

РОССИЯ
ООО «Оценка»

ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ
№

**Оценка рыночной стоимости 20% пакета акций
предприятия на примере ОАО «БЫТ»**

Заказчик

Комитет имущественных отношений

Исполнитель

ООО «Оценка»

2004

ОГЛАВЛЕНИЕ

- Сопроводительное письмо
1. Общие сведения
 - 1.1. Постановка задания по оценке
 - 1.2. Используемые понятия и терминология
 - 1.3. Последовательность определения рыночной стоимости пакета акций
 2. Анализ социально-экономической ситуации
 - 2.1. Обзор состояния экономики России
 - 2.2. Анализ социально-экономического положения в регионе
 3. Финансовый анализ ОАО «БЫТ»
 - 3.1. Описание объекта оценки
 - 3.2. Краткий финансовый анализ деятельности предприятия
 - 3.3. Анализ балансовых отчетов
 - 3.4. Анализ отчетов о прибылях и убытках
 - 3.5. Анализ финансовых коэффициентов
 4. Методики определения рыночной стоимости объекта
 - 4.1. Затратный подход
 - 4.2. Доходный подход
 - 4.3. Сравнительный подход
 5. Расчет рыночной стоимости объектов недвижимости
 - 5.1. Расчет рыночной стоимости затратным подходом
 - 5.1.1. Определение стоимости воспроизводства
 - 5.1.2. Определение величины накопленного износа
 - 5.1.3. Определение величины физического износа
 - 5.1.4. Определение величины накопленного функционального износа
 - 5.1.5. Определение величины внешнего (экономического) износа
 - 5.1.6. Определение рыночной стоимости объектов недвижимости с учетом величины накопленного износа
 - 5.1.7. Определение корректировок прочих статей баланса
 - 5.2. Расчет рыночной стоимости доходным подходом
 - 5.2.1. Теоретические основы доходного подхода
 - 5.2.2. Метод прямой капитализации
 - 5.3. Сравнительный подход
 6. Согласование результатов о рыночной стоимости объектов
 - 6.1. Заключение о стоимости предприятия
 - 6.2. Определение стоимости 20% пакета акций предприятия

РОССИЯ

Экспертное агентство ООО «Оценка»

10 ИЮЛЯ 2003 г.

НАЧАЛЬНИКУ КОМИТЕТА
ИМУЩЕСТВЕННЫХ ОТНОШЕНИЙ
ГОСПОДИНУ ИВАНОВУ С.А.

Уважаемый Сергей Алексеевич!

По Вашей заявке экспертное агентство ООО «Оценка» (согласно технического задания) и в соответствии с договором № 19 от «25» июня 2003 года произвело оценку стоимости 20-ти %-го пакета акций ОАО «БЫТ», с целью определения рыночной стоимости данной доли, по состоянию на 01.07.2003 г.

Осмотр предприятия производился с 25 июня 2003 г. по 5 июля 2003 года.

- Рыночная стоимость 20% пакета акций ОАО «БЫТ» с учетом скидки на неконтрольный пакет и скидки за не размещение на фондовом рынке, по состоянию на 01 июля 2003 г. составляет:

2 882 466 рублей

**(Два миллиона восемьсот восемьдесят две тысячи четыреста шестьдесят
шесть рублей)**

Оценка объекта произведена на основании:

- анализа доступной правовой, технической, бухгалтерской, статистической и другой документации;
- анализа информации относительно реально сложившихся расценок на работы, а также нормативно устанавливаемых коэффициентов и законодательных актов, связанных с объектами оценки.

Отдельные части настоящей оценки могут трактоваться только в связи с полным текстом прилагаемого отчета, принимающего во внимание все содержащиеся в нем допущения и ограничения.

Все расчеты, имеющиеся в отчете, выполнены в соответствии с постановлениями правительства РФ и нормативными актами Министерства Финансов, Госстроя РФ, Госкомстата РФ, Министерства экономики РФ.

Оценка произведена в соответствии со Стандартами оценки и Кодексом профессиональной этики оценщика.

В случае возникновения у Вас каких-либо вопросов, связанных с настоящей оценкой, пожалуйста, обращайтесь к нам.

Благодарим за предоставленную возможность оказать Вам услугу.

С уважением
Генеральный директор

Петров П.П.

1. ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ

1.1. ПОСТАНОВКА ЗАДАНИЯ ПО ОЦЕНКЕ

Объект оценки:	20% - пакет акций ОАО «БЫТ»
Цель оценки:	Определение рыночной стоимости 20 %-го пакета акций ОАО «БЫТ»
Назначение оценки:	Определение цены предполагаемой продажи
Заказчик	Комитет имущественных отношений администрации города
Оценщик	ООО «Оценка»
Основание для проведения оценки:	Договор между Оценщиком и Заказчиком
Действительная дата оценки:	01.07.2003 г.

1.2. ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНОЛОГИЯ

Активы — то, чем владеет предприятие и что выражено в денежном эквиваленте. Активы подразделяются на движимое и недвижимое имущество, внеоборотные и оборотные активы, нематериальные активы.

Амортизация — процесс накопления по мере реализации продукта денежных сумм, соответствующих перенесенной стоимости основных фондов и последующее возмещение за счет этих сумм изношенных основных фондов. Перенос стоимости, утраченной основными фондами в процессе эксплуатации, происходит в виде амортизационных отчислений, которые осуществляются в соответствии с установленными нормами амортизации.

Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Выпуск акций на предъявителя разрешается в определенном отношении к величине оплаченного уставного капитала эмитента в соответствии с нормативом, установленным федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

База оценки имущества — вид стоимости имущества, в содержании которой реализуется цель и метод оценки.

Примечание. База оценки может быть основана на следующих видах стоимости – рыночная, восстановительная, замещения, первоначальная, остаточная, стоимость при существующем использовании, действующего предприятия, инвестиционная, ликвидационная, страховая, стоимость для налогообложения, залоговая, стоимость специализированного имущества.

Баланс — общий свод бухгалтерского учета предприятия, характеризующий финансовое положение предприятия на определенную дату. Баланс содержит в левой половине статьи, отражающие имущество предприятия (активы), в правой половине — статьи, противопоставляющие им собственный и заемный капитал (пассивы).

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг - форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо.

Дебиторская задолженность — права требования, принадлежащие продавцу (поставщику) как кредитору по неисполненным денежным обязательствам покупателем (получателем) по оплате фактически поставленных по договору товаров, выполненных работ или оказанных услуг.

Долгосрочные финансовые вложения — инвестиции в ценные бумаги других предприятий, процентные облигации государственных и местных займов, уставные фонды других предприятий, созданных на территории страны, капитал предприятий за рубежом и т.п.

Документарная форма эмиссионных ценных бумаг - форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо.

Доходный подход – общий путь расчета показателя стоимости бизнеса, доли в бизнесе или ценной бумаги с использованием одного или нескольких методов, в которых стоимость определяется посредством конвертации ожидаемых выгод.

Здания — вид основных фондов по натурально-вещественному признаку, включающий архитектурно-строительные объекты, назначением которых является создание условий (защита от атмосферных явлений и пр.) для труда, жилья, социально-культурного обслуживания населения и хранения материальных ценностей. Здания имеют в качестве основных конструкторских частей стены и крышу (цокольная часть электростанций на открытом воздухе относится к зданиям). Передвижные домики (мастерские, кузницы, котельные, кухни, АТС, жилые, бытовые, административные и пр.) относятся к зданиям, установленное в них оборудование и другие основные фонды относятся соответственно к машинам и оборудованию или другим классам основных фондов.

Земельный участок — часть недвижимости в виде участка территории земли с границами, определенными в документах, выдаваемых государственными комитетами по земельным ресурсам и землеустройству.

Именные эмиссионные ценные бумаги - ценные бумаги, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Инвестированный капитал – сумма долга и собственного капитала в бизнесе на долгосрочной основе.

Износ основных фондов (средств) — частичная или полная утрата основными фондами потребительских свойств и стоимости в процессе эксплуатации, под воздействием сил природы, вследствие технического прогресса и роста производительности общественного труда. изнашиваются все виды основных фондов. Интенсивность износа зависит от вида основных фондов, особенностей их конструкции, качества изготовления, характера и условий эксплуатации, состояния обслуживания и других факторов.

Различают несколько типов износа. Физический износ — уменьшение стоимости имущества вследствие потери его элементами своих первоначальных свойств. Моральный (функциональный) износ — уменьшение стоимости имущества вследствие несоответствия его характеристик современным требованиям рынка. Внешний износ — уменьшение стоимости имущества вследствие изменения условий окружающей среды. Необходимо различать термины «износ» в экономической науке и «амортизация» в бухгалтерском учете.

Кредиторская задолженность — заемные денежные средства, временно привлеченные предприятием, организацией и подлежащие возврату.

Контроль над предприятием – возможность руководить менеджментом и политикой бизнеса.

Малоценные и быстроизнашивающиеся предметы - это часть материально-производственных запасов организации, используемая в качестве средств труда в течение не более 12 мес. или обычного операционного цикла, если он превышает 12 мес., либо часть, имеющая стоимость на дату приобретения ниже лимита, утвержденного организацией в пределах не более 100-кратного (для бюджетных учреждений 50-кратного) минимального размера оплаты труда, установленного законодательством РФ.

Машины и оборудование — вид основных фондов по их натурально-вещественному признаку. К машинам и оборудованию относятся устройства, преобразующие энергию, материалы и информацию. В зависимости от основного (преобладающего) назначения Машины и оборудование делятся на энергетические (силовые), рабочие и информационные.

Мажоритарная доля – участие в собственности, обеспечивающее более 50% «голосующих» акций в бизнесе.

Мажоритарный контроль – степень контроля, обеспечиваемая мажоритарной долей.

Миноритарная доля – участие в собственности, обеспечивающее менее 50% «голосующих» акций в бизнесе.

Миноритарная скидка – скидка на отсутствие контроля, применяемая к миноритарному пакету.

Недвижимое имущество (объект недвижимости, недвижимость) определяется, как физический земельный участок и относящиеся к нему выполненные человеком улучшения. Это материальная, осязаемая «вещь», которую можно посмотреть и потрогать, в совокупности со всеми сооружениями на земле, а также над или под ней. Недвижимость состоит из двух основных элементов: земельного участка и улучшений.

Обращение ценных бумаг - заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

Основные средства — это созданные общественным трудом потребительные стоимости (произведенные активы), которые длительное время неоднократно или постоянно в неизменной натурально– вещественной форме используются в экономике, постоянно перенося свою стоимость на создаваемые продукцию и услуги.

Отчет об оценке имущества — документ, содержащий обоснование мнения оценщика о стоимости имущества.

Первоначальная стоимость имущества — фактические затраты на приобретение или создание имущества на момент начала его использования.

Полная стоимость воспроизводства основных фондов — это полная стоимость затрат, которые должна была бы осуществить организация, ими владеющая, если бы она должна была полностью заменить их на новые аналогичные объекты по рыночным ценам и тарифам, существующим на дату

оценки, включая затраты на приобретение (строительство), транспортировку, установку (монтаж) объектов, для импортируемых объектов - также таможенные платежи и т.д.

Право собственности — право собственника владеть, пользоваться и распоряжаться своим имуществом. К правам собственности относятся:

- право совершать в отношении принадлежащего ему имущества любые действия, не противоречащие закону и правовым актам и не нарушающие права и охраняемые законом интересы других лиц;
- право отчуждать свое имущество в собственность другим лицам;
- право передавать свои права владения, пользования и распоряжения имуществом;
- право передавать имущество в залог.

Премия за контроль – денежное выражение преимущества, обусловленное владением контрольным пакетом акций.

Производственные запасы — предметы труда, предназначенные для обработки, переработки или использования в производстве, либо для хозяйственных нужд.

Процедура оценки имущества — совокупность приемов, обеспечивающих процесс сбора и анализа данных, проведения расчетов стоимости имущества и оформления результатов оценки.

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

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Рыночный подход – общий путь расчета показателя стоимости бизнеса, доли в бизнесе или ценной бумаги с использованием одного или нескольких методов сравнения оцениваемого бизнеса с проданными аналогичными бизнесами, долями в бизнесе или ценными бумагами.

Размещение эмиссионных ценных бумаг - отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

Скидка на недостаточность контроля – сумма или процент, вычитаемые из пропорциональной доли от стоимости 100-процентного пакета в бизнесе с целью отразить отсутствие некоторых или всех возможностей контроля.

Скидка на неликвидность – абсолютная величина или доля (в процентах), на которую уменьшается рыночная стоимость объекта, чтобы отразить его недостаточную ликвидность.

Сооружения — вид основных фондов по натурально-вещественному признаку. К сооружениям относятся инженерно-строительные объекты, назначением которых является создание условий, необходимых для осуществления процесса производства путем выполнения тех или иных технических функций, не связанных с изменением предмета труда, или для осуществления различных непроизводственных функций.

Стоимость балансовая — полная первоначальная стоимость основных фондов, учитываемая в момент их постановки на учет в бухгалтерском балансе. Балансовая стоимость представляет, как правило, смешанную оценку основных фондов, т.к. часть инвентарных объектов числится на балансах по стоимости воспроизводства на момент последней переоценки, а основные фонды, введенные в последующий период, учтены по первоначальной стоимости (стоимости приобретения).

