

федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Тольяттинский государственный университет»

Институт финансов, экономики и управления  
Кафедра «Финансы и кредит»

38.03.01 «Экономика»  
(код и наименование направления подготовки, специальности)

«Финансы и кредит»  
(наименование профиля, специализации)

## БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА

на тему: «Оценка стоимости предприятия (на примере ПАО «Салют»)»

Студентка	<u>О. Ю. Фролова</u> (И.О. Фамилия)	_____	(личная подпись)
Руководитель	<u>д.э.н., доцент А. А. Курилова</u> (И.О. Фамилия)	_____	(личная подпись)
Консультанты	_____	_____	(личная подпись)

**Допустить к защите**

Заведующий кафедрой д.э.н., доцент А. А. Курилова \_\_\_\_\_  
(ученая степень, звание, И.О. Фамилия) (личная подпись)

« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2016г.

Тольятти 2016

## Аннотация

Тема бакалаврской работы: «Оценка стоимости предприятия (на примере ПАО «Салют»).

Цель бакалаврской работы – определение стоимости предприятия ПАО «Салют».

Задачи бакалаврской работы:

- рассмотреть теоретические и методические основы оценки стоимости предприятия;
- проанализировать результаты деятельности предприятия и произвести оценку стоимости ПАО «Салют»;
- определить возможности и пути увеличения стоимости предприятия ПАО «Салют».

Объектом исследования настоящей бакалаврской работы является ПАО «Салют». Предмет исследования – процесс оценки стоимости предприятия.

Бакалаврская работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. В первой главе рассмотрены теоретические и методологические основы оценки стоимости предприятия. Во второй главе проведена оценка стоимости ПАО «Салют», проведен анализ ценообразующих факторов. В третьей главе даны рекомендации по увеличению стоимости и рассчитан их экономический эффект.

Объем работы: 56 страниц, в том числе 3 рисунка и 20 таблиц. Работа содержит 3 приложения. При написании работы использовано 26 источников.

Ключевые слова: оценка стоимости предприятия, доходный подход к оценке, затратный подход к оценке, сравнительный подход к оценке.

Содержание	
Введение.....	4
1 Теоретические основы оценки стоимости бизнеса.....	6
1.1 Сущность, понятие и классификация стоимости бизнеса .....	6
1.2 Подходы к определению рыночной стоимости предприятия .....	9
1.3 Информационная база оценки стоимости предприятия .....	29
2 Оценка стоимости ПАО «Салют» .....	34
2.1 Техничко-экономическая характеристика ПАО «Салют».....	34
2.2 Оценка стоимости ПАО «Салют» в рамках доходного подхода методом дисконтирования денежных потоков.....	38
2.3 Анализ ценообразующих факторов ПАО «Салют» .....	43
3 Рекомендации по увеличению стоимости ПАО «Салют» .....	46
3.1 Пути увеличения стоимости ПАО «Салют» .....	46
3.2 Расчет экономической эффективности предлагаемых мероприятий .....	48
Заключение .....	51
Список использованной литературы.....	54
Приложения .....	57

## Введение

С появлением огромного количества предприятий, выступающих в качестве своего рода товара, который можно покупать и продавать, появляется спрос на оценку рыночной стоимости. Для повышения эффективности проводимых сделок осуществляется оценка бизнеса, так как нельзя эффективно руководить компанией без знания реальной стоимости бизнеса. Оценка стоимости является основой для принятия решений. Оценка бизнеса способствует повышению конкурентоспособности предприятия на рынке и показывает реальную картину возможностей предприятия, служит для выработки их стратегии, которая выявляет альтернативные подходы и определяет, какой из них дает максимальную рыночную цену.

Оценка стоимости предприятия представляет собой целенаправленный процесс определения стоимости предприятия в денежном выражении с учетом доходов, приносимых им на момент оценки в условиях конкретного рынка. Основной особенностью процесса оценки является его рыночный характер, и именно учет всей совокупности рыночных факторов. При этом подходы и методы оценки определяются ее целями, особенностями оцениваемого предприятия и его положением в отрасли.

Вследствие всего вышеперечисленного можно сделать вывод о том, что оценка стоимости предприятия является необходимым условием его эффективной деятельности.

