заключение: 1 процентный пункт риска.

2. Размер компании:

Наиболее очевидное преимущество, которое имеет крупная компания, заключается в относительно более легком доступе к финансовым рынкам при необходимости привлечения дополнительных ресурсов, а также большая стабильность бизнеса, по сравнению с малыми конкурентами. Кроме того, крупная компания может быть монополистом на рынке, а также градообразующим предприятием, что дает дополнительные преимущества перед потенциальными конкурентами. Таким образом, вкладывая средства в небольшую компанию, инвестор должен учесть дополнительный риск, который и выражается в начислении дополнительных процентов. В развитых странах, где компании выпускают облигации, найти эту разницу достаточно легко. Для этого необходимо определить средний уровень процентов, предлагаемых по долгосрочным облигациям мелких и крупных компаний, а потом рассчитать их разницу в процентах. В РФ рынок облигаций недостаточно развит. Поэтому применительно к России существует несколько показателей, которые можно выбрать за базу при характеристике размера компании:

- величина всего капитала по балансу;
- рыночная стоимость собственного капитала;
- уставный капитал.

Проанализировав все преимущества и недостатки вышеперечисленных показателей, Оценщик пришел к выводу, что для потенциального инвестора наиболее информативным показателем будет являться величина чистых активов.

По международным и российским стандартам оцениваемое Предприятие является скорее небольшим по обороту и объему производства по сравнению с рядом компаний, производящих аналогичную продукцию.

Заключение: 3 процентный пункта риска.

3. Финансовая структура

Финансовая структура состоит из собственных и заемных средств в определенном соотношении. Формализация анализа финансовой структуры компании подразумевает сопоставление различных коэффициентов, рассчитанных по компании, с определенными средними или нормативными значениями. Выделяют следующие основные коэффициенты: коэффициент автономии, доля долгосрочной и краткосрочной задолженности в пассиве баланса, доля кредиторской задолженности, коэффициенты ликвидности и платежеспособности, коэффициенты покрытия.

В результате проведенного финансового анализа Оценщик сделал вывод, что Предприятие имеет неудовлетворительную финансовую структуру баланса, имеет отрицательный финансовый результат.

Заключение: 4 процентных пункта риска.

4. Производственная и территориальная диверсификация.

Производственная диверсификация – производство товаров и оказание услуг компанией, относящихся к различным отраслям и по отраслям. Зачастую помимо производственной выделяют еще и товарную диверсификацию, т.е. производство предприятием широкой номенклатуры товаров и услуг, относящихся к одной товарной группе. Компания может считаться диверсифицированной только в том случае, если денежные потоки, получаемые от различных сфер деятельности, сопоставимы по величине. Кроме того, доходы от различных сфер бизнеса должны иметь отрицательную корреляцию, т.е. не быть взаимосвязанными. Диверсифицированное предприятие при прочих равных условиях меньше зависит от успеха или неудачи в определенной сфере бизнеса, а следовательно, более устойчиво.

Преимущества от производственной диверсификации еще более усиливаются при удачной территориальной диверсификации, т.е. когда компания производит свою продукцию на различных с географической точки зрения рынках.

ОАО "маслобойный завод", будучи незначительно диверсифицированным предприятием, получает выручку от реализации различных видов и марок подсолнечного масла, жмыха, олифы. В случае необходимости Предприятию

будет достаточно проблематично диверсифицировать деятельность, т.к. это потребует больших затрат для переориентации технологического процесса и квалификации персонала.

Заключение: 3 процентных пункта риска.

5. Диверсификация клиентуры

Согласно теории маркетинга цель фирмы – удовлетворение потребностей клиентов. Чем больше у фирмы потребителей, тем при прочих равных условиях более устойчив бизнес. Однако уровень диверсификации определяется не только количеством клиентов, но и долей сбыта, приходящейся на каждого из них. Существуют различные способы анализа клиентской базы, в том числе опросы потребителей и документальный анализ клиентуры. В данном отчете был использован последний.