Сырье и материалы – предметы труда, подвергшиеся ранее воздействию труда и подлежащие дальнейшей переработке.

Товары для перепродажи - часть материально-производственных запасов организации, приобретенная или полученная от других юридических и физических лиц и предназначенная для продажи или перепродажи без дополнительной обработки.

Улучшения — это любые формы благоустройства участка, от зданий и сооружений до ландшафтного оформления. Улучшения подвержены износу, который происходит с течением времени под воздействием различных факторов.

Чистые активы – суммарные активы минус суммарные обязательства.

Чистый денежный поток – сумма денежных средств, которая остается после того, как удовлетворены все потребности бизнеса в денежных средствах в данном операционном периоде. Чистый денежный поток, как правило, рассматривается как денежные средства, которые можно направить на пополнение собственного или инвестируемого капитала.

Экономический срок службы – период, в течение которого имущество можно прибыльно использовать.

Эмитент - юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

Эмиссия ценных бумаг - установленная федеральным законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Эмиссионная ценная бумага - любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Этика оценщика — совокупность этических правил и норм поведения оценщика при проведении процедуры оценки имущества.

1.3. ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПАКЕТА АКЦИЙ

Оценка рыночной стоимости 20% пакета акций ОАО «БЫТ» включает в себя следующие этапы:

1. Анализ социально-экономического состояния России и региона.
2. Обработка и анализ материалов и документов, предоставленных администрацией ОАО «БЫТ», при допущении, что они верно отражают хозяйственное и финансовое состояние предприятия.
3. Исследование основных объектов ОАО «БЫТ».
4. Оценка экономического и финансового состояния предприятия, исходя из имеющихся в нашем распоряжении документов и материалов, результатов переговоров с руководством предприятия и осмотра объектов.
5. Определение рыночной стоимости 100% пакета акций предприятия с использованием трех подходов к оценке: доходного, затратного, сравнительного.
6. Определение стоимости оцениваемого 20% пакета акций и дальнейшее согласование результатов, полученных разными методами.

2. АНАЛИЗ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

2.1. Обзор состояния экономики России

В целом в России сохранились положительные тенденции в российской экономике, сложившиеся с начала 2003 года. Благоприятная ценовая конъюнктура и повышение спроса на российские товары на внешних рынках позволили расширить экспорт, увеличить его стоимостные и физические объемы, а также стимулировало производство во многих экспортоориентированных

отраслях. Прирост ВВП за январь-сентябрь 2003 года по сравнению с тем же периодом 2002 года составил, по предварительной оценке Минэкономразвития, 6.5%, объем промышленного производства увеличился на 6.8%. Росли реальные располагаемые денежные доходы и потребление населением товаров и услуг. Заметно повысилась инвестиционная активность в экономике. В целом, процесс экономического подъема продолжается пятый год подряд. При этом по темпам экономического роста Россия опережает большинство стран мирового сообщества, что особенно заметно на фоне весьма скромных темпов экономического роста большинства развитых стран. Рост реального ВВП России значительно опережает соответствующий показатель индустриально развитых стран. Прирост ВВП России за 2 квартал 2003 года по отношению к соответствующему периоду предыдущего года составил 7.2%, тогда как в США и Японии - соответственно, 2.5% и 3.0%, а в Еврозоне - лишь 0.2 процента.

В январе - сентябре 2003 года объем инвестиций в основной капитал составил 1409.6 млрд. рублей, или 112.1% к соответствующему периоду прошлого года. Имеет место прогрессирующий характер темпов роста накопленных объемов инвестиций в основной капитал: с 110.2% в I квартале 2003 г. до 111.9% за первое полугодие и 113% в сентябре.

За январь-сентябрь 2003 года инфляция на потребительском рынке составила 8.6 % против 10.3% за соответствующий период 2002 года. Несмотря на высокие темпы роста денежной массы М2 в текущем году, после традиционного сезонного подъема инфляции в начале года, с марта темпы прироста цен плавно снижались. Снижению уровня инфляции за прошедший период 2003 года способствовали: оживление экономического роста, укрепление курса рубля; рост предложения отечественной и особенно импортной продукции; умеренное повышение цен и тарифов на продукцию (услуги) естественных монополий, проведенное в январе; снижение инфляционных ожиданий, на что указывает положительная динамика индекса предпринимательской уверенности в текущем году, постепенный рост сбережений населения.

2.2. АНАЛИЗ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПОЛОЖЕНИЯ В РЕГИОНЕ

3. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ОАО «БЫТ»

3.1. ОПИСАНИЕ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ

Для проведения работ по оценке рыночной стоимости 20-ти % -ой доли в собственном капитале предприятия руководством были предоставлены следующие документы:

1. Устав ОАО «БЫТ», редакция 2002 г.
2. Копии годовых бухгалтерских отчетов с приложениями за 2001-2003 г.г.;
3. Копии квартальных бухгалтерских отчетов с приложениями за 2003 г.;
4. Опись основных фондов по состоянию на 01 июля 2003 года;
5. Копии договоров о предоставлении земельных участков в пользование на условиях аренды.
6. Свидетельства о регистрации
7. План приватизации.
8. Приказ об учетной политике предприятия

Краткая характеристика предприятия

Таблица № 1.

Наименование	ОАО «БЫТ»
Место нахождения и юридический адрес	
Номер и дата регистрации	

Орган, выдавший свидетельство о государственной регистрации	Администрация города
Уставной капитал	3645 (Три тысячи шестьсот сорок пять) рублей
Структура уставного капитала на момент оценки	<ul style="list-style-type: none"> • 20 % - Администрация города • 80 % - Акционеры общества (физ.лица)

ОАО «БЫТ» предприятие основной деятельностью которого является сдача недвижимости в аренду и управление объектами недвижимости.

Основные виды деятельности:

- услуги по аренде

Структура уставного капитала предприятия

Уставный капитал общества на момент создания составлял **3 645** рублей.

Доли участников распределены следующим образом:

1. Администрация города – 20 % от УК.
2. Акционеры общества – 80 % от УК

Основные фонды, находящиеся на балансе предприятия.

Общее число позиций основных фондов, находящихся на балансе ОАО «БЫТ» - 3 единицы, в том числе:

- Дом быта ул. Иванова 7
- Дом быта ул. Петрова 26
- Дом быта ул. Сидорова 2

Опись арендованного имущества, составленная по данным предприятия, представлена в Таблице №2 к настоящему отчету.

Таблица № 2

№ п/п	Адрес	Площадь	Объем	Дата ввода (год)	Назначение	Размерность расч. показателя	Балансовая стоимость руб.
Объект недвижимости							
1	ул. Иванова 17	2094.3	7684	1987	Дом быта	м ³	4108843.03
2	ул. Петрова 26	1794.4	6006	1986	Дом быта	м ³	3061952.88
3	ул. Сидорова 2	1338.6	4621	1988	Дом быта	м ³	2432436.53
	ИТОГО	5227,3	18311				9603232,44

3.2. КРАТКИЙ ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Финансовый анализ позволяет выявить тенденции развития предприятия в прошлом, оценить его сегодняшнее положение, обосновано прогнозировать его развитие в будущем, определить

степень деловых и финансовых рисков. Выводы финансового анализа используются для определения степени риска инвестирования средств в данное предприятие, а также позволяют оценить ликвидность каждой статьи актива баланса.

Анализ финансового состояния предприятия в рамках настоящей работы заключался в рассмотрении балансов и отчетов о прибылях и убытках, расчете показателей ликвидности, прибыльности, структуры капитала и других финансовых характеристик за предшествующий дате оценки период, а также с целью определения метода расчета стоимости доли собственного капитала.

Данный подход представлен двумя основными методами:

- методом стоимости чистых активов
- методом ликвидационной стоимости

Расчет методом стоимости чистых активов включает несколько этапов:

- 1) Оценивается недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости
- 2) Определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования
- 3) Выявляются и оцениваются нематериальные активы
- 4) Определяется рыночная стоимость финансовых вложений как долгосрочных, так и краткосрочных
- 5) Товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость
- 6) Оценивается дебиторская задолженность
- 7) Оцениваются расходы будущих периодов
- 8) Обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость
- 9) Определяется собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

Метод стоимости чистых активов используется когда:

- компания обладает значительными материальными активами
- ожидается, что компания по-прежнему будет действующим предприятием.

Метод ликвидационной стоимости используется в следующих случаях, когда:

- компания находится в состоянии банкротства, или имеются серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим
- стоимость при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

Определение метода расчета собственного капитала возможно после проведения финансового анализа состояния предприятия.

Источниками информации для анализа финансового состояния компании являлись консолидированные формы “Бухгалтерский баланс” (форма № 1 Таблица №3) и “Отчет о прибылях и убытках” (форма № 2 Таблица № 4) за 2001-2002 годы и 6 месяцев 2003 г.

3.3. АНАЛИЗ БАЛАНСОВЫХ ОТЧЕТОВ

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

Для обеспечения сопоставимости исследуемых данных по статьям и разделам баланса на начало и конец рассматриваемого периода анализ проводится на основе удельных показателей, рассчитываемых к валюте баланса, которая принимается за 100%. Результаты определения динамики и структуры позиций баланса представлены в Таблицах № и № .

Данные консолидированных балансовых отчетов за 2001 – 2003 гг. (руб.)

Таблица № 3

БАЛАНС, Ф№1				
СТАТЬЯ БАЛАНСА	<i>Код строки</i>	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь
АКТИВ				
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Нематериальные активы	110	3545,0	1970,0	1182,0
Основные средства	120	7056891,0	7461960,0	8845793,0
Незавершенное строительство	130	629258,0	0,0	0,0
Долгосрочные финансовые вложения	140	0,0	0,0	0,0
Итого по разделу I	190	7689694,0	7463930,0	8846975,0
II ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Запасы, в том числе:	210	22423,0	41392,0	45751,0
- сырье, материалы и другие аналогичные ценности		22423,0	27912,0	44687,0
- расходы будущих периодов		0,0	13480,0	1063,0
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	3945,0	5077,0	12989,0
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	781089,0	2489049,0	3944618,0
- в том числе покупатели и заказчики		250063,0	524936,0	2616153,0
Краткосрочные финансовые вложения	250	555000,0	975000,0	845000,0
Денежные средства	260	293534,0	1489155,0	2918452,0
Итого по разделу II	290	1655991,0	4999673,0	7766810,0
БАЛАНС (сумма строк 190+290)	300	9345685,0	12463603,0	16613785,0
ПАССИВ	<i>Код строки</i>	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
Уставной капитал	410	3645,0	3645,0	3645,0
Добавочный капитал	420	6308860,0	6308860,0	6308860,0
Резервный капитал	430	0,0	0,0	0,0
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	2965997,0	6055193,0	10063815,0
Итого по разделу III	490	9278502,0	12367698,0	16376320,0
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Займы и кредиты	510	0,0	0,0	0,0
Прочие долгосрочные массивы	520	0,0	0,0	0,0
Итого по разделу IV	590	0,0	0,0	0,0
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Займы и кредиты	610	0,0	0,0	0,0
Кредиторская задолженность, в том числе:	620	67183,0	95906,0	237464,0
- поставщики и подрядчики		59308,0	64856,0	194592,0
- задолженность перед персоналом организации		73,0	391,0	254,0
- задолженность по налогам и сборам		0,0	24811,0	25906,0
- прочие кредиторы		0,0	998,0	11989,0
Итого по разделу V	690	67183,0	95906,0	237464,0
БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)	700	9345685,0	12463604,0	16613784,0

Таблица № 4

ФОРМА №2				
Наименование показателя	<i>Код строки</i>	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь
I. Доходы и расходы по обычным видам деятельности				
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)		5575370,0	8052605,0	7017020,0
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг		4374171,0	6649209,0	3944987,0

Валовая прибыль		1201199,0	1403396,0	3072033,0
Коммерческие расходы		0,0	0,0	0,0
Управленческие расходы		0,0	0,0	0,0
Прибыль (убыток) от продаж		1201199,0	1403396,0	3072033,0
Прочие доходы и расходы				
Проценты к получению		0,0	68703,0	68731,0
Проценты к уплате		0,0	0,0	0,0
Доходы от участия в других организациях		0,0	0,0	0,0
Прочие операционные доходы		29466,0	2500,0	25000,0
Прочие операционные расходы		(251509,0)	(167270,0)	(98947,0)
Внереализационные доходы		374025,0	361390,0	112059,0
Внереализационные расходы		0,0	(30581,0)	(1215,0)
Прибыль (убыток) от налогообложения		1353181,0	1638138,0	3177661,0
Отложенные налоговые активы		0,0	0,0	0,0
Отложенные налоговые обязательства		0,0	0,0	0,0
Текущий налог на прибыль		(408765,0)	(613464,0)	(714444,0)
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода		944416,0	1024674,0	2463217,0