Объектом исследования настоящей бакалаврской работы является ПАО «Салют».

Предмет исследования – процесс оценки стоимости предприятия.

Цель работы – определение стоимости предприятия ПАО «Салют».

Для достижения цели необходимо выполнить следующие задачи:

- рассмотреть теоретические и методические основы оценки стоимости предприятия;
- проанализировать результаты деятельности предприятия и произвести оценку стоимости ПАО «Салют»;

- определить возможности и пути увеличения стоимости предприятия ПАО «Салют».

Структура бакалаврской работы, представленная введением, тремя главами, заключением и списком использованной литературы отвечает поставленной цели и задачам.

Во введении обоснована актуальность работы, поставлены цели и задачи.

В первой главе раскрыты теоретические основы понятия стоимости предприятия, представлены основные подходы и методы к ее определению.

Во второй главе представлена технико-экономическая характеристика ПАО «Салют», произведена оценка стоимости предприятия, проанализированы факторы, влияющие на стоимость предприятия.

В третьей главе определены возможности и пути увеличения стоимости ПАО «Салют», предложены соответствующие мероприятия и рассчитан экономический эффект.

В качестве информационной базы исследования использованы законы, нормативно-правовые акты, регулирующие оценочную деятельность в РФ, учебные и периодические издания в области оценочной деятельности, бухгалтерская (финансовая) отчетность и нормативные документы ПАО «Салют».

## 1 Теоретические основы оценки стоимости бизнеса

### 1.1 Сущность, понятие и классификация стоимости бизнеса

Современные экономические условия диктуют необходимость оптимального управления предприятиями, корпорациями и их ресурсами, в том числе улучшения качества их финансового менеджмента.

Определение рыночной стоимости компании может способствовать ее трансформации, совершенствованию, повышению конкурентоспособности на рынке, дает реалистическое представление о потенциальных возможностях и угрозах, финансовом состоянии, о перспективах роста в будущем. Все пользователи финансовой информации заинтересованы в объективной оценке рыночной стоимости компании, несмотря на то, что они преследуют разные цели: собственники, управляющие, работники, потребители, инвесторы, государство, население, финансовые институты.

Несмотря на все дискуссии по проблеме оценки компании, ее стоимость, как и стоимость вообще, остается по-прежнему трудной для определения категорией, оптимальных показателей и методов для получения наиболее реалистичной оценки стоимости компании

Оценочная деятельность в Российской Федерации существует с момента принятия Федерального закона от 29.07.1998 N 135 ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (далее – Закон N 135 ФЗ). Позже на основании него вышли первые стандарты оценки, которые по большому счету были заимствованы у западных стран. С тех пор оценочная деятельность постоянно совершенствуется. Так в 2007 г. в России вышли новые федеральные стандарты оценки, ознаменовавшие появление саморегулируемых организаций оценщиков (ФСО N 1, 2, 3).

Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости» (ФСО № 2) устанавливает следующие виды стоимости:

- рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость;

- ликвидационная стоимость;
- кадастровая стоимость.

Однако при этом уточняется, что «данный перечень видов стоимости не является исчерпывающим, оценщик вправе использовать другие виды стоимости в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации, а также международными стандартами оценки»[3].

ФСО №2 устанавливает только понятия ликвидационной и кадастровой стоимости, тогда как понятия рыночной и инвестиционной стоимости закреплены в Федеральном законе № 136 ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

Под рыночной стоимостью понимается «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».

Грязнова А. Г., Федотова М. А. понятие рыночной стоимости раскрывают следующим образом: «в основе рыночной цены сделки, выступающей результатом согласования цены продавца и цены покупателя, лежит внутренняя величина-стоимость, которая будучи количественно определенной в условиях конкретного рынка, представляет собой рыночную стоимость».

Современный экономический словарь определяет рыночную стоимость как «текущую стоимость товаров, услуг, в том числе биржевых товаров, фондовых ценностей и валюты, определяемую на основе спроса и предложения в каждый конкретный момент на рынке».