В результате изучения контрактов, заключенных фирмой за последние 3 года, выявления наиболее устойчивой части клиентской базы, доли обновления, тенденций в структуре потребителей, анализа сложившейся сбытовой политики, Оценщик пришел к выводу, что в настоящий момент сложилась удовлетворительная и стабильная клиентура - сбыт основных видов продукции гарантирован. Однако необходимо расширять клиентскую базу, чтобы гарантировать сбыть произведенной продукции, учитывая увеличение ее производства в прогнозном периоде.

Заключение: 3 процентных пункта риска.

6. Доходы: рентабельность и предсказуемость.

При анализе рентабельности и прогнозируемости рассматривать следует прежде всего выручку предприятия как основу денежного потока. Если выручка поддается прогнозированию и рентабельность продукции стабильна, величину будущей прибыли найти несложно.

Для определения прогнозируемости выручки оценщиком были проанализированы и сопоставлены:

- планы производства и сбыта продукции в предыдущие годы с фактическими результатами;
- планы производства и сбыта на прогнозный период;
- зависимость между динамикой развития предприятия и отраслевыми тенденциями.

В связи с тем, что текущие и прогнозируемые показатели доходности ОАО "маслобойный завод" относительно невысокие для предприятия в данном сегменте рынка, а также то, что вероятность предсказуемости фактических доходов может снизиться и потребуются корректировка, оценщик закладывает более высокую норму дохода.

Заключение: 3 процентных пункта риска.

7. Прочие риски.

Прочие риски применительно к данному Предприятию обусловлены отраслевой спецификой отрасли производства подсолнечного масла, которая в свою очередь зависит от урожайности основного вида сырья – подсолнечника.

Заключение: 1 процентный пункт риска.

Таким образом, для ОАО "маслобойный завод" получены дополнительные 18 процентных пунктов риска.

Определение инфляционной составляющей ставки дисконтирования

Для определения ставки дисконтирования логично использовать тот же уровень инфляции, который определен в качестве базового при проведении расчетов чистого денежного потока. Так как наибольшее влияние ставка дисконтирования оказывает на денежный поток, отстоящий от даты оценки на достаточно большой срок, инфляционная составляющая должна бы была быть принята на уровне 10% в год. Однако темпы инфляции уже заложены в расчете чистой прибыли, поэтому при расчете ставки дисконтирования не учитывались.

Определение странового риска

Риск инвестирования средств на территории какой-либо страны определен как "...прямая потеря физических и/или финансовых активов на территории страны, либо как непредвиденно низкий доход от данных активов или от международных операций, наступившие в силу событий, факторов общеэкономического, финансового или социально-политического характера, действующих в данной стране независимо от частного предприятия или лица."

Данный вид риска учтен в безрисковой ставке (уровне доходности по рублевым депозитам в российских банках). Таким образом базовая ставка дисконта не подвергается корректировке на страновой риск.

Заклучение

Для обоснования ставки дисконтирования денежного потока использовали метод "По нарастанию". По-нашему мнению, этот метод в наибольшей степени подходит для российских условий.

В соответствии с методом "По нарастанию", оценили очищенную от риска норму дохода для России (10%), премию за риск инвестирования в рассматриваемое предприятие (18%), который учитывался при определении чистого денежного потока.

Сложив перечисленные выше величины, определяем ставку дисконта для дисконтирования денежных потоков в размере 28%.

□

Стоимость компании в прогнозный период ее эксплуатации

Исходя из описанных предположений и исходных данных Оценщиком был рассчитан чистый денежный поток от финансово-хозяйственной деятельности ОАО "маслобойный завод".

В соответствии с используемой методикой для определения чистой приведенной стоимости (NPV) полученные результаты были приведены к текущей стоимости на основе выбранной ставки дисконтирования по формуле:

$$NPV = \sum D_i / (1+K)^i,$$

где: NPV - чистая приведенная стоимость;

D_i - объем чистого денежного потока, получаемый в i -тый период дискретного прогнозного периода;

K - ставка дисконта;

i - период.

Результаты расчета дисконтированного денежного потока в прогнозном периоде представлены ниже:

Показатель	2004	2005	2006	2007
Денежный поток, тыс. руб.	22052	-126610	38309	63346
Фактор при ставке дисконтирования 28%	1	0,78125	0,61035	0,47684
Дисконтированный денежный поток, тыс. руб.	22052	-98914	23382	30206

Вывод: чистый приведенный денежный поток ОАО "маслобойный завод" прогнозного периода равен – 23 274 тыс. руб.

Стоимость компании в постпрогнозный период ее эксплуатации

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

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период используют тот или иной способ расчета:

- метод расчета по ликвидационной стоимости. Он применяется в том случае, если в послепрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей активов. Для оценки действующего предприятия, а тем более находящегося в стадии роста, этот подход неприменим;
- метод расчета по стоимости чистых активов. Техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы;

- метод предполагаемой продажи, состоящий в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Поскольку практика продажи компаний на российском рынке крайне скудна или отсутствует, применение данного метода весьма проблематично;
- по модели Гордона годовой доход постпрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Для вычисления стоимости ОАО "маслобойный завод" в постпрогножном периоде была использована модель Гордона:

$$V = D1/(K-G),$$

где: D1 - объем чистого денежного потока, получаемый в первый год после окончания дискретного прогнозного периода;

K - ставка дисконта;

G - ожидаемый темп прироста денежного потока.

Объем чистого денежного потока, получаемый в первый год после окончания дискретного прогнозного периода по результатам расчетов был принят равным 30 206 тыс. руб.

Таким образом, приведенная остаточная стоимость составит 167 811 тыс. руб.

Таким образом, в соответствии с правилами оценки действующего предприятия (бизнеса) стоимость ОАО "маслобойный завод" методом дисконтированного денежного потока определяется как чистый приведенный денежный поток прогнозного периода плюс приведенная остаточная стоимость постпрогнозного периода и принимается равной 144 537 000 руб., что по курсу ЦБ РФ на дату оценки составляет 4 966 900 долл. США.

Эта стоимость является стоимостью права владения контрольной долей в капитале Предприятия, что предполагает реализацию владельцем всех экономических выгод, определяемых итоговым объемом чистого денежного потока.

Существующие неопределенности и, соответственно, риск вложений в данное Предприятие был учтен при определении ставки дисконтирования прогнозируемых денежных потоков.

2.4 ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОАО "МАСЛОБОЙНЫЙ ЗАВОД".

Для оценки стоимости бизнеса (акций, находящихся в обращении) ОАО "маслобойный завод" применялся метод чистых активов и метод дисконтированных денежных потоков, в результате были получены следующие результаты:

- рыночная стоимость бизнеса, определенная методом чистых активов, составляет – 41 707 000 (Сорок один миллион семьсот семь тысяч) руб.
- рыночная стоимость бизнеса, определенная методом дисконтированных денежных потоков составляет – 144 537 000 (Сто сорок четыре миллиона пятьсот тридцать семь) руб.

Для определения итоговой величины рыночной стоимости ОАО "маслобойный завод" были проанализированы преимущества и недостатки использованных методов.

Метод дисконтированных денежных потоков имеет следующие преимущества: учитываются будущие ожидания инвестора и включен рыночный аспект - ставка дисконта, которая определяется на основе рыночных данных. С другой стороны, недостатками являются: данные, основанные на предположении, что представляет трудность в выработке прогноза.

Метод накопления активов базируется на рыночной стоимости реальных активов предприятия и имеет следующие недостатки: статичность и невозможность учесть перспективы развития предприятия. Затратный подход к оценке бизнеса в условиях рыночной экономики в наименьшей степени отражает возможное поведение инвесторов на рынке, нежели доходный подход. Поэтому, как правило, результату, полученному с помощью затратного подхода присваивают вес меньший нежели результату, полученному с помощью доходного подхода. С другой стороны, возможность вхождения в бизнес (особенно в сферу производства, где требуются крупные капитальные вложения в недвижимость и оборудование), заранее неопределена. Поэтому инвестор, скорее всего, предпочтет приобретение существующего бизнеса, нежели создание нового.

Исходя из вышеизложенного, Оценщик отдает предпочтение доходному подходу – ему присвоен удельный вес 70%, затратному подходу оценщик присвоил удельный вес 30%.

Результаты расчетов с учетом указанных весов приведены в таблице.

Примененные подходы оценки	Примененные методы оценки	Стоимость бизнеса, тыс. руб.	Присвоенный вес	Стоимость бизнеса с учетом веса, тыс. руб.
Доходный подход	Метод дисконтирования денежных потоков	144 537	70%	101 175,9
Затратный подход	Метод накопления активов	41 707	30%	12 512,1
Итоговое значение рыночной стоимости ОАО "маслобойный завод"				113 688

Вывод: рыночная стоимость ОАО "маслобойный завод" по состоянию на 01.01.2005г. равняется 113 688 000 (Сто тринадцать миллионов шестьсот восемьдесят восемь тысяч) руб., что по курсу ЦБ РФ на дату оценки составляет 3 906 804 долл. США.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Особенность современного этапа развития рыночной экономики в России заключается в необходимости и важности оценки стоимости предприятия (бизнеса) для решения задач инвестирования в бизнес, привлечения капитала, залоговых операций, страхования и др. Как показывает практика, эффективность принятия решений в области инвестиционных программ, реструктуризации предприятия, привлечения капитала через акционирование, при проведении залоговых операций зависит от разносторонности и полноты информации по оценке стоимости исследуемого предприятия. Это обуславливает целесообразность оценки рыночной стоимости предприятия одновременно с позиции трех подходов (в нашем случае двух), что является сутью комплексной оценки развития его экономического и финансового состояния.

В вышеизложенном отчете проанализированы показатели деятельности маслобойного завода за последние три года (на основании предоставленной информации), составлен прогноз будущих доходов предприятия, проведен финансовый анализ. Из этого можно сделать выводы о развитии предприятия. Маслобойный завод имеет тенденцию к росту объема производства в данный момент, так и в ближайшие 2-3 года. При этом производственное предприятие рассматривается как самостоятельный хозяйствующий субъект в процессе развития его экономического, финансового состояния, в том числе основной (производственной), финансовой и инвестиционной деятельности.

Оценка является одним из этапов реализации процедуры антикризисного управления, которое в свою очередь призвано обеспечить эффективное функционирование предприятия.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации
2. Федеральный закон об оценочной деятельности в Российской Федерации №135 от 29 июля 1998 г.
3. Постановление Правительства РФ от 06.07.01 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки»
4. Положение о лицензировании оценочной деятельности.
5. Г.И.Сычева, В.А. Сычев «Оценка стоимости предприятий (бизнеса)
6. Алгоритм реализации методики скорректированной балансовой стоимости изложен в Приказе Минфина РФ и ФКЦБ ном.10н, 3-06/ПЗ от 29.01.2003г. “О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ”
7. Данные Госкомстата РФ 2003.г.
8. Данные Союза маслодобывающих и маслоперерабатывающих предприятий. Союз (ММПП)
9. Устранимый и неустрашимый физический износ по оцениваемым зданиям определен согласно оценочным критериям при определении износа, сформулированным в конспекте лекций по основным принципам оценки технического состояния зданий и сооружений Ю. В. Бейлезона.
10. “Недвижимость для бизнеса”, газеты “Из рук в руки”, база данных “Российская мультилистинговая система”.
11. Интернет-сайты <http://www.akp.ru>, <https://www.foreman.ru>, <https://www.ocenchik.ru>
12. Д.Фридман, Н.Ордуей «Оценка приносящей доход недвижимости».
13. Бухгалтерский баланс, форма 1,2,3,4,5
14. R.S.Means, Ко-Инвест. «Современные инженерные системы зданий» М., 2004г.
15. Оценка бизнеса. М., Финансы и статистика, 2004.г
16. Общая часть к сб. УПВС зданий и сооружений для переоценки основных фондов. 1972 г
17. «Амортизационные отчисления на полное восстановление основных фондов № 1072», М., 1997 г.
18. Правила оценки физического износа жилых зданий. ВСН 53 – 86 (р), М., 1990 <https://www.ocenchik.ru/docs/3.html>