Структура и динамика позиций баланса, %

Таблица № 5

БАЛАНС, Ф1				
СТАТЬЯ БАЛАНСА	Код строки	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь
АКТИВ				
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Нематериальные активы	110	0,0%	0,0%	0,0%
Основные средства	120	75,5%	59,9%	53,2%
Незавершенное строительство	130	6,7%	0,0%	0,0%
Долгосрочные финансовые вложения	140	0,0%	0,0%	0,0%
Итого по разделу I	190	82,3%	59,9%	53,3%
II ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
Запасы, в том числе:	210	0,2%	0,3%	0,3%
- сырье, материалы и другие аналогичные ценности		0,2%	0,2%	0,3%
- расходы будущих периодов		0,0%	0,1%	0,0%
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	0,0%	0,0%	0,1%
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	8,4%	20,0%	23,7%
- в том числе покупатели и заказчики		2,7%	4,2%	15,7%
Краткосрочные финансовые вложения	250	5,9%	7,8%	5,1%
Денежные средства	260	3,1%	11,9%	17,6%
Итого по разделу II	290	17,7%	40,1%	46,7%
БАЛАНС (сумма строк 190+290)	300	100,0%	100,0%	100,0%
ПАССИВ	Код строки	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
Уставной капитал	410	0,0%	0,0%	0,0%
Добавочный капитал	420	67,5%	50,6%	38,0%
Резервный капитал	430	0,0%	0,0%	0,0%
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	31,7%	48,6%	60,6%
Итого по разделу III	490	99,3%	99,2%	98,6%
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		0,0%	0,0%	0,0%
Займы и кредиты	510	0,0%	0,0%	0,0%
Прочие долгосрочные массивы	520	0,0%	0,0%	0,0%
Итого по разделу IV	590	0,0%	0,0%	0,0%
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		0,0%	0,0%	0,0%

Займы и кредиты	610	0,0%	0,0%	0,0%
Кредиторская задолженность, в том числе:	620	0,7%	0,8%	1,4%
- поставщики и подрядчики		0,6%	0,5%	1,2%
- задолженность перед персоналом организации		0,0%	0,0%	0,0%
- задолженность по налогам и сборам		0,0%	0,2%	0,2%
- прочие кредиторы		0,0%	0,0%	0,1%
Итого по разделу V	690	0,7%	0,8%	1,4%
БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)	700	100,0%	100,0%	100,0%

Таблица № 6

АГРЕГИРОВАННЫЙ БАЛАНС				прогноз
АКТИВ	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
1. Внеоборотные активы	7689694,0	7463930,0	8846975,0	8734093,0
2.оборотные активы	1655991,0	4999673,0	7766810,0	9438651,0
2.1. Запасы и затраты	26368,0	46469,0	58740,0	68790,5
2.2. Краткосрочная дебиторская задолженность	781089,0	2489049,0	3944618,0	4798598,0
2.3. Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	848534,0	2464155,0	3763452,0	4571262,5
Баланс	9345685,0	12463603,0	16613785,0	18172744,0
ПАССИВ				
1. Собственный капитал	9278502,0	12367698,0	16376320,0	17920918,0
2. Долгосрочные пассивы	0,0	0,0	0,0	0,0
2.1. Займы и кредиты	0,0	0,0	0,0	0,0
2.2. Прочие долгосрочные пассивы	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Краткосрочные пассивы	67183,0	95906,0	237464,0	251825,5
3.1. Займы и кредиты	0,0	0,0	0,0	0,0
3.2. Кредиторская задолженность	67183,0	95906,0	237464,0	251825,5
Баланс	9345685,0	12463604,0	16613784,0	18172743,5

Таблица № 7

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПО ОТНОСИТЕЛЬНЫМ ПОКАЗАТЕЛЯМ				прогноз
Наименование финансового коэффициента	Значение коэффициента			
	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
Коэффициент автономии	0,99	0,99	0,99	0,99
Коэффициент отношения заемных и собственных средств (финансовый рычаг)	0,01	0,01	0,01	0,01
Коэффициент отношения собственных и заемных средств	138,11	128,96	68,96	71,16
Коэффициент маневренности	0,17	0,40	0,46	0,51
Коэффициент кредиторской задолженности	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Коэффициент автономии - Рассчитывается как отношение собственного капитала к общей сумме капитала. Коэффициент должен быть > 50%, тогда заемный капитал может быть компенсирован собственностью предприятия.

Формула расчета: **стр.№490 ф.1/стр.№700 ф.1**

Коэффициент отношения заемных и собственных средств (финансовый рычаг) - Чем больше коэффициент превышает 1, тем больше зависимость предприятия от заемных средств. Допустимый уровень часто определяется условиями работы каждого предприятия, в первую очередь, скоростью оборота оборотных средств.

Формула расчета: **(стр.№590 ф.1 + стр.№690 ф.1)/стр.№490 ф.1**

Коэффициент маневренности - Коэффициент маневренности характеризует какая доля источников собственных средств находится в мобильной форме и равен отношению разности между суммой всех источников собственных средств и стоимостью внеоборотных активов к сумме всех источников собственных средств и долгосрочных кредитов и займов. Рекомендованное значение - 0,5 и выше. Зависит от характера деятельности предприятия: в фондоемких производствах его нормальный уровень должен быть ниже, чем в материалоемких.

Формула расчета: (стр.№490 ф.1 - стр.№190 ф.1)/стр.№490 ф.1

Коэффициент кредиторской задолженности - Характеризует долю кредиторской задолженности и прочих пассивов в общей сумме обязательств предприятия.

Формула расчета: стр.№620 ф.1/(стр.№590 ф.1 + стр.№620 ф.1)

Таблица № 8

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПО АБСОЛЮТНЫМ ПОКАЗАТЕЛЯМ				прогноз
Показатели	Абсолютные величины (руб.)			
	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
1. Источники собственных средств (Ис)	9278502,0	12367698,0	16376320,0	17920918,0
2. Внеоборотные активы (F)	7689694,0	7463930,0	8846975,0	8734093,0
3. Источники собственных оборотных средств для формирования запасов и затрат (Ес)	1588808,0	4903768,0	7529345,0	9186825,0
4. Долгосрочные кредиты и займы (Кт)	0,0	0,0	0,0	0,0
5. Источники собственных средств, скорректированные на величину долгосрочных заемных средств (Ет)	1588808,0	4903768,0	7529345,0	9186825,0
6. Краткосрочные кредитные и заемные средства (Кт)	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Общая величина источников средств с учетом долгосрочных и краткосрочных заемных средств (Е _з)	1588808,0	4903768,0	7529345,0	9186825,0
8. Величина запасов и затрат, обращающихся в активе баланса (Z)	26368,0	46469,0	58740,0	68790,5
9. Излишек источников собственных оборотных средств (+- Ес)	1562440,0	4857299,0	7470605,0	9118034,5
10. Излишек источников собственных средств и долгосрочных заемных источников (+-Ет)	1562440,0	4857299,0	7470605,0	9118034,5
11. Излишек общей величины всех источников для формирования запасов и затрат (+-Е _з)	1562440,0	4857299,0	7470605,0	9118034,5
12.1. 3-х комплексный показатель (S) финансовой ситуации (S1)	1	1	1	1
12.2. (S2)	1	1	1	1
12.3. (S3)	1	1	1	1
финансовая устойчивость предприятия				
	Абсолютная финансовая устойчивость	Абсолютная финансовая устойчивость	Абсолютная финансовая устойчивость	Абсолютная финансовая устойчивость

Таблица № 9

АНАЛИЗ ЛИКВИДНОСТИ БАЛАНСА ПО ОТНОСИТЕЛЬНЫМ ПОКАЗАТЕЛЯМ				
Наименование коэффициента	Значение коэффициента			
	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
Коэффициент абсолютной ликвидности	12,63	25,69	15,85	18,15
Коэффициент промежуточной (быстрой) ликвидности	24,26	51,65	32,46	37,21
Коэффициент текущей ликвидности	24,65	52,13	32,71	37,48

Коэффициент текущей ликвидности	16,00	41,48	28,90	34,54
---------------------------------	-------	-------	-------	-------

Коэффициент абсолютной ликвидности - Определяется как отношение наиболее ликвидных активов к наиболее срочным обязательствам и краткосрочным пассивам.

Рекомендуемое значение - 0,2-0,7

Расчетная формула: (стр.№250 ф.1+ стр.№260 ф.1) / стр.№690 ф.1

Коэффициент промежуточной (быстрой) ликвидности - Показывает какая часть краткосрочной задолженности может быть погашена за счет наиболее ликвидных и быстро реализуемых активов.

Рекомендуемое значение - 0,5-1,0

Расчетная формула: (стр.№250 ф.1 + стр.№260 ф.1 + стр.№240 ф.1) / стр.№690 ф.1

Коэффициент текущей ликвидности - Характеризует общую обеспеченность предприятия оборотными средствами для ведения хозяйственной деятельности и своевременного погашения срочных обязательств.

Рекомендуемое значение коэффициента - 2,0-2,5.

Расчетная формула: стр.№290 ф.1 / стр.№690 ф.1

Коэффициент срочной ликвидности - это отношение наиболее ликвидной части оборотных активов - денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к сумме краткосрочной задолженности. Он показывает возможность предприятия покрыть краткосрочную задолженность в очень короткие сроки и позволяет спрогнозировать платежные возможности предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами.

Рекомендуемое значение коэффициента - ≥ 1 .

Расчетная формула: (стр.№240 ф.1 + стр.№260 ф.1) / стр.№690 ф.1

Таблица № 10

ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ (В днях)				прогноз
Наименование показателя	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
Отдача активов, дней		487,50	372,95	758,46
Отдача основных средств (фондоотдача), дней		324,66	209,20	390,18
Оборачиваемость оборотных активов, дней		148,77	163,74	375,14
Коэффициент оборачиваемости запасов и затрат, дней		1,97	2,40	4,52
Коэффициент оборачиваемости текущих активов, дней		148,77	163,74	205,79
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, дней		73,10	82,52	104,63
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, дней		0,00	0,00	0,00

Отдача активов, дней - Фондоотдача определяется как отношение выручки к среднему значению суммы стоимости основных производственных фондов и нематериальных активов.

Расчетная формула: (стр.№010 ф.2) / (1/2*(стр.№120 н.к.+стр.№120 к.г. +стр.№110 н.к.+стр.№110 к.г.))ф.1.

Отдача основных средств (фондоотдача), дней - Фондоотдача определяется как отношение выручки к среднему значению суммы стоимости основных производственных фондов и нематериальных активов.

Расчетная формула: (стр.№010 ф.2) / (1/2*(стр.№120 н.к.+стр.№120 к.г. +стр.№110 н.к.+стр.№110 к.г.))ф.1.

Оборачиваемость оборотных активов, дней - Оборачиваемость оборотных активов определяется как отношение выручки к среднему значению стоимости оборотных активов.

Расчетная формула: (стр.№010 ф.2) / (1/2*(стр.№290 н.к.+стр.№290 к.г.))ф.1

Коэффициент оборачиваемости запасов и затрат, дней - Коэффициент оборачиваемости запасов и

затрат определяется как отношение среднего значения стоимости запасов и затрат к себестоимости продукции, умноженное на период.

Расчетная формула: $(1/2 * (\text{стр.}\text{№}210 \text{ н.к.} + \text{стр.}\text{№}210 \text{ к.г.} + \text{стр.}\text{№}220 \text{ н.к.} + \text{стр.}\text{№}220 \text{ к.г.}) \cdot \text{ф.1.}) \cdot \text{Т} / \text{стр}020 \text{ ф.2.}$

Коэффициент оборачиваемости текущих активов, дней - Коэффициент оборачиваемости текущих активов определяется как отношение среднего значения стоимости всех активов к выручке, умноженное на период.

Расчетная формула: $(1/2 * (290 \text{ н.г.} + 290 \text{ к.г.}) - (\text{стр.}\text{№}230 \text{ н.к.} + \text{стр.}\text{№}230 \text{ к.г.}) \cdot \text{ф.1.}) \cdot \text{Т} / \text{стр}010 \text{ ф.2.}$

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, дней - Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности определяется как отношение среднего значения дебиторской задолженности к выручке, умноженное на период.

Расчетная формула: $(1/2 * (\text{стр.}\text{№}230 \text{ н.к.} + \text{стр.}\text{№}230 \text{ к.г.} + \text{стр.}\text{№}240 \text{ н.к.} + \text{стр.}\text{№}240 \text{ к.г.}) \cdot \text{ф.1.}) \cdot \text{Т} / \text{стр}010 \text{ ф.2.}$

Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, дней - Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности определяется как отношение среднего значения кредиторской задолженности к выручке, умноженное на период.

Расчетная формула: $(1/2 * (\text{стр.}\text{№}620 \text{ н.к.} + \text{стр.}\text{№}620 \text{ к.г.}) \cdot \text{ф.1.}) \cdot \text{Т} / \text{выручка от реализации}$

Таблица № 11

ПОКАЗАТЕЛИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ				
Наименование показателя	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
Общая рентабельность, %	24,27%	20,34%	45,29%	40,22%
Рентабельность оборотных активов, %	57,03%	20,49%	63,43%	26,52%
Общая рентабельность производственных фондов, %		22,44%	38,71%	73,73%
Рентабельность всех активов, %	10,11%	8,22%	29,65%	13,78%
Рентабельность финансовых вложений, %	0,00%	7,05%	16,27%	9,77%
Рентабельность основной деятельности	21,54%	17,43%	43,78%	38,44%
Рентабельность производства, %	27,46%	21,11%	77,87%	62,43%

Таблица № 12

АНАЛИЗ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ НА БАЗЕ РАСЧЕТА ЧИСТЫХ АКТИВОВ				
Наименование показателя	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
Активы, принимающие участие в расчете				
1. Нематериальные активы	3545,0	1970,0	1182,0	394,5
2. Основные средства	7056891,0	7461960,0	8845793,0	9048327,5
3. Незавершенное строительство	629258,0	0,0	0,0	-314629,0
4. Доходные вложения в материальные ценности	0,0	0,0	0,0	0,0
5. Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	555000,0	975000,0	845000,0	1055000,0
6. Прочие внеоборотные активы	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Запасы.	22423,0	41392,0	45751,0	47431,5
8. НДС по приобретенным ценностям	3945,0	5077,0	12989,0	13555,0
9. Дебиторская задолженность	781089,0	2489049,0	3944618,0	4798598,0
10. Денежные средства	293534,0	1489155,0	2918452,0	3516262,5
11. Прочие оборотные активы	0,0	0,0	0,0	0,0
12. Итого активов (1-11)	9345685,0	12463603,0	16613785,0	18164940,0
Пассивы, принимающие участие в расчете				
13. Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	0,0	0,0	0,0	0,0
14. Прочие долгосрочные обязательства	0,0	0,0	0,0	0,0

15. Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	0,0	0,0	0,0	0,0
16. Кредиторская задолженность	67183,0	95906,0	237464,0	251825,5
17. Задолженность участникам по выплате доходов	0,0	0,0	0,0	0,0
18. Резервы предстоящих расходов и платежей	0,0	0,0	0,0	0,0
19. Прочие краткосрочные пассивы	0,0	0,0	0,0	0,0
20. Итого пассивов (13-19)	67183,0	95906,0	237464,0	251825,5
21. Стоимость чистых активов (12-20)	9278502,0	12367697,0	16376321,0	17913114,5

Таблица № 13

ОЦЕНКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ				
Наименование показателя	2001, Декабрь	2002, Декабрь	2003, Июнь	2003, Декабрь
1. Объем продаж	5575370,0	8052605,0	7017020,0	8255637,5
2. Прибыль от продаж	1201199,0	1403396,0	3072033,0	3173131,5
3. Чистая прибыль	944416,0	1024674,0	2463217,0	2503346,0
4. Рентабельность продаж, %	21,54%	17,43%	43,78%	38,44%
5. Чистые активы	9278502,0	12367697,0	16376321,0	17913114,5
6. Оборачиваемость чистых активов, %	60,09%	65,11%	42,85%	46,09%
7. Рентабельность чистых активов, %	12,95%	11,35%	18,76%	17,71%
8. Собственный капитал	9278502,0	12367698,0	16376320,0	17920918,0
9. Рентабельность собственного капитала, %	12,95%	11,35%	18,76%	17,71%
10. Кредиты и займы	0,0	0,0	0,0	0,0
11. Финансовый рычаг	1,0	1,0	1,0	1,0
12. Реинвестированная прибыль	0,0	0,0	0,0	0,0
13. Коэффициент реинвестирования	0,0	0,0	0,0	0,0
14. Экономический рост предприятия	0,0	0,0	0,0	0,0
15. Сумма процентов за кредиты	0,0	0,0	0,0	0,0
16. Средневзвешенная стоимость капитала	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

Выводы:

1. За период с 31.12.2001 года по 30.06.2003 г. валюта баланса увеличилась ,более чем на 7 млн. рублей, в части актива за счет роста внеоборотных и оборотных активов (главным образом – основных средств, запасов и денежных средств), в части пассива – за счет нераспределенной прибыли прошлых лет.
2. За 2003 год в структуре баланса произошли следующие существенные изменения:
 - в части актива:
 - увеличение удельного веса оборотных активов с 17,7% до 46,7% (в целом по периоду с 2001-2003 гг. прослеживалась тенденция к увеличению доли оборотных активов), в первую очередь, за счет увеличения удельного веса денежных средств;
 - уменьшение удельного веса внеоборотных активов с 82,3% до 53,3%;
 - в части пассива:
 - увеличение удельного веса раздела «нераспределенная прибыль прошлых лет»
 - увеличение доли краткосрочных пассивов с 0,7% до 1,4% (главным образом за счет увеличение удельного веса краткосрочной кредиторской задолженности).

3.4. АНАЛИЗ ОТЧЕТОВ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

Предприятие имеет следующие результаты финансово-хозяйственной деятельности:

1. Наибольший объем реализации собственными силами предприятие имело по итогам работы за 2002 год;
2. Выручка от реализации составила – 8052605 руб.
3. С учетом того, что по итогам 2-х кварталов 2003 года объем реализации составил 7017020 руб. предприятие имеет большой потенциал прироста объемов реализации.
4. Себестоимость продукции - в 2001-2003 гг. сохранялась тенденция к снижению, коммерческие и управленческие расходы в исследуемом периоде составляли незначительную часть от общей выручки и их уровень менялся незначительно,
5. На протяжении всех трех лет предприятие имело прибыль от основной деятельности и положительный результат от финансово-хозяйственной деятельности, величина которого значительно возрастала

3.5. АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ

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

С помощью анализа финансовых коэффициентов можно выявить:

- сильные и слабые стороны данного бизнеса;
- диспропорции в структуре капитала;
- уровень риска при инвестировании средств в данный бизнес;

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

1. показатели ликвидности;
2. коэффициенты структуры капитала;
3. показатели оборачиваемости активов;
4. показатели рентабельности;

Ниже в таблицах представлены наиболее важные финансовые коэффициенты, рассчитанные по данным консолидированных балансовых отчетов за 2001-2003 гг.

Расчет показателей ликвидности

Таблица № 14

<i>Показатель</i>	<i>2001 г.</i>	<i>2002 г.</i>	<i>2003 г.</i>	<i>Норматив</i>
Коэффициент текущей ликвидности	24,65	52,13	37,41	2,0-2,5
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,01	0,3	0,42	0,2-0,5

Коэффициент текущей ликвидности - отношения оборотного капитала к краткосрочной задолженности. Показывает достаточность оборотных средств у предприятия, которые могут быть использованы для погашения своих краткосрочных обязательств. Предположительно, чем выше значение коэффициента текущей ликвидности, тем выше оценивается способность компании платить по счетам. Но превышение оборотных активов над краткосрочными обязательствами более чем в два

раза считается также нежелательным, поскольку свидетельствует о нерациональном вложении предприятием своих средств и их неэффективном использовании.

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

Коэффициенты абсолютной и срочной ликвидности – это отношение наиболее ликвидной части оборотных активов - денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к сумме краткосрочной задолженности. Он показывает возможность предприятия покрыть краткосрочную задолженность в очень короткие сроки и позволяет спрогнозировать платежные возможности предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами. В 2001-2-003 гг. значение коэффициента абсолютной ликвидности выше нормы, значение коэффициента срочной ликвидности – также выше нормы, что говорит не столько о высокой ликвидности, как о нерациональном вложении предприятием своих средств и их неэффективном использовании.

Результаты анализа финансового состояния предприятия ОАО «БЫТ» говорят о том, что компания финансово устойчива, активы ликвидны, вероятность банкротства очень низка, следовательно можно рассчитывать стоимость собственного капитала по методу скорректированных чистых активов.

4. МЕТОДИКИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА

Для расчета рыночной стоимости собственного капитала проводится анализ стоимости имущества, который предполагает проведение макроэкономических, отраслевых и микроэкономических исследований рынка.

Классически используются три подхода при определении рыночной стоимости акций:

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

1. в рамках затратного подхода: метод чистых активов, определяющий стоимость имущества на основе 100% доли;
2. в рамках доходного подхода: метод дисконтирования денежных потоков, определяющий рыночную стоимость объектов недвижимости и стоимость транспорта и оборудования;
3. в рамках сравнительного подхода: метод компаний-аналогов, определяющий стоимость обыкновенных акций на уровне миноритарного пакета с последующими корректировками на контрольный характер пакета.

4.1. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД (Метод чистых активов)

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

«В случае, если имущество, стоимость которого требуется определить, является акциями или иными ценными бумагами, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно публикуются в печати, для определения рыночной стоимости, указанного имущества должна быть принята во внимание цена покупки или цена спроса и цена предложения. В случае если имущество, стоимость которого требуется определить, является обыкновенными акциями общества,

для определения рыночной стоимости, указанного имущества, могут быть также приняты во внимание **размер чистых активов общества**; цена, которую согласен уплатить за все обыкновенные акции общества покупатель, имеющий полную информацию о совокупной стоимости всех обыкновенных акций общества, и другие факторы, которые сочтет важными лицо (лица), определяющее рыночную стоимость имущества.»

При оценке стоимости чистых активов акционерных обществ применяется порядок, утвержденный приказом Минфина РФ N 10Н и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 23 января 2003 г. N 03-6/пз, в котором приводится перечень активов и пассивов, принимающих участие в расчете:

Активы, участвующие в расчете, - это денежное и не денежное имущество акционерного общества, в состав которого включаются по балансовой стоимости следующие статьи:

- внеоборотные активы, отражаемые в первом разделе баланса, за исключением балансовой стоимости собственных акций Общества, выкупленных у акционеров;
- запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы, показываемые во втором разделе бухгалтерского баланса, за исключением:
 - задолженности участников (учредителей) по их вкладам в уставный капитал;
 - НДС по приобретенным ценностям;
 - балансовой стоимости собственных акций Общества, выкупленных у акционеров

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

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

- статья четвертого раздела бухгалтерского баланса - целевые финансирование и поступления;
- статьи пятого раздела баланса - долгосрочные обязательства банкам и иным, юридическим и физическим лицам, прочие пассивы;
- статьи шестого раздела баланса - краткосрочные обязательства банкам и иным, юридическим и физическим лицам; расчеты и прочие пассивы, кроме сумм, отраженных по статьям “Доходы будущих периодов” и “Фонды потребления”.

4.2. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

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

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

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

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

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

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

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

Базовая формула, используемая в методе прямой капитализации:

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

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

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

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

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

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

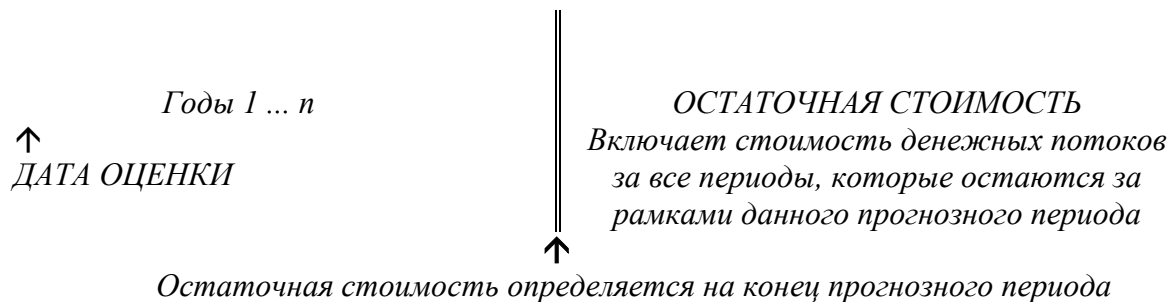
Прогноз доходов составляют в рамках прогнозного периода, длительность которого определяется временем стабилизации денежного потока, получаемого компанией. В ставке дисконта необходимо учесть риск, связанный с их получением, т.е. степень вероятности получения прогнозируемого денежного потока. Для получения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

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

←ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД→

||

ОСТАТОЧНЫЙ ПЕРИОД



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

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

ВЫВОД:

Так как анализ финансовой деятельности предприятия не выявил тенденции к увеличению прогнозной прибыли и в связи с тем, что основная деятельность связана со сдачей недвижимости в аренду, невозможно определить в прогнозный и постпрогнозный периоды величины денежных потоков генерируемых деятельностью предприятия метод дисконтирования денежных потоков в настоящей работе не использовался.

4.3. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

Сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

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

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

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

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

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

контроль зависит от степени контроля, которую предоставляет инвестору владение данным пакетом акций.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ВЫВОД:

В связи с тем, что акции оцениваемого предприятия не обращаются на фондовом рынке, нет данных по продажам аналогов, отсутствуют данные по отраслевым ценовым соотношениям и мультипликаторам, оценить бизнес данного предприятия по сравнительному подходу не представляется возможным.

5. Расчет рыночной стоимости объектов недвижимости

Оценка объектов недвижимости (здания, сооружения) производилась в основном с использованием двух подходов – затратного и доходного.

5.1. Расчет рыночной стоимости затратным подход

В основу затратного подхода положен анализ и перестройка балансового отчета предприятия. Данный подход предусматривает суммирование чистой стоимости активов предприятия с последующим вычитанием из этой суммы его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала. Однако балансовая стоимость активов, исходя из предоставленного предприятием баланса и описи основных средств, не отражает их рыночной стоимости. Соответственно, в нее необходимо внести поправки, проведя предварительную оценку обоснованной рыночной стоимости каждого актива в отдельности и определить, насколько балансовая сумма обязательств соответствует их рыночной стоимости. Стоимость предприятия по затратному подходу определяется как разность между стоимостью активов предприятия и его обязательствами¹.

$$C_{затр} = \text{Активы} - \text{Обязательства}$$

Активы. В целях перестройки баланса предприятия по состоянию на 30.10.2003 г. был произведен анализ и оценка основных средств предприятия. Для оценки зданий и сооружений были приглашены специалисты - сметчики, для оценки машин и оборудования - эксперты по оборудованию. Дополнительная информация, касающаяся состава основных средств предприятия, получена из анализа имеющихся у предприятия документов, личного ознакомления и консультаций со специалистами Заказчика.

Затратный подход является одним из стандартных подходов оценки рыночной стоимости недвижимости. Подход основан на определении затрат, которые может понести потенциальный покупатель недвижимости при строительстве здания или сооружения, аналогичного по своим физическим параметрам или потребительским свойствам оцениваемой недвижимости.

Стоимость недвижимости, определяемая с использованием затратного подхода, соответствует полному праву собственности и равна сумме рыночной стоимости участка земли, плюс стоимость нового строительства улучшений, минус накопленный износ.

Стоимость нового строительства улучшений в зависимости от типа объекта оценки и условий может выступать в виде стоимости воспроизводства или стоимости замещения.

Стоимость воспроизводства - стоимость строительства точной копии оцениваемого объекта в текущих ценах на дату оценки, из таких же материалов, возведенного с соблюдением таких же стандартов, по такому же проекту, с использованием той же квалификации рабочей силы, имеющего все недостатки, как и оцениваемое здание.

Стоимость замещения - оцениваемая стоимость строительства здания с полезностью, равной полезности оцениваемого объекта с употреблением современных материалов, современных стандартов, проекта и т. д. Стоимость нового строительства определяется как сумма прямых издержек, непосредственно связанных с возведением объекта, косвенных издержек на процессы, опосредованно участвующие в строительстве и прибыли предпринимателя (инвестора). В текущих ценах на дату оценки.

Под **накопленным износом** понимается признаваемая рынком потеря стоимости улучшений, вызываемая физическими разрушениями, функциональным устареванием, внешним устареванием или комбинацией этих факторов.

¹ На основании Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ, утвержденного Приказом Министерства финансов Российской Федерации N 10Н и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 23 января 2003 г. N 03-6/пз

Основные шаги при применении данного подхода к определению стоимости:

- 1) Определить стоимость земельного участка в предположении, что он не застроен;
- 2) Определить стоимость воспроизводства улучшений (зданий, сооружений, объектов благоустройства);
- 3) Определить дополнительные затраты, необходимые для того, чтобы довести здание до состояния рыночных требований и уровня загрузки помещений;
- 4) Определить предпринимательский доход;
- 5) Определить величину накопленного износа;
- 6) Определить остаточную стоимость объекта оценки;
- 7) К полученной величине стоимости с учетом износа добавить стоимость земельного участка.

Общая формула затратного метода:

$$C_{затр} = C_{зу} + C_{нс} - Из \quad (1)$$

Где: $C_{затр}$ – стоимость объекта оценки, найденная затратным методом;

$C_{нс}$ – стоимость нового строительства;

$Из$ - износ – количественная оценка отличия стоимости объекта оценки от стоимости замещения;

$$C_{нс} = ПИ + КИ + ПП \quad (2)$$

где: $ПИ = C_{смет}$ - прямые издержки, сметная стоимость или договорная цена, то есть сумма, которая будет уплачена инвестором подрядчику за реализацию проекта на основе договора подряда

$КИ$ – косвенные издержки - те издержки инвестора, связанные со строительством, которые не могут быть включены в договорную цену

$ПП$ - прибыль предпринимателя - компенсация за использование средств инвестора в течение срока осуществления строительства

В состав $КИ$ обычно включают:

- стоимость разработки проекта и авторского надзора
- стоимость согласования проекта и экспертизы
- оплата услуг консультантов
- затраты на получение права застройки, права подключения к городским инженерным сетям
- издержки, связанные с правом использования земли во время строительства (аренда и налоги)
- издержки, связанные с проведением тендера, поиском подрядчика, заключением договора подряда
- издержки, связанные с выводом объекта на проектную мощность и т. д.

$$C_{смет} = C_{смп} + C_{об} + Пз \quad (3)$$

где: $C_{смп}$ – стоимость строительно-монтажных работ

$C_{об}$ – стоимость оборудования, отнесенного к недвижимости

$Пз$ - прочие (неучтенные) затраты

$$C_{сmp} = ПЗ + НР + ПН \quad (4)$$

$$ПЗ = C_{зн} + C_{mat} + C_{эмм} \quad (5)$$

где: $C_{зн}$ - заработная плата строительных рабочих и машинистов

C_{mat} - стоимость строительных материалов

$C_{эмм}$ - стоимость эксплуатации машин и механизмов

$НР$ - накладные расходы

$ПН$ - плановые накладные, сметная прибыль или прибыль подрядчика

5.1.1. Определение стоимости воспроизводства объектов недвижимости

Для расчета стоимости нового строительства объектов недвижимости предприятия использованы сборники укрупненных показателей восстановительной стоимости² - УПВС.

В соответствии с общей частью к сборникам УПВС, в стоимость воспроизводства приведенных в сборниках укрупненных показателей включены все прямые и косвенные затраты связанные со строительством, т. е. сумму $ПН + КИ$ в формуле (2), равную полной стоимости воспроизводства (ПСВ) объекта.

Расчет ПСВ объекта будем производить по формуле:

$$ПСВ = V * C_{69} * K^{кл} * K^1 * K^2 \quad (6)$$

где: V – строительный объем объекта недвижимости, ед. изм. (m^3 , m^2 , п/м и т.д.);

C_{69} – стоимость 1 ед. строительного объема объекта в ценах 1969 года (определяется по соответствующему сборнику УПВС);

$K^{кл}$ – поправочный коэффициент для $П^{го}$ климатического района, в котором расположена Тюменская область;

K^1 – коэффициент перехода от сметных цен 1969 г. к сметным ценам 1984 г. Принят на уровне индекса изменения стоимости строительно-монтажных работ по отраслям народного хозяйства на 1.01.1984 г.³. Для предприятий энергетики $K^1 = 1,17$.

K^2 – индекс удорожания капиталовложений в строительстве по сравнению с уровнем цен 1984 года к дате оценки, разработанный центром по ценообразованию в строительстве КО-ИНВЕСТ.

² Согласно «Общей части к сборникам УПВС» область относится к 5^{-му} территориальному поясу и II климатическому району. Расчет строительного объема и показателей восстановительной стоимости 1 куб. м. производится согласно правилам, изложенным в «Общей части к сборникам УПВС»

³ В соответствии с Приложением №1 к постановлению Госстроя СССР от 11 мая 1983 г. №94.

Величина предпринимательской прибыли (*ПП* в формуле (2)), которая является компенсацией за использование средств инвестора в течение срока осуществления строительства, определена экспертно в процентном отношении от величины ПВС в зависимости от размеров объекта недвижимости, ожидаемого уровня его доходности, предполагаемого срока осуществления строительства. В данном случае, поскольку определяется стоимость объектов недвижимости в составе действующего предприятия, величина прибыли предпринимателя может быть принята одинаковой для всех объектов.

Объекты недвижимости рассматриваемого предприятия имеют существенное различие в размерах, конструктивном исполнении, а следовательно и в сроках проведения строительства. Поэтому итоговое значение величины прибыли предпринимателя рассчитано как средневзвешенное по каждому из объектов, в зависимости от их стоимости воспроизводства. При этом величина предпринимательской прибыли для каждого объекта в отдельности колеблется от 15% до 35%. Средневзвешенное значение *ПП* составляет 25 %.

Расчет стоимости нового строительства объектов недвижимости представлен в таблице.

Расчет стоимости замещения

Таблица № 15

№ п/п	Адрес	Площадь	Объем	Дата ввода (год)	Назначение	Размерность рассч. показателя	Балансовая стоимость руб.	Обоснование (источник) стоимостного показателя	Стоимостной показатель в ценах 1969г. руб	Индекс пересчета в цены 1984 года	Индекс пересчета в цены 30.10.2003 года	Полная восстановительная стоимость в ценах 30.10.2003г.	Хронолог. возраст	Предпринимательский доход	Совокупный износ, %	Совокуп. износ, руб	ОСЗ руб.
Объекты недвижимости																	
1		2094.3	7684	1987	Дом быта	м ³	1881758,47	УПВС. Сб.28-70г., табл..135 в	25,0	1,17	33,945	7629376	16	25%	20%	1342771	8193949
2		1794.4	6006	1986	Дом быта	м ³	834868,33	УПВС. Сб.28-70г., табл..135 в	25,0	1,17	33,945	5963305	17	25%	25%	1311929	6142202
3		1338.6	4621	1988	Часовая, ювелирная мастерская	м ³	205351,97	УПВС. Сб.28-70г., табл..135 в	25,0	1,17	33,945	4588150	15	25%	20%	807515	4927673
	ИТОГО:																19263824
									с К*=0,9								17 337 442

Где, К* - поправка к рыночной стоимости на действующее предприятие (невозможность изъять из процесса производства)

5.1.2. Определение величины накопленного износа

Существует несколько методов оценки величины накопленного износа. В основе каждого из них лежит сравнение объекта оценки с некоторым «идеальным» объектом, являющимся олицетворением современных требований рынка к объектам, выполняющим функции, соответствующие лучшему и наиболее эффективному использованию.

Классификация видов износа в зависимости от причин их происхождения позволяет учесть все отличия объекта оценки от «идеала». Кроме того, составляющие накопленного износа разделяются на исправимые (устранимые) и неисправимые (неустранимые) в зависимости от того, является ли исправление (устранение) данной составляющей износа экономически целесообразным. Критерием экономической целесообразности является соотношение между затратами на исправление и вкладом в стоимость.

Классификация износов и способы их оценки

Таблица № 16

Износ	Физический	Функциональный	Внешний
Исправимый	Ремонт вспомогательных элементов	Стоимость добавления	
	Ремонт и усиление основных элементов	Стоимость замены	
		Стоимость сверхлучшений	
Неисправимый	Отложенный ремонт	Добавление	Потеря стоимости, отнесенная к зданию
		Замена	
		Сверхлучшения	

Исправимый физический износ оценивается как затраты, необходимые на проведение ремонта, восстановления или усиления конструкций (фундаментов, стен, перекрытий, кровли, внутренней отделки помещений, столярных изделий, санитарно-технических приборов и т.д.).

Неисправимый физический износ оценивается на основе так называемого экономического возраста или путем экспертных оценок накопленных дефектов и повреждений. Следует отметить, что экономический возраст конструктивных элементов может быть выше или ниже хронологического возраста в зависимости от качества изготовления и условий эксплуатации конструкций.

Функциональный 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 и / или стоимости. В противном случае износ считается неустранимым.

Исправимый функциональный износ, требующий добавления новых элементов, оценивается как разница между стоимостью работ по выполнению добавлений на дату оценки и их стоимостью во время строительства. Очевидно, что осуществление строительно-монтажные работы в существующем здании может оказаться сложнее и дороже, чем в строящемся объекте.

Исправимый функциональный износ, требующий замены элементов или их модернизации оценивается как стоимость заменяемых элементов за вычетом их физического износа и стоимости возврата материалов (если он возможен) с добавлением стоимости демонтажа старых и разнице в стоимости монтажа новых элементов в существующем здании и при новом строительстве.

Исправимый функциональный износ за счет «сверхлучшений» оценивается как стоимость текущая стоимость воспроизводства «лишних» позиций за минусом их физического износа, плюс стоимость демонтажа и минус стоимость возврата материалов (если он возможен).

Неисправимый функциональный износ за счет элементов, которые необходимы, но не учтены в стоимости нового строительства, оценивается как капитализированная потеря дохода, относящаяся к данному недостатку за вычетом стоимости этих элементов, если бы они были включены в стоимость нового строительства.

Неисправимый функциональный износ за счет элементов, которые включены в стоимость нового строительства, но являются излишними, оценивается как сумма стоимости «лишних» элементов с учетом их физического износа и дополнительных затрат, связанных с наличием этих элементов.

Внешний (экономический) износ объекта недвижимости определяется влиянием внешних факторов – изменением ситуации на рынке, изменением финансовых и законодательных условий. Внешний износ оценивается методом сравнения продаж или методом капитализации потери дохода вследствие внешнего воздействия. При этом к внешнему износу относится только часть капитализированных потерь дохода, относящаяся к зданию.

Показатели стоимости, необходимые для вычисления накопленного износа могут быть получены из различных сборников нормативов на строительно-монтажные работы и реконструкцию (УПВС, ЕРЕР, УПВС-ВР) с учетом коэффициентов в технических частях.

5.1.3. Определение величины физического износа объектов недвижимости

Величина накопленного физического износа объектов недвижимости определялась на основании:

- правил оценки физического износа жилых зданий ВСН 53 - 86 (р),
- визуального осмотра.

Расчет величины накопленного износа произведен разбивки на участки по формуле:

$$\Phi_u'' = \sum_{i=1}^n \Phi_{K_i} l_i \quad (7)$$

где Φ_u'' — физический износ здания, %;

Φ_{K_i} — физический износ отдельной конструкции, элемента или системы, %;

l_i — коэффициент, соответствующий доли стоимости воспроизводства отдельной конструкции, элемента или системы в общей стоимости воспроизводства объекта;

n — число отдельных конструкций, элементов или систем объекта.

5.1.4. Определение величины накопленного функционального износа объектов недвижимости

Применительно к некоторым из рассматриваемых объектам имеет место функциональный износ, обусловленный как конструктивными особенностями каждого из объектов, так и их текущим состоянием вследствие эксплуатации.

Следует отметить, что функциональное устаревание уже частично учтено при расчете стоимости воспроизводства объектов, текущее использование которых не совпадает с проектным. Величина функционального износа определена для каждого из объектов индивидуально.

5.1.5. Определение величины внешнего (экономического) износа объектов недвижимости

Величина внешнего износа определена для каждого из объектов индивидуально исходя из возможных капитализированных потерь арендной платы, вызванных удаленным местоположением объектов оценки. Расчет производился исходя из разницы в арендных ставках в зависимости от типа объекта недвижимости. При расчете использованы ставки капитализации для

каждого из объектов, рассчитанные далее в разделе определения стоимости недвижимости с использованием доходного подхода.

5.1.6. Определение рыночной стоимости объектов недвижимости с учетом величины накопленного износа

Величина рыночной стоимости объектов недвижимости ОАО «БЫТ», определенная с использованием затратного подхода, численно равна остаточной стоимости, определенной с учетом величины накопленного физического, функционального и внешнего износов и рассчитана следующим образом:

$$PC = C_{н.с.} \times \left(1 - \frac{\Phi_u}{100}\right) \times \left(1 - \frac{M_u}{100}\right) \times \left(1 - \frac{B_u}{100}\right) + C_{з.у.}; \quad (8)$$

где: Φ_u – величина физического износа, %;

M_u – величина морального (функционального) износа, %;

B_u – величина внешнего (экономического) износа, %.

$C_{з.у.}$ – стоимость земельного участка, отнесенного к каждому из зданий

5.1.7. Определение корректировок прочих статей баланса

Оценщиком была проведена корректировка статей баланса в соответствии со следующими принципами:

- Статьи баланса, объективно отражающие величину соответствующих активов и пассивов, не корректировались.
- Статьи баланса, реально не обеспеченные активами, корректировались с помощью соответствующих поправок.
- Величины поправок и порядок их применения определялся с принятием во внимание расчетных данных, учетом объективной ситуации на рынке и специфики оцениваемого объекта.

При использовании метода чистых активов рыночная стоимость предприятия определяется на основании оценки следующих активов:

1. Текущие активы: денежные средства, производственные запасы, ценные бумаги, счета дебиторов, векселя к получению, расходы будущих периодов;
2. Реальные (материальные) активы: здания и сооружения, машины и оборудование, и т.д.;
3. Нематериальные активы: клиентура, обученный персонал, торговая марка, патенты и собственные технологии и т.д.

Стоимость каждого из этих активов определяется индивидуально для каждого класса активов на основании специальных методов оценки. Стоимости активов затем суммируются для получения рыночной стоимости всех материальных и нематериальных активов предприятия. Стоимость пассивов, как учтенных, так и неучтенных, определяется и суммируется для дальнейшего использования в процессе определения рыночной стоимости всех пассивов предприятия.

Для определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия окончательная стоимость пассивов вычитается из общей оценки активов.

Ниже приведена характеристика активов и пассивов, участвующих в расчете и обоснование проведенных корректировок статей баланса.

Что же касается собственного капитала, то данная статья является балансирующей, мы определяем именно её стоимость.

Активы, принимаемые к расчету:

Стр.110 «Нематериальные активы»

Нематериальные активы можно подразделить на четыре основных группы:

- интеллектуальная собственность;
- имущественные права;
- отложенные, или отсроченные, расходы;
- цена фирмы (гудвил).

Интеллектуальная собственность. В рамках интеллектуальной собственности выделяется:

- Права на объекты промышленной собственности (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, наименования мест происхождения товаров и меры по пресечению недобросовестной конкуренции). Состав объектов промышленной собственности согласно ст. 1/2 Парижской конвенции по охране промышленной собственности;
- Права на секреты производства (ноу-хау);
- Права на объекты авторского права и смежных прав: на все виды научных, литературных, художественных произведений, программные продукты и базы данных, топологии интегральных микросхем.

Имущественные права, (право пользования земельными участками, природными ресурсами, водными объектами). Подтверждением этих прав служит лицензия.

Отложенные, или отсроченные, расходы. Издержки, представленные в виде организационных расходов (гонорары юристам за составление учредительных документов, услуги за регистрацию фирмы и т.д.), но все эти расходы осуществляются на момент создания предприятия.

Цена фирмы (гудвил). Под ценой фирмы понимается стоимость ее деловой репутации. Деловая репутация в структуре нематериальных благ выделена согласно ст.150 ГК РФ. Гудвилл в деловом мире рассматривается как стоимость практически всех элементов нематериальных активов, другие – определяют гудвилл как величину, на которую стоимость бизнеса превосходит рыночную стоимость его материальных активов и той части нематериальных активов, что отражена в бухгалтерской отчетности. В процессе оценки Оценщик использовал понятие «гудвилл» во втором значении. Сторонники обеих точек зрения сходятся в том, что гудвилл:

- присутствует только при наличии избыточной прибыли;
- не может быть отделен от действующего предприятия (не может быть продан отдельно от него).

Гудвилл возникает, когда предприятие получает стабильные, высокие прибыли, ее доход на активы (или на собственный капитал) выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов. Гудвилл как экономическая величина принимается на баланс только в момент смены владельца предприятия.

Следует заметить, что в расчет чистых активов включаются нематериальные активы, отвечающие следующим требованиям:

- непосредственно используемые обществом в основной деятельности и приносящие доход (права пользования земельными участками и природными ресурсами, патенты, лицензии, ноу-хау и т.п.);
- имеют документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением или созданием;
- права Общества на владение данными нематериальными активами должно быть подтверждено документом (патентом, лицензией, актом, договором и т.п.), выданным в соответствии с законодательством РФ.

На балансе ОАО «БЫТ» на момент проведения оценки нематериальные активы не числятся. В процессе дальнейшего анализа бухгалтерской отчетности таких активов, как права на объекты интеллектуальной собственности, авторские права и управленческое ноу-хау, оригинальные инженерные эскизы и планы, исследования рынков также не было выявлено.

Значение по Стр.110 «Нематериальные активы» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 1,182 тыс. рублей.

Стр.120 «Основные средства»

Основные средства ОАО «БЫТ» включают здания, сооружения, машины и оборудование, транспорт, инвентарь. Оценка рыночной стоимости основных средств предприятия проводилась с использованием затратного, рыночного и доходного подходов.

Таким образом, на основании представленных ранее расчетов:

Значение по стр.120 «Основные средства» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным – 17 337 442 рублей.

Стр.140 «Долгосрочные финансовые вложения»

К финансовым вложениям относятся инвестиции предприятия в ценные бумаги и уставные документы других предприятий, а также предоставленные займы другим предприятиям на территории Российской Федерации.

На момент оценки ОАО «БЫТ» не имеет долгосрочных финансовых вложений.

Значение по Стр. 140 «Долгосрочные финансовые вложения» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 0,0 тыс. рублей.

Стр.210 «Запасы»

Сырье, материалы и другие аналогичные ценности (счет 10).

Малоценные и быстроизнашивающиеся предметы (счет 12).

Расходы будущих периодов – страховка, подписка и пр.

Исходя из аналитической практики, запасы являются малоликвидной группой активов из-за их нереальной «быстрой» реализации. Учитывая, что ОАО «БЫТ» является действующим предприятием и намерено использовать запасы в производственных целях, Оценщик счел уместным произвести их оценку по балансовой стоимости.

Значение по стр. 210 «Запасы» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным – 45, 751 тыс. рублей.

Стр.220 «НДС по приобретенным ценностям»

Эта строка принадлежит, по сути, к денежным статьям, поэтому ее корректировка не требуется.

Значение по стр.220 «НДС по приобретенным ценностям» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 12,989 тыс. рублей.

Стр.240 «Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)»

По состоянию на 30.06.03 сумма дебиторской задолженности составляет
3 944,618 тыс. рублей.

Для оценки по этой статье требуется анализ дебиторской задолженности по строкам погашения, выявление просроченной задолженности с последующим разделением ее на:

- безнадежную (не учитывается при расчете);
- ту, которую предприятие еще надеется получить (учитывается при расчете).

Оценивается также состав и движение дебиторской задолженности. Для определения рыночной стоимости данного актива устанавливаются коэффициенты дисконтирования для каждого дебитора отдельно. В зависимости от срока неплатежа по денежным обязательствам, на основании статистических данных о хозяйственной деятельности более 300 предприятий России в различных отраслях, его величина изменяется в диапазоне от 1,0 до 0,01 и ниже.

Платежи по погашению дебиторской задолженности должны быть получены в течение 3^{-х} месяцев. Если предприятие-дебитор накапливает новые обязательства и не рассчитывается в пределах этого срока, то на четвертом месяце обязательства начинают дисконтироваться.

Величина рыночной стоимости дебиторской задолженности определяется путем умножения величины балансовой стоимости дебиторской задолженности за вычетом безнадежных долгов на коэффициента дисконтирования, в зависимости от срока неплатежа по денежным обязательствам.

Значение по стр. 240 «Дебиторская задолженность в течении 12 месяцев» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 3 944,618 тыс. рублей.

Стр.250 «Краткосрочные финансовые вложения»

Отражены краткосрочные вложения как правило в высоколиквидные ценные бумаги.

На момент оценки предприятие производило краткосрочные финансовые вложения в виде займов на срок менее 12 месяцев.

Значение по стр. 250 «Краткосрочные финансовые вложения» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 845,0 тыс. рублей.

Стр.260 «Денежные средства»

Отражены текущие остатки по счетам и в кассе предприятия.

Эта статья не подлежит переоценке.

Значение по стр. 260 «Денежные средства» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 2 918,452 тыс. рублей.

Итого: рыночная стоимость активов, участвующих в расчете:

25 104 252 рублей.

Пассивы, принимаемые к расчету:

Стр.610 «Заемные средства»

На момент проведения оценки на балансе ОАО «БЫТ» заемные средства не числились.

Значение по стр.610 «Заемные средства» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 0,00 тыс. рублей.

Стр.620 «Кредиторская задолженность»

Поставщики и подрядчики (счет 60, 76) – задолженность по текущим хозяйственным услугам, за электроэнергию и коммунальные услуги.

По оплате труда (счет 70) – задолженность по оплате труда перед персоналом.

По социальному страхованию и обеспечению (счет 69) – задолженность по взносам в Пенсионный фонд, фонд социального страхования, фонд обязательного медицинского страхования.

Задолженность перед бюджетом (счет 68) – задолженность по платежам в бюджет.

Авансы полученные (счет 64) – авансы, полученные от заказчиков в счет предстоящих поставок.

Прочие кредиторы – задолженность по налогам во внебюджетные фонды, по командировкам.

В результате изучения структуры краткосрочных обязательств Оценщиком сделан вывод, что корректировку данной статьи проводить не следует, поскольку платежи по ней являются обязательными.

Значение по стр.620 «Кредиторская задолженность» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – 237,464 тыс. рублей.

Стр.630 «Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов»

На момент проведения оценки ОАО «БЫТ» не имела задолженности перед акционерами по выплате дивидендов поскольку в предыдущие годы начислений дивидендов не производилось.

Значение по стр. 630 «Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – **0,00 тыс. рублей.**

Стр.650 «Резервы предстоящих расходов и платежей»

На момент проведения оценки у ОАО «БЫТ» отсутствует резервный фонд для предстоящих расходов и платежей.

Значение по стр.650 «Резервы предстоящих расходов и платежей» для расчета чистых активов принято Оценщиком равным балансовой стоимости – **0,00 тыс. рублей.**

**Итого: рыночная стоимость пассивов, участвующих в расчете,
237 464 000 рублей.**

Стоимость предприятия по затратному подходу.

Стоимость предприятия по затратному подходу определяется как разность между стоимостью активов предприятия и его обязательствами. Результаты расчетов сведены в таблицу.

Таблица № 17

Наименование показателя	Код строки	Балансовая стоимость	Рыночная стоимость
Активы			
• Нематериальные активы	110	-	-
• Основные средства	120	8845793,0	17 337 442
• Незавершенное строительство	130	0	0
• Долгосрочные финансовые вложения	140	0	0
• Прочие внеоборотные активы	150	0	0
• Запасы	210	45751,0	45751,0
• НДС по приобретенным ценностям	220	12989,0	12989,0
• Дебиторская задолженность	230+240	3944618,0	3944618,0
• Краткосрочные финансовые вложения	250	845000,0	845000,0
• Денежные средства	260	2918452,0	2918452,0
• Прочие оборотные активы	270	0	0
Итого активы:		16 612 603	25 104 252
Обязательства			
• Целевые финансирование и поступления	450	-	-
• Резервы предстоящих расходов	650	-	-
• Кредиторская задолженность	620	237464,0	237464,0
• Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630	-	-
• Прочие пассивы	660	-	-
Итого обязательства:		237464	237 464
Рыночная стоимость 100% доли Уставного капитала по затратному подходу:			24 866 788

Проведя соответствующую корректировку балансового отчета ОАО «БЫТ» и вычтя из совокупных активов стоимость обязательств, определено, что рыночная стоимость 100% пакета акций предприятия ОАО «БЫТ», рассчитанная с использованием затратного подхода, по состоянию на 01.07.2003 г., округленно составляет

24 900 000 рублей.