В статье «Управление рыночной стоимостью компаний в концепции устойчивого развития» понятие рыночной стоимости компании рассматривается «в концепции экономической, экологической и социальной коэволюции. Смысл ее сводится к признанию существования реальной рыночной стоимости бизнеса, как основанной на частных (индивидуальных) предпочтениях, так и отражающей общественные интересы, которые не сводятся к частным. Если предпочтения компаний выявляет рынок, то предпочтения общества в рыночном процессе саморегулирования отсутствуют: они определяются государственными структурами и общественными институтами. Очевидно, что интересы, выявляемые государственными структурами, не могут быть сведены к предпочтениям бизнеса, выявляемым через рыночную его стоимость. При этом каждый из участников бизнес-процессов претендует на определенный объем совокупного капитала, необходимого для реализации своих интересов. Формируемые по разным законам и в различных институциональных средах эти интересы вступают в противоречие на стадии их реализации – в борьбе за обладание ограниченными капиталами»[21].

Таким образом, понятие «рыночная стоимость компании» можно трактовать как систему объективных экономических, экологических, социальных отношений между хозяйствующими субъектами компании (собственниками капитала, сотрудниками компании), обществом и государством, складывающихся по поводу целостного и эффективного использования совокупного капитала и распределения добавленной стоимости и прибыли.

Инвестиционная стоимость - это стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки.

При определении инвестиционной стоимости в отличие от определения рыночной стоимости учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен. Инвестиционная стоимость может использоваться для измерения эффективности инвестиций.

Ликвидационная стоимость - это расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

При определении ликвидационной стоимости в отличие от определения рыночной стоимости учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Под кадастровой стоимостью понимается «стоимость, установленная в результате проведения государственной кадастровой оценки или в результате рассмотрения споров о результатах определения кадастровой стоимости либо определенная в случаях, предусмотренных статьей 24.19 Федерального закона №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

## 1.2 Подходы к определению рыночной стоимости предприятия

Для того чтобы определить рыночную стоимость бизнеса, оценщики используют три подхода: затратный, сравнительный и доходный.

Доходный подход к оценке – «совокупность методов оценки объектов гражданского оборота, основанных на определении ожидаемых доходов, которые объект оценки может принести собственнику после даты проведения оценки, и предусматривающий преобразование (пересчет) этих доходов в текущую стоимость на дату оценки»[13].

Доходный подход применяется, когда существует информация, позволяющая прогнозировать (в условиях неопределенности – с допустимыми интервалами доверия) величины будущих доходов, которые объект оценки способен приносить, а также величины расходов, связанных с объектом оценки.

Определяющими показателями при доходном подходе являются доходы, именно от них будет зависеть стоимость бизнеса. Высокие доходы увеличивают стоимость предприятия на рынке. Суть подхода в том, что стоимость бизнеса определяется как текущая стоимость всех денежных потоков, полученных в результате его деятельности.

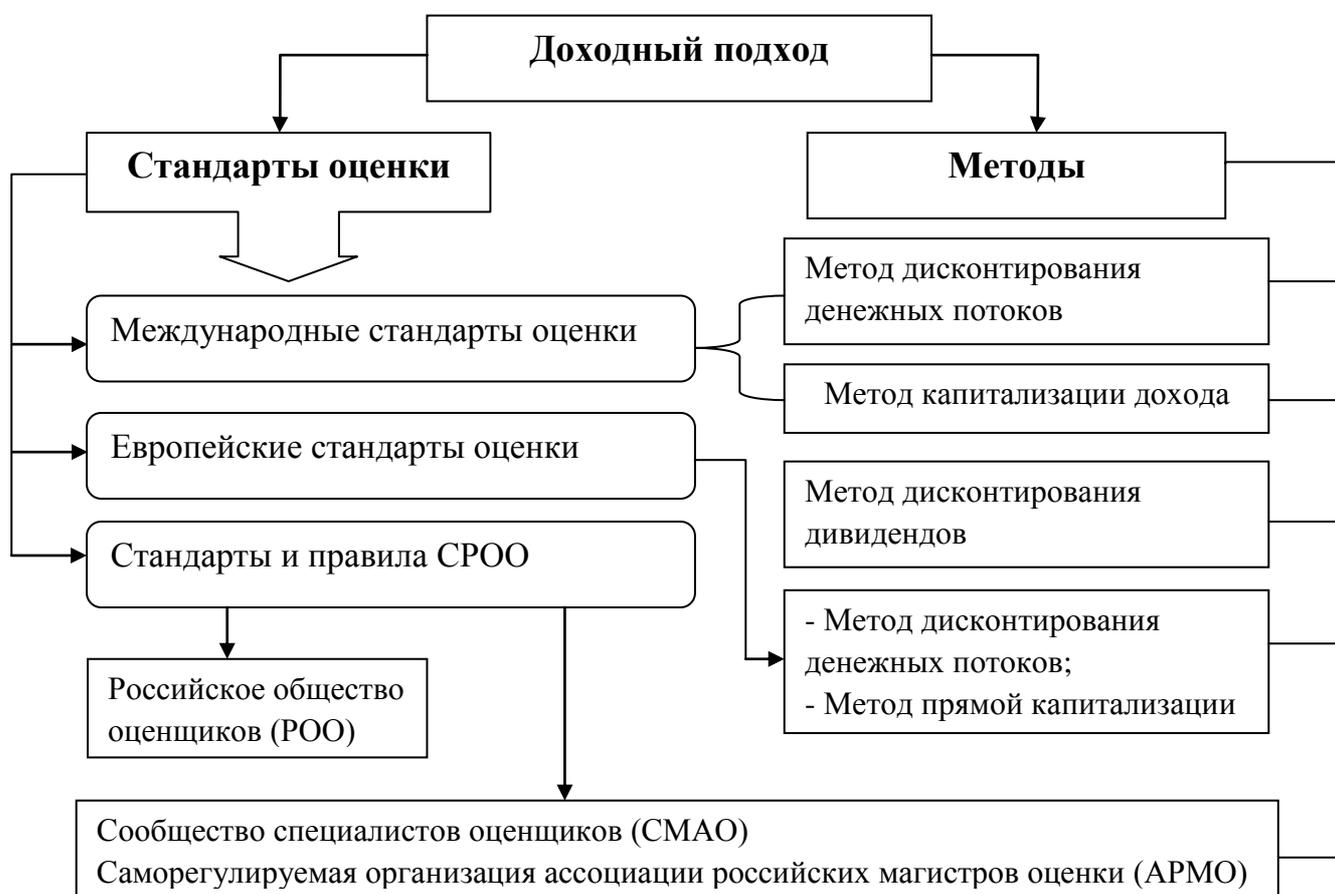


Рисунок 1 – Методы доходного подхода

Доходный подход состоит из нескольких методов, например, таких как:

- метод дисконтирования денежных потоков;
- метод капитализации дохода.

Метод капитализации дохода подразумевает использование коэффициента капитализации для преобразования годового дохода в стоимость.

Этот метод представляет собой деление текущего дохода на соответствующую ему норму прибыли, то есть подразумевает определение рыночной стоимости бизнеса по формуле:

$$V = \frac{D}{R} \quad (1)$$

где  $V$ –рыночная стоимость бизнеса;

$R$ –коэффициент капитализации;

$D$ –чистый годовой доход.

Метод дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow – DCF) учитывает изменяющиеся доходы и расходы в прогнозируемых периодах.

Если доход предприятия нестабилен или используются различные коэффициенты капитализации, применяется метод дисконтированных денежных потоков. Этот метод включает в себя прогнозирование денежных потоков, которые в результате дисконтируются по ставке дисконта. Ставка дисконта должна включать в себя ставку дохода и отражать риски инвестора.

Этот метод устанавливает, с использованием общей нормы отдачи на капитал, связь искомой рыночной стоимости с величинами денежного потока, вычисленными для каждого года всего прогнозного периода в лет, и стоимость реверсии (терминальной стоимости) на конец прогнозного периода.

$$V = \sum_{j=1}^n \frac{I_j}{(1+Y_j)^j} + \frac{V_n}{(1+Y_n)^n} \pm K_i \quad (2)$$

где  $V$  – искомая рыночная стоимость,

$n$  – длительность прогнозного периода,

$j$  – год прогнозного периода,

$I$  – величина денежного потока,

$Y$  – общая норма отдачи на капитал,

$V_n$  - стоимость реверсии на конец последнего года прогнозного периода,

$K_i$  – итоговые корректировки.

При прогнозировании будущих доходов рекомендуется учитывать возможность получения их регулярно в течение года, поэтому доходы принято

относить на середину периода. Тогда рыночную стоимость при постоянной норме дисконта можно записать:

$$V = \sum_{j=1}^n \frac{I_j}{(1+Y)^{j-0.5}} + \frac{V_n}{(1+Y)^n} \pm K_i \quad (3)$$

Наиболее целесообразно применять данный метод для предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно, прибыльной) или предприятий, которые находятся в стадии роста или стабильного экономического развития. Для убыточных предприятий данный метод применим в меньшей степени, однако полученная в итоге отрицательная величина стоимости может быть фактом для принятия управленческих решений. В применении данного метода для оценки новых предприятий следует соблюдать осторожность, поскольку отсутствие ретроспективы затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков.

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков.

1. Выбор модели денежного потока.
2. Определение длительности прогнозного периода.
3. Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации.
4. Анализ и прогноз расходов.
5. Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.
6. Определение ставки дисконта.
7. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
8. Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.

Выбор модели денежного потока.

При оценке бизнеса можно применять одну из двух моделей денежного потока: ДП для собственного капитала или ДП для всего инвестированного капитала. Применяя модель денежного потока для собственного капитала, можно рассчитать рыночную стоимость собственного (акционерного) капитала предприятия.

Определение длительности прогнозного периода.

Поскольку для расчета стоимости по методу дисконтированных денежных потоков используются будущие денежные потоки, требуется определить длительность прогнозного периода. Для оценки бизнеса методом ДДП необходимо разделить весь срок прогнозируемой деятельности предприятия на прогнозный и поспрогнозный периоды.

В условиях деятельности предприятий на российском рынке рассматривать слишком длительный период в качестве прогнозного нерационально в связи с высоким уровнем риска. Однако прогнозный период должен быть достаточно длительным для стабилизации темпов денежных потоков, после чего наступает постпрогнозный период. Постпрогнозный период характеризуется стабильными объемами производства и сбыта и относительно невысокими изменениями в себестоимости.

В частных случаях срок прогнозирования приходится сокращать в связи с отсутствием планов развития и долгосрочных отраслевых прогнозов на конкретных предприятиях отдельных отраслей, а в качестве темпов роста применять прогнозируемые темпы роста экономики с учетом ограничений, накладываемых определенным предприятием. Сложность прогнозирования конкретных показателей деятельности предприятия, темпов инфляции и денежных потоков находится в прямой зависимости от продолжительности прогнозного периода. Длительность прогнозного периода в странах с развитой рыночной экономикой составляет 5 - 10 лет, в странах с развивающейся экономикой, к которым также относится Россия, допустимо сократить прогнозный период до 3-4 лет.

Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации.

В процессе анализа валовой выручки и ее прогноза требуется учесть ряд факторов, в том числе:

- номенклатуру выпускаемой продукции;
- объемы производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста предприятия;

- спрос на продукцию;
- темпы инфляции;
- производственные мощности;
- перспективы и возможные последствия капитальных вложений;
- долгосрочные темпы роста в послепрогнозный период.

Для построения прогноза валовой выручки от реализации следует учесть, что прогноз должен быть логически совместим с ретроспективными показателями, так как строится на их основе. В случае, если прогноз заметно расходится с ретроспективными показателями без учета значительных изменений в деятельности предприятия, данные такого прогноза представляются неточными.

#### Анализ и прогноз расходов.

Также как при анализе и прогнозировании валовой выручки, при анализе и прогнозе расходов должны учитываться ретроспективные взаимозависимости и тенденции. При построении прогноза расходов основными задачами являются:

- изучение структуры расходов, в частности соотношения постоянных и переменных издержек;
- оценка инфляционных ожиданий для всех категорий издержек;
- изучение статей расходов, относящихся к единовременным, которые фигурировали в отчетах за прошлые года, но не встретятся в будущем;
- определение амортизационных отчислений согласно нынешнему наличию активов и планируемых прироста и выбытия;
- расчет затрат на выплату процентов по задолженностям прогнозного периода.

В отношении планирования производственных издержек одним из ключевых моментов является разумная экономия. Если удастся ее достигать систематически без отрицательных последствий для качества, то продукция

предприятия остается конкурентоспособной. Для этого требуется работать с причинами возникновения затрат и контролировать их.

Адекватная информация о себестоимости отдельных видов выпускаемой продукции и их конкурентоспособности обеспечивается эффективным управлением издержками. Непрерывный контроль текущих издержек позволяет оперативно корректировать номенклатурный ассортимент продукции в пользу наиболее конкурентоспособных товаров, формировать оптимальную ценовую политику предприятия, оценивать отдельно взятые структурные подразделения с позиции эффективности их деятельности.

Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.

Существуют косвенный и прямой методы расчета величины потока денежных средств. При расчете косвенным методом анализируется движение денежных средств по направлениям деятельности. Косвенный метод удобен для расчетов, в которых требуется узнать использование прибыли и инвестирование денежных средств.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, то есть по бухгалтерским счетам.

При расчете денежного потока косвенным методом можно руководствоваться следующим алгоритмом (таблица 1).

Таблица 1 – Алгоритм расчета денежного потока косвенным методом

<b>Движение денежных средств</b>
<b>Текущая (основная) деятельность</b>
<b>Увеличение (источники денежных средств)</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Чистая прибыль (+)</li><li>• Амортизация (+)</li><li>• Изменение кредиторской задолженности<ul style="list-style-type: none"><li>- увеличение (+)</li><li>- уменьшение (-)</li></ul></li><li>• Использование денежных средств (-)</li><li>• Изменение дебиторской задолженности<ul style="list-style-type: none"><li>- увеличение (-)</li><li>- уменьшение(+)</li></ul></li></ul>

Окончание таблицы 1

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Изменение запасов             <ul style="list-style-type: none"> <li>- увеличение (-)</li> <li>- уменьшение (+)</li> </ul> </li> </ul>
<b>= Денежный поток от основной деятельности</b>
<b>Инвестиционная деятельность</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поступления (+)</li> <li>• Платежи (-)</li> </ul>
<b>= Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>
<b>Финансовая деятельность</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Увеличение кредитов и займов (+)</li> <li>• Выплаты по кредитам и займам (-)</li> <li>• Выплаты дивидендов (-)</li> </ul>
<b>= Денежный поток от финансовой деятельности</b>
<b>ИТОГО денежный поток</b>

Определение ставки дисконта.

Ставка дисконта – это процентная ставка, используемая для перерасчета доходов будущего периода в единую величину текущей стоимости, которая является базой для определения рыночной стоимости предприятия на момент ее расчета.

В экономическом смысле ставка дисконта представляет собой требуемую инвесторами ставку дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, иначе говоря, ставка дохода по альтернативным вариантам инвестиций с аналогичным уровнем риска на дату оценки.

Также можно рассматривать ставку дисконта по стороны предприятия как стоимость привлечения им капитала из различных источников. При этом ставка рассчитывается с учетом наличия у предприятия источников капитала, которые требуют разных уровней компенсации; необходимости учета стоимости денег во времени для инвесторов и фактора риска.

В данном случае риск определяется степенью вероятности получения ожидаемых в будущем доходов.

Для определения ставки дисконта наиболее часто применяются следующие методики:

для денежного потока для собственного капитала:

- модель оценки капитальных активов (англ. Capital Asset Pricing Model (CAPM));

- метод кумулятивного построения;

для денежного потока для всего инвестированного капитала:

- модель средневзвешенной стоимости капитала.

От того, какой тип денежного потока будет использован в качестве базы оценки, зависит расчет ставки дисконта.

Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал; для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Такая ставка дисконта называется средневзвешенной стоимостью капитала (weighted average cost of capital — WACC).

Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = k_d (1 - t_c) W_d + k_p w_p + k_s w_s \quad (4)$$

где  $k_d$  — стоимость привлечения заемного капитала

$t_c$  — ставка налога на прибыль предприятия

$k_p$  — стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции)

$k_s$  — стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции)

$W_d$  — доля заемного капитала в структуре капитала предприятия

$w_p$  — доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия

$w_s$  — доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.

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

Модель Гордона капитализирует годовой доход послепрогнозного периода в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконта. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

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

$$FV = CF(n+1) / (DR - t) \quad (5)$$

где:  $FV$  – ожидаемая стоимость в постпрогнозный период,

$CF(n+1)$  – денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода,

$DR$  – ставка дисконтирования,

$t$  – долгосрочные (условно постоянные) темпы роста денежного потока в остаточном периоде.

Полученную в результате стоимость бизнеса в постпрогнозный период приводят к текущим стоимостным показателям по ставке дисконта, аналогично дисконтированию денежных потоков прогнозного периода.

Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.

Для получения предварительной величины стоимости бизнеса складываются текущие стоимости прогнозируемых денежных потоков и текущая стоимость предприятия в постпрогножном периоде.

Таким образом, доходный подход определяет текущую стоимость предприятия как будущие доходы от его деятельности и осуществляется путем использования метода дисконтирования денежных потоков

Метод дисконтированных денежных потоков является наиболее теоретически обоснованным методом оценки рыночной стоимости действующего предприятия.

Данный метод применяется в 85-90% случаев в экономически развитых странах при оценке средних и крупных предприятий. Метод дисконтирования денежных потоков является единственным из известных методов оценки, основанных на прогнозах развития рынка, что наиболее полно отвечает интересам потенциальных инвесторов.

Затратный подход постулирует о том, что стоимость компании преимущественно определяется как стоимость ее имущества («компания стоит столько, сколько стоит ее имущество»). Стоимость бизнеса рассматривается с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств компании вследствие инфляции, изменения конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. Следовательно, для определения рыночной стоимости компании статьи баланса должны быть скорректированы и отражены по реальным рыночным стоимостям. После этого скорректированные статьи актива баланса уменьшаются на текущую стоимость всех обязательств, что и дает рыночную стоимость собственного капитала компании. В основе затратного подхода лежит принцип замещения, который заключается в том, что рациональный покупатель не заплатит за рассматриваемый объект сумму большую, чем затраты на создание сопоставимого по характеристикам и функциональному назначению объекта.

Основное преимущество затратного подхода - в своей большей части он основан на достоверной фактической информации о состоянии имущественного комплекса предприятия и поэтому менее умозрителен; основной недостаток - он не учитывает будущие возможности бизнеса

предприятия в получении чистого дохода. Помимо того, отдельные методы, такие как метод накопления активов или ликвидационной стоимости, довольно трудоемки в практическом применении.

«В случае применения затратного подхода оценщик так или иначе отталкивается в своих расчетах от показателей бухгалтерского учета и отчетности, поэтому необходимо учитывать, что балансовая стоимость имущества компании может быть значительно искажена за счет влияния разновременных капитальных затрат, результатов переоценок, различных способов учета активов и обязательств, последствий изменения учетной политики компании, применения схем оптимизации налоговых выплат и т.д.»[13].

Кроме того, в финансовой отчетности зачастую не находят отражения активы, которые благодаря своей ценности (потенциальной доходности) могут иметь значительную рыночную стоимость. Как правило, к таким объектам относятся различные виды нематериальных активов: товарные знаки, патенты, ноу-хау и т.д.

Наиболее актуален затратный подход к оценке в условиях переходной экономики, в связи с тем, что применимость доходного и затратного подходов ограничена отсутствием достоверной информации по текущим и будущим денежным потокам, а также отсутствием рыночных данных о компаниях-аналогах и их фактических продажах по причине отсутствия рынка слияний и поглощений предприятий и слабости фондового рынка.

В таких условиях оптимальным вариантом будет затратный подход, для применения которого имеется достоверная исходная информация для расчетов.

Область применения затратного подхода лежит в оценке рыночной стоимости собственного капитала компании исходя из представления о гипотетической продаже ее активов. Наибольшее значение результаты применения методов затратного подхода имеют для оценки в случаях, когда:

- оценивается контрольный пакет акций;
- компания обладает значительными материальными активами;

- есть возможность выявить и оценить нематериальные активы; компания является холдинговой или инвестиционной;
- значительную часть активов компании составляют финансовые активы (в частности, вложения в дочерние и зависимые компании);
- оценивается ликвидационная стоимость.

#### Метод расчета ликвидационной стоимости

При оценке бизнеса в случае банкротства или ликвидации предприятия либо при их угрозе в рамках затратного подхода применяется метод ликвидационной стоимости.

Под ликвидационной стоимостью понимают сумму денежных средств, полученных при реализации активов после расчетов с кредиторами при ