

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования
«Тольяттинский государственный университет»

Институт финансов, экономики и управления

(наименование института полностью)

Департамент магистратуры (бизнес-программ)

(наименование)

38.04.01 Экономика

(код и наименование направления подготовки)

Корпоративные финансы и оценка стоимости бизнеса

(направленность (профиль))

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА (МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ)

на тему: Оценка стоимости предприятий (отрасли производства
хлебобулочных изделий)

Студент

С.О. Литвина

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

Научный
руководитель

канд. экон. наук, доцент А.А. Шерстобитова

(ученая степень, звание, И.О. Фамилия)

Тольятти 2021



Росдистант
ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ ДИСТАНЦИОННО

Содержание

Введение.....	4
1 Теоретико-методологические аспекты проведения оценки стоимости предприятия	8
1.1 Экономическая сущность оценки стоимости предприятия.....	8
1.2 Ключевые подходы и методы оценки стоимости предприятия.....	14
1.3 Методика оценки стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков.....	21
2 Оценка стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий	32
2.1 Техничко-экономическая характеристика предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий	32
2.2 Определение ставки дисконтирования для оценки стоимости предприятий	56
2.3 Оценка стоимости предприятий методом дисконтирования денежных потоков	63
3 Направления совершенствования проведения оценки стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий и направления повышения стоимости предприятий данной отрасли	70
3.1 Применение предлагаемой методики определения ставки дисконтирования для проведения оценки стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий	70
3.2 Рекомендации по повышению стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий	82
Заключение	94
Список используемой литературы	99
Приложение А Данные бухгалтерского баланса АО «Каравай» на 31.12.2017 г., 31.12.2018 г., 31.12.2019 г.	104

Приложение Б Данные отчёта о финансовых результатах АО «Каравай» за 2017 г., 2018 г., 2019 г.....	105
Приложение В Данные бухгалтерского баланса ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2017 г., 31.12.2018 г., 31.12.2019 г.	106
Приложение Г Данные отчёта о финансовых результатах ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017 г., 2018 г., 2019 г.....	100
Приложение Д Данные бухгалтерского баланса АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2017 г., 31.12.2018 г., 31.12.2019 г.....	108
Приложение Е Данные отчёта о финансовых результатах АО «Тольяттихлеб» за 2017 г., 2018 г., 2019 г.....	109

Введение

Актуальность темы исследования. В процессе своей деятельности многие хозяйствующие субъекты сталкиваются с необходимостью проведения оценки стоимости предприятия, это могут быть как сами предприятия, так и сторонние лица. Необходимость проведения оценки стоимости предприятия может быть вызвана рядом причин, среди которых принятие обоснованного решения о вложении денежных средств, продажа или покупка предприятия, определение стоимости имущества, подлежащему взятию в залог при кредитовании, реструктуризация предприятия, совершенствование модели управления предприятием, совершение страховых операций, а также многое другое.

При этом результаты проведения оценки стоимости предприятия во многом зависят от различных факторов, как внутренних, так и внешних. Более того, выбор того или иного метода оценки также существенно влияет на результаты проведённой оценки.

В текущей практике оценочной деятельности применяется множество методов проведения оценки стоимости предприятия, однако для отдельных отраслей и предприятий наиболее объективную оценку даёт какой-то определённый метод, который в современных исследованиях не находит своего отражения. Это предопределяет актуальность настоящего исследования.

Степень разработанности проблемы. Теоретико-методологические и практические аспекты проведения оценки стоимости предприятия рассматриваются в трудах таких исследователей, как А. Дамодаран, Н.Д. Гончарова, В.Н. Жигалова, В.В. Подгорный, Н.Ф. Чеботарев, Д.С. Харрисон, З. К. Мерсер и другие.

При этом в современной литературе отсутствует единая методика проведения оценки стоимости предприятий той или иной отрасли, в связи с чем исследование теоретико-методологических и практических аспектов

проведения оценки стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий выступает актуальным вопросом.

Объектом исследования выступают предприятия – производители хлебобулочных изделий, среди которых:

- АО «Каравай»,
- ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- АО «Тольяттихлеб».

Предмет исследования – внутренние и внешние факторы, определяющие стоимость предприятия, а также существующие методы и методики проведения оценки стоимости предприятия.

Цель исследования: углубленное исследование теоретико-методологических и практических аспектов проведения оценки стоимости предприятия на примере отдельной отрасли.

Гипотеза исследования состоит в том, что предполагается, что совершенствование методики оценки стоимости предприятия позволит повысить объективность проводимой оценки и повысить стоимость предприятий анализируемой отрасли.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- Исследовать теоретико-методологические аспекты проведения оценки стоимости предприятия.
- Провести оценку стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий.
- Представить направления совершенствования проведения оценки стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий и направления повышения стоимости предприятий данной отрасли.

Теоретико-методологическую основу исследования составили исследования российских и зарубежных учёных по вопросу проведения оценки стоимости предприятий, отражённые в учебниках, в научных статьях периодической литературы.

Базовыми для настоящего исследования явились также: нормативно-правовые акты в области проведения оценки стоимости предприятия.

Информационной базой исследования для проведения анализа выступила бухгалтерская (финансовая) отчетность анализируемых предприятий, а также данные официальных сайтов анализируемых предприятий.

Методы исследования в настоящей магистерской диссертации – метод горизонтального, вертикального, коэффициентного анализа, метод сравнения, метод допущения, метод дедукции.

Научная новизна исследования состоит в разработке теоретико-методологических рекомендаций, направленных на повышение объективности проведения оценки стоимости предприятий, а также практических рекомендаций, направленных на повышение стоимости предприятий анализируемой отрасли.

Основные элементы научной новизны, выносимые на защиту, которые были получены в результате исследования, заключаются в следующем:

- Выделены внутренние факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия, в разрезе подходов к оценке стоимости.
- Предложена авторская методика определения ставки дисконтирования для оценки стоимости предприятия, основанная на кумулятивном методе, в рамках которой дополнены факторы риска при определении премии за риск, среди которых ликвидность оцениваемого предприятия, вероятность банкротства предприятия, величина кредитного риска, система управления рисками.
- Разработаны направления повышения стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий.

Теоретическая значимость исследования заключается в развитии научного познания в области проведения оценки стоимости предприятия.

Практическая значимость магистерской диссертации состоит в том, что

ее выводы и рекомендации ориентированы на широкое использование участниками экономических отношений и могут быть использованы при оценке стоимости предприятий, а также для повышения стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий.

Личное участие автора в организации и проведении исследования состоит в получении основных результатов, отраженных в разделе «Научная новизна».

Апробация работы. Всего по теме диссертации опубликована одна научная статья.

Структура магистерской диссертации. Работа состоит из введения, трёх разделов, заключения, содержит 31 рисунок, 32 таблицы, список использованной литературы (45 источников), 6 приложений. Основной текст работы изложен на 103 страницах. В первом разделе магистерской диссертации исследуются теоретико-методологические аспекты проведения оценки стоимости предприятия. Во втором разделе магистерской диссертации проводится оценка стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий. В третьем разделе предлагаются направления совершенствования проведения оценки стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий, а также направления повышения стоимости предприятий данной отрасли.

1 Теоретико-методологические аспекты проведения оценки стоимости предприятия

1.1 Экономическая сущность оценки стоимости предприятия

В настоящем разделе будут раскрыты теоретико-методологические аспекты проведения оценки стоимости предприятия.

В первую очередь, будет рассмотрена экономическая сущность оценки стоимости предприятия.

Исследователь Е.П. Смит отмечает, что «оценка стоимости предприятия – это процесс определения оценочной стоимости бизнес-единицы» [44].

Стоимость предприятия является основной характеристикой инвестиционной привлекательности предприятия, и объективная оценка стоимости предприятия выступает важнейшим аспектом для многих заинтересованных сторон.

Нормативно-правовое регулирование оценочной деятельности представлено в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

Согласно данному закону, «под рыночной стоимостью объекта оценки понимается 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 открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме» [28].

Оценка стоимости предприятия представляет собой расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату. «Оценка стоимости – это целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении, с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка» [6, с.298].

«В целом понятие стоимости предприятия – это:

- показатель, который определяет эффективность и успешность функционирования предприятия, так как оценка стоимости позволяет определить тенденции развития предприятия, его нынешнее положение на рынке;
- комплексный анализ финансового состояния предприятия, анализ организации в различных сферах деятельности, анализ технического оснащения и так далее;
- показатель, демонстрирующий, насколько предприятие выгодно для вложений инвесторов, какие у предприятия дальнейшие перспективы и возможности» [4, с. 48].

Цели проведения оценки стоимости предприятия могут быть различными.

Ключевые цели проведения оценки описываются в работах А. Дамодарана [2], В.В. Подгорного [22], А.А. Соколовой [25] и других авторов.

Данные цели систематизированы и представлены на рисунке 1.



Рисунок 1 – Ключевые цели проведения оценки стоимости предприятия

Классификация целей оценки стоимости предприятия в разрезе заинтересованных сторон (субъектов оценки) представлена на рисунке 2.



Рисунок 2 – Цели оценки стоимости предприятия в разрезе заинтересованных сторон

То есть в целом, помимо текущих собственников самого предприятия, оценка стоимости предприятия важна для потенциальных инвесторов и акционеров, кредиторов, государства и иных лиц. Так, например, инвестору интересен вопрос об уровне доходности и риска вложения инвестиций. Акционеров интересует внутренняя стоимость одной акции. Кредитору важно оценить кредитный риск с целью определения величины процента по займам и так далее.

На рисунке 3 представлены ключевые этапы проведения оценки стоимости предприятия, представленные в трудах исследователей В.Т. Битюцких [4], В.А. Ивановой [9], А.А. Юдина, У.В. Вышаренко [31] и других.



Рисунок 3 – Ключевые этапы проведения оценки стоимости предприятия

«Структура анализа информации для проведения оценки стоимости предприятия включает в себя макроэкономические факторы, отраслевые факторы, а также факторы на уровне предприятия. Также информацию можно разделить на внутреннюю и внешнюю.

Макроэкономические показатели дают понять, как изменения в макроэкономике могут повлиять на показатели деятельности предприятия и его финансовые результаты. Важно проанализировать нормативно-правовую базу, индексы цен, цены и условия сделок, уровень налогообложения и др. Источниками макроэкономической информации выступают аналитические обзоры информационных агентств, данные Федеральной службы государственной статистики, официальные программы и прогнозы, периодические экономические издания и др.

Отраслевая информация характеризует среду, состояние, уровень конкуренции и перспективы развития той или иной отрасли. В данном случае к факторам, влияющим на результаты оценки, можно отнести рынки сбыта, уровень спроса на продукцию отрасли.

Внутренний блок информации включает в себя сведения, которые необходимы оценщику и которые непосредственно связаны с деятельностью анализируемого предприятия. Это в том числе технико-экономическая характеристика предприятия, размер занимаемой территории предприятием и многое другое. Сюда также относят сведения о финансовом состоянии предприятия; показатели работы организации и ее подразделений; расчетно-аналитические сведения. Следует отметить, что бухгалтерская (финансовая) отчетность выступает важнейшим документом для проведения оценки стоимости предприятия. Так, для определения стоимости предприятия доходным подходом основной базой анализа выступает именно бухгалтерская (финансовая) отчетность предприятия. В то же самое время оценщик должен помнить, что финансовая отчетность не всегда в полной степени отражает результаты работы предприятия. Основными формами бухгалтерской (финансовой) отчетности для проведения оценки стоимости

предприятия выступают бухгалтерский баланс и отчёт о финансовых результатах» [6].

Оценка стоимости предприятия предполагает не только учёт величины затрат на создание или покупку предприятия – объекта оценки. В целом оценка стоимости предприятия направлена на учёт различных рыночных факторов, среди которых уровень конкуренции, уровень риска, экономические особенности оцениваемого объекта, микро- и макроэкономическая среда предприятия, рыночная конъюнктура и многое другое. Зарубежная практика оценки стоимости предприятия существенно расширяет границы факторов – показателей инвестиционной привлекательности предприятия. В данном случае основой выступает не какой-либо отдельный подход к оценке, а конкретные показатели, отражающие эффективность деятельности предприятия.

1.2 Ключевые подходы и методы оценки стоимости предприятия

Современные российские и зарубежные ученые-исследователи и практики уделяют отдельное внимание различным методам проведения оценки стоимости предприятия.

Анализ исследований позволяет в целом видеть три подхода: затратный (имущественный), доходный и рыночный (сравнительный).

Так, например, Е.П. Смит выделяет три ключевых подхода к оценке стоимости компании, среди которых:

- подход, основанный на определении справедливой стоимости активов;
- подход, основанный на доходе;
- подход, основанный на рыночной стоимости сопоставимых компаний [44].

Исследователь Д.С. Харрисон выделяет в качестве ключевого метода оценки стоимости предприятия четырехэтапный метод оценки денежной

наличности. Автор акцентирует внимание не на доходах, а на денежном потоке [37]. Следует отметить, что предлагаемый метод основывается в целом на доходном подходе.

Автор Ж.И. Московитц определяет, что стоимость предприятия может определяться с помощью таких методов, как анализ стоимости акционеров (SVA) и вариация анализа дисконтированных денежных потоков (DCF). Основой данного метода также выступает доходный подход [40].

Исследователь М.С. Леклейр выделяет затратный подход и доходный подход. Так, исследователь выделяет метод, который основывается на скорректированной балансовой стоимости предприятия, а также метод, основанный на капитализации доходов [39].

Авторы К.Г. Палепу, П.М. Хелай, В.Л. Бернад выделяют доходный и сравнительный подходы [42].

Таким образом, оценку стоимости предприятия можно произвести посредством одного из трёх различных подходов.

Сравнительная характеристика ключевых подходов представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Подходы к оценке стоимости предприятия

Сравнительный критерий	Подход		
	Затратный	Доходный	Сравнительный
Объект оценки	Холдинговые предприятия с низкими финансовыми показателями	Малые и средние предприятия	Государственные предприятия
Вид оценки	Учетная (бухгалтерская)	Финансовая (бюджетная)	Рыночная (маркетинговая)
Время	Прошлое	Будущее	Настоящее (недавнее прошлое)
Концепции	Накопление активов	Ликвидность	Замещение

При этом каждый из подходов подразумевает использование одного из нескольких методов, наименование которых представлено на рисунке 4.

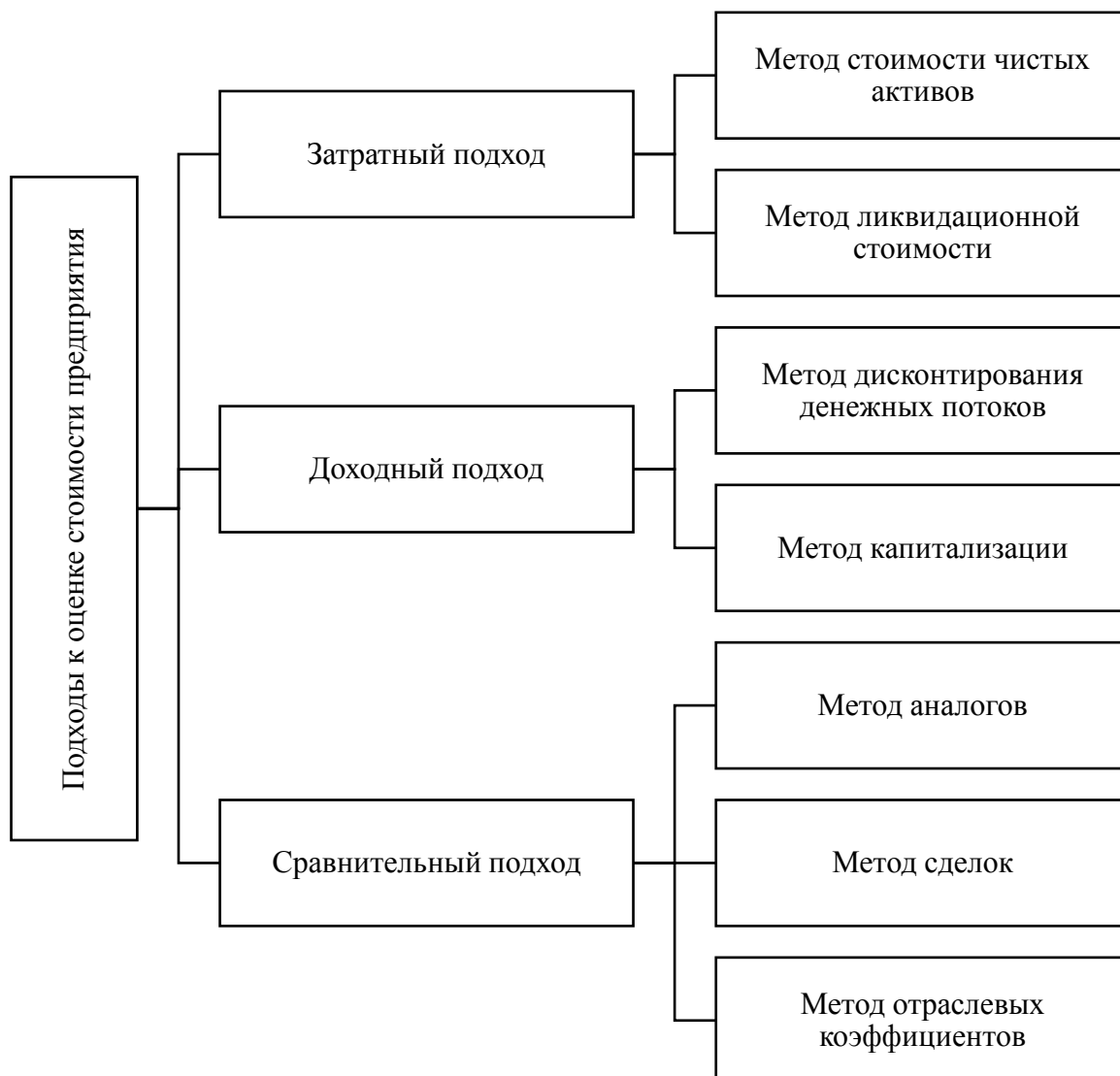


Рисунок 4 – Подходы и методы проведения оценки стоимости предприятия

Далее будет представлена характеристика ключевых подходов в разрезе их видов.

Затратный подход основывается на результатах деятельности предприятия за прошедший период, а именно – на исторических данных

бухгалтерского баланса, который позволяет оценить стоимость имущества предприятия.

Расчёт стоимости предприятия согласно методу чистых активов производится как разность между суммарной рыночной стоимостью всех активов предприятия и суммой обязательств предприятия (формула (1)).

$$Vb = Vta + Vfa + Via + G - O \quad (1)$$

где Vb – рыночная стоимость предприятия;

Vfa - стоимость материальных активов;

Via - стоимость нематериальных активов;

Vfa - стоимость финансовых активов;

G – оценка гудвилла;

O - стоимость обязательств предприятия.

Метод чистых активов применяется, когда прогноз доходов недостоверен, а предприятие имеет большую величину активов.

Расчёт стоимости предприятия согласно методу ликвидационной стоимости осуществляется как разность между суммарной стоимостью активов предприятия и затратами на его ликвидацию (формула (2)).

$$Vl = Va - Cl \quad (2)$$

где Vl – ликвидационная стоимость предприятия;

Va – стоимость активов;

Cl – затраты на ликвидацию предприятия.

Применение данного метода - метода ликвидационной стоимости – обосновано и целесообразно при банкротстве предприятия.

Следующий подход – доходный. «Доходный подход основывается на прогнозных денежных потоках и их дисконтировании. Прогнозирование денежных потоков осуществляется на основе исторических сведений» [22].

Первый метод в рамках доходного подхода – метод капитализации (формула (3)).

$$C = \frac{NOI}{R_k} \quad (3)$$

где C – рыночная стоимость предприятия;

NOI - чистый операционный доход;

R_k - коэффициент капитализации.

Данный метод применяется при прогнозировании стабильного денежного потока от операционной деятельности.

Второй метод в рамках доходного подхода – метод дисконтирования денежных потоков (формула (4)).

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (4)$$

где DCF – дисконтированный денежный поток;

CF_i - денежный поток в i -й период времени;

r - ставка дисконтирования;

n - количество временных периодов.

Ставка дисконтирования характеризует уровень риска. Ставка дисконтирования может быть определена одним из существующих методов, среди которых метод средневзвешенной цены капитала, кумулятивный метод и другие.

Данный метод целесообразно применять, когда прогнозируются нестабильные денежные потоки от операционной деятельности.

Рассмотрим сравнительный подход, в рамках которого оценка проводится, исходя из значений отдельных параметров у компаний-аналогов, которыми могут выступать предприятия, имеющие похожие отдельные характеристики.

«Метод рынка капитала (компаний-аналога) используется для оценки неконтрольного пакета акций. Метод сделок (продаж) используется для оценки контрольного пакета акций. Метод отраслевых коэффициентов основан на использовании данных длительных статистических наблюдений» [10].

«Метод рынка капитала (компаний-аналога) и метод сделок (продаж) – рассчитываются по формуле (5).

$$S = H \cdot P2 \quad (5)$$

где S – стоимость предприятия;

$P2$ – ожидаемое к желательному моменту перепродажи значение чистой прибыли предприятия;

H – мультипликатор «цена / чистая прибыль» [10].

«Расчет мультипликатора «цена / чистая прибыль» осуществляется по формуле (6).

$$H = P \cdot N / P1 \quad (6)$$

где P – цена контрольного пакета, включающую премию за элементы контроля (для метода сделок); рыночная цена одной акции предприятия-аналога (для метода рынка капитала);

$P1$ – чистая прибыль предприятия-аналога;

N – количество акций предприятия-аналога» [10].

Анализ подходов и методов проведения оценки стоимости предприятия позволил выявить внутренние факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия, в разрезе оценки стоимости предприятия в соответствии с различными подходами.

Факторы отражены в таблице 2.

Таблица 2 - Внутренние факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия, в разрезе подходов к оценке стоимости

Подход	Внутренние факторы
Затратный подход	Величина и динамика активов предприятия
	Ликвидность активов предприятия
	Износ внеоборотных активов
	Качество дебиторской задолженности
	Величина и динамика обязательств
	Затраты на ликвидацию предприятия
Доходный подход	Финансовые результаты за предыдущий период
	Темп прироста выручки, чистой прибыли
	Инвестиционная активность предприятия
	Прогнозный денежный поток от операционной деятельности
	Длительность прогнозного периода
	Величина ставки дисконтирования, методика расчёта величины ставки дисконтирования
	Риски деятельности предприятия
Сравнительный подход	Положение предприятия в отрасли
	Наличие компаний-аналогов
	Финансовое состояние предприятий-аналогов
	Финансовые результаты предприятия аналога
	Прогнозируемая чистая прибыль предприятия

Следует отметить, что в зависимости от выбранного подхода к оценке стоимости предприятия величина полученной стоимости будет существенно различаться, так как исходные параметры (внутренние факторы), влияющие на результат, при оценке используются разные.

Далее будет рассмотрена более подробно методика проведения оценки стоимости предприятия в рамках доходного подхода.

1.3 Методика оценки стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков

Проведённый анализ существующих подходов и методов оценки стоимости предприятия позволяет сделать вывод о том, что доходный подход выступает наиболее объективным и распространённым, так как он опирается на прогнозирование будущих доходов и прибылей предприятия, а также позволяет учесть факторы риска при определении ставки дисконтирования для проведения оценки и стоимость денег во времени.

При использовании методов доходного подхода учитывается доходность для потенциальных инвесторов, а также возможность предприятия к генерированию денежных потоков в перспективе.

Ретроспективный анализ проводится на основе фактических данных бухгалтерской (финансовой) отчётности предприятия за несколько отчётных периодов.

«Метод дисконтирования денежных потоков, в отличие от метода капитализации дохода, позволяет провести более точную оценку стоимости предприятия, так как при использовании данного метода прогнозируемые денежные потоки в каждом периоде могут различаться. Более того, метод дисконтирования денежных потоков в мировой практике признан как наиболее теоретически обоснованный и точный для оценки стоимости действующих предприятий» [3].

На рисунке 5 представлена методика оценки стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков.



Рисунок 5 – Методика оценки стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков

Прогнозный период обычно составляет от 5 до 10 лет, об этом свидетельствует опыт стран с хорошо развитой экономикой.

«Ретроспективный анализ осуществляется на основании данных бухгалтерской (финансовой) отчетности предприятия, в частности на основе отчёта о финансовых результатах за предшествующие отчётные периоды. Прогноз выручки в рамках укрупнённого подхода осуществляется на основании данных за предыдущие несколько лет, исходя из среднего темпа роста выручки данного предприятия либо отрасли в целом. Прогноз затрат

осуществляется, исходя из доли элементов в выручке на основании ретроспективных сведений. То же касается прогноза чистой прибыли. На основании ретроспективных данных осуществляется прогноз денежных потоков» [25].

«Определение прогнозного денежного потока для постпрогнозного периода может осуществляться одним из нескольких методов, среди которых: модель Гордона (метод предполагаемой продажи), метод стоимости чистых активов, метод ликвидационной стоимости» [25].

Наиболее применяемым методом определения величины постпрогнозного периода для акционерных обществ выступает расчёт по модели Гордона - формула (7).

$$C = \frac{CF \cdot (1+g)}{r-g} \quad (7)$$

где C – значение денежного потока в постпрогножном периоде;

CF – значение денежного потока за последний год прогнозного периода;

g – прогнозируемый ежегодный темп прироста денежного потока;

r – ставка дисконтирования.

Следующим этапом выступает дисконтирование спрогнозированных денежных потоков в прогножном и постпрогножном периодах. Дисконтирование денежных потоков осуществляется по выбранной ставке дисконтирования.

«Ставка дисконтирования определяется, исходя из выбранной модели, среди которых наиболее распространёнными выступают: модель оценки стоимости капитальных активов, модель средневзвешенной стоимости капитала, кумулятивная модель (модель суммирования), метод экспертной оценки и иные методы» [22].

Методы определения ставки дисконтирования существенно отличаются. Анализ современной литературы позволил выделить

определённые достоинства и недостатки различных методов, которые представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Преимущества и недостатки ключевых моделей определения ставки дисконтирования для проведения оценки стоимости предприятия

Модель	Преимущества	Недостатки
САРМ: модель оценки капитальных активов	Учёт связи рыночного риска и доходности акции.	Невозможность использования при наличии заёмного капитала. Учёт только рыночного риска (однофакторность модели). Премия за рыночный риск часто принимает отрицательное значение.
WACC: средневзвешенная стоимость капитала	Возможность использования при наличии как собственного, так и заёмного капитала.	Недостаточно учитываются риски. Недостаточно объективная оценка при использовании только заёмных средств.
Метод кумулятивного построения	Субъективность оценки.	Учёт любых факторов риска.

Практика проведения оценки стоимости предприятий показывает, что наиболее распространённой и объективной моделью расчёта ставки дисконтирования выступает кумулятивная модель.

Суть кумулятивной модели состоит в том, что к величине безрисковой ставки последовательно прибавляются премии за различные виды рисков. То есть факторы риска, которые учитываются в данной модели, могут быть различны.

Наиболее распространённой кумулятивной моделью при оценке стоимости предприятий выступает модель, предложенная З. Кристофером Мерсером. Так, З. Кристофер Мерсер предлагает добавлять к безрисковой ставке факторы, представленные на рисунке 6.

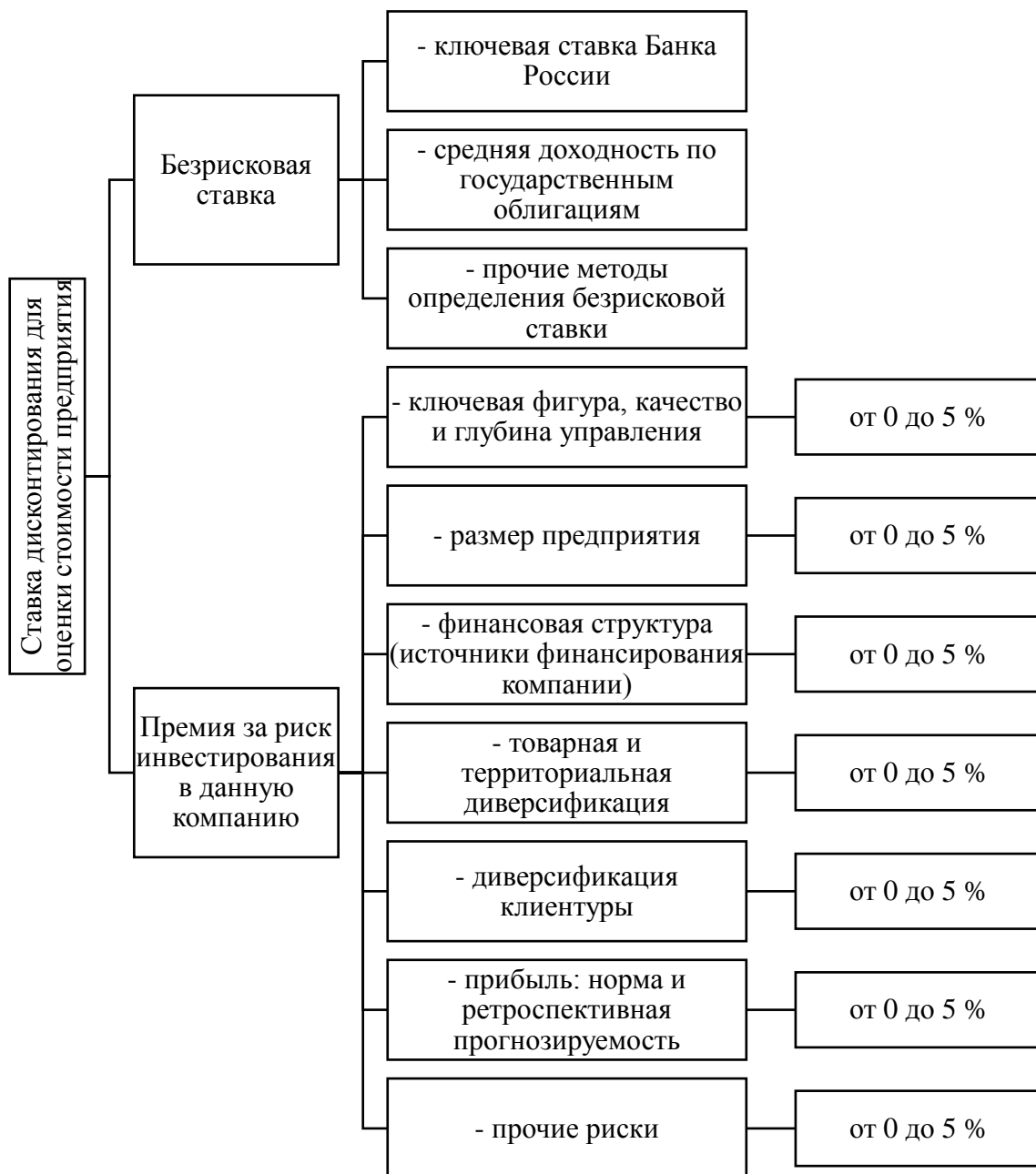


Рисунок 6 – Расчёт ставки дисконтирования кумулятивным методом (методика З. Кристофера Мерсера) [34]

Далее все будущие денежные потоки дисконтируются по выбранной ставке, затем дисконтированные значения складываются, получившаяся сумма характеризует стоимость предприятия.

С одной стороны, использование доходного подхода позволяет учесть будущие денежные потоки, с другой стороны – факторы риска. И именно выбранная ставка дисконтирования позволяет в значительной степени сделать оценку предприятия наиболее объективной. Для этого, на наш взгляд, в качестве факторов риска в ставку дисконтирования необходимо заложить факторы, которые также лежат за основу в затратном и сравнительном подходах.

Следует отметить, что используемые в методике З. Кристофера Мерсера факторы риска недостаточно полно отражают все внутренние и внешние факторы, которые могут оказывать влияние на стоимость предприятия. То есть рассмотренная методика недостаточно полно и точно отражает факторы риска.

Так, такие факторы, как качество управления, размер предприятия, товарная и территориальная диверсификация, диверсификация клиентуры – это факторы, связанные с маркетинговой составляющей. Данные факторы больше отражает по своей специфике сравнительный подход.

Такие факторы, как финансовая структура (источники финансирования компании), прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость – это финансовые факторы, отражённые в ставке дисконтирования, которые дополняют прогнозируемые денежные потоки доходного подхода.

Факторы, отражающие особенности затратного подхода, в данной методике не учтены.

Таким образом, следует отметить, что данные факторы не позволяют в полной мере учесть все финансовые риски, связанные с деятельностью компании.

В связи с чем предлагается дополнить данные факторы такими факторами, как:

- ликвидность оцениваемого предприятия,
- вероятность банкротства предприятия,
- величина кредитного риска.

Более того, фактор «прочие риски» предлагается заменить на фактор «система управления рисками».

Ввиду того, что за каждый фактор риска диапазон премии составлял от 0% до 5 % и факторов было семь, суммарная величина премии за риск составляла 35 %.

В предлагаемой методике факторов – десять, в связи с чем предлагается за каждый фактор установить премию за риск от 0 до 3,5 %.

Таким образом, ключевыми факторами риска с предлагаемой методике будут выступать следующие:

- ключевая фигура, качество и глубина управления,
- размер предприятия,
- финансовая структура (источники финансирования компании),
- товарная и территориальная диверсификация,
- диверсификация клиентуры,
- прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость,
- ликвидность оцениваемого предприятия,
- вероятность банкротства предприятия,
- величина кредитного риска,
- система управления рисками.

Предлагаемая методика определения ставки дисконтирования в рамках кумулятивного метода представлена на рисунке 7.

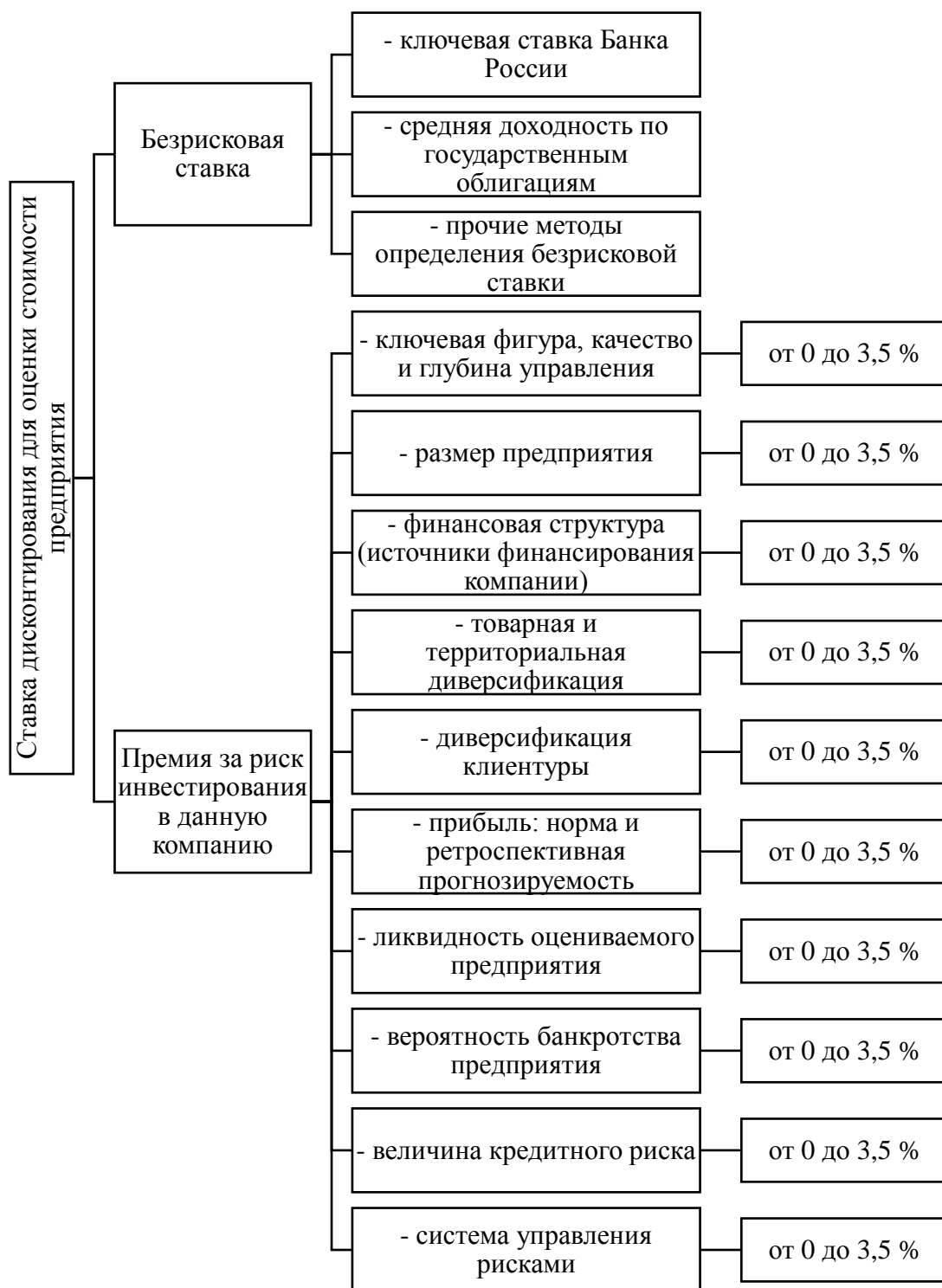


Рисунок 7 – Предлагаемая методика определения ставки дисконтирования в рамках кумулятивного метода

Предлагаемая методика определения ставки дисконтирования позволит в большей степени учесть все факторы риска в деятельности предприятия, что повысит объективность проводимой оценки.

Таким образом, в первом разделе были усовершенствованы теоретико-методологические аспекты проведения оценки стоимости предприятия и сделаны следующие выводы:

1. Анализ подходов и методов проведения оценки стоимости предприятия позволил выявить внутренние факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия, в разрезе оценки стоимости предприятия в соответствии с различными подходами:

— Затратный подход учитывает такие факторы, как величина и динамика активов предприятия, ликвидность активов предприятия, износ внеоборотных активов, качество дебиторской задолженности, величина и динамика обязательств, затраты на ликвидацию предприятия.

— Ключевыми факторами, которые учитываются при использовании доходного подхода, выступают финансовые результаты за предыдущий период, темп прироста выручки, чистой прибыли, инвестиционная активность предприятия, прогнозный денежный поток от операционной деятельности, длительность прогнозного периода, величина ставки дисконтирования, методика расчёта величины ставки дисконтирования, риски деятельности предприятия.

— Среди факторов, учитываемых при использовании сравнительного подхода, выступают положение предприятия в отрасли, наличие компаний-аналогов, финансовое состояние предприятий-аналогов, финансовые результаты предприятия аналога, прогнозируемая чистая прибыль предприятия.

2. В проведённом исследовании замечено, что в зависимости от выбранного подхода к оценке стоимости предприятия величина полученной стоимости будет существенно различаться, так как исходные параметры (внутренние факторы), влияющие на результат, при оценке используются разные.

Проведённый анализ существующих подходов и методов оценки стоимости предприятия позволяет сделать вывод о том, что доходный подход выступает наиболее объективным и распространённым. С одной стороны, использование доходного подхода позволяет учесть будущие денежные потоки, с другой стороны – факторы риска. И именно выбранная ставка дисконтирования позволяет в значительной степени сделать оценку предприятия наиболее объективной. Для этого, на наш взгляд, в качестве факторов риска в ставку дисконтирования необходимо заложить факторы, которые также лежат за основу в затратном и сравнительном подходах.

3. В работе отмечено, что используемые в методике З. Кристофера Мерсера факторы риска недостаточно полно отражают все внутренние и внешние факторы, которые могут оказывать влияние на стоимость предприятия. То есть рассмотренная методика недостаточно полно и точно отражает факторы риска. Так, такие факторы, как качество управления, размер предприятия, товарная и территориальная диверсификация, диверсификация клиентуры – это факторы, связанные с маркетинговой составляющей. Данные факторы больше отражает по своей специфике сравнительный подход. Такие факторы, как финансовая структура (источники финансирования компании), прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость – это финансовые факторы, отражённые в ставке дисконтирования, которые дополняют прогнозируемые денежные потоки доходного подхода. Факторы, отражающие особенности затратного подхода, в данной методике не учтены. Таким образом, следует отметить, что данные факторы не позволяют в полной мере учесть все финансовые риски, связанные с деятельностью компании.

4. В связи с чем предлагается дополнить данные факторы такими факторами, как: ликвидность оцениваемого предприятия, вероятность банкротства предприятия, величина кредитного риска. Более того, фактор «прочие риски» предлагается заменить на фактор «система управления рисками». Ввиду того, что за каждый фактор риска диапазон премии

составлял от 0% до 5 % и факторов было семь, суммарная величина премии за риск составляла 35 %. В предлагаемой методике факторов – десять, в связи с чем предлагается за каждый фактор установить премию за риск от 0 до 3,5 %.

Таким образом, ключевыми факторами риска с предлагаемой методике будут выступать следующие:

- ключевая фигура, качество и глубина управления,
- размер предприятия,
- финансовая структура (источники финансирования компании),
- товарная и территориальная диверсификация,
- диверсификация клиентуры,
- прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость,
- ликвидность оцениваемого предприятия,
- вероятность банкротства предприятия,
- величина кредитного риска,
- система управления рисками.

Предлагаемая методика определения ставки дисконтирования позволит в большей степени учесть все факторы риска в деятельности предприятия, что повысит объективность проводимой оценки.

2 Оценка стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий

2.1 Технико-экономическая характеристика предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий

В рамках настоящего исследования ниже представлена технико-экономическая характеристика предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий, которые выступают объектом исследования, а именно: АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб».

АО «Каравай» — лидер рынка хлебобулочной и кондитерской продукции в Сибири и на Дальнем Востоке. В состав холдинга входят пять производственных площадок: хлебозаводы в Ангарске и Шелехове, сельскохозяйственное предприятие в Заларинском районе, мельничный комплекс в пос. Белореченском, а также кондитерская фабрика в Улан-Удэ.

В ассортименте компании более 500 позиций под торговыми марками «Каравай», «Амта», «Бельгийские пекарни» и «Белореченские корма». В настоящее время АО «Каравай» - предприятие полного цикла: от выращивания зерновых культур до поставки продукции в ритейл.

АО «Каравай» (ИНН 3801008303) зарегистрировано Инспекцией ФНС России по г. Ангарску Иркутской области. Основной вид деятельности: «Производство хлеба и мучных кондитерских изделий, тортов и пирожных недлительного хранения (10.71)».

Юридический адрес АО «Каравай»: 665821, Иркутская область, город Ангарск, квартал 251, 1. Официальный сайт компании: <http://karaway.ru>.

Руководитель АО «Каравай» - Денисова Ольга Валерьевна, которая занимает должность и.о. генерального директора с 16.01.2012 г. Размер уставного капитала в настоящее время составляет 112 553 560 руб.

В приложениях А, Б представлены данные бухгалтерской (финансовой) отчетности АО «Каравай» (данные бухгалтерского баланса на 31.12.2017 г., 31.12.2018 г., 31.12.2019 г. – Приложение А, данные отчёта о финансовых результатах за 2017 г., 2018 г., 2019 г. – Приложение Б).

В таблице 4 представлены ключевые организационно-экономические показатели деятельности АО «Каравай» за анализируемый период – с 2017 г. по 2019 г.

Таблица 4 – Ключевые организационно-экономические показатели деятельности АО «Каравай» за 2017-2019 гг.

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.	Изменение			
				2018 г. -2017 г.		2019 г. -2018 г.	
				Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %	Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %
1. Выручка, т. р.	1461722	1523006	1414960	61284	4,19	-108046	-7,09
2. Себестоимость продаж, т. р.	1118184	1193509	1163317	75325	6,74	-30192	-2,53
3. Валовая прибыль, т. р.	343538	329497	251643	-14041	-4,09	-77854	-23,63
4. Управленческие расходы, т. р.	0	0	0	0	-	0	-
5. Коммерческие расходы, т. р.	238509	260190	200849	21681	9,09	-59341	-22,81
6. Прибыль от продаж, т. р.	105029	69307	50794	-35722	-34,01	-18513	-26,71
7. Чистая прибыль, т. р.	13035	13994	14053	959	7,36	59	0,42
8. Рентабельность продаж, %	7,19	4,55	3,59	-2,64	-36,67	-0,96	-21,12
9. Рентабельность производства, %	7,74	4,77	3,72	-2,97	-38,41	-1,05	-21,90
10. Затраты на рубль выручки	92,81	95,45	96,41	2,63	2,84	0,96	1,01

На рисунке 8 представлена динамика финансовых результатов деятельности АО «Каравай» за анализируемый период.

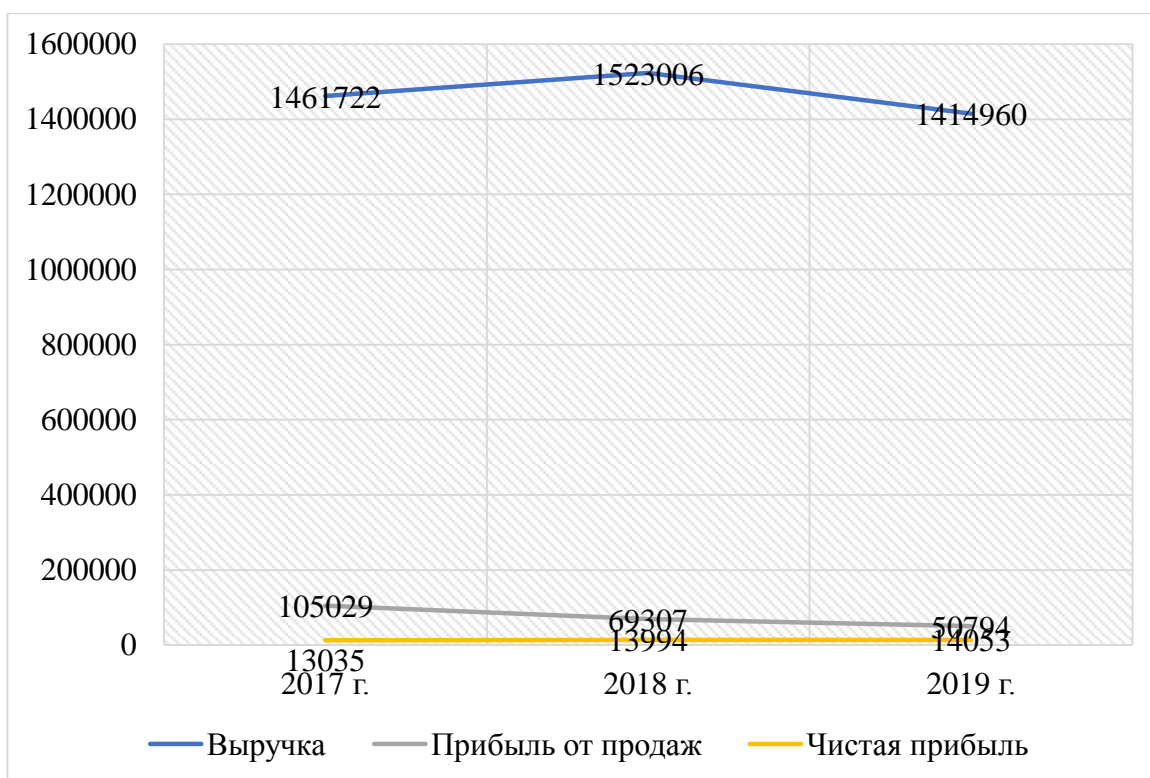


Рисунок 8 - Динамика финансовых результатов деятельности АО «Каравай» за 2017-2019 гг., т. р.

За анализируемый период наблюдается снижение выручки, причём за 2018 г. произошёл рост на 4,19 %, за 2019 г. – снижение на 7,09 %. На конец анализируемого периода величина выручки составила 1414960 т. р.

При этом прибыль от продаж снижается и в 2018 г., и в 2019 г. (на 31,01 % и 26,71 % соответственно). Так, по результатам 2019 г. прибыль от продаж составила 50794 т. р.

При этом динамика чистой прибыли положительная. Это связано со снижением процентов к уплате, а также с ростом прочих доходов. Так, за 2018 г. чистая прибыль увеличилась на 7,36 % (на 959 т. р.), в 2019 г. рост составил 0,42 % (59 т. р.). За 2019 г. чистая прибыль составила 14053 т. р.

На рисунке 9 представлена динамика таких показателей, как рентабельность продаж и рентабельность производства, за анализируемый период.

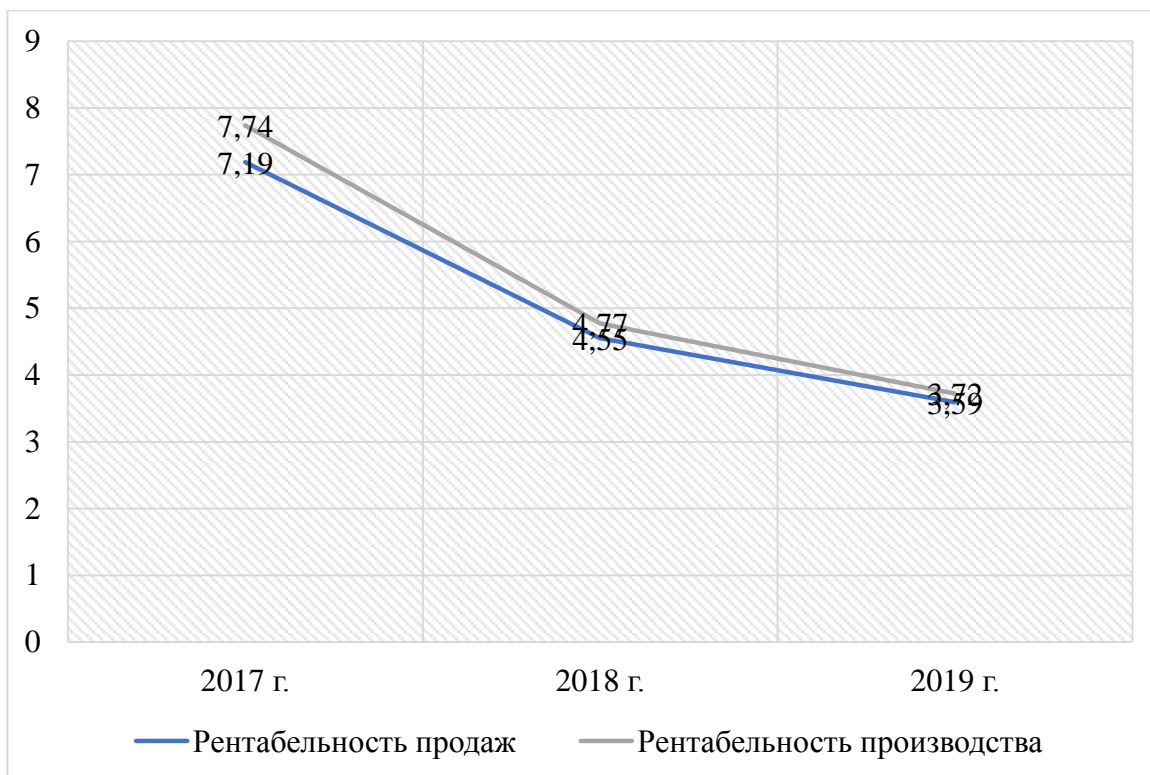


Рисунок 9 - Динамика рентабельности продаж и рентабельности производства АО «Каравай» за 2017-2019 гг., %

Следует отметить, что показатели рентабельности продаж и рентабельности производства демонстрируют отрицательную динамику, что выступает неблагоприятным моментом в деятельности предприятия. Так, рентабельность продаж снизилась с 7,19 % до 3,59 %. Рентабельность производства также снизилась с 7,74 % до 3,72 %. Снижение данных показателей связано в частности с тем, что на фоне снижения выручки наблюдается рост себестоимости продаж. Соответственно, затраты на рубль выручки также увеличиваются.

На рисунке 10 представлен анализ динамики разделов актива бухгалтерского баланса АО «Каравай» за анализируемый период.

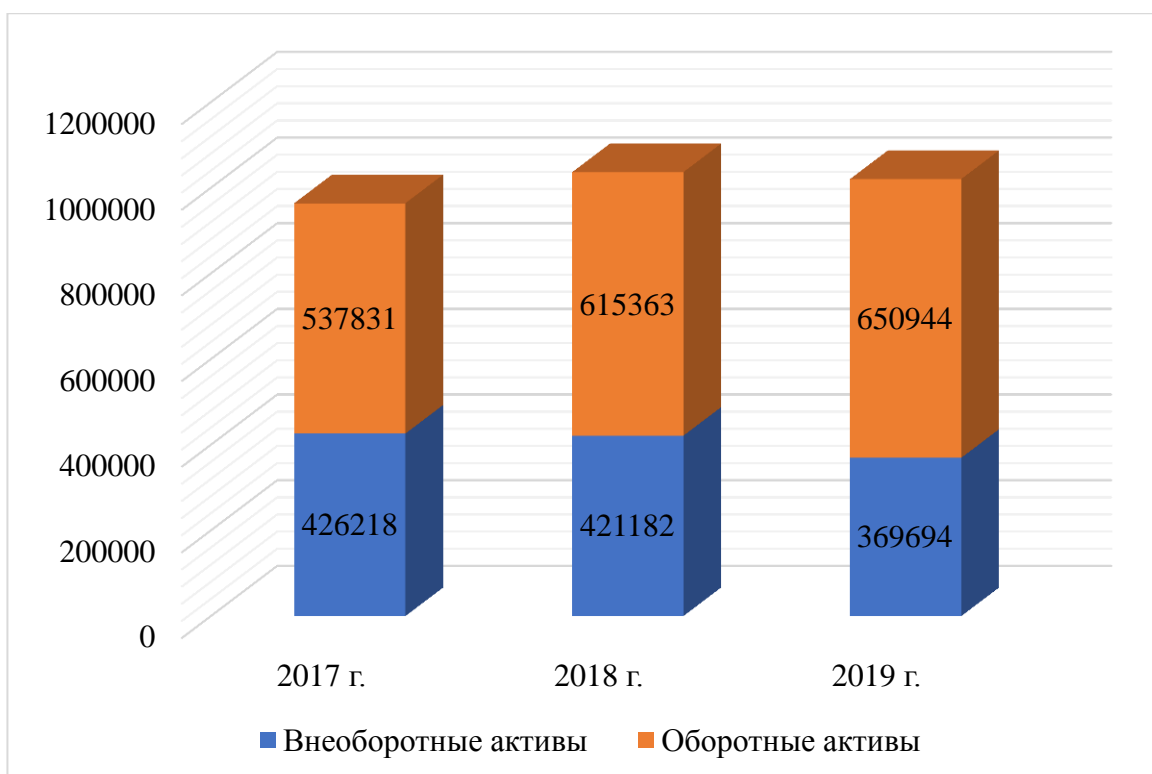


Рисунок 10 - Анализ динамики разделов актива бухгалтерского баланса АО «Каравай» за 2017-2019 гг., т. р.

В целом валюта баланса увеличивается, за анализируемый период произошёл рост на 7,52 % в 2018 г. и снижение на 1,53 % в 2019 г.

В разрезе видов имущества следует отметить, что за анализируемый период величина внеоборотных активов снижается (на 1,18 % в 2018 г. и на 12,22 % в 2019 г.), при этом величина оборотных активов демонстрирует рост (на 14,42 % в 2018 г. и на 5,78 % в 2019 г.). Снижение внеоборотных активов обусловлено снижением величины основных средств. На рост оборотных активов повлияло увеличение всех статей, в большей степени запасов и дебиторской задолженности.

На рисунке 11 представлен анализ динамики разделов пассива бухгалтерского баланса АО «Каравай» за анализируемый период.

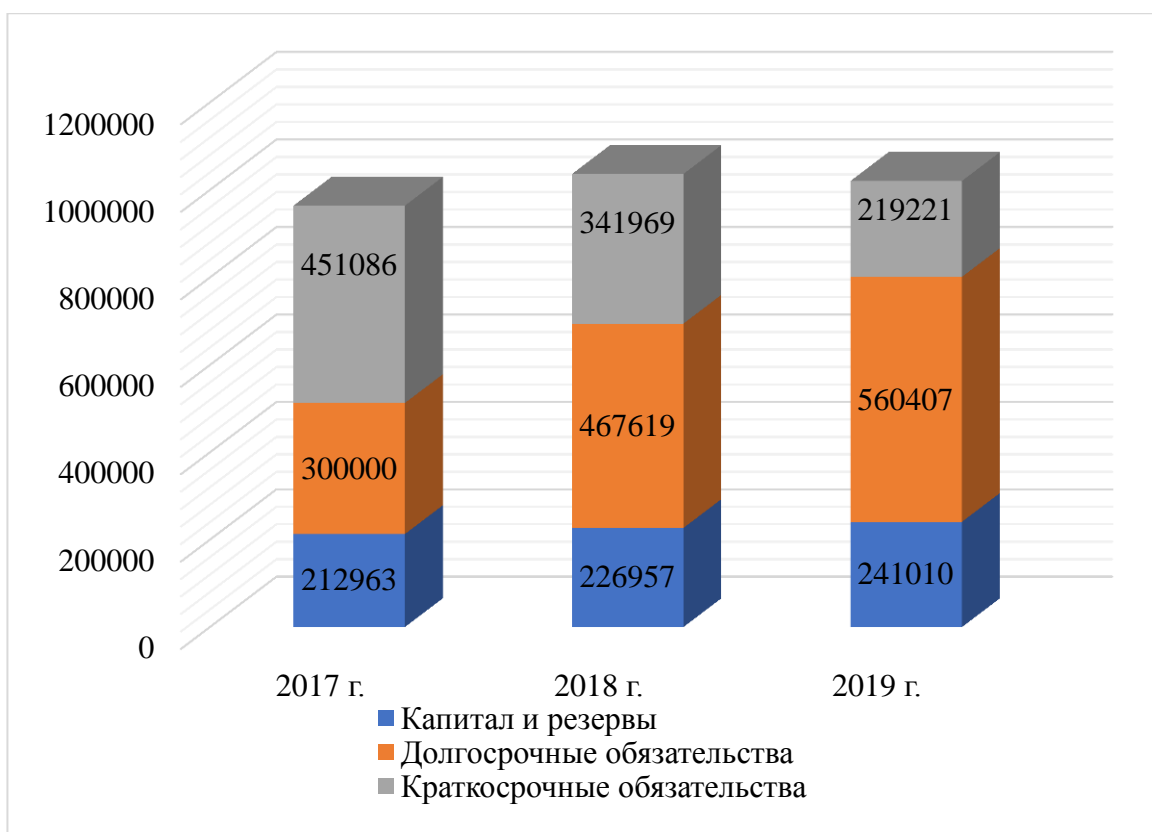


Рисунок 11 - Анализ динамики разделов пассива бухгалтерского баланса АО «Каравай» за 2017-2019 гг., т. р.

Источники формирования имущества АО «Каравай» также увеличились.

Так, собственный капитал увеличился в 2018 г. на 6,57 %, в 2019 г. – на 6,19 %.

Долгосрочные обязательства также увеличились в относительном выражении на 55,87 % и на 19,84 % в 2018 г. и 2019 г. соответственно. При этом краткосрочные обязательства снизились на 24,19 % и 35,89 % соответственно. В абсолютном выражении величина обязательств за анализируемый период увеличилась.

Анализ динамики имущественного положения деятельности анализируемого предприятия необходимо дополнить анализом структуры разделов бухгалтерского баланса.

На рисунке 12 представлена структура активов АО «Каравай» в динамике.

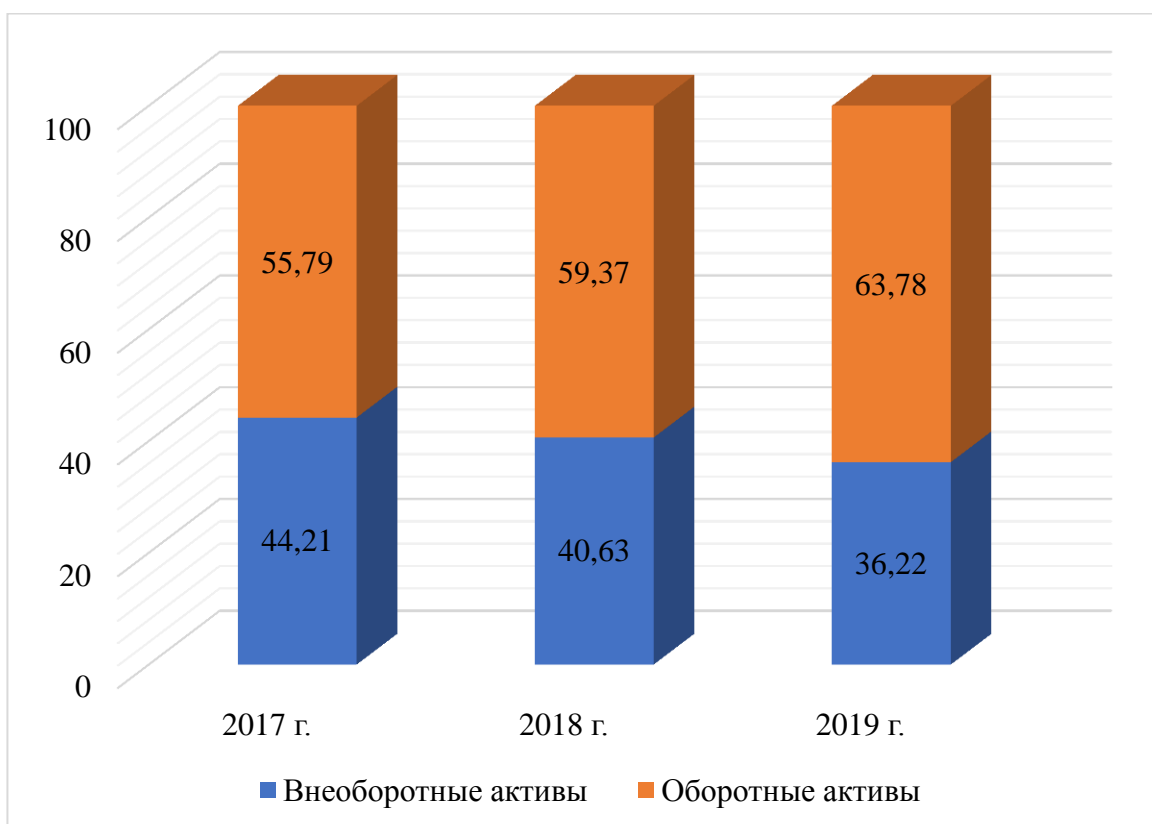


Рисунок 12 - Структура активов АО «Каравай» за 2017-2019 гг., %

На протяжении анализируемого периода доля оборотных активов увеличивалась, внеоборотных снижалась, и на конец 2019 г. доля оборотных активов составила 63,78 %, доля внеоборотных активов – 36,22 %. На конец анализируемого периода внеоборотные активы представлены только основными средствами, оборотные активы – в основном дебиторской задолженностью и запасами.

На рисунке 13 представлена структура капитала АО «Каравай» в динамике.

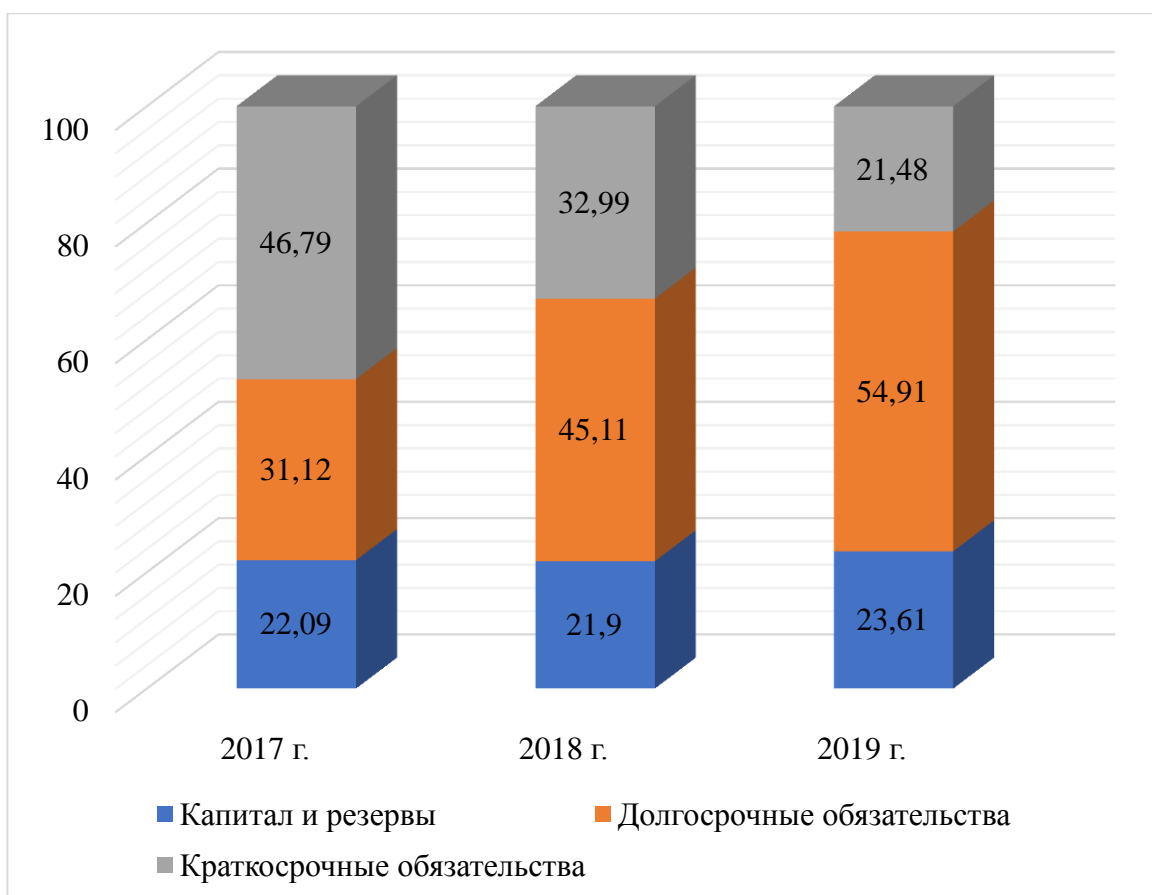


Рисунок 13 - Структура капитала АО «Каравай» за 2017-2019 гг., %

Доля собственного капитала на протяжении анализируемого периода увеличивается, это выступает благоприятным фактором. Так, на конец 2019 г. доля собственного капитала среди источников финансирования деятельности предприятия составила 23,61 %.

Доля долгосрочных обязательств увеличивается, доля краткосрочных обязательств снижается, что благоприятно влияет на показатели ликвидности предприятия.

При этом в целом доля заёмного капитала существенная, что говорит о низкой финансовой устойчивости предприятия.

Следующий представитель анализируемой отрасли - ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат».

ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» является одним из крупнейших предприятий по производству хлебобулочных и кондитерских изделий Самарской области.

На сегодняшний день на предприятии имеется три больших производственных площадки: производство хлебобулочных изделий, производство слоёных и сдобных изделий, производство кондитерских изделий.

Предприятие сотрудничает со всеми федеральными и локальными сетями г. Самары, а также магазинами традиционной розницы, поставляя свою продукцию более чем в 900 торговых точек.

ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» (ИНН 6319008608) зарегистрировано Инспекцией ФНС России по Промышленному району г. Самары. Основной вид деятельности: «Производство хлеба и мучных кондитерских изделий, тортов и пирожных недлительного хранения (10.71)».

Юридический адрес ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»: 443125, Самарская область, город Самара, Московское шоссе, 234. Официальный сайт компании: <https://sbkk.ru/>.

Руководитель ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» - Ерошина Лидия Сергеевна, которая занимает должность генерального директора с 05.09.2007 г. Размер уставного капитала в настоящее время составляет 313 000 руб.

В приложениях В, Г представлены данные бухгалтерской (финансовой) отчётности ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» (данные бухгалтерского баланса на 31.12.2017 г., 31.12.2018 г., 31.12.2019 г. – Приложение В, данные отчёта о финансовых результатах за 2017 г., 2018 г., 2019 г. – Приложение Г).

В таблице 5 представлены ключевые организационно-экономические показатели деятельности ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за анализируемый период – с 2017 г. по 2019 г.

Таблица 5 – Ключевые организационно-экономические показатели деятельности ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017-2019 гг.

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.	Изменение			
				2018 г. - 2017 г.		2019 г. -2018 г.	
				Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %	Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %
1. Выручка, т. р.	1170557	1220274	1294213	49717	4,25	73939	6,06
2. Себестоимость продаж, т. р.	903406	937141	986627	33735	3,73	49486	5,28
3. Валовая прибыль, т. р.	267151	283133	307586	15982	5,98	24453	8,64
4. Управленческие расходы, т. р.	0	0	0	0	-	0	-
5. Коммерческие расходы, т. р.	199808	222386	238735	22578	11,30	16349	7,35
6. Прибыль от продаж, т. р.	67343	60747	68851	-6596	-9,79	8104	13,34
7. Чистая прибыль, т. р.	26059	18849	32382	-7210	-27,67	13533	71,80
8. Рентабельность продаж, %	5,75	4,98	5,32	-0,77	-13,47	0,34	6,87
9. Рентабельность производства, %	6,10	5,24	5,62	-0,86	-14,18	0,38	7,25
10. Затраты на рубль выручки	94,25	95,02	94,68	0,77	0,82	-0,34	-0,36

На рисунке 14 представлена динамика финансовых результатов деятельности ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за анализируемый период.

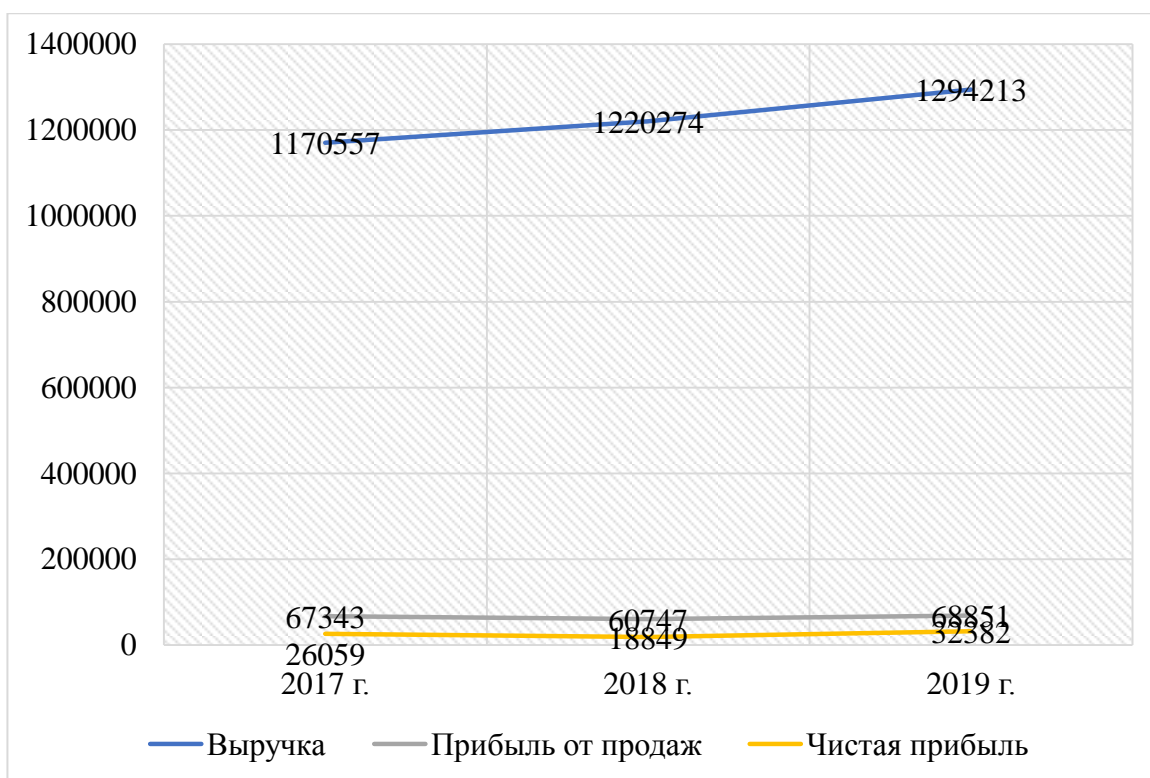


Рисунок 14 - Динамика финансовых результатов деятельности ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017-2019 гг., т. р.

За анализируемый период наблюдается рост выручки, за 2018 г. произошёл рост на 4,25 %, за 2019 г. – на 6,06 %. На конец анализируемого периода величина выручки составила 1294213 т. р.

При этом прибыль от продаж в 2018 г. снизилась на 9,79 %, в 2019 г. увеличилась на 13,34 %. Так, по результатам 2019 г. прибыль от продаж составила 68851 т. р.

Динамика чистой прибыли соответствующая. Так, за 2018 г. чистая прибыль снизилась на 27,67 % (на 7210 т. р.), в 2019 г. рост составил 71,8 % (13533 т. р.). За 2019 г. чистая прибыль составила 32382 т. р.

На рисунке 15 представлена динамика таких показателей, как рентабельность продаж и рентабельность производства, за анализируемый период.

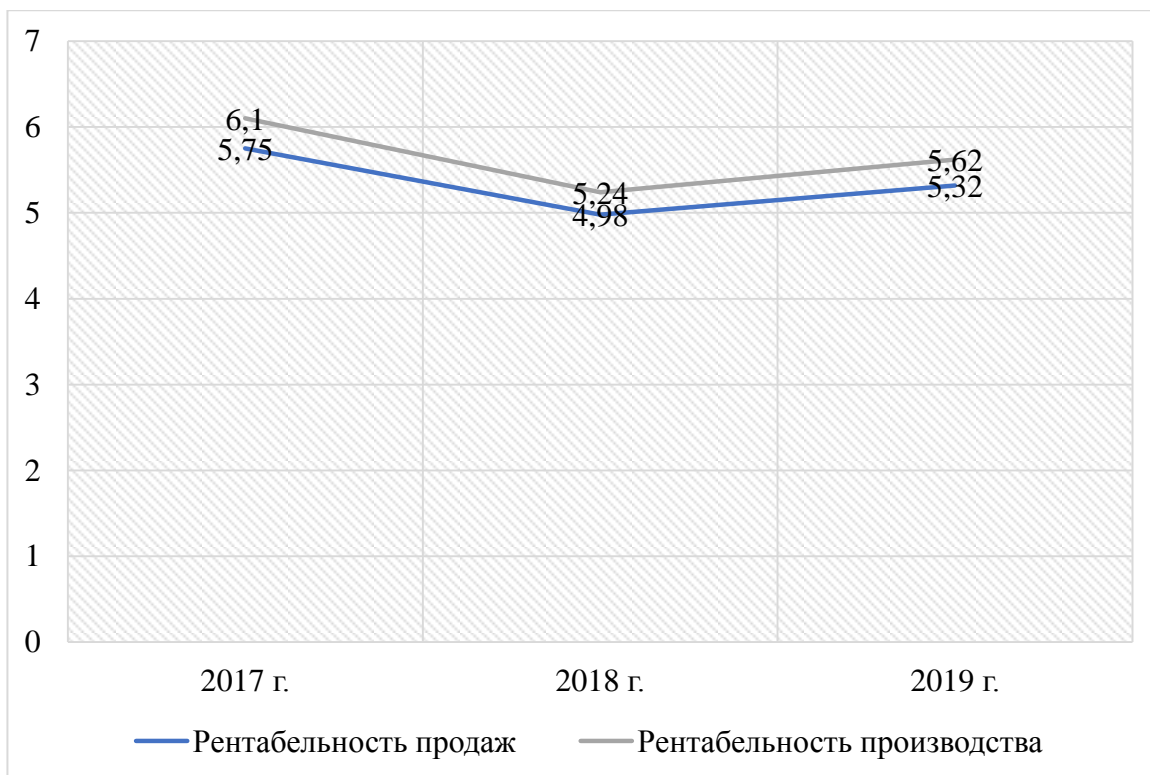


Рисунок 15 - Динамика рентабельности продаж и рентабельности производства ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017-2019 гг., %

Следует отметить, что показатели рентабельности продаж и рентабельности производства демонстрируют отрицательную динамику, что выступает неблагоприятным моментом в деятельности предприятия. Так, рентабельность продаж снизилась с 5,75 % до 5,32 %. Рентабельность производства также снизилась с 6,1 % до 5,62 %. Соответственно, затраты на рубль выручки также увеличиваются.

На рисунке 16 представлен анализ динамики разделов актива бухгалтерского баланса ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за анализируемый период.

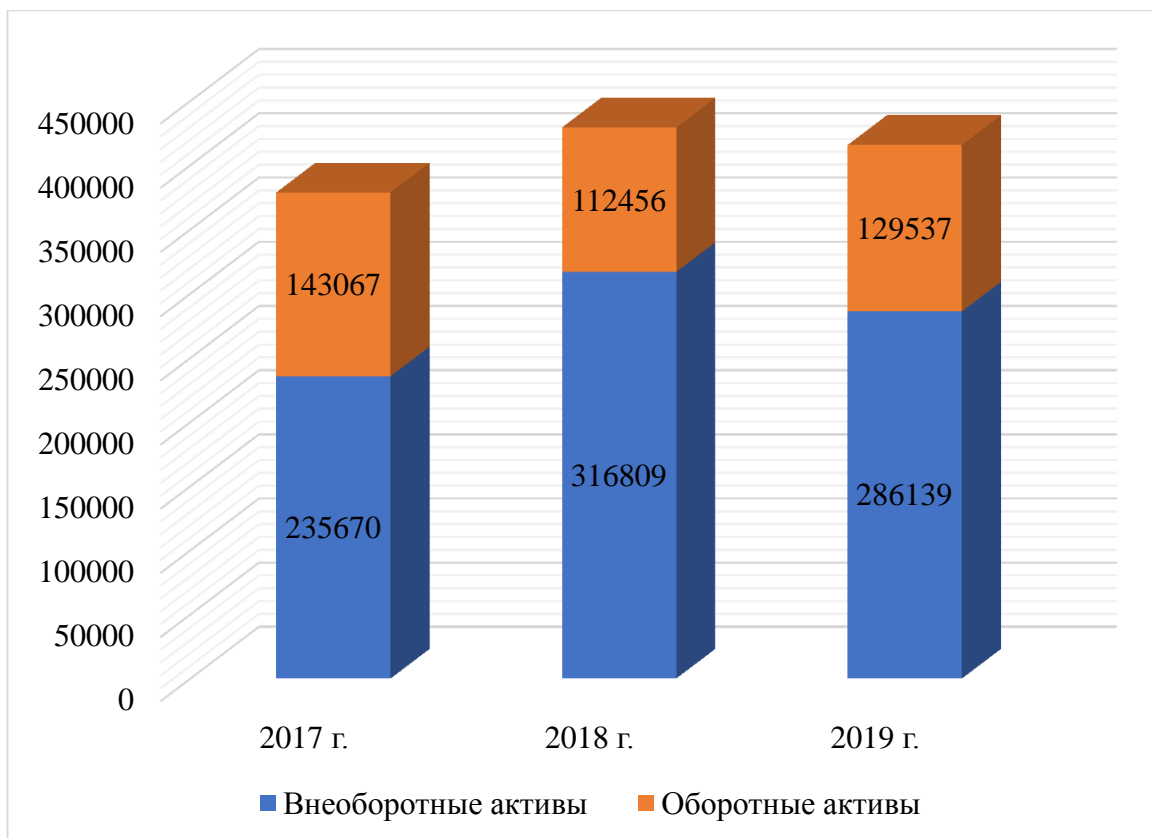


Рисунок 16 - Анализ динамики разделов актива бухгалтерского баланса ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017-2019 гг., т. р.

В целом валюта баланса увеличивается, за анализируемый период произошёл рост на 13,34 % в 2018 г. и снижение на 3,17 % в 2019 г.

В разрезе видов имущества следует отметить, что за анализируемый период величина внеоборотных активов увеличивается (рост на 34,43 % в 2018 г. и снижение на 9,68 % в 2019 г.), при этом величина оборотных активов демонстрирует снижение (снижение на 21,4 % в 2018 г. и рост на 15,19 % в 2019 г.). Рост внеоборотных активов обусловлен ростом величины основных средств. На снижение оборотных активов повлияло снижение величины таких статей, как дебиторская задолженность и денежные средства и денежные эквиваленты, при этом величина запасов и финансовых вложений увеличивается.

На рисунке 17 представлен анализ динамики разделов пассива бухгалтерского баланса ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за анализируемый период.

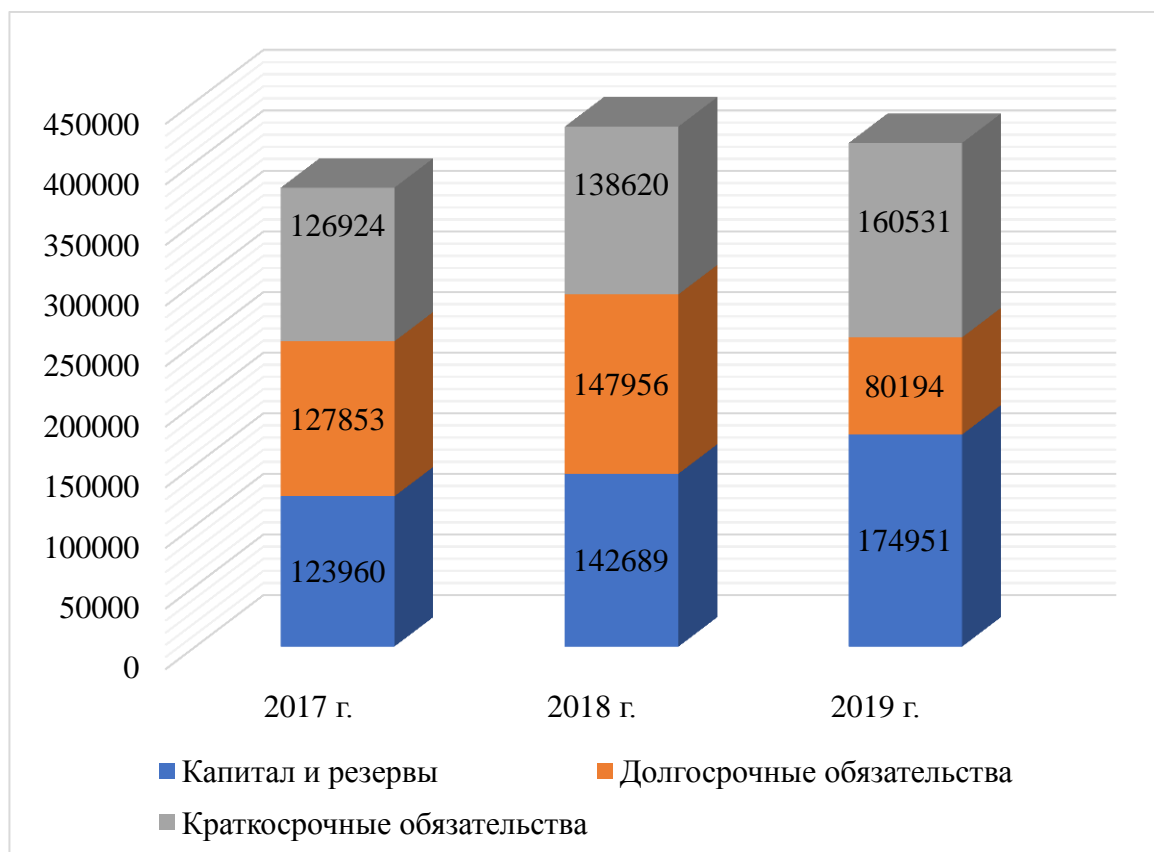


Рисунок 17 - Анализ динамики разделов пассива бухгалтерского баланса ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017-2019 гг., т. р.

Величина капитала ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» также увеличилась.

Так, собственный капитал увеличился в 2018 г. на 15,11 %, в 2019 г. – на 22,61 %.

Долгосрочные обязательства за анализируемый период снижаются. В 2018 г. показатель увеличился на 15,72 %, в 2019 г. - снизился на 45,8 %. При этом краткосрочные обязательства на протяжении анализируемого периода увеличиваются – на 9,21 % и на 15,81 % соответственно в 2018 г. и 2019 г. В

абсолютном выражении величина обязательств за анализируемый период незначительно снизилась.

Рост собственного капитала и снижение обязательств говорит о повышении финансовой устойчивости предприятия.

Анализ динамики имущественного положения деятельности анализируемого предприятия необходимо дополнить анализом структуры разделов бухгалтерского баланса.

На рисунке 18 представлена структура активов ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» в динамике.



Рисунок 18 - Структура активов ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017-2019 гг., %

Доля внеоборотных активов увеличилась, оборотных снизилась, и на конец 2019 г. доля внеоборотных активов составила 68,84 %, доля оборотных активов – 31,16 %. На конец анализируемого периода внеоборотные активы представлены в основном основными средствами, оборотные активы – в

основном дебиторской задолженностью, запасами и финансовыми вложениями.

На рисунке 19 представлена структура капитала ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» в динамике.

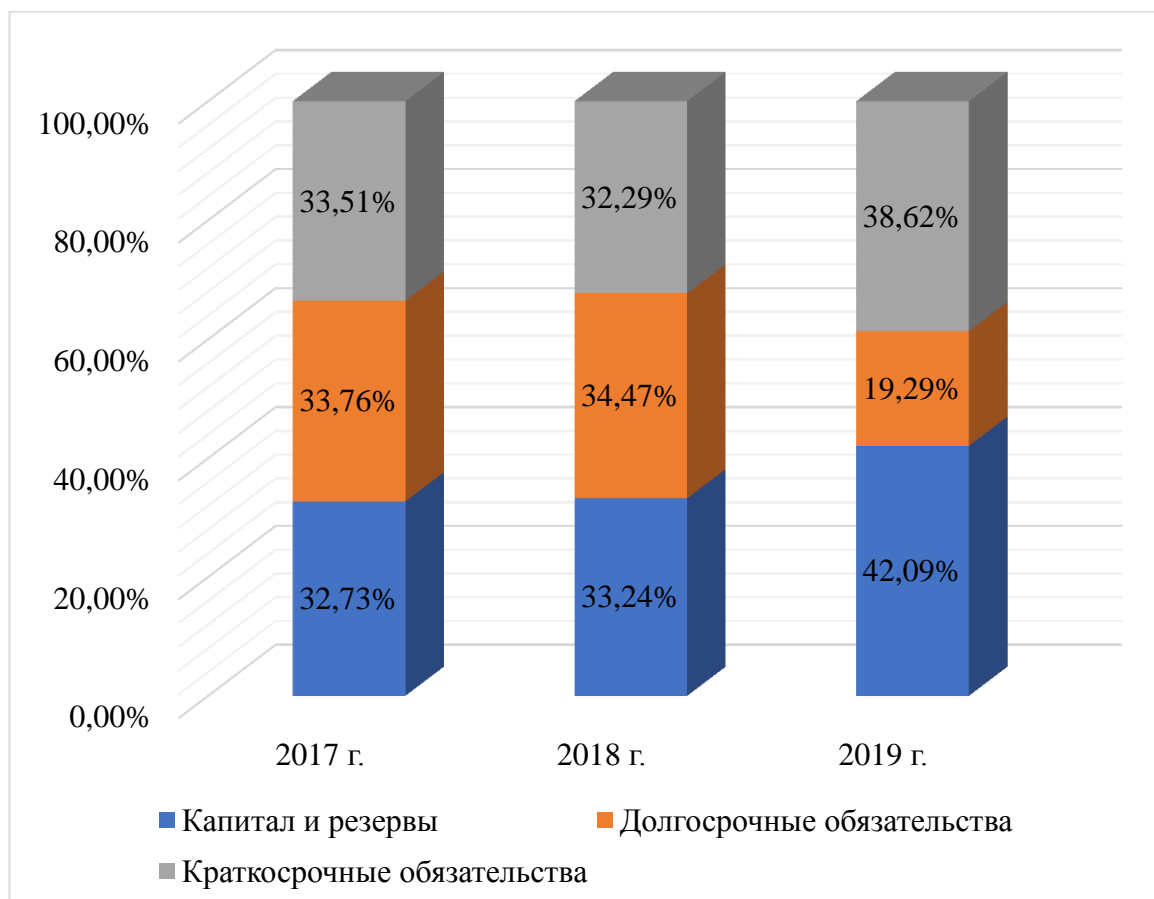


Рисунок 19 - Структура капитала ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017-2019 гг., %

Доля собственного капитала на протяжении анализируемого периода увеличивается, это выступает благоприятным фактором.

Так, на конец 2019 г. доля собственного капитала среди источников финансирования деятельности предприятия составила 42,09 %.

Доля долгосрочных обязательств снижается, доля краткосрочных обязательств увеличивается, что неблагоприятно влияет на показатели ликвидности предприятия.

При этом в целом доля собственного капитала достаточно высокая, чтобы говорить о невысокой зависимости предприятия от заёмных средств.

И, наконец, третье предприятие анализируемой отрасли – АО «Тольяттихлеб».

АО «Тольяттихлеб» существует на российском рынке с 1952 года. Торговая марка «Край Каравай» заняла позицию новатора отрасли, задавая тренды во вкусе, внешнем виде, нарезке хлеба и его яркой, современной упаковке.

В состав изделий под маркой «Край Каравай» входит только высококачественное, натуральное сырье от проверенных годами поставщиков. Торговая марка не перестает наращивать производство, совершенствовать оборудование и рецептуру.

АО «Тольяттихлеб» (ИНН 6320004615) зарегистрировано Межрайонной инспекцией ФНС России № 19 по Самарской области. Основной вид деятельности: «Производство хлеба и мучных кондитерских изделий, тортов и пирожных недлительного хранения (10.71)».

Юридический адрес АО «Тольяттихлеб»: 445035, Самарская область, город Тольятти, улица Голосова, 16. Официальный сайт компании: крайкаравай.рф.

Руководитель АО «Тольяттихлеб» - Зеленцов Анатолий Юрьевич, который занимает должность генерального директора с 09.04.2018 г. Размер уставного капитала в настоящее время составляет 1 990 000 руб.

В приложениях Д, Е представлены данные бухгалтерской (финансовой) отчетности АО «Тольяттихлеб» (данные бухгалтерского баланса на 31.12.2017 г., 31.12.2018 г., 31.12.2019 г. – Приложение Д, данные отчёта о финансовых результатах за 2017 г., 2018 г., 2019 г. – Приложение Е).

В таблице 6 представлены ключевые организационно-экономические показатели деятельности АО «Тольяттихлеб» за анализируемый период – с 2017 г. по 2019 г.

Таблица 6 – Ключевые организационно-экономические показатели деятельности АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг.

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.	Изменение			
				2018 г. - 2017 г.		2019 г. - 2018 г.	
				Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %	Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %
1. Выручка, т. р.	1646505	1526788	1605212	-119717	-7,27	78424	5,14
2. Себестоимость продаж, т. р.	836891	766466	835424	-70425	-8,42	68958	9,00
3. Валовая прибыль, т. р.	809614	760322	769788	-49292	-6,09	9466	1,24
4. Управленческие расходы, т. р.	162655	200391	232214	37736	23,20	31823	15,88
5. Коммерческие расходы, т. р.	236940	229056	225145	-7884	-3,33	-3911	-1,71
6. Прибыль от продаж, т. р.	410019	330875	312429	-79144	-19,30	-18446	-5,57
7. Чистая прибыль, т. р.	227302	197563	183930	-29739	-13,08	-13633	-6,90
8. Рентабельность продаж, %	24,90	21,67	19,46	-3,23	-12,97	-2,21	-10,19
9. Рентабельность производства, %	33,16	27,67	24,17	-5,49	-16,56	-3,5	-12,65
10. Затраты на рубль выручки	75,10	78,33	80,54	3,23	4,30	2,21	2,82

На рисунке 20 представлена динамика финансовых результатов деятельности АО «Тольяттихлеб» за анализируемый период.

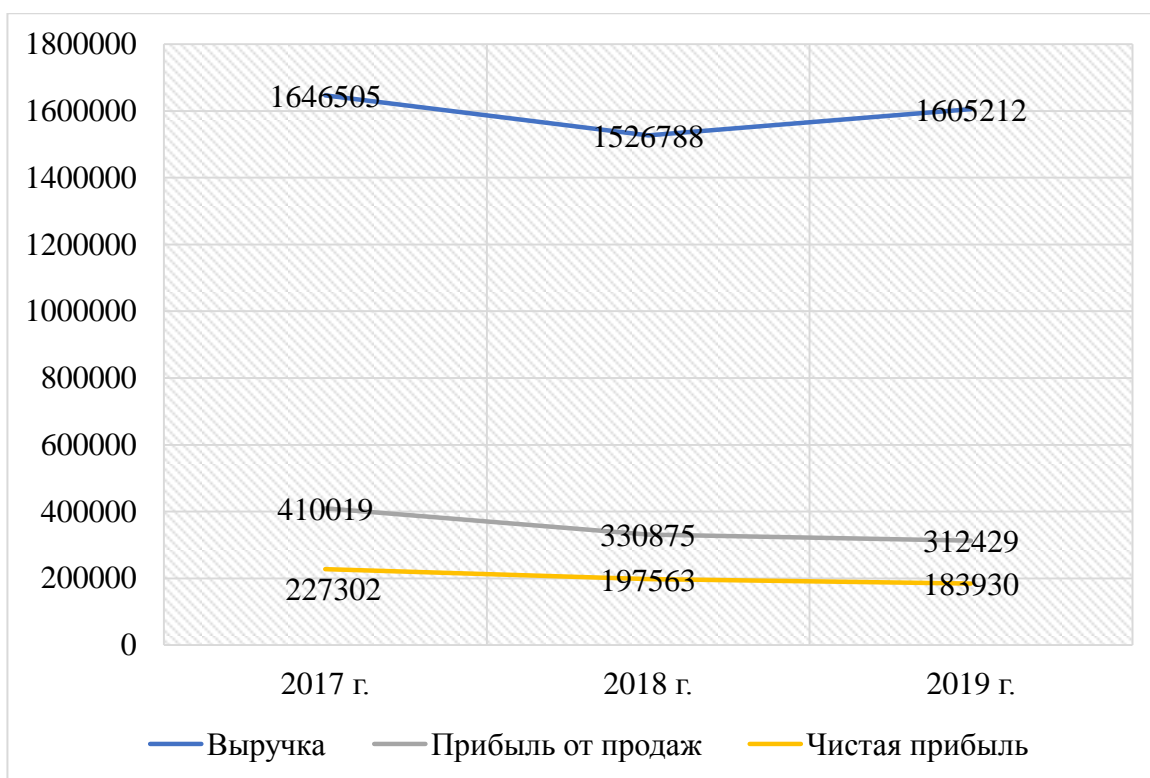


Рисунок 20 - Динамика финансовых результатов деятельности АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг., т. р.

За анализируемый период наблюдается снижение выручки, за 2018 г. произошло снижение на 7,27 %, за 2019 г. – рост на 5,14 %. На конец анализируемого периода величина выручки составила 1605212 т. р.

Прибыль от продаж демонстрирует отрицательную динамику на протяжении всего анализируемого периода (снижение на 19,3 % в 2018 г. и на 5,57 % в 2019 г.). Так, по результатам 2019 г. прибыль от продаж составила 312429 т. р.

Динамика чистой прибыли соответствующая. Так, за 2018 г. чистая прибыль снизилась на 13,08 % (на 29739 т. р.), в 2019 г. - на 6,9 % (13633 т. р.). За 2019 г. чистая прибыль составила 183930 т. р.

На рисунке 21 представлена динамика таких показателей, как рентабельность продаж и рентабельность производства, за анализируемый период.

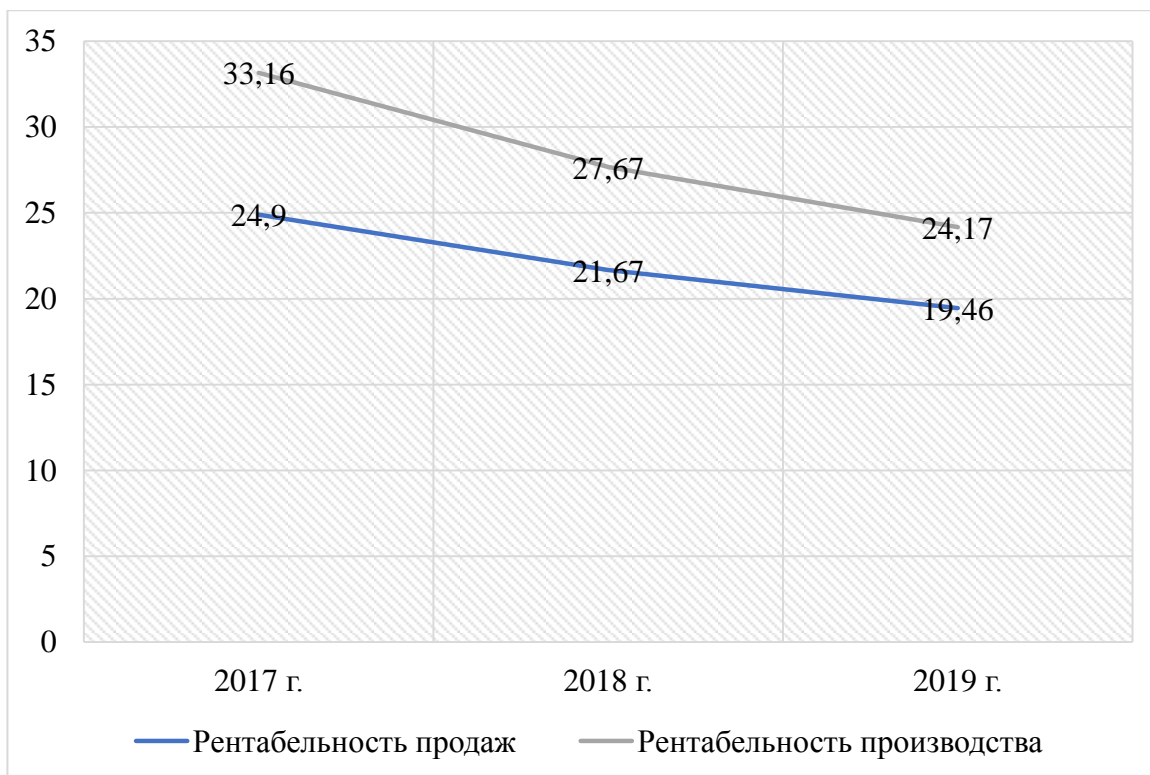


Рисунок 21 - Динамика рентабельности продаж и рентабельности производства АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг., %

Несмотря на то, что значения показателей рентабельности достаточно высокие, показатели рентабельности продаж и рентабельности производства демонстрируют отрицательную динамику. Так, рентабельность продаж снизилась с 24,9 % до 19,46 %. Рентабельность производства также снизилась с 33,16 % до 24,17 %. Соответственно, затраты на рубль выручки также увеличиваются.

На рисунке 22 представлен анализ динамики разделов актива бухгалтерского баланса АО «Тольяттихлеб» за анализируемый период.

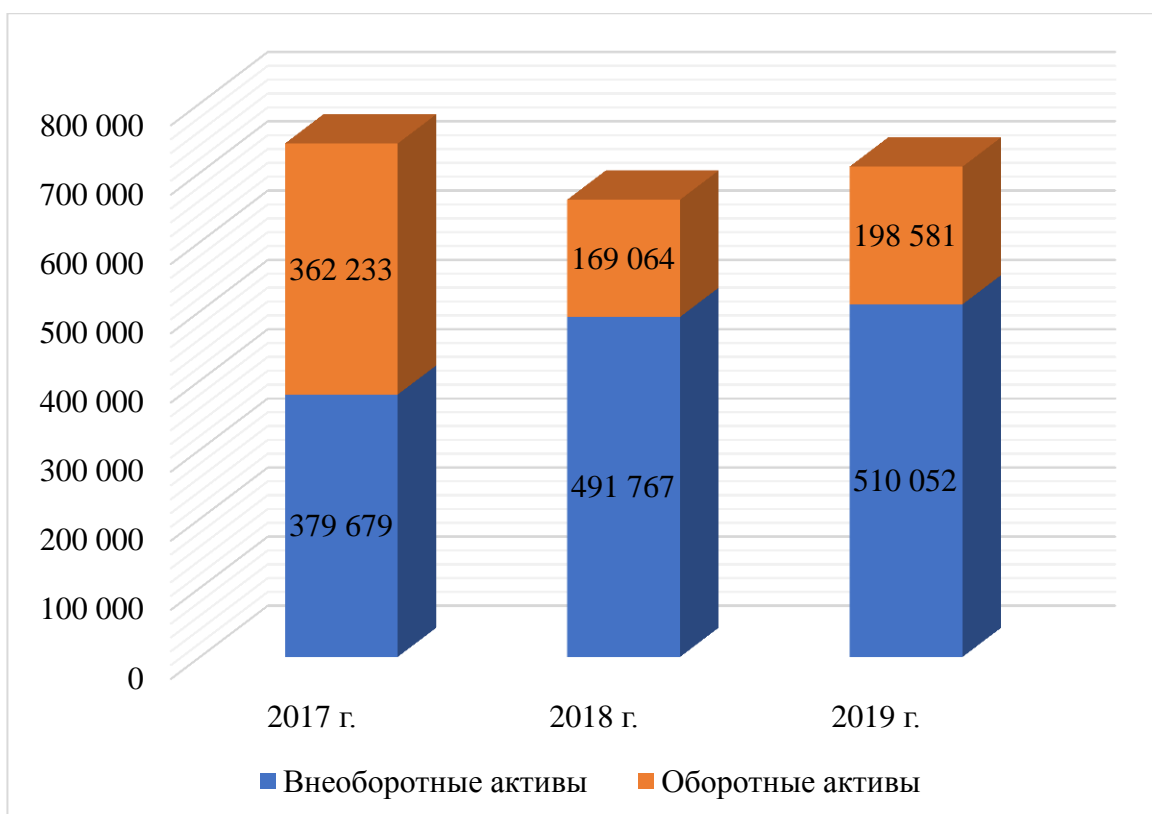


Рисунок 22 - Анализ динамики разделов актива бухгалтерского баланса АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг., т. р.

Валюта баланса демонстрирует разнонаправленную динамику, в целом снижается, так, за анализируемый период произошло снижение на 10,93 % в 2018 г. и рост на 7,23 % в 2019 г.

В разрезе видов имущества следует отметить, что за анализируемый период величина внеоборотных активов увеличивается (рост на 29,52 % в 2018 г. и на 3,72 % в 2019 г.), при этом величина оборотных активов демонстрирует снижение (снижение на 53,33 % в 2018 г. и рост на 17,46 % в 2019 г.). Рост внеоборотных активов обусловлен существенным ростом величины основных средств на фоне снижения прочих внеоборотных активов. На снижение оборотных активов повлияло существенное снижение денежных средств и денежных эквивалентов на фоне роста величины запасов и дебиторской задолженности.

На рисунке 23 представлен анализ динамики разделов пассива бухгалтерского баланса АО «Тольяттихлеб» за анализируемый период.

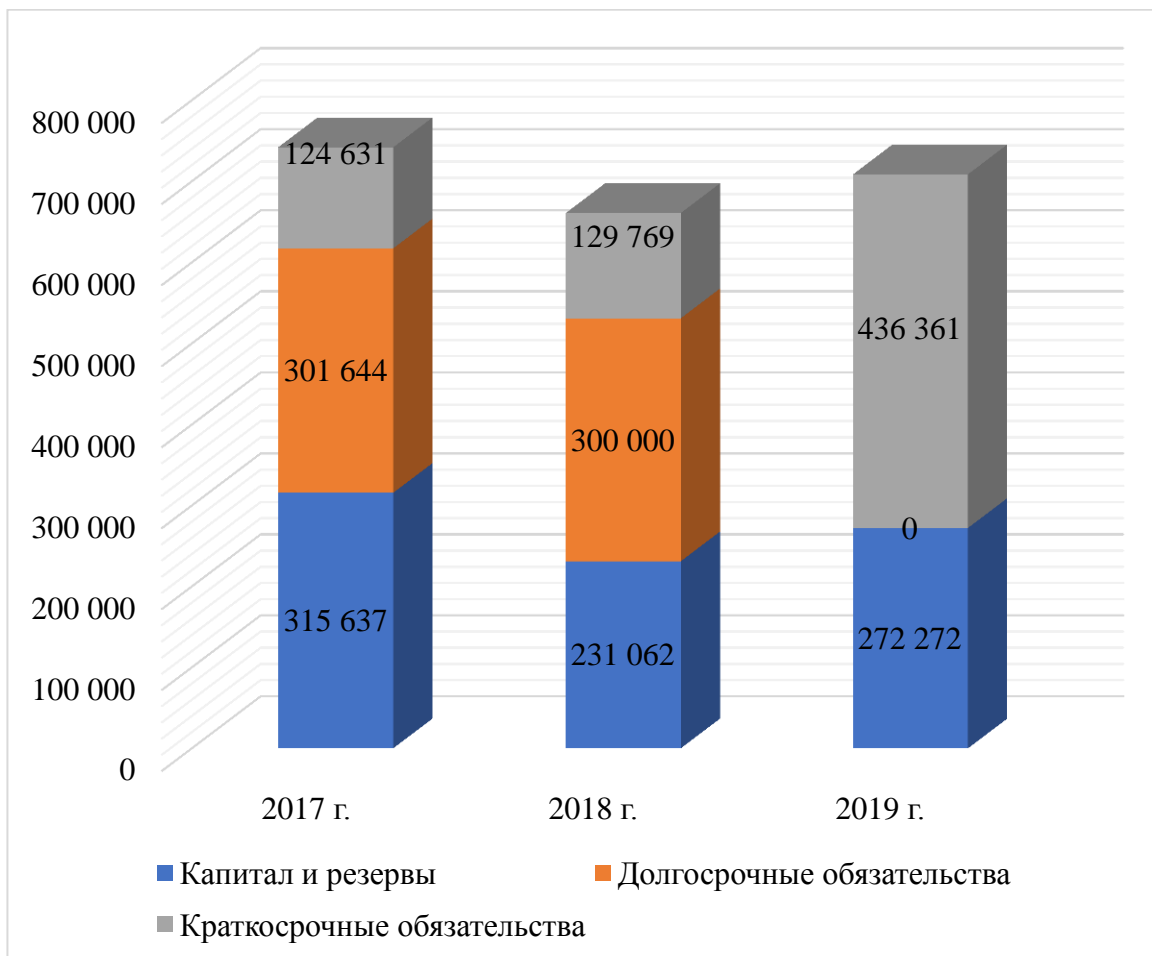


Рисунок 23 - Анализ динамики разделов пассива бухгалтерского баланса АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг., т. р.

Величина источников финансирования деятельности АО «Тольяттихлеб» также снизилась.

Так, собственный капитал снизился с 315637 т.р. на конец 2017 г. до 272272 т.р. на конец 2019 г. (снижение на 26,8 % в 2018 г. и рост на 17,84 % в 2019 г.).

Долгосрочные обязательства за анализируемый период снизились до 0. При этом краткосрочные обязательства существенно увеличиваются – на 4,12 % и на 236,26 % соответственно в 2018 г. и 2019 г. В абсолютном выражении величина обязательств за анализируемый период незначительно увеличилась.

Снижение собственного капитала и рост обязательств говорит о снижении финансовой устойчивости предприятия. Существенный рост

краткосрочных обязательств на фоне снижения денежных средств и денежных эквивалентов говорит о снижении ликвидности предприятия.

Анализ динамики имущественного положения деятельности анализируемого предприятия необходимо дополнить анализом структуры разделов бухгалтерского баланса.

На рисунке 24 представлена структура активов АО «Тольяттихлеб» в динамике.

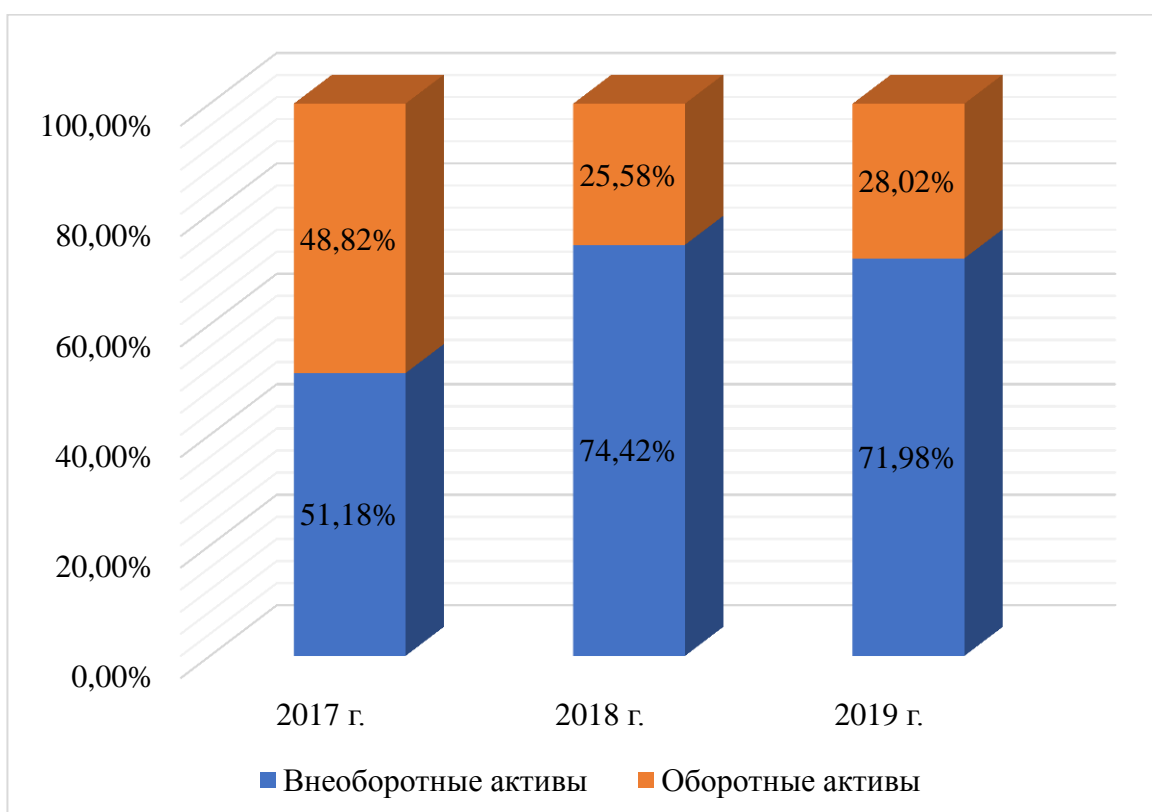


Рисунок 24 - Структура активов АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг., %

Доля внеоборотных активов увеличилась, оборотных снизилась, и на конец 2019 г. доля внеоборотных активов составила 71,98 %, доля оборотных активов – 28,02 %.

На конец анализируемого периода внеоборотные активы представлены в основном основными средствами, оборотные активы – в основном дебиторской задолженностью и запасами.

На рисунке 25 представлена структура капитала АО «Тольяттихлеб» в динамике.

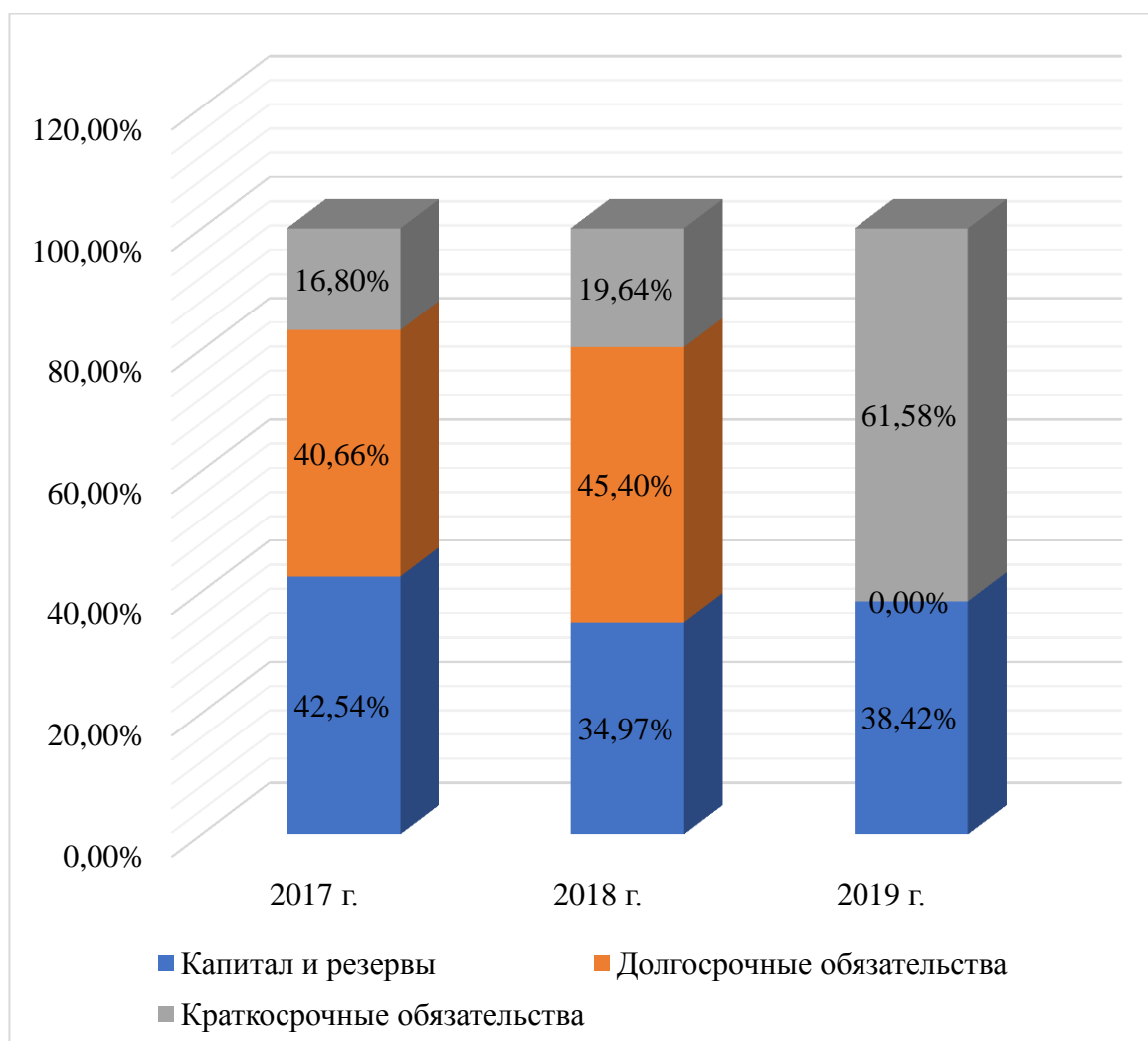


Рисунок 25 - Структура капитала АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг., %

Доля собственного капитала на протяжении анализируемого периода снижается, это выступает неблагоприятным фактором. Так, на конец 2019 г. доля собственного капитала среди источников финансирования деятельности предприятия составила 38,42 %.

Доля краткосрочных обязательств увеличивается, что неблагоприятно влияет на показатели ликвидности предприятия, так, доля краткосрочных обязательств увеличилась с 16,8 % до 61,58 %.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что деятельность предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий в целом достаточно эффективна, финансовые результаты положительные. Однако предприятия зависят от заёмных средств, также недостаточно ликвидны.

2.2 Определение ставки дисконтирования для оценки стоимости предприятий

Далее будет проведена оценка стоимости предприятий анализируемой отрасли методом дисконтирования денежных потоков (в рамках доходного подхода).

Ключевым моментом при проведении оценки стоимости предприятия данным методом выступает определение ставки дисконтирования.

Как было отмечено в первом разделе настоящего исследования, наиболее распространённой кумулятивной моделью при оценке стоимости предприятий выступает модель, предложенная З. Кристофером Мерсером. Для оценки стоимости анализируемых предприятий во втором разделе будет использована эта методика.

В качестве безрисковой ставки будет использована текущая ключевая ставка Банка России, которая в настоящее время составляет 4,25 %.

Далее следует определить премию за риск для каждого анализируемого предприятия, ориентируясь на факторы, предложенные З. Кристофером Мерсером, выставляя оценку от 0 до 5 %, где 0 % - это отсутствие данного фактора риска, 5 % - очень высокий риск.

Оценка факторов риска будет производиться на основе сведений, представленных выше.

Итак, первое предприятие – АО «Каравай».

Премии за различные факторы риска, определённые экспертно, представлены в таблице 7.

Таблица 7 – Определение премии за риск АО «Каравай»

Фактор риска	Премия за фактор риска, %	Комментарий
Ключевая фигура, качество и глубина управления	2	Руководитель предприятия Денисова Ольга Валерьевна занимает должность и.о. генерального директора с 16.01.2012 г., имеет высшее образование и большой опыт работы в руководящей должности.
Размер предприятия	2	Предприятие крупное, в состав входит пять производственных площадок, предприятие занимается как выращиванием зерна, так и производством готовой продукции.
Финансовая структура (источники финансирования компании)	4	Величина и доля собственного капитала в структуре капитала слишком низкие, предприятие зависит от заёмных источников финансирования.
Товарная и территориальная диверсификация	2	Предприятие производит более 500 позиций под торговыми марками «Каравай», «Амта», «Бельгийские пекарни» и «Белореченские корма». Предприятие занимает лидирующие позиции в Сибири и на Дальнем Востоке.
Диверсификация клиентуры	3	Предприятие занимает лидирующие позиции в Сибири и на Дальнем Востоке.
Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	4	Валовая прибыль, прибыль от продаж снижаются.
Прочие риски	5	Предприятие подвержено различным факторам риска.
Итого премия за риск	22	

Результаты оценки представлены на рисунке 26.

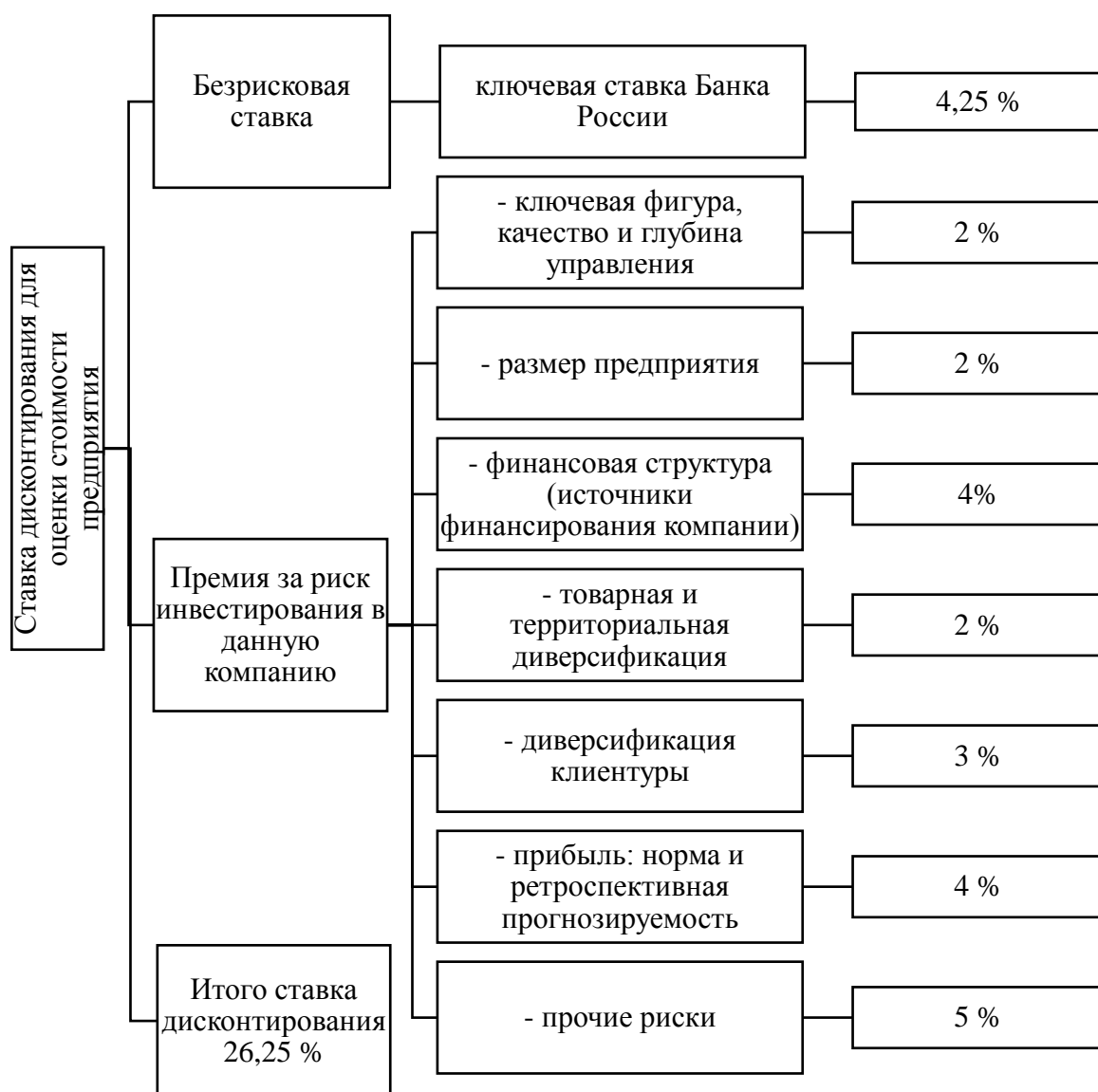


Рисунок 26 – Определение ставки дисконтирования кумулятивным методом для оценки стоимости АО «Каравай»

Ставка дисконтирования, определённая как сумма величины безрисковой ставки и величины премии за каждый фактор риска, для оценки стоимости АО «Каравай» составила 26,25 %.

Следующее предприятие – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат».

Премии за различные факторы риска, определённые экспертно, представлены в таблице 8.

Таблица 8 – Определение премии за риск ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»

Фактор риска	Премия за фактор риска, %	Комментарий
Ключевая фигура, качество и глубина управления	1	Руководитель предприятия Ерошина Лидия Сергеевна занимает должность генерального директора с 05.09.2007 г., имеет высшее образование и большой опыт работы в руководящей должности.
Размер предприятия	3	Предприятие имеет три больших производственных площадки.
Финансовая структура (источники финансирования компании)	3	Величина и доля собственного капитала в структуре капитала ниже нормативного значения, предприятие зависит от заёмных источников финансирования, при этом прослеживается рост величины и доли собственного капитала.
Товарная и территориальная диверсификация	2	Предприятие сотрудничает с сетями и розничными магазинами г. Самары, поставляет продукцию более чем в 900 торговых точек. Предприятие занимает лидирующие позиции в Самарской области.
Диверсификация клиентуры	3	
Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	4	Динамика финансовых результатов разнонаправленная.
Прочие риски	5	Предприятие подвержено различным факторам риска.
Итого премия за риск	21	

Результаты оценки представлены на рисунке 27.

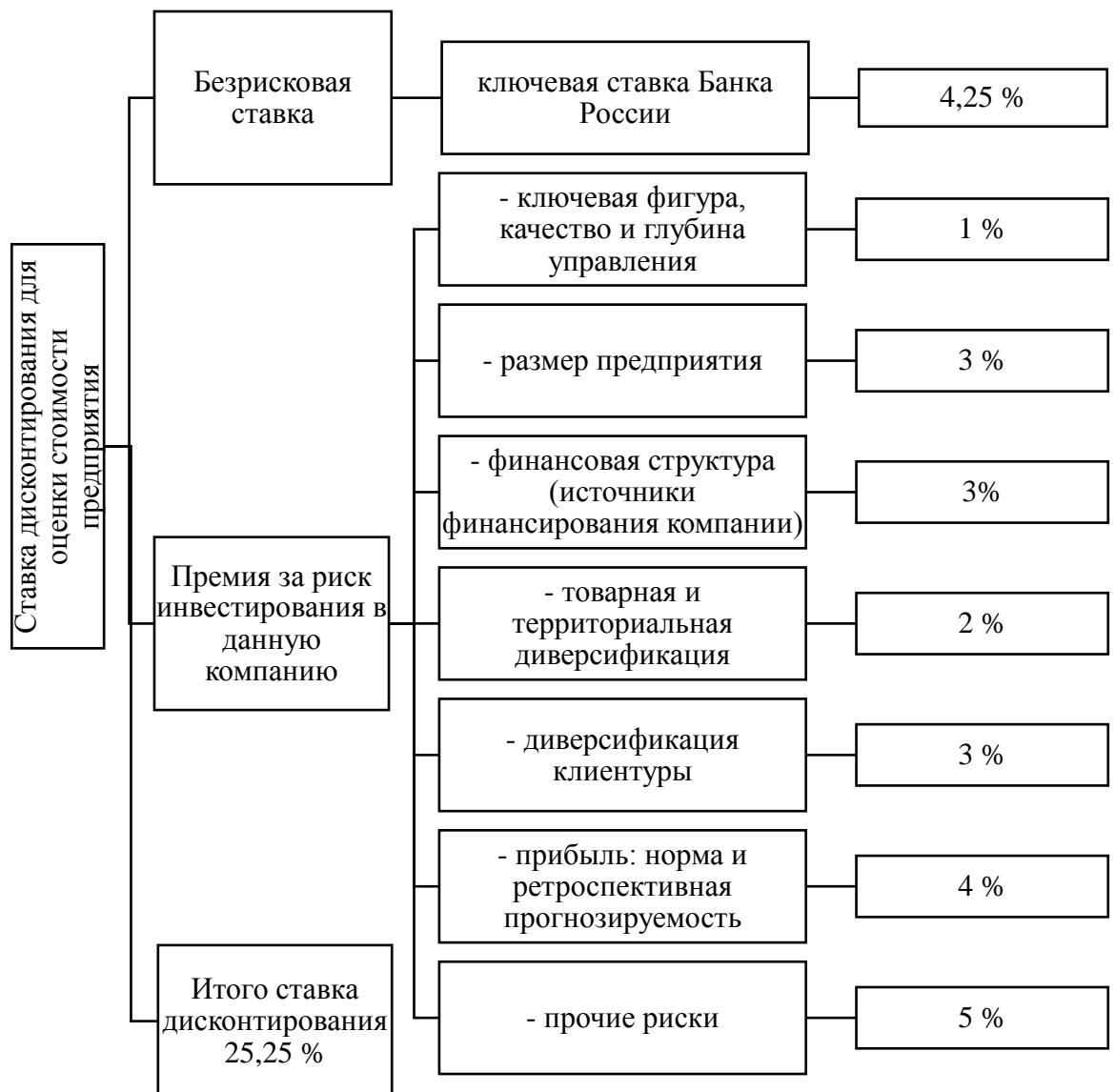


Рисунок 27 – Определение ставки дисконтирования кумулятивным методом для оценки стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»

Ставка дисконтирования, определённая как сумма величины безрисковой ставки и величины премии за каждый фактор риска, для оценки стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» составила 25,25 %.

Третье предприятие – АО «Тольяттихлеб».

Премии за различные факторы риска, определённые экспертно, представлены в таблице 9.

Таблица 9 – Определение премии за риск АО «Тольяттихлеб»

Фактор риска	Премия за фактор риска, %	Комментарий
Ключевая фигура, качество и глубина управления	2	Руководитель предприятия Зеленцов Анатолий Юрьевич занимает должность генерального директора с 09.04.2018 г., имеет высшее образование и большой опыт работы в руководящей должности.
Размер предприятия	3	Предприятие достаточно крупное.
Финансовая структура (источники финансирования компании)	4	Величина и доля собственного капитала в структуре капитала ниже нормативного значения, предприятие зависит от заёмных источников финансирования, также прослеживается снижение величины и доли собственного капитала.
Товарная и территориальная диверсификация	2	Предприятие занимает лидирующие позиции в г. Тольятти, продукция пользуется спросом на территории Самарской области.
Диверсификация клиентуры	3	
Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	5	Динамика финансовых результатов отрицательная.
Прочие риски	5	Предприятие подвержено различным факторам риска.
Итого премия за риск	24	

Результаты оценки представлены на рисунке 28.

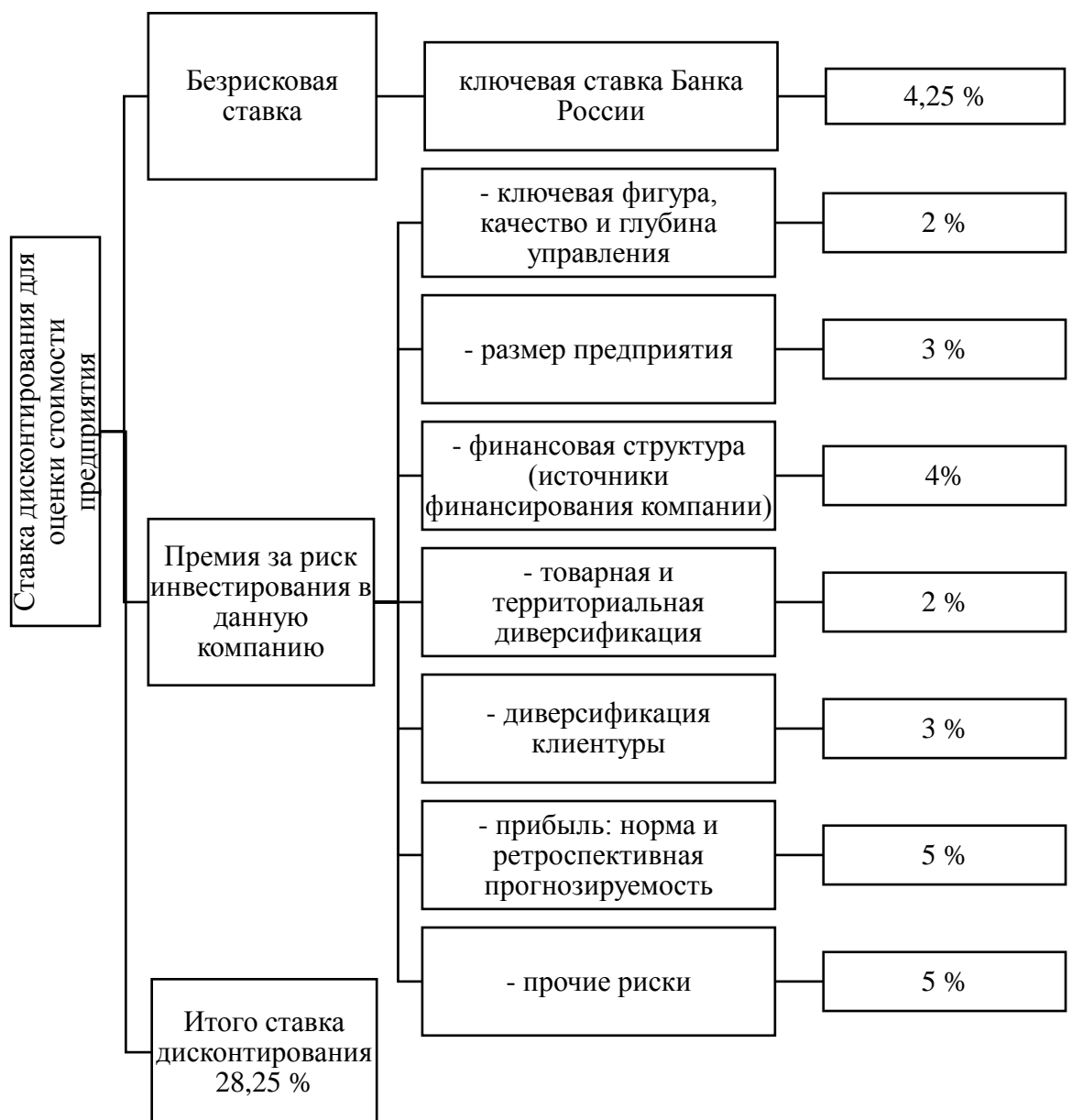


Рисунок 28 – Определение ставки дисконтирования кумулятивным методом для оценки стоимости АО «Тольяттихлеб»

Ставка дисконтирования, определённая как сумма величины безрисковой ставки и величины премии за каждый фактор риска, для оценки стоимости АО «Тольяттихлеб» составила 28,25 %.

Следует отметить, что при расчёте ставки дисконтирования для проведения оценки стоимости предприятий анализируемой отрасли

отдельные факторы риска не были учтены ввиду отсутствия данных факторов риска в применяемой методике.

2.3 Оценка стоимости предприятий методом дисконтирования денежных потоков

Следующий этап – определение стоимости анализируемых предприятий на основе рассчитанной ставки дисконтирования.

С целью проведения оценки стоимости предприятий необходимо спрогнозировать денежные потоки, которые будут генерировать предприятия в процессе своей деятельности.

За основу будет взят прогноз выручки и чистой прибыли предприятий на прогнозируемый период (на основе исторических сведений), а также прогноз денежного потока в постпрогнозный период (по модели Гордона). Прогнозный период взят на уровне 6 лет.

При прогнозировании выручки и чистой прибыли за основу взяты исторические данные, содержащиеся в отчетах о финансовых результатах анализируемых предприятий.

В таблице 10 представлен расчёт среднегодового коэффициента роста выручки для каждого из анализируемых предприятий.

Следует отметить, что для более объективного расчёта среднего коэффициента роста выручки были взяты данные по полученной выручке за несколько предыдущих отчётных периодов – с 2014 по 2019 гг., на основании которых были рассчитаны коэффициенты роста с 2015 по 2019 гг. и определена средняя величина.

Средняя величина коэффициента роста выручки рассчитана по формуле средней геометрической. Так, взят корень пятой степени из произведения коэффициентов роста за предыдущие пять периодов.

Таблица 10 – Определение коэффициента роста выручки АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб»

Показатель	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	Средняя величина за 2015-2019 гг.
АО «Каравай»							
Выручка, т. р.	1134330	1316897	1424439	1461722	1523006	1414960	1428205
Коэффициент роста выручки		1,1609	1,0817	1,0262	1,0419	0,9291	1,0452
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»							
Выручка, т. р.	953532	1062253	1162925	1170557	1220274	1294213	1182044
Коэффициент роста выручки		1,1140	1,0948	1,0066	1,0425	1,0606	1,0630
АО «Тольяттихлеб»							
Выручка, т. р.	1542078	1866060	1826810	1646505	1526788	1605212	1694275
Коэффициент роста выручки		1,2101	0,9790	0,9013	0,9273	1,0514	1,0081

Средний коэффициент роста выручки АО «Каравай» за анализируемый период составил 1,0452. То есть средний темп прироста выручки предприятия равен 4,52 %.

Средний коэффициент роста выручки ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за анализируемый период составил 1,063. То есть средний темп прироста выручки предприятия равен 6,3 %.

Средний коэффициент роста выручки АО «Тольяттихлеб» за анализируемый период составил 1,0081. То есть средний темп прироста выручки предприятия равен 0,81 %.

В таблице 11 представлен расчёт показателя рентабельности продаж по чистой прибыли, который отражает долю чистой прибыли в выручке

предприятия, это необходимо для определения прогнозного денежного потока.

Таблица 11 – Расчёт рентабельности продаж по чистой прибыли (доли чистой прибыли в выручке) АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» за 2019 г.

Показатель	Значение показателя по итогам 2019 г.		
	АО «Каравай»	ЗАО «Самарский булочно- кондитерский комбинат»	АО «Тольяттихлеб»
Выручка	1 414 960	1 294 213	1 605 212
Чистая прибыль	14 053	32 382	183 930
Рентабельность продаж по чистой прибыли (доля чистой прибыли в выручке)	0,99%	2,50%	11,46%

Доля чистой прибыли в выручке АО «Каравай» по данным отчётного года составляет 0,99 %.

Доля чистой прибыли в выручке ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» по данным отчётного года составляет 2,5 %.

Доля чистой прибыли в выручке АО «Тольяттихлеб» по данным отчётного года составляет 11,46 %.

Далее в таблице 12 представлен прогноз выручки и чистой прибыли АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» на 2020-2025 гг. на основании данных о темпе прироста выручки и доли чистой прибыли в выручке.

Таблица 12 – Прогноз выручки и чистой прибыли АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» на 2020-2025 гг.

Показатель	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.
АО «Каравай»						
Выручка, т. р.	1478916	1545763	1615632	1688658	1764986	1844763
Чистая прибыль, т. р.	14688	15352	16046	16771	17529	18322
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»						
Выручка, т. р.	1375748	1462421	1554553	1652490	1756597	1867262
Чистая прибыль, т. р.	34422	36591	38896	41346	43951	46720
АО «Тольяттихлеб»						
Выручка, т. р.	1618214	1631322	1644535	1657856	1671285	1684822
Чистая прибыль, т. р.	185420	186922	188436	189962	191501	193052

Денежный поток в постпрогнозный период будет определён на основании модели Гордона. Расчёт денежного потока в постпрогнозный период представлен в таблице 13.

Таблица 13 – Расчёт денежного потока АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» в постпрогнозный период

Предприятие	Чистая прибыль за 2025 г., т. р.	Ставка дисконтирования, %	Долгосрочные темпы прироста денежного потока, %	Денежный поток в постпрогнозный период, т. р.
АО «Каравай»	18322	26,25	4,52	$18322 / (0,2625 - 0,0452) = 84315$
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»	46720	25,25	6,3	$46720 / (0,2525 - 0,063) = 246544$
АО «Тольяттихлеб»	193052	28,25	0,81	$193052 / (0,2825 - 0,0081) = 703542$

Денежный поток, который прогнозируется в постпрогнозном периоде, составил:

- для АО «Каравай» - 84315 т. р.,
- для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» - 246544 т. р.,
- для АО «Тольяттихлеб» - 703542 т. р.

Последний этап оценки стоимости анализируемых предприятий заключается в приведении денежных потоков прогнозного и постпрогнозного периодов к текущей стоимости на основе рассчитанной ранее ставки дисконтирования. При этом при дисконтировании денежного потока в постпрогнозном периоде дисконтировать необходимо на ставку дисконтирования, увеличенную на темп инфляции, который оценивается на уровне 4 %. Сумма продисконтированных денежных потоков будет показателем текущей рыночной стоимости предприятий.

В таблице 14 представлен расчёт рыночной стоимости АО «Каравай» на 31.12.2019 г.

Таблица 14 – Расчёт стоимости АО «Каравай» на 31.12.2019 г.

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	14688	26,25	0,7921	11634
2021 г.	15352	26,25	0,6274	9632
2022 г.	16046	26,25	0,4969	7974
2023 г.	16771	26,25	0,3936	6601
2024 г.	17529	26,25	0,3118	5465
2025 г.	18322	26,25	0,2470	4525
Постпрогнозный период	84315	30,25	0,2048	17268
Итого				63099

В таблице 15 представлен расчёт рыночной стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2019 г.

Таблица 15 – Расчёт стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2019 г.

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	34422	25,25	0,7984	27483
2021 г.	36591	25,25	0,6374	23325
2022 г.	38896	25,25	0,5089	19796
2023 г.	41346	25,25	0,4063	16801
2024 г.	43951	25,25	0,3244	14259
2025 г.	46720	25,25	0,2590	12101
Постпрогнозный период	246544	29,25	0,2145	52882
Итого				166646

В таблице 16 представлен расчёт рыночной стоимости АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2019 г.

Таблица 16 – Расчёт стоимости АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2019 г.

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	185420	28,25	0,7797	144577
2021 г.	186922	28,25	0,6080	113644
2022 г.	188436	28,25	0,4741	89329
2023 г.	189962	28,25	0,3696	70216
2024 г.	191501	28,25	0,2882	55193
2025 г.	193052	28,25	0,2247	43384
Постпрогнозный период	703542	32,25	0,1869	131497
Итого				647840

Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий составила:

- 63099 т. р. – АО «Каравай»,
- 166646 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 647840 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

Следует заметить, что на результат оценки стоимости предприятий оказали влияние многие факторы, среди которых исторические данные по полученным финансовым результатам, а также факторы риска, задолженные в ставку дисконтирования. При этом важно заметить, что при оценке стоимости предприятий анализируемой отрасли многие факторы учтены не были, так как существующая методика не предполагает это. Более того, отдельные факторы взаимосвязаны друг с другом, в связи с чем объективность проведённой оценки снижается.

Таким образом, во втором разделе магистерской диссертации была проведена оценка стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий доходным подходом, сделаны следующие выводы:

1. Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий на 31.12.2019 г. составила:

- 63099 т. р. – АО «Каравай»,
- 166646 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 647840 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

2. В работе замечено, что на результат оценки стоимости предприятий оказали влияние многие факторы, среди которых исторические данные по полученным финансовым результатам, а также факторы риска, задолженные в ставку дисконтирования. При этом при оценке стоимости предприятий анализируемой отрасли многие факторы учтены не были, так как существующая методика не предполагает это. Более того, отдельные факторы взаимосвязаны друг с другом, в связи с чем объективность проведённой оценки снижается.

3 Направления совершенствования проведения оценки стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий и направления повышения стоимости предприятий данной отрасли

3.1 Применение предлагаемой методики определения ставки дисконтирования для проведения оценки стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий

Далее будет апробирована предложенная в первом разделе методика определения ставки дисконтирования для отрасли производства хлебобулочных изделий.

Следует заметить, что в данном случае используемые для определения ставки дисконтирования факторы риска и методика проведения их количественной оценки отличается от общеприменимой методики, предлагаемой К. Мерсером.

Для этого по каждому предприятию необходимо будет определить дополнительно премии за такие факторы риска, как ликвидность оцениваемого предприятия, вероятность банкротства предприятия, величина кредитного риска, система управления рисками. А премии за те факторы риска, которые были учтены в исходной методике, скорректировать с учётом того, что максимальное количественное значение за каждый фактор риска составляет не 5 %, а 3,5 %.

Для оценки дополнительных факторов риска проведём анализ ликвидности предприятий, оценку вероятности банкротства, а также величину кредитного риска и системы управления рисками, которая существует на предприятиях анализируемой отрасли.

Анализ ликвидности будем проводить на основе расчёта и анализа таких относительных показателей ликвидности, как коэффициент текущей ликвидности (отношение величины текущих активов к величине краткосрочных обязательств – норма для отрасли 1,8), коэффициент быстрой

ликвидности (отношение величины ликвидных активов к величине краткосрочных обязательств – норма для отрасли 0,9), а также коэффициент абсолютной ликвидности (отношение величины наиболее ликвидных активов к величине краткосрочных обязательств – норма для отрасли 0,15).

Динамика коэффициентов ликвидности анализируемых предприятий представлена в таблице 17.

Таблица 17 - Динамика коэффициентов ликвидности АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг.

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.	Абсолютное изменение		
				2018 г. / 2017 г.	2019 г. / 2018 г.	2019 г. / 2017 г.
АО «Каравай»						
Коэффициент текущей ликвидности	1,19	1,8	2,97	0,61	1,17	1,78
Коэффициент быстрой ликвидности	0,77	1,06	1,75	0,29	0,69	0,98
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,01	0,04	0,06	0,03	0,02	0,05
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»						
Коэффициент текущей ликвидности	1,13	0,81	0,81	-0,32	0	-0,32
Коэффициент быстрой ликвидности	0,9	0,54	0,57	-0,36	0,03	-0,33
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,16	0,17	0,23	0,01	0,06	0,07
АО «Тольяттихлеб»						
Коэффициент текущей ликвидности	2,91	1,3	0,46	-1,61	-0,84	-2,45
Коэффициент быстрой ликвидности	2,24	0,63	0,24	-1,61	-0,39	-2
Коэффициент абсолютной ликвидности	1,53	0,08	0,02	-1,45	-0,06	-1,51

У АО «Каравай» на конец анализируемого периода показатели текущей и быстрой ликвидности находятся в пределах нормы, при этом показатель абсолютной ликвидности находится ниже нормы, что свидетельствует о недостатке абсолютно ликвидных активов для покрытия краткосрочных обязательств, однако следует отметить, что динамика всех относительных показателей ликвидности положительная.

Таким образом, риск ликвидности присутствует, однако его величина не столь критична. Определим его на уровне 1 % из 3,5 %.

У ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на конец анализируемого периода показатели текущей и быстрой ликвидности находятся за пределами нормы, что свидетельствует о недостатке оборотных активов для покрытия краткосрочных обязательств, также данные показатели демонстрируют отрицательную динамику, при этом показатель абсолютной ликвидности находится в норме.

Таким образом, риск ликвидности может быть определён на уровне 2,5 % из 3,5 %.

У АО «Тольяттихлеб» на конец анализируемого периода ни один из относительных показателей ликвидности не находится в пределах нормы. Более того, динамика данных показателей отрицательная.

Таким образом, риск ликвидности существенен. Определим его на уровне 3 % из 3,5 %.

Вероятность банкротства будет определена по пятифакторной модели Альтмана.

В таблице 18 представлен расчёт вероятности банкротства анализируемых предприятий в соответствии с данной моделью.

Таблица 18 – Вероятность банкротства АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2019 г. по модели Альтмана

Коэффициент	Расчёт	Значение на 31.12.2019 г.		
		АО «Каравай»	ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»	АО «Тольяттихлеб»
T1	(Оборотные активы – Краткосрочные обязательства) / Валюта баланса	0,42	-0,07	-0,34
T2	Нераспределённая прибыль / Валюта баланса	0,12	0,38	0,3
T3	ЕВИТ / Валюта баланса	0,08	0,13	0,4
T4	Собственный капитал / Заёмный капитал	0,31	0,73	0,62
T5	Выручка от продаж / Валюта баланса	1,39	3,11	2,27
Z-счет = $0,717T1 + 0,847T2 + 3,107T3 + 0,42T4 + 0,998T5$		2,16	4,08	3,77
Вероятность банкротства предприятия		от 1,23 до 2,9 – средняя вероятность банкротства	от 2,9 и выше – низкая вероятность банкротства	от 2,9 и выше – низкая вероятность банкротства

Анализ вероятности банкротства позволил сделать вывод о том, что АО «Каравай» имеет среднюю вероятность банкротства, а для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» и АО «Тольяттихлеб» вероятность банкротства низкая. Таким образом, определим премию за риск банкротства для АО «Каравай» на уровне 2,5 % из 3,5 %, для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» и АО «Тольяттихлеб» - на уровне 1 % из 3,5 %.

Кредитный риск в деятельности анализируемых предприятий связан с вероятностью того, что третьи лица не смогут ответить перед предприятиями по своим обязательствам. Соответственно, кредитный риск находит своё

выражение в дебиторской задолженности, в финансовых вложениях компании.

Анализ доли безнадежной дебиторской задолженности в структуре дебиторской задолженности анализируемых предприятий представлен на рисунке 29.

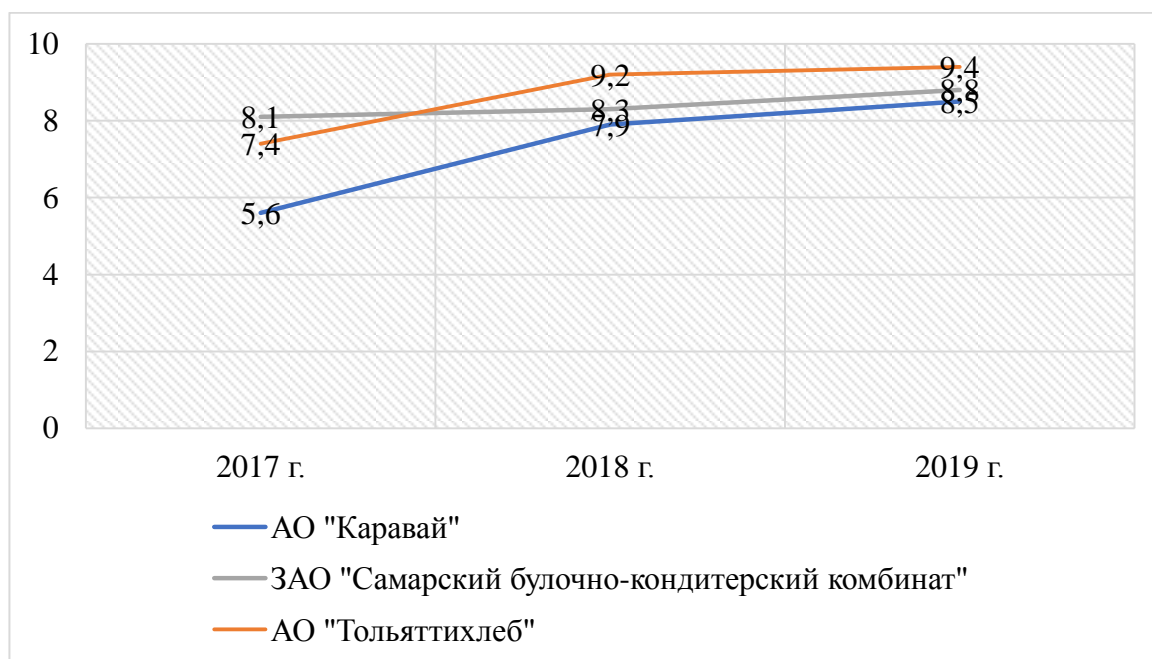


Рисунок 29 - Динамика доли безнадежной дебиторской задолженности в структуре дебиторской задолженности АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» за 2017-2019 гг., %

Анализ показал, что доля безнадежной дебиторской задолженности в структуре дебиторской задолженности АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» увеличивается, что свидетельствует о наличии кредитного риска в деятельности предприятий, при этом её величина не столь существенна. Данный риск можно оценить на уровне 2 %.

И, наконец, относительно системы управления рисками следует отметить, что на предприятиях анализируемой отрасли отсутствует регламентированная система управления рисками, отсутствуют отдельная

структура, которая отвечала бы за данную сферу, а также отсутствуют положения по управлению рисками. В связи с чем данный риск будет определён на уровне 3,5 % для всех предприятий.

В соответствии с представленными данными далее будет представлен расчёт ставки дисконтирования для анализируемых предприятий.

Премии за различные факторы риска, определённые экспертно в соответствии с предлагаемой методикой, а также величина полученной ставки дисконтирования для АО «Каравай» представлены в таблице 19.

Таблица 19 – Расчёт ставки дисконтирования по предлагаемой методике для оценки стоимости АО «Каравай»

Фактор риска	Величина, %
Ключевая фигура, качество и глубина управления	$2/5 * 3,5 = 1,4$
Размер предприятия	$2/5 * 3,5 = 1,4$
Финансовая структура (источники финансирования компании)	$4/5 * 3,5 = 2,8$
Товарная и территориальная диверсификация	$2/5 * 3,5 = 1,4$
Диверсификация клиентуры	$3/5 * 3,5 = 2,1$
Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	$4/5 * 3,5 = 2,8$
Ликвидность предприятия	1
Вероятность банкротства предприятия	2,5
Величина кредитного риска	2
Система управления рисками	3,5
Итого премия за риск по предлагаемой методике	20,9
Итого величина ставки дисконтирования по предлагаемой методике	25,15
Итого премия за риск по старой методике (справочно)	22
Итого величина ставки дисконтирования по старой методике (справочно)	26,25

Таким образом, ставка дисконтирования, определённая в соответствии с предлагаемой методикой, для оценки стоимости АО «Каравай» составила 25,15 %.

Премии за различные факторы риска, определённые экспертно в соответствии с предлагаемой методикой, а также величина полученной ставки дисконтирования для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» представлены в таблице 20.

Таблица 20 – Расчёт ставки дисконтирования по предлагаемой методике для оценки стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»

Фактор риска	Величина, %
Ключевая фигура, качество и глубина управления	$1/5 * 3,5 = 0,7$
Размер предприятия	$3/5 * 3,5 = 2,1$
Финансовая структура (источники финансирования компании)	$3/5 * 3,5 = 2,1$
Товарная и территориальная диверсификация	$2/5 * 3,5 = 1,4$
Диверсификация клиентуры	$3/5 * 3,5 = 2,1$
Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	$4/5 * 3,5 = 2,8$
Ликвидность предприятия	2,5
Вероятность банкротства предприятия	1
Величина кредитного риска	2
Система управления рисками	3,5
Итого премия за риск по предлагаемой методике	20,2
Итого величина ставки дисконтирования по предлагаемой методике	24,45
Итого премия за риск по старой методике (справочно)	21
Итого величина ставки дисконтирования по старой методике (справочно)	25,25

Таким образом, ставка дисконтирования, определённая в соответствии с предлагаемой методикой, для оценки стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» составила 24,45 %.

Премии за различные факторы риска, определённые экспертно в соответствии с предлагаемой методикой, а также величина полученной ставки дисконтирования для АО «Тольяттихлеб» представлены в таблице 21.

Таблица 21 – Расчёт ставки дисконтирования по предлагаемой методике для оценки стоимости АО «Тольяттихлеб»

Фактор риска	Величина, %
Ключевая фигура, качество и глубина управления	$2/5 * 3,5 = 1,4$
Размер предприятия	$3/5 * 3,5 = 2,1$
Финансовая структура (источники финансирования компании)	$4/5 * 3,5 = 2,8$
Товарная и территориальная диверсификация	$2/5 * 3,5 = 1,4$
Диверсификация клиентуры	$3/5 * 3,5 = 2,1$
Прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость	$5/5 * 3,5 = 3,5$
Ликвидность предприятия	3
Вероятность банкротства предприятия	1
Величина кредитного риска	2
Система управления рисками	3,5
Итого премия за риск по предлагаемой методике	22,8
Итого величина ставки дисконтирования по предлагаемой методике	27,05
Итого премия за риск по старой методике (справочно)	24
Итого величина ставки дисконтирования по старой методике (справочно)	28,25

Таким образом, ставка дисконтирования, определённая в соответствии с предлагаемой методикой, для оценки стоимости АО «Тольяттихлеб» составила 27,05 %.

Следующий этап – определение стоимости анализируемых предприятий на основе рассчитанной ставки дисконтирования.

При этом денежный поток, который был спрогнозирован ранее для прогнозного периода, останется на том же уровне. Денежный поток в постпрогнозный период, определённый на основании модели Гордона, будет скорректирован в соответствии с полученными новыми ставками дисконтирования.

Расчёт денежного потока в постпрогнозный период в соответствии с новой ставкой дисконтирования представлен в таблице 22.

Таблица 22 – Расчёт денежного потока АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» в постпрогнозный период с учётом новой ставки дисконтирования

Предприятие	Чистая прибыль за 2025 г., т. р.	Ставка дисконтирования (новая), %	Долгосрочные темпы прироста денежного потока, %	Денежный поток в постпрогнозный период, т. р.
АО «Каравай»	18322	25,15	4,52	$18322 / (0,2515 - 0,0452) = 88811$
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»	46720	24,45	6,3	$46720 / (0,2445 - 0,063) = 257411$
АО «Тольяттихлеб»	193052	27,05	0,81	$193052 / (0,2705 - 0,0081) = 735716$

Денежный поток, который прогнозируется в постпрогнозном периоде, составил:

– для АО «Каравай» - 88811 т. р.,

- для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» - 257411 т. р.,
- для АО «Тольяттихлеб» - 735716 т. р.

Далее необходимо представить расчёт рыночной стоимости анализируемых предприятий с учётом нового значения величины денежного потока в постпрогнозном периоде, а также с применением ставки дисконтирования, рассчитанной в соответствии с предлагаемой новой методикой.

В таблице 23 представлен расчёт рыночной стоимости АО «Каравай» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования.

Таблица 23 – Расчёт стоимости АО «Каравай» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования

Период	Прогнозируем ый денежный поток, т. р.	Ставка дисконти рования, %	Коэффициент дисконтирова ния	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	14688	25,15	0,7990	11736
2021 г.	15352	25,15	0,6385	9802
2022 г.	16046	25,15	0,5102	8186
2023 г.	16771	25,15	0,4076	6837
2024 г.	17529	25,15	0,3257	5710
2025 г.	18322	25,15	0,2603	4768
Постпрогноз ный период	88811	29,15	0,2155	19138
Итого				66177

В таблице 24 представлен расчёт рыночной стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования.

Таблица 24 – Расчёт стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	34422	24,45	0,8035	27659
2021 г.	36591	24,45	0,6457	23625
2022 г.	38896	24,45	0,5188	20180
2023 г.	41346	24,45	0,4169	17237
2024 г.	43951	24,45	0,3350	14723
2025 г.	46720	24,45	0,2692	12576
Постпрогнозный период	257411	28,45	0,2226	57309
Итого				173309

В таблице 25 представлен расчёт рыночной стоимости АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования.

Таблица 25 – Расчёт стоимости АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	185420	27,05	0,7871	145942
2021 г.	186922	27,05	0,6195	115801
2022 г.	188436	27,05	0,4876	91884
2023 г.	189962	27,05	0,3838	72907
2024 г.	191501	27,05	0,3021	57849
2025 г.	193052	27,05	0,2378	45901
Постпрогнозный период	735716	31,05	0,1974	145241
Итого				675525

Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий при применении предлагаемой методики оценки ставки дисконтирования составит:

- 66177 т. р. – АО «Каравай»,
- 173309 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 675525 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

На рисунке 30 наглядно представлена разница в стоимости оцениваемых предприятий с применением действующей методики определения ставки дисконтирования и с применением новой предлагаемой методики, которая учитывает большее количество факторов, лежащих в основе оценки стоимости предприятия.

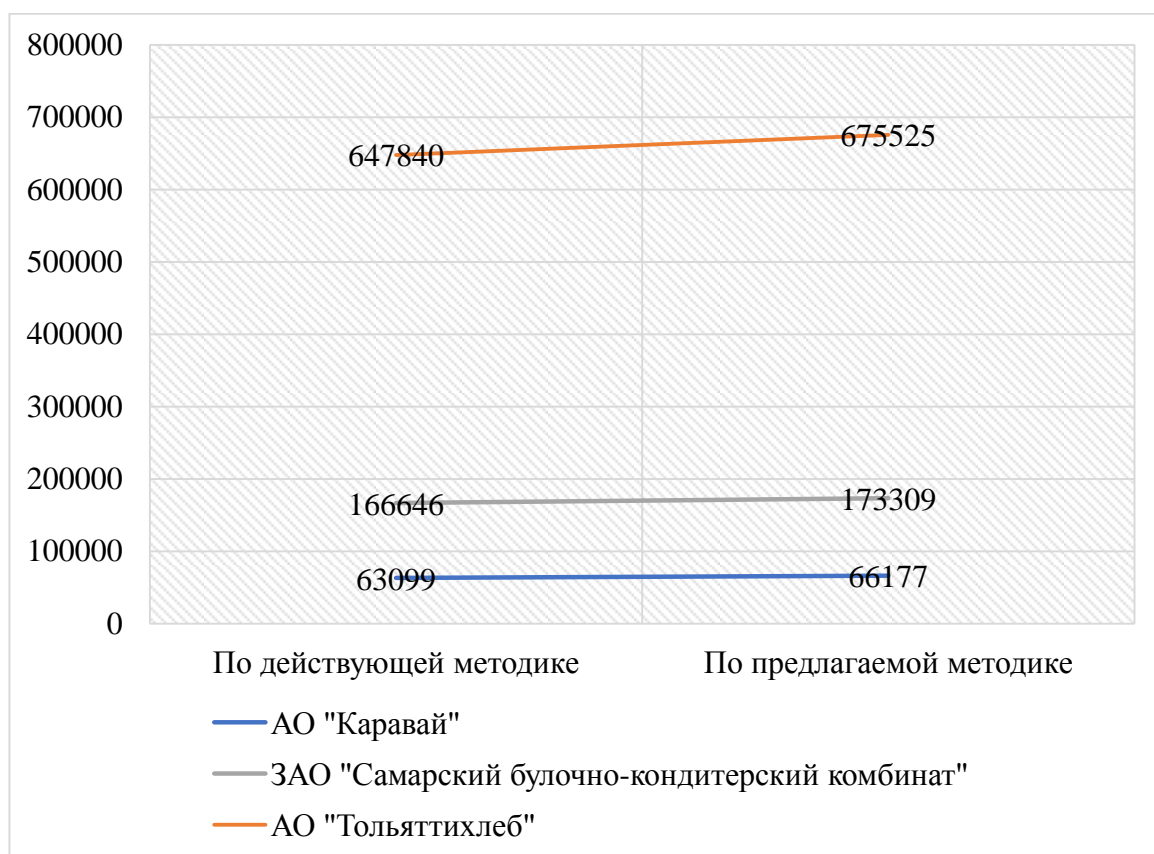


Рисунок 30 – Изменение стоимости АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» при применении предлагаемой методики определения ставки дисконтирования, т. р.

Так, стоимость предприятий анализируемой отрасли превышает значение их стоимости при первоначальной оценке:

- на 4,8 % - для АО «Каравай»,
- на 4,0 % - для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- на 4,2 % - для АО «Тольяттихлеб».

Следует отметить, что увеличение стоимости предприятий при использовании предлагаемой методики определения ставки дисконтирования связано с тем, что при определении ставки дисконтирования учитывались такие дополнительные факторы, как ликвидность оцениваемого предприятия, вероятность банкротства предприятия, величина кредитного риска, система управления рисками, которые ранее не находили своё отражение в стоимости предприятия при использовании доходного подхода. Предлагаемая методика позволила данные факторы учесть.

Результаты проведённой оценки позволяют сделать вывод о том, что стоимость предприятий была занижена. Предлагаемая методика позволяет наиболее точно оценить объект оценки и повышает инвестиционную привлекательность оцениваемых предприятий ввиду того, что предприятия имеют достаточно устойчивое финансовое состояние.

3.2 Рекомендации по повышению стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий

Далее необходимо разработать рекомендации по повышению стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий.

Важно заметить, что при использовании доходного подхода для оценки стоимости предприятий в качестве ключевых составляющих, оказывающих влияние на стоимость предприятий, выступают прогнозные значения денежных потоков, а также факторы, заложенные в ставке дисконтирования.

В связи с этим ключевыми направлениями повышения стоимости предприятий анализируемой отрасли выступает разработка рекомендаций, направленных на увеличение прогнозируемых денежных потоков предприятий, а также на снижение факторов риска, заложенных в ставке дисконтирования.

Рост прогнозируемых денежных потоков может произойти за счёт увеличения темпа прироста выручки, а также за счёт снижения затрат, что, в свою очередь, приведёт к росту доли чистой прибыли в величине выручки.

Среди рекомендаций, направленных на снижение операционных затрат предприятий – производителей хлебобулочных изделий, представим следующие:

1. Внедрение систем бестарного хранения муки и сыпучего сырья. Так, существенные затраты предприятий анализируемой отрасли приходятся на аренду или содержание складских помещений для хранения сырья. Внедрение систем бестарного хранения муки и сыпучего сырья, по оценкам экспертов, позволяет снизить операционные затраты на 2 %.
2. Создание участка переработки брака. Предприятия анализируемой отрасли часть прибыли теряют из-за брака и высоких объёмов возврата продукции. В связи с чем создание участка переработки брака для повторного использования возвратов или создания дополнительных направлений производства позволяют, по оценкам экспертов, снизить затраты предприятий анализируемой отрасли на 3 %.

Таким образом, предлагаемые рекомендации по снижению затрат предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий позволяют снизить операционные затраты на 5 %.

Относительно снижения уровня риска, заложенного в ставку дисконтирования, предлагается воздействовать на такие факторы риска, как финансовая структура (источники финансирования), а также ликвидность

предприятия. Для этого предприятиям анализируемой отрасли предлагается перевести часть краткосрочных заёмных средств в долгосрочные.

Снижение величины краткосрочных обязательств позволит повысить показатели ликвидности предприятий, что приведёт к снижению таких факторов риска, как финансовая структура (источники финансирования) и ликвидность предприятия на 0,5 %. В данном случае рассматриваются факторы риска, предлагаемые в рамках авторской методики.

Таким образом, ставка дисконтирования, определённая в соответствии с предлагаемой методикой, для оценки стоимости АО «Каравай» после внедрения предлагаемых рекомендаций составит 24,15 %.

Ставка дисконтирования, определённая в соответствии с предлагаемой методикой, для оценки стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» после внедрения предлагаемых рекомендаций составит 23,45 %.

Ставка дисконтирования, определённая в соответствии с предлагаемой методикой, для оценки стоимости АО «Тольяттихлеб» после внедрения предлагаемых рекомендаций составит 26,05 %.

Далее необходимо пересчитать стоимость анализируемых предприятий после внедрения предлагаемых рекомендаций.

В таблице 26 представлены финансовые результаты деятельности анализируемых предприятий за 2019 г. при условии снижения операционных затрат на 5 %.

Таблица 26 – Финансовые результаты АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» за 2019 г. фактически и при условии внедрения рекомендаций

Показатель	2019 г.	После внедрения рекомендаций	Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %
АО «Каравай»				
1. Выручка, т. р.	1414960	1414960	0	0,00%

Продолжение таблицы 26

Показатель	2019 г.	После внедрения рекомендаций	Абс. изм.	Отн. изм. (темп прироста), %
2. Себестоимость продаж, управленческие расходы, коммерческие расходы	1364166	1295958	-68208	-5,00%
3. Прибыль от продаж, т. р.	50794	119002	68208	134,28%
4. Чистая прибыль, т. р.	14053	82261	68208	485,36%
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»				
1. Выручка, т. р.	1294213	1294213	0	0,00%
2. Себестоимость продаж, управленческие расходы, коммерческие расходы	1225362	1164094	-61268	-5,00%
3. Прибыль от продаж, т. р.	68851	130119	61268	88,99%
4. Чистая прибыль, т. р.	32382	93650	61268	189,20%
АО «Тольяттихлеб»				
1. Выручка, т. р.	1605212	1605212	0	0,00%
2. Себестоимость продаж, управленческие расходы, коммерческие расходы	1292783	1228144	-64639	-5,00%
3. Прибыль от продаж, т. р.	312429	377068	64639	20,69%
4. Чистая прибыль, т. р.	183930	248569	64639	35,14%

Далее в таблице 27 представлен скорректированный расчёт показателя рентабельности продаж по чистой прибыли.

Данный показатель отражает долю чистой прибыли в выручке предприятия, это необходимо для определения прогнозного денежного потока.

Таблица 27 – Расчёт рентабельности продаж по чистой прибыли (доли чистой прибыли в выручке) АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» за 2019 г. фактически и при условии внедрения рекомендаций

Показатель	2019 г.	После внедрения рекомендаций	Абс. изм.
АО «Каравай»			
1. Выручка, т. р.	1414960	1414960	0
2. Чистая прибыль, т. р.	14053	82261	+68208
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли (доля чистой прибыли в выручке)	0,99%	5,81%	+4,82%
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»			
1. Выручка, т. р.	1294213	1294213	0
2. Чистая прибыль, т. р.	32382	93650	+61268
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли (доля чистой прибыли в выручке)	2,50%	7,24%	+4,73%
АО «Тольяттихлеб»			
1. Выручка, т. р.	1605212	1605212	0
2. Чистая прибыль, т. р.	183930	248569	+64639
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли (доля чистой прибыли в выручке)	11,46%	15,49%	+4,03%

Доля чистой прибыли в выручке АО «Каравай» по данным отчётного года составляла 0,99 %. При внедрении предлагаемых рекомендаций доля чистой прибыли будет составлять уже 5,81 %, что существенно выше текущего значения.

Доля чистой прибыли в выручке ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» по данным отчётного года составляла 2,5 %. После внедрения предлагаемых рекомендаций доля чистой прибыли в выручке вырастет до 7,24 %.

Доля чистой прибыли в выручке АО «Тольяттихлеб» по данным отчётного года составляла 11,46 %. После внедрения предлагаемых рекомендаций доля чистой прибыли также увеличится, и будет составлять 15,49 %.

Далее в таблице 28 представлен прогноз выручки и чистой прибыли АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» на 2020-2025 гг. на основании данных о темпе прироста выручки и новой доли чистой прибыли в выручке, которая стала больше.

Таблица 28 – Прогноз выручки и чистой прибыли АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» на 2020-2025 гг. после внедрения рекомендаций

Показатель	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.
АО «Каравай»						
Выручка, т. р.	1478916	1545763	1615632	1688658	1764986	1844763
Чистая прибыль, т. р.	85979	89865	93927	98173	102610	107248
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»						
Выручка, т. р.	1375748	1462421	1554553	1652490	1756597	1867262
Чистая прибыль, т. р.	99550	105822	112488	119575	127108	135116
АО «Тольяттихлеб»						
Выручка, т. р.	1618214	1631322	1644535	1657856	1671285	1684822
Чистая прибыль, т. р.	250582	252612	254658	256721	258800	260897

Расчёт денежного потока в постпрогнозный период в соответствии с предлагаемыми рекомендациями представлен в таблице 29.

Таблица 29 – Расчёт денежного потока АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» в постпрогнозный период после внедрения рекомендаций

Предприятие	Чистая прибыль за 2025 г. (после внедрения рекомендаций), т. р.	Ставка дисконтирования (после внедрения рекомендаций), %	Долгосрочные темпы прироста денежного потока, %	Денежный поток в постпрогнозный период, т. р.
АО «Каравай»	107248	24,15	4,52	$107248 / (0,2415 - 0,0452) = 546347$
ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»	135116	23,45	6,3	$135116 / (0,2345 - 0,063) = 787848$
АО «Тольяттихлеб»	260897	27,05	0,81	$260897 / (0,2705 - 0,0081) = 994272$

Денежный поток, который прогнозируется в постпрогнозном периоде после внедрения рекомендаций, составит:

- для АО «Каравай» - 546347 т. р.,
- для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» - 787848 т. р.,
- для АО «Тольяттихлеб» - 994272 т. р.

Далее необходимо представить расчёт рыночной стоимости анализируемых предприятий после внедрения рекомендаций, с учётом нового значения величины денежного потока в постпрогнозном периоде, а также с применением ставки дисконтирования, рассчитанной в соответствии с предлагаемой новой методикой.

В таблице 30 представлен расчёт рыночной стоимости АО «Каравай» на 31.12.2019 г. после внедрения рекомендаций.

Таблица 30 – Расчёт стоимости АО «Каравай» на 31.12.2019 г. после внедрения рекомендаций

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	85979	24,15	0,8055	69254
2021 г.	89865	24,15	0,6488	58304
2022 г.	93927	24,15	0,5226	49085
2023 г.	98173	24,15	0,4209	41324
2024 г.	102610	24,15	0,3391	34790
2025 г.	107248	24,15	0,2731	29289
Постпрогнозный период	546347	28,15	0,2258	123355
Итого				405402

В таблице 31 представлен расчёт рыночной стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования.

Таблица 31 – Расчёт стоимости ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2019 г. после внедрения рекомендаций

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	99550	23,45	0,8100	80640
2021 г.	105822	23,45	0,6562	69437
2022 г.	112488	23,45	0,5315	59791
2023 г.	119575	23,45	0,4306	51484
2024 г.	127108	23,45	0,3488	44332
2025 г.	135116	23,45	0,2825	38173
Постпрогнозный период	787848	27,45	0,2333	183825
Итого				527682

В таблице 32 представлен расчёт рыночной стоимости АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2019 г. с применением новой ставки дисконтирования.

Таблица 32 – Расчёт стоимости АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2019 г. после внедрения рекомендаций

Период	Прогнозируемый денежный поток, т. р.	Ставка дисконтирования, %	Коэффициент дисконтирования	Дисконтированный прогнозируемый денежный поток, т. р.
2020 г.	250582	26,05	0,7933	198796
2021 г.	252612	26,05	0,6294	158989
2022 г.	254658	26,05	0,4993	127154
2023 г.	256721	26,05	0,3961	101693
2024 г.	258800	26,05	0,3143	81330
2025 г.	260897	26,05	0,2493	65045
Постпрогнозный период	994272	30,05	0,2067	205515
Итого				938521

Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий при применении предлагаемой методики оценки ставки дисконтирования после внедрения предлагаемых рекомендаций составит:

- 405402 т. р. – АО «Каравай»,
- 527682 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 938521 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

На рисунке 31 наглядно показаны значения стоимости анализируемых предприятий до внедрения рекомендаций и после внедрения рекомендаций. Следует отметить, что в том и другом случае расчёт стоимости производился на основе предлагаемой методики определения ставки дисконтирования.

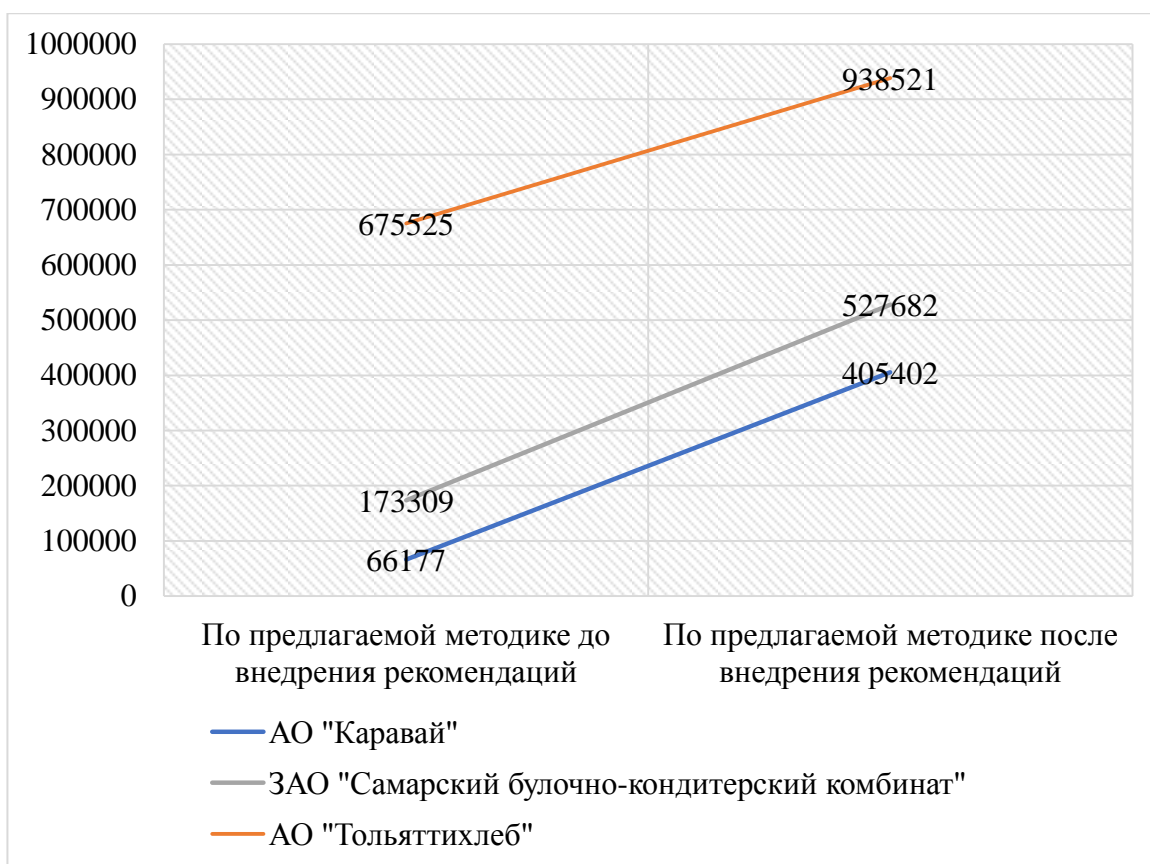


Рисунок 31 – Изменение стоимости АО «Каравай», ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат», АО «Тольяттихлеб» при применении предлагаемой методики определения ставки дисконтирования после внедрения предлагаемых рекомендаций, т. р.

Можно сделать вывод о том, что предлагаемые рекомендации экономически эффективны.

Таким образом, в третьем разделе проведённого исследования была проведена оценка стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий по предлагаемой авторской методике, а также предложены рекомендации по повышению стоимости предприятий анализируемой отрасли. Сделаны следующие выводы:

1. Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий при применении предлагаемой методики оценки ставки дисконтирования составит:

- 66177 т. р. – АО «Каравай»,
- 173309 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,

– 675525 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

2. Так, стоимость предприятий анализируемой отрасли превышает значение их стоимости при первоначальной оценке:

- на 4,8 % - для АО «Каравай»,
- на 4,0 % - для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- на 4,2 % - для АО «Тольяттихлеб».

3. Отмечено, что увеличение стоимости предприятий при использовании предлагаемой методики определения ставки дисконтирования связано с тем, что при определении ставки дисконтирования учитывались такие дополнительные факторы, как ликвидность оцениваемого предприятия, вероятность банкротства предприятия, величина кредитного риска, система управления рисками, которые ранее не находили своё отражение в стоимости предприятия при использовании доходного подхода. Предлагаемая методика позволила данные факторы учесть.

4. Результаты проведённой оценки позволяют сделать вывод о том, что стоимость предприятий была занижена. Предлагаемая методика позволяет наиболее точно оценить объект оценки и повышает инвестиционную привлекательность оцениваемых предприятий ввиду того, что предприятия имеют достаточно устойчивое финансовое состояние.

5. Среди рекомендаций, направленных на снижение операционных затрат предприятий – производителей хлебобулочных изделий, представим следующие:

- Внедрение систем бестарного хранения муки и сыпучего сырья. Существенные затраты предприятий анализируемой отрасли приходятся на аренду или содержание складских помещений. Внедрение систем бестарного хранения муки и сыпучего сырья, по оценкам экспертов, позволит снизить операционные затраты на 2 %.
- Создание участка переработки брака. Предприятия анализируемой отрасли часть прибыли теряют из-за брака и высоких объёмов возврата продукции. Создание участка переработки брака для

повторного использования возвратов или создания дополнительных направлений производства позволят, по оценкам экспертов, снизить затраты предприятий анализируемой отрасли на 3 %.

б. Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий при применении предлагаемой методики оценки ставки дисконтирования после внедрения предлагаемых рекомендаций составит:

- 405402 т. р. – АО «Каравай»,
- 527682 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 938521 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

Таким образом, предлагаемые рекомендации экономически эффективны.

Заключение

В рамках настоящего исследования в первом разделе были усовершенствованы теоретико-методологические аспекты проведения оценки стоимости предприятия и сделаны следующие выводы:

1. Анализ подходов и методов проведения оценки стоимости предприятия позволил выявить внутренние факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия, в разрезе оценки стоимости предприятия в соответствии с различными подходами:

- Затратный подход учитывает такие факторы, как величина и динамика активов предприятия, ликвидность активов предприятия, износ внеоборотных активов, качество дебиторской задолженности, величина и динамика обязательств, затраты на ликвидацию предприятия.
- Ключевыми факторами, которые учитываются при использовании доходного подхода, выступают финансовые результаты за предыдущий период, темп прироста выручки, чистой прибыли, инвестиционная активность предприятия, прогнозный денежный поток от операционной деятельности, длительность прогнозного периода, величина ставки дисконтирования, методика расчёта величины ставки дисконтирования, риски деятельности предприятия.
- Среди факторов, учитываемых при использовании сравнительного подхода, выступают положение предприятия в отрасли, наличие компаний-аналогов, финансовое состояние предприятий-аналогов, финансовые результаты предприятия аналога, прогнозируемая чистая прибыль предприятия.

2. В проведённом исследовании замечено, что в зависимости от выбранного подхода к оценке стоимости предприятия величина полученной стоимости будет существенно различаться, так как исходные параметры

(внутренние факторы), влияющие на результат, при оценке используются разные.

Проведённый анализ существующих подходов и методов оценки стоимости предприятия позволяет сделать вывод о том, что доходный подход выступает наиболее объективным и распространённым. С одной стороны, использование доходного подхода позволяет учесть будущие денежные потоки, с другой стороны – факторы риска. И именно выбранная ставка дисконтирования позволяет в значительной степени сделать оценку предприятия наиболее объективной. Для этого, на наш взгляд, в качестве факторов риска в ставку дисконтирования необходимо заложить факторы, которые также лежат за основу в затратном и сравнительном подходах.

3. В работе отмечено, что используемые в методике З. Кристофера Мерсера факторы риска недостаточно полно отражают все внутренние и внешние факторы, которые могут оказывать влияние на стоимость предприятия. То есть рассмотренная методика недостаточно полно и точно отражает факторы риска. Так, такие факторы, как качество управления, размер предприятия, товарная и территориальная диверсификация, диверсификация клиентуры – это факторы, связанные с маркетинговой составляющей. Данные факторы больше отражает по своей специфике сравнительный подход. Такие факторы, как финансовая структура (источники финансирования компании), прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость – это финансовые факторы, отражённые в ставке дисконтирования, которые дополняют прогнозируемые денежные потоки доходного подхода. Факторы, отражающие особенности затратного подхода, в данной методике не учтены. Таким образом, следует отметить, что данные факторы не позволяют в полной мере учесть все финансовые риски, связанные с деятельностью компании.

4. В связи с чем предлагается дополнить данные факторы такими факторами, как: ликвидность оцениваемого предприятия, вероятность банкротства предприятия, величина кредитного риска. Более того, фактор

«прочие риски» предлагается заменить на фактор «система управления рисками». Ввиду того, что за каждый фактор риска диапазон премии составлял от 0% до 5 % и факторов было семь, суммарная величина премии за риск составляла 35 %. В предлагаемой методике факторов – десять, в связи с чем предлагается за каждый фактор установить премию за риск от 0 до 3,5 %.

Таким образом, ключевыми факторами риска с предлагаемой методике будут выступать следующие:

- ключевая фигура, качество и глубина управления,
- размер предприятия,
- финансовая структура (источники финансирования компании),
- товарная и территориальная диверсификация,
- диверсификация клиентуры,
- прибыль: норма и ретроспективная прогнозируемость,
- ликвидность оцениваемого предприятия,
- вероятность банкротства предприятия,
- величина кредитного риска,
- система управления рисками.

Предлагаемая методика определения ставки дисконтирования позволит в большей степени учесть все факторы риска в деятельности предприятия, что повысит объективность проводимой оценки.

Во втором разделе магистерской диссертации была проведена оценка стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий доходным подходом, сделаны следующие выводы:

1. Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий на 31.12.2019 г. составила:

- 63099 т. р. – АО «Каравай»,
- 166646 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 647840 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

2. В работе замечено, что на результат оценки стоимости предприятий оказали влияние многие факторы, среди которых исторические данные по полученным финансовым результатам, а также факторы риска, задолженные в ставку дисконтирования. При этом при оценке стоимости предприятий анализируемой отрасли многие факторы учтены не были, так как существующая методика не предполагает это. Более того, отдельные факторы взаимосвязаны друг с другом, в связи с чем объективность проведённой оценки снижается.

В третьем разделе проведённого исследования была проведена оценка стоимости предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий по предлагаемой авторской методике, а также предложены рекомендации по повышению стоимости предприятий анализируемой отрасли. Сделаны следующие выводы:

1. Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий при применении предлагаемой методики оценки ставки дисконтирования составит:

- 66177 т. р. – АО «Каравай»,
- 173309 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 675525 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

2. Так, стоимость предприятий анализируемой отрасли превышает значение их стоимости при первоначальной оценке:

- на 4,8 % - для АО «Каравай»,
- на 4,0 % - для ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- на 4,2 % - для АО «Тольяттихлеб».

3. Отмечено, что увеличение стоимости предприятий при использовании предлагаемой методики определения ставки дисконтирования связано с тем, что при определении ставки дисконтирования учитывались такие дополнительные факторы, как ликвидность оцениваемого предприятия, вероятность банкротства предприятия, величина кредитного риска, система управления рисками, которые ранее не находили своё отражение в стоимости

предприятия при использовании доходного подхода. Предлагаемая методика позволила данные факторы учесть.

4. Результаты проведённой оценки позволяют сделать вывод о том, что стоимость предприятий была занижена. Предлагаемая методика позволяет наиболее точно оценить объект оценки и повышает инвестиционную привлекательность оцениваемых предприятий ввиду того, что предприятия имеют достаточно устойчивое финансовое состояние.

5. Среди рекомендаций, направленных на снижение операционных затрат предприятий – производителей хлебобулочных изделий, представим следующие:

- Внедрение систем бестарного хранения муки и сыпучего сырья. Существенные затраты предприятий анализируемой отрасли приходятся на аренду или содержание складских помещений. Внедрение систем бестарного хранения муки и сыпучего сырья, по оценкам экспертов, позволит снизить операционные затраты на 2 %.
- Создание участка переработки брака. Предприятия анализируемой отрасли часть прибыли теряют из-за брака и высоких объёмов возврата продукции. Создание участка переработки брака для повторного использования возвратов или создания дополнительных направлений производства позволят, по оценкам экспертов, снизить затраты предприятий анализируемой отрасли на 3 %.

6. Проведённая оценка показала, что рыночная стоимость предприятий отрасли производства хлебобулочных изделий при применении предлагаемой методики оценки ставки дисконтирования после внедрения предлагаемых рекомендаций составит:

- 405402 т. р. – АО «Каравай»,
- 527682 т. р. – ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат»,
- 938521 т. р. – АО «Тольяттихлеб».

Таким образом, предлагаемые рекомендации экономически эффективны.

Список используемой литературы

1. Алхасова Р.М. Оценка степени риска и расчёт ставки дисконтирования в оценке бизнеса / Р.М. Алхасова // В сборнике: ЭКОНОМИЧЕСКАЯ НАУКА В 21 ВЕКЕ: ВОПРОСЫ ТЕОРИИ И ПРАКТИКИ сборник материалов X международной научно-практической конференции. НИЦ «Апробация». 2016. С. 10-14.
2. Асват Дамодаран. Инвестиционная оценка [Электронный ресурс]: инструменты и методы оценки любых активов/ Асват Дамодаран— Электрон. текстовые данные.— М.: Альпина Паблишер, 2017.— 1339 с.— Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/68013.html>.— ЭБС «IPRbooks». (дата обращения 15.03.2020).
3. Барамия Н.Э. Основные методы определения ставки дисконтирования при оценке стоимости бизнеса / Н.Э. Барамия // Молодой ученый. 2017. № 21 (155). С. 192-195.
4. Битюцких В. Т. Формула стоимости. Оценка стоимости компаний: учебник / В. Т. Битюцких. – М.: Олимп-Бизнес, 2015. – 216 с.
5. Григорьев В. В. Оценка предприятия: теория и практика [Текст] / В. В. Григорьев. // – М.: Норма, 2016. – 320 с.
6. Дадьян Д.В. Оценка стоимости бизнеса. / Д.В. Дадьян // Форум молодых ученых. - 2019. - № 3 (31). - С. 297-300.
7. Демьяненко М.М. Методы и проблемы сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса / М.М. Демьяненко // Aspectus. 2017. № 1 (14). С. 77-81.
8. Дзагоева М.Р. Основные подходы к оценке бизнеса корпорации / М.Р. Дзагоева, Ж.Г. Кочиева // Вестник Северо-Осетинского государственного университета имени Коста Левановича Хетагурова. 2017. № 2. С. 113-116.

9. Иванова В.А. Анализ и управление стоимостью предприятия. / В.А. Иванова, Ю.А. Дорошева, С.В. Городничев // Вестник Тульского филиала Финуниверситета. - 2019. - № 1-2. - С. 115-118.

10. Ильиных М.В. Применение сравнительного подхода в оценке бизнеса / М.В. Ильиных // В сборнике: EUROPEAN RESEARCH сборник статей победителей X Международной научно-практической конференции: в 3 частях. 2017. С. 153-156.

11. Исавин И.В. Анализ существующих подходов к оценке бизнеса корпораций / И.В. Исавин // Economics. 2017. № 5 (26). С. 35-38.

12. Коланьков С.В. Оценка недвижимости [Электронный ресурс]: учебник/ Коланьков С.В.— Электрон. текстовые данные.— Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2019. 444 с. Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/78734.html>.— ЭБС «IPRbooks». (дата обращения 15.03.2020).

13. Костина Е.И. Применение рыночного подхода к оценке бизнеса / Е.И. Костина // В сборнике: Экономика и управление в XXI веке: стратегии устойчивого развития сборник статей победителей II Международной научно-практической конференции. 2017. С. 150-153.

14. Лансине Б. Актуальные вопросы оценки стоимости компании / Б. Лансине, Е.Р. Синянская // Вестник Уральского финансово-юридического института. 2017. № 2. С. 79-84.

15. Лисовский А.Л. Оценка стоимости фирмы (бизнеса) [Электронный ресурс]: учебное пособие/ Лисовский А.Л., Никерова Т.А., Шмелева Л.А.— Электрон. текстовые данные.— М.: Научный консультант, 2017.— 58 с.— Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/75466.html>.— ЭБС «IPRbooks». (дата обращения 15.03.2020).

16. Официальный сайт АО «Каравай» [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <http://karaway.ru> (дата обращения: 15.07.2020 г.).

17. Официальный сайт АО «Тольтихлеб» [Электронный ресурс]: – Режим доступа: [крайкаравай.рф](http://krajkaraway.rf) (дата обращения: 15.07.2020 г.).

18. Официальный сайт ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <https://sbkk.ru/> (дата обращения: 15.07.2020 г.).

19. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]: – Режим доступа: <http://cbr.ru/> (дата обращения: 15.03.2020 г.).

20. Оценка стоимости бизнеса инфокоммуникационных компаний: учебное пособие / Н. Д. Гончарова, Л. А. Сафонова, Г. Н. Смоловик, Ю. С. Терехова. — Электрон. текстовые данные. — Новосибирск : Сибирский государственный университет телекоммуникаций и информатики, 2016. — 71 с. — 2227-8397.

21. Перловская Н.В. Оценка стоимости бизнеса на базе показателей денежных потоков // В сборнике: АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ПРАВА, ЭКОНОМИКИ И УПРАВЛЕНИЯ сборник статей XXIV Международной научно-практической конференции. Пенза, 2020. С. 22-25.

22. Подгорный В.В. Оценка стоимости бизнеса [Электронный ресурс]: учебное пособие/ Подгорный В.В.— Электрон. текстовые данные.— Донецк: Донецкий государственный университет управления, 2016.— 233 с.— Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/62363.html>.— ЭБС «IPRbooks». (дата обращения 15.03.2020).

23. Попова И.В. Анализ некоторых особенностей применения метода чистых активов при оценке бизнеса / И.В. Попова, Н.В. Бабичева // Синергия Наук. 2017. № 12. С. 14-20.

24. Приказ Минфина России от 28.08.2014 N 84н «Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов» (Зарегистрировано в Минюсте России 14.10.2014 N 34299).

25. Соколова А.А. Оценка стоимости бизнеса [Электронный ресурс]: практикум/ Соколова А.А., Гарибов В.В.— Электрон. текстовые данные.— Ставрополь: Северо-Кавказский федеральный университет, 2016.— 106 с.— Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/66085.html>.— ЭБС «IPRbooks». (дата обращения 15.03.2020).

26. Тепман Л.Н. Оценка недвижимости [Электронный ресурс]: учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальностям экономики и управления/ Тепман Л.Н., Артамонов В.А.— Электрон. текстовые данные.— М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017.— 591 с.— Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/81607.html>.— ЭБС «IPRbooks». (дата обращения 15.03.2020).

27. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019) «Об акционерных обществах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020) [Электронный ресурс]. - Режим доступа: Консультант Плюс: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения 15.03.2020).

28. Федеральный закон от 29.07.1998 №135-ФЗ (ред. от 18.03.2020) «Об оценочной деятельности Российской Федерации» [Электронный ресурс]. - Режим доступа: Консультант Плюс: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения 21.03.2020).

29. Федорина Ю.В. Оценка справедливой стоимости. Доходный метод / Ю.В. Федорина // Аллея науки. 2018. Т. 2. № 1 (17). С. 590-593.

30. Хасиев А.А. Практика применения доходного подхода к оценке бизнеса: достоинства и недостатки / А.А. Хасиев // Наука в современном мире: приоритеты развития. 2017. № 1 (3). С. 176-179.

31. Юдин А.А., Вышаренко У.В. Ключевые проблемы использования инструментов оценки стоимости бизнеса // Наука и образование: хозяйство и экономика; предпринимательство; право и управление. 2020. № 3 (118). С. 44-48.

32. Beaulieu J.J., Matthey J. The workweek of capital and capital utilization in manufacturing. Journal of Productivity Analysis. 2014. Т. 10. № 2. С. 199-223.

33. Beck U. Risk Society: Towards a New Modernity. – London: Sage Publications, 1992.

34. Christopher Mercer Z. The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous 'Build-Up'

Methodologies Based Upon the Capital Asset Pricing Model // Business Valuation Review. 1989. № 4. P. 147-156

35. Covello V.T., Mumpower J. Risk Analysis and Risk Management: An Historical Perspective // Risk Analysis. – 1985. – Vol. 5. – № 2.

36. Francis R., Armstrong F. Ethics as a Risk Management Strategy: The Australian Experience // Journal of Business Ethics. – 2003. – Vol. 45. – № 4. – P. 375–385. Environment. – 1988. – Vol. 7. – P. 213–222.

37. Harrison D. S. Business valuation made simple: It's all about cash // Strategic Finance. – 2016 – Vol 2. – P. 44-48.

38. Kuttner M. Business valuation: An important management advisory service // Journal of Accountancy - 2016. – Vol 11. – P. 143-148.

39. LeClair M.S. Valuing the closely-held corporation: The validity and performance of established valuation procedures // Accounting Horizons – 2017 - Vol 9. – P. 31-42.

40. Moskowitz J.I. What's your business worth? // Management Accounting – 2016 – Vol 3. – P. 30-34.

41. Palepu K.G., Healy P.M., Bernard V.L. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements: Text and Cases, 3e. // South-Western Educational Publishing, 2016 – P. 23-43.

42. Palepu K.G., Healy P.M. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases // South-Western College Pub, 2017 – P. 141-158.

43. Palepu K.G., Healy P.M., Bernard V.L. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements: Text and Cases, 2e. // South-Western Educational Publishing, 2017 – P. 201-215.

44. Smith E. P. The basics of business valuation, fraud and forensic accounting, and dispute resolution services // The CPA Journal. - 2016. – Vol 6. – P. 8 - 11.

45. Strischek D. How to determine the value of a firm // Management Accounting – 2016. – Vol 1 – P.42-49.

Приложение А

Данные бухгалтерского баланса АО «Каравай» на 31.12.2017 г.,
31.12.2018 г., 31.12.2019 г.

Наименование показателя	31.12.17	31.12.18	31.12.19
Актив			
Основные средства	422 164	419 664	369 694
Финансовые вложения	190	0	0
Прочие внеоборотные активы	3 864	1 518	0
Итого по разделу I	426 218	421 182	369 694
Запасы	189 240	247 120	258 697
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1 674	3 885	5 992
Дебиторская задолженность	339 557	349 029	368 718
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	3 067	10 658	4 317
Денежные средства и денежные эквиваленты	2 490	1 605	9 522
Прочие оборотные активы	1 803	3 066	3 698
Итого по разделу II	537 831	615 363	650 944
БАЛАНС	964 049	1 036 545	1 020 638
Пассив			
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	112 554	112 554	112 554
Переоценка внеоборотных активов	958	958	958
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	99 451	113 445	127 498
Итого по разделу III	212 963	226 957	241 010
Заемные средства	300 000	467 619	560 407
Итого по разделу IV	300 000	467 619	560 407
Заемные средства	279 733	168 172	88 800
Кредиторская задолженность	171 353	173 797	130 421
Итого по разделу V	451 086	341 969	219 221
БАЛАНС	964 049	1 036 545	1 020 638

Приложение Б

Данные отчёта о финансовых результатах АО «Каравай» за 2017 г.,
2018 г., 2019 г.

Наименование показателя	2017	2018	2019
Выручка	1 461 722	1 523 006	1 414 960
Себестоимость продаж	(1 118 184)	(1 193 509)	(1 163 317)
Валовая прибыль (убыток)	343 538	329 497	251 643
Коммерческие расходы	(238 509)	(260 190)	(200 849)
Прибыль (убыток) от продаж	105 029	69 307	50 794
Проценты к получению	6 216	769	836
Проценты к уплате	(85 537)	(61 756)	(58 819)
Прочие доходы	131 256	110 514	233 865
Прочие расходы	(138 617)	(99 389)	(207 001)
Прибыль (убыток) до налогообложения	18 347	19 445	19 675
Налог на прибыль	(5 312)	(5 451)	(5 622)
Чистая прибыль (убыток)	13 035	13 994	14 053

Приложение В

Данные бухгалтерского баланса ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» на 31.12.2017 г., 31.12.2018 г., 31.12.2019 г.

Наименование показателя	31.12.17	31.12.18	31.12.19
Актив			
Нематериальные активы	0	33	29
Основные средства	235 666	316 752	286 101
Отложенные налоговые активы	4	24	9
Итого по разделу I	235 670	316 809	286 139
Запасы	29 344	37 664	38 241
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	53	1	12
Дебиторская задолженность	93 766	50 794	54 636
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	0	13 685	26 000
Денежные средства и денежные эквиваленты	19 904	10 312	10 648
Итого по разделу II	143 067	112 456	129 537
БАЛАНС	378 737	429 265	415 676
Пассив			
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	313	313	313
Переоценка внеоборотных активов	13 799	13 691	13 651
Добавочный капитал (без переоценки)	1 381	1 381	1 381
Резервный капитал	47	47	47
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	108 420	127 257	159 559
Итого по разделу III	123 960	142 689	174 951
Заемные средства	114 100	128 709	62 946
Отложенные налоговые обязательства	13 753	19 247	17 248
Итого по разделу IV	127 853	147 956	80 194
Заемные средства	49	43	12 511
Кредиторская задолженность	85 661	93 166	100 563
Оценочные обязательства	41 214	45 411	47 457
Итого по разделу V	126 924	138 620	160 531
БАЛАНС	378 737	429 265	415 676

Приложение Г

Данные отчёта о финансовых результатах ЗАО «Самарский булочно-кондитерский комбинат» за 2017 г., 2018 г., 2019 г.

Наименование показателя	2017	2018	2019
Выручка	1 170 557	1 220 274	1 294 213
Себестоимость продаж	(903 406)	(937 141)	(986 627)
Валовая прибыль (убыток)	267 151	283 133	307 586
Коммерческие расходы	(199 808)	(222 386)	(238 735)
Прибыль (убыток) от продаж	67 343	60 747	68 851
Проценты к получению	226	196	447
Проценты к уплате	(13 574)	(11 999)	(8 227)
Прочие доходы	9 510	7 792	7 869
Прочие расходы	(24 093)	(27 829)	(24 551)
Прибыль (убыток) до налогообложения	39 412	28 907	44 389
Налог на прибыль	(11 052)	(4 578)	(13 991)
Чистая прибыль (убыток)	26 059	18 849	32 382

Приложение Д

Данные бухгалтерского баланса АО «Тольяттихлеб» на 31.12.2017 г.,
31.12.2018 г., 31.12.2019 г.

Наименование показателя	31.12.17	31.12.18	31.12.19
Актив			
Нематериальные активы	50	43	80
Основные средства	247 549	449 311	481 541
Отложенные налоговые активы	0	104	1 401
Прочие внеоборотные активы	132 080	42 309	27 030
Итого по разделу I	379 679	491 767	510 052
Запасы	77 933	84 289	92 093
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	4 842	2 454	0
Дебиторская задолженность	88 345	70 917	94 612
Денежные средства и денежные эквиваленты	190 296	10 787	10 057
Прочие оборотные активы	817	617	1 819
Итого по разделу II	362 233	169 064	198 581
БАЛАНС	741 912	660 831	708 633
Пассив			
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1 990	1 990	1 990
Переоценка внеоборотных активов	8 526	8 378	8 350
Добавочный капитал (без переоценки)	46 138	46 138	46 138
Резервный капитал	207	207	207
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	258 776	174 349	215 587
Итого по разделу III	315 637	231 062	272 272
Заемные средства	300 000	300 000	0
Отложенные налоговые обязательства	1 644	0	0
Итого по разделу IV	301 644	300 000	0
Заемные средства	0	0	300 000
Кредиторская задолженность	97 838	103 705	101 603
Оценочные обязательства	26 793	26 064	34 758
Итого по разделу V	124 631	129 769	436 361
БАЛАНС	741 912	660 831	708 633

Приложение Е

**Данные отчёта о финансовых результатах АО «Тольяттихлеб» за 2017 г.,
2018 г., 2019 г.**

Наименование показателя	2017	2018	2019
Выручка	1 646 505	1 526 788	1 605 212
Себестоимость продаж	(836 891)	(766 466)	(835 424)
Валовая прибыль (убыток)	809 614	760 322	769 788
Коммерческие расходы	(236 940)	(229 056)	(225 145)
Управленческие расходы	(162 655)	(200 391)	(232 214)
Прибыль (убыток) от продаж	410 019	330 875	312 429
Проценты к получению	2 336	255	0
Проценты к уплате	(45 000)	(45 000)	(45 000)
Прочие доходы	18 657	33 544	8 242
Прочие расходы	(90 710)	(58 809)	(38 182)
Прибыль (убыток) до налогообложения	295 302	260 865	237 489
Налог на прибыль	(70 158)	(61 898)	(54 847)
Чистая прибыль (убыток)	227 302	197 563	183 930