5.2. Расчет рыночной стоимости доходным подходом

5.2.1. Теоретические основы доходного подхода

Доходный подход определяет стоимость объекта приведением ожидаемых будущих доходов в оценку их стоимости в настоящее время. Данный подход соединяет в себе оправданные расчеты будущих доходов и расходов с требованиями инвестора к конечной отдаче.

Определение стоимости доходным подходом основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за приобретение больше, чем текущая стоимость будущих доходов, получаемых в результате эксплуатации этого приобретения (иными словами, покупатель в действительности приобретает не собственность, а право получения будущих доходов от владения собственностью). Аналогичным образом, собственник не продаст свое имущество по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Считается, что в результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

При применении доходного подхода в оценке эксперты ориентируются на текущие стоимости периодических доходов, которые приносит объект оценки. В данном случае (при оценке недвижимости) к периодическим доходам относятся поступления арендной платы от объекта недвижимости, и учитывается текущая стоимость выручки от перепродажи, которая ожидается в будущем. При этом следует еще раз напомнить, что и периодические доходы, и выручка от перепродажи - это прогнозные величины, рассчитанные оценщиком на основе анализа целого ряда факторов, характеризующих финансово - экономическое состояние как самого оцениваемого объекта, так и рыночной среды, в которой он находится.

Для приведения будущих доходов к стоимости используется метод прямой капитализации и метод дисконтирования денежных потоков.

В данном случае мы использовали метод прямой капитализации.

Метод прямой капитализации целесообразнее использовать по следующим причинам:

- Легко прогнозируются постоянные или плавно изменяющиеся с незначительным темпом доходы
- Не заставляет учитывать требования рынка к доходу от объекта недвижимости.

Метод прямой капитализации использует тот факт, что в условиях свободного и конкурентного рынка отношение значений арендного дохода к ценам продажи для каждого из выявленных объектов недвижимости одинакового использования распределяются вокруг определенной величины, которая и является индикатором для выбора ставки капитализации. Этот метод учитывает доходы и расходы, связанные с будущим владением и эксплуатацией зданий.

Для проведения анализа прямой капитализации необходимо сформулировать определенные предположения об основных источниках дохода от использования оцениваемых объектов.

К указанным предположениям относятся:

1. Определение величины текущих доходов.
2. Определение величины текущих расходов.
3. Определение чистого операционного дохода
4. Определение ставки капитализации.

5.2.2. Метод прямой капитализации

Обычно доход от использования зданий такого назначения определяется как годовой стабильный доход от сдачи в аренду в обычных рыночных условиях.

Таким образом, доходы от эксплуатации объекта определяются в форме общей суммы выручки всего имущественного комплекса от сдачи в аренду.

Основными процедурами оценки при использовании данного метода в целях настоящей оценки были следующие:

I. Расчет капитализируемого дохода

- Оценка валового потенциального дохода
- Оценка операционных расходов
- Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована

II. Расчет ставки капитализации

III. Расчет текущей стоимости

I. Расчет капитализируемого дохода

При использовании **метода капитализации**, величина доходов (прибыли) делиться или умножается на коэффициент капитализации для перерасчета доходов предприятия в его стоимость. Коэффициент капитализации может быть рассчитан на основе ставки дисконта (с вычитанием из ставки дисконта долгосрочных темпов роста денежного потока). Метод капитализации дохода в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли (или темпы роста ее будут равномерными).

Расчет рыночной стоимости с использованием данного подхода произведен в отношении объектов недвижимости, которые потенциально могут приносить доход.

Использование информации о будущем развитии рынка аренды недвижимости и степени ее доходности, позволяет получить достаточно достоверную оценку стоимости объекта методом капитализации дохода, а именно методом прямой капитализации.

В рамках доходного подхода оцененная стоимость (V) рассчитывается по формуле:

$$V = \text{ЧП} / R \quad (1)$$

где R – ставка капитализации

ЧП – чистая прибыль

Чистая прибыль (денежный поток), для каждого из объектов рассчитана, исходя из пригодной к сдаче в аренду площади объекта, величины рыночной арендной ставки и процента заполняемости помещений по формуле.

$$\text{ЧП} = S * A * V$$

где: S – условная единица для начисления арендной платы, м^2

A – арендная ставка за единицу.

V – степень заполнения объекта при сдаче в аренду (вакансии).

Анализ существующей информации по рынку аренды площадей по г. Лянтору с учетом зональности позволяет сделать вывод, что стоимость одного метра общей площади (основных, подсобных, холодных пристроенных) сдаваемых в аренду площадей в месяц находится в пределах 400 рублей.

Таблица №

Адрес	Назначение	Площадь	Месячная арендная плата	Процент заполнения	Годовой денежный поток
Иванова 17	Дом Быта	2094.3	400	80%	8 042 112
Петрова 26	Дом Быта	1794.4	400	75%	6 459 840
Сидорова 2	Дом Быта	1338.6	400	70%	4 497 696
ИТОГО					18 999 648

Из прогнозируемого годового денежного потока вычитаем все годовые прогнозируемые расходы, к которым относятся постоянные и операционные расходы, а также резервы

Оценка эксплуатационных (операционных) расходов

Операционные расходы — это периодические ежегодные расходы на содержание недвижимости, непосредственно связанные с получением валового дохода.

Операционные расходы состоят из *постоянных* и *переменных* расходов и расходов по формированию фонда замещения.

Постоянные операционные расходы не зависят от коэффициента недозагрузки площадей и включают налоги на имущество и страховые отчисления.

Налог на имущество складывается из налога на недвижимость -2% от балансовой стоимости и налога на землю. Ставка налога на землю установлена Законом «О ставках земельного налога».

Для определения величины налога на недвижимость использовались данные, полученные в ходе оценки объектов затратным методом. В последующие прогнозные периоды величина налога на недвижимость будет уменьшаться в связи с уменьшением остаточной стоимости объекта.

Переменные операционные расходы зависят от загрузки площадей и включают коммунальные расходы, заработную плату обслуживающего персонала, расходы на пожарную охрану и обеспечение безопасности, расходы на управление и т.д.

Согласно полученных данных, общая величина переменных расходов составляет 40% или 9 032 000 руб. в год.

Эксплуатационные расходы в первый год эксплуатации составят:

9 032 000 руб. в год.

Расчет дохода до налогообложения

Величина дисконтируемой прибыли определяется путем вычитания эксплуатационных расходов из годового денежного потока.

Значение чистого дохода до налогообложения в первый год эксплуатации объекта составит

9 967 648 руб. в год

II. Расчет ставки капитализации

Ставка капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконта путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока.

Для расчета ставки дисконтирования мы использовали кумулятивный метод.

Метод кумулятивного построения, может использоваться оценщиком независимо от уровня развития фондового рынка. Эта модель опирается не столько на информацию фондового рынка, сколько на реальное состояние предприятия. В данном отчете для расчета ставки дисконтирования нами была выбрана модель кумулятивного построения.

Модель кумулятивного построения подразумевает оценку определенных факторов, порождающих риск недополучения запланированных доходов. При построении ставки дисконта по данному подходу за основу расчета берется безрисковая норма доходности, а затем к ней добавляется норма доходности за риск инвестирования в данную компанию. Таким образом, ставка дисконта по модели кумулятивного построения включает:

- безрисковую норму доходности;
- норму доходности, покрывающую несистематические риски, характерные для оцениваемой компании.

III. Расчет текущей стоимости

Расчет стоимости объекта доходным подходом с пояснениями по структуре ставки капитализации выглядит следующим образом:

Таблица 4

Факторы риска	Премия за риск, %
Безрисковая ставка	16
Инвестиционный менеджмент	3
Размер компании	3
Структура капитала	3
Диверсификация производственная и территориальная	2
Диверсификация клиентуры	2
Прочие особенные риски	0
Итого ставка дисконтирования	29

Определение безрисковой ставки.

В данном методе за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым вложениям денежных средств, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данное предприятие. Затем вносят поправки на действие различных факторов риска.

Таким образом, вычисление ставки дисконтирования проводится в два этапа:

- определение безрисковой ставки дохода;
- оценка величины премии за риск инвестирования в данное предприятие.

Безрисковая ставка дохода определяется, как правило, исходя из ставки доходов по долгосрочным правительственным облигациям. Этот выбор обусловлен тем, что, во-первых, последние характеризуются низким риском неплатежеспособности и, во-вторых, высокой степенью ликвидности. Кроме того, доход по таким облигациям включает инфляционную премию долгосрочного характера. В США в качестве такого инструмента денежного рынка выступают бонны казначейства. В российских условиях в качестве безрисковой обычно выбирают ставку по валютным депозитам, либо наиболее надежного банка страны, либо средневзвешенную по уровню рисков среди процентных ставок наиболее надежных финансовых учреждений страны. Возможен и такой вариант, когда в качестве безрисковой выбирается ставка какого-либо иностранного банка, но в этом случае необходимо дополнительно учесть страновой риск для России.

В качестве безрисковой ставки была принята средневзвешенная ставка банков (Сбербанк, НефтеГазбанк) по годовым депозитам и вкладам в рублях в размере 16 %.

В настоящее время организация производства на данном предприятии находится на среднем уровне, поэтому премия за инвестиционный менеджмент оценена нами в 3%.

Размер компании: По объему реализации услуг населению ОАО «БЫТ» является средним предприятием в своей отрасли. Риск инвестирования в средние по размеру компании больше, чем в крупные. Поэтому, учитывая размеры предприятия, премия за риск по данному фактору определена нами в размере 3%.

Структура капитала. Принята величина премии за данный риск, равная 3%.

Товарная и территориальная диверсификация. Инвестируя средства в бизнес, рациональный инвестор следит за тем, чтобы его вложения были хорошо диверсифицированы. То есть, равнозначные доходы должны поступать от различных сфер бизнеса, имеющих в идеале отрицательную корреляцию, что защищает от одновременных потерь во всех сферах бизнеса. При низкой диверсификации доходов компании инвесторы склонны получать повышенную норму дохода. Деятельность ОАО «БЫТ» осуществляется посредством сдачи в аренду помещений для предоставления бытовых услуг населению и т.к. спектр услуг достаточно разнообразен, то и спрос будет всегда. Надбавка за риск определена нами в размере 2%.

Диверсификация клиентуры: Принимаем риск за этот фактор равным 2%.

Прочие особенные риски. При проведении анализа, исследований деятельности ОАО «БЫТ» не выявлено прочих особенных рисков, способных повлиять на функционирование предприятия, поэтому премию за данный вид рисков мы не учитывали.

Таким образом, ставка дисконтирования, рассчитанная по модели кумулятивного построения, составляет **29%.**

Ставка капитализации = 29% - 5% = 24%,

Где 5% - долгосрочный темп прироста дохода

Выводы и заключения по доходному подходу (метод капитализации)

Рыночная стоимость 100% пакета акций ОАО «БЫТ» определенная методом прямой капитализации, по состоянию на дату оценки округленно составляет:

$9\,967\,648 / 0.24 = 41\,531\,866 \sim 41\,500\,000$ рублей

5.3. Сравнительный подход

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. Любое отличие условий продажи сравниваемого объекта от типичных рыночных условий на дату оценки должно быть учтено при анализе.

Расчет величины рыночной стоимости при применении метода сравнения продаж выполняется в следующей последовательности:

1. Подбор информации по продажам, предложениям к продаже объектов, аналогичных оцениваемому.
2. Выбор параметров сравнения.
3. Сравнение объекта и аналогов по элементам сравнения и корректировка цен продаж аналогов для определения стоимости объекта оценки.
4. Согласование данных по аналогам и получение стоимости оцениваемого объекта.

В процессе проведения данного анализа Оценщик не располагал достаточными сведениями о продажах объектов недвижимости, которые можно рассматривать как аналоги объектов недвижимости в составе основных фондов ОАО «БЫТ». В данном анализе сравнительный подход не использовался.

6. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ и ЗАКЛЮЧЕНИЕ О РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА

6.1. Заключение о стоимости предприятия

В зависимости от исходной информации для каждого из подходов, полученные величины могут отражать стоимость акции как в контрольном, так и в неконтрольном пакетах.

Для получения итогового вывода относительно стоимости акций в зависимости от целей и методов оценки должны быть учтены следующие скидки или премии:

- **премия за владение контрольным пакетом акций** – дополнительная оценка права собственности на контрольный пакет акций (в сравнении с владением меньшей долей), которая отражает его (права собственности) властную функцию контроля.
- **скидка за владение меньшей долей** – снижение удельной стоимости акции в пересчете на весь акционерный капитал, отражающее отсутствие властной функции контроля. Таким образом, понятие скидки за меньшую долю противоположно по смыслу понятию премии за владение контрольным пакетом акций.
- **скидка за недостаточную ликвидность** – абсолютная или процентная величина, вычитаемая из стоимости доли капитала предприятия, которая отражает недостаточную ликвидность ее ценных бумаг. Анализ ликвидности заключается в исследовании того, как легко и быстро владелец может продать свою долю и перевести ее в денежные средства. Данную скидку нельзя отождествлять со скидкой за меньшую долю, которая отражает степень влияния владельца меньшей доли на деятельность предприятия и принятие важнейших решений.

Использование тех или иных поправок, в каждом конкретном случае оценки, зависит как от типа оцениваемой собственности, так и от применяемого метода оценки.

Доля оцениваемого владения может являться как меньшей долей, так и контрольным пакетом. Под контрольным пакетом понимается владение большинством акций предприятия, то есть владение более, чем 50 % акций предприятия. Полный контроль над предприятием обеспечивает 75 % доля владения предприятием. Меньшая доля определяет владение менее 25 % акций предприятия. Необходимость внесения поправок в заключительную оценку также определяется типом используемого подхода оценки.

Затратный подход – определяет **стоимость контрольного владения** поскольку основывается на реальной стоимости активов, распоряжаться которыми может только владелец контрольного пакета. Поэтому при определении стоимости одной обыкновенной акции предприятия или неконтрольного пакета требуется учитывать скидку на неконтрольный пакет и скидку на недостаточную ликвидность акций.

Доходный подход (метод капитализации прибыли) – итоговая оценка, получаемая по данному методу, подразумевает владение контрольным пакетом акций, так как:

- 1) она выражает цену, которую инвестор заплатил бы за владение контрольным пакетом предприятия;
- 2) расчет денежных потоков основывается на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия или будущих планах акционеров;
- 3) распределение денежных потоков на выплату дивидендов также имеет своим условием наличие контрольного собственника.

При определении рыночной стоимости ОАО «БЫТ» были использованы затратный подход (метод накопления активов) и доходный подход (метод капитализации), результаты которых являются базой для расчета рыночной стоимости 100% пакета акций, приходящегося на одну

акцию контрольной доли владения в предприятии.

Анализируя применимость каждого из примененных подходов для оценки рассматриваемого предприятия, мы пришли к следующим выводам:

Неоспоримым преимуществом затратного подхода является то, что он базируется на реальной стоимостной оценке существующих активов предприятия, большую часть которых, как правило, составляют собственные средства. Недостатком подхода является невозможность учета будущих денежных поступлений и уровня отдачи на существующие активы. Поэтому затратный подход как правило определяет верхнюю границу оценочной стоимости предприятия.

Достоверность затратного подхода в данном случае представляется Оценщику достаточно большой, в основном из-за достаточной объективности исходной информации и выполненных расчетов.

Подход с точки зрения доходности обладает преимуществом учета прогнозных оценок, опирается на ожидания администрации относительно будущих доходов, расходов и капитальных вложений. Однако, он сориентирован не на факты, а на умозрительные заключения относительно возможных вариантов будущего развития, обоснованных в большей или меньшей степени. Применение различных сценариев развития событий позволяет несколько скомпенсировать субъективность экспертных суждений. Данный подход показывает, какую сумму в общем случае готов заплатить инвестор, ориентирующийся на собственные ожидания относительно результатов деятельности предприятия и нормы отдачи на производственные вложения.

Учитывая вышеизложенное, мы пришли к следующим весовым коэффициентам, отражающим долю каждого из использованных нами методов в определении итоговой стоимости:

Таблица №

№	Наименование метода оценки	Рыночная стоимость объекта оценки	Весовой коэффициент
1	Затратный подход	24 900 000	60 %
2	Доходный подход	41 500 000	40 %

Обоснованная рыночная стоимость ОАО «БЫТ» представляет собой взвешенное предположение об уровне цены, по которой предприятие может перейти из рук в руки по обоюдному согласию сторон, рассчитывается по следующей формуле:

$$V = \frac{V_1 Q_1 + V_2 Q_2 + V_3 Q_3}{Q_1 + Q_2 + Q_3}$$

где: V - обоснованная рыночная стоимость объекта оценки, руб.;

V_1 - стоимость объекта, определённая затратным подходом, руб. ;

V_2 - стоимость объекта, определённая подходом сравнения продаж, руб.;

V_3 - стоимость объекта, определённая доходным подходом, руб.;

Q_1 - средневзвешенное значение достоверности затратного подхода;

Q_2 - средневзвешенное значение достоверности подхода сравнения продаж;

Q_3 - средневзвешенное значение достоверности доходного подхода;

Таким образом, рыночная стоимость 100% пакета акций ОАО «БЫТ» составляет, с учетом округления:

$$V = (24\,900\,000 * 0,6 + 41\,500\,000 * 0,4) = 31\,540\,000 \sim \mathbf{31\,500\,000 \text{ рублей}}$$

6.2. Определение стоимости 20% пакета акций предприятия

Стоимость 1 обыкновенной акции в контрольном пакете определяется делением стоимости предприятия на количество выпущенных акций. Стоимость 1 обыкновенной акции в неконтрольном пакете рассчитывается в зависимости от стоимости акции в контрольном пакете за вычетом скидки на неконтрольный характер пакета.

Для расчета стоимости 1 акции в контрольном и неконтрольном пакете (при известной стоимости предприятия) используется соотношением:

$$V_{предпр} = Q_{КП} \times V_{КП}^1 + Q_{НКП} \times V_{НКП}^1 \quad (9)$$

Где: $V_{предпр}$ – обоснованная рыночная стоимость предприятия

$Q_{КП}$ – размер контрольного пакета акций

$V_{КП}^1$ – стоимость 1 акции в контрольном пакете

$Q_{НКП}$ – размер неконтрольного пакета акций

$V_{НКП}^1$ – стоимость 1 акции в неконтрольном пакете

Стоимость акций контрольного и неконтрольного пакетов, связаны соотношением:

$$V_{НКП}^1 = V_{КП}^1 \times (1 - C_{НК}) \quad (10)$$

Где: $C_{НК}$ – скидка на неконтрольный характер пакета

Скидка за неконтрольный характер пакета определяется по формуле:

$$C_{НК} = 1 - \frac{1}{1 + \text{Премия за контроль}} \quad (11)$$

Суждение о том является ли данный конкретный пакет контрольным, неконтрольным или блокирующим можно вынести только произведя анализ распределения всех акций общества между акционерами.

В данном случае оценке подлежит доля 20 %, которая ни контрольной ни блокирующей не является.

Контрольный пакет: - 51 % (1 859 акций)

Стоимость 1 акции контрольного пакета: $31\,500\,000 / 3645 = 8\,642$ руб.

Скидка на неконтрольный характер пакета: $1 - \frac{1}{1+30\%} = 0,231$

где 30% - премия за контроль по данным международной статистики по фондовым рынкам

Стоимость 1 акции неконтрольного пакета:

$$9\,382,71 * (1 - 0,231) = 6646 \text{ руб.}$$

Корректировка на не ликвидность

Фактор учета ликвидности акции оцениваемой компании существен лишь для инвестора, который не приобретает контроля над предприятием. Ему важно сохранить возможность извлечь из предприятия, пусть даже не за его счет, а за счет третьих лиц — покупателей акций или пая, свои средства (чтобы они не оказались заблокированными там) в момент, когда ему это удобно (согласно его потребительским или иным инвестиционным планам).

Таким образом, если оценивается неконтрольный пакет акций (доля меньшинства), а акции предприятия неликвидны (доля в предприятии свободно нереализуема), то со стоимости этого пакета, в которой уже учтена степень обеспечиваемого пакетом акций контроля над предприятием, необходимо произвести скидку за недостаток ликвидности акций. Обычно эта скидка составляет

порядка 25 - 30%. В разных отраслях (на основе специально собираемой статистики) она может различаться.

Принимаем скидку за неликвидность равной 30%.

Корректировка на не размещение на фондовом рынке

Настоящая корректировка определяется на основе статистики издержек по размещению на фондовом рынке акций сходных по размеру компаний той же отрасли, что и рассматриваемая фирма, т.е. издержек по регистрации акций для обращения, по включению в листинг фондовых бирж, по найму постоянных брокеров и пр. Обычно размер указанной скидки составляет 15% стоимости акций, ранее уже скорректированной с учетом факторов степени обеспечиваемого пакетом акций контроля над бизнесом, а также степени ликвидности акций.

Принимаем скидку за не размещение на фондовом рынке акций равную 15%.

ВЫВОД:

Таким образом, на основании имеющейся информации и данных, полученных в результате проведения настоящего анализа с применением методик оценки, можно сделать следующее заключение:

- Рыночная стоимость 100% пакета акций ОАО «БЫТ» как имущественного комплекса, по состоянию на 01 июля 2003 г. составляет: **31 500 000 рублей.**
- Стоимость 1 акции неконтрольного пакета: **6646 руб.**
- Стоимость 1 акции с учетом скидки за неликвидность **4652 руб.**
- Стоимость 1 акции с учетом скидки за неразмещенность на фондовом рынке: **3954 руб.**
- Рыночная стоимость 20% (729 шт.) пакета акций ОАО «БЫТ» с учетом скидки на неконтрольный пакет и низкую ликвидность, по состоянию на 01 июля 2003 г. составляет:

2 882 466 рублей

(Два миллиона восемьсот восемьдесят две тысячи четыреста шестьдесят шесть рублей)

Полученная оценка рыночной стоимости может в дальнейшем использоваться в качестве отправной точки в ходе переговоров с партнерами при определении условий реализации имущественных прав, получения кредитов по залогу имущества, страхования, сдачи в аренду и т. п.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В итоге проведенных исследований, расчетов и заключений, основанных на нашем опыте и профессиональных знаниях, делаем следующий вывод: рыночная стоимость 20 % пакета акций ОАО «БЫТ», по состоянию на 01.07.2003 г. составляет:

2 882 466 рублей

**(Два миллиона восемьсот восемьдесят две тысячи четыреста шестьдесят
шесть рублей)**

Рыночная стоимость объекта, полученная в процессе оценки, справедлива только в соответствии с целью оценки, определенной договором.

Оценка произведена специалистами ООО «Оценка», имеющими профессиональное образование в области оценки:

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 года № 519 «Об утверждении стандартов оценки»
2. Постановление Госстроя СССР от 11.05.1983 года № 94 «Об утверждении индексов изменения сметной стоимости строительно-монтажных работ и территориальных коэффициентов к ним для перерасчета сводных сметных расчетов (сводных смет) строений».
3. Постановление Госстроя СССР от 06.09.1990 года № 14-Д «Об индексах изменения стоимости строительно-монтажных работ и прочих работ и затрат в строительстве».
4. [ВСН 53–86 \(р.\). Правила оценки физического износа жилых зданий.](#) - М.: Госгражданстрой. 1990.
5. Приложение № 1 к Постановлению Госстроя СССР от 11.05.83. «Индексы изменения сметной стоимости строительно-монтажных работ прочих затрат и территориальные коэффициенты».
6. Приложение к Постановлению Госстроя СССР от 06.09.90. № 14-Д. «Индексы изменения сметной стоимости строительно-монтажных работ, прочих затрат и территориальные коэффициенты».
7. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» №135-ФЗ от 29.07.98.
8. Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.06.95.
9. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22.04.96.
10. Распоряжение Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) № 31-р от 12.08.94.
11. Приказ Минфина РФ «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Доходы организации» ПБУ 9/99» № 32н от 06.05.99.
12. Волынец – Руссет Э.Я. Коммерческая реализация изобретений и ноу-хау – М.: Юрист, 1999
13. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – М.: ИНФРА-М, 2001.
14. Симионова Н.Е., Симионов Р.Ю. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – М: ИКЦ «МарТ», Ростов н/Д: Издательский центр «МарТ», 2004.
15. Гленн М. Десмонд, Ричард Э. Келли.-Руководство по оценке бизнеса.-М.-1996.
16. Григорьев В.В., Островкин И.М. - Оценка предприятий. Имущественный подход. М.: «Дело». 1998.
17. Грязнова А. Г, Федотова М. А. Оценка бизнеса. М.: «Финансы и статистика». 1998.
18. Данные информационно-аналитического агентства АК&М.2000.
19. Донцова Л. В., Никифорова Н.А. Анализ бухгалтерской отчетности. - М.: «ДИС». 1998.
20. Ефимова О.В. Финансовый анализ. - М.: «Бухгалтерский учет». 1999.
21. Ковалев А. П. Оценка стоимости активной части основных фондов. - М.: «Финстатинформ». 1997.
22. Тарасевич Е.И. Оценка недвижимости. – Спб.: ГТУ. 1997.
23. Харрисон Г. С. Оценка недвижимости. – М.: 1994.
24. «Эксперт».-№3-7.-2003.
25. Информационное агентство АК&М, РТС, Интерфакс, ВЕДИ, НАУФОР, инвестиционная компания «Финанс-Аналитик».
26. Кацман В.Е. Методические указания для слушателей заочных курсов «Оценка предприятий» - М., МЭСИ, МВБЦ, 2000
27. Кацман В.Е. Справочные материалы для слушателей заочных курсов «Оценка предприятий» - М., МЭСИ, МВБЦ, 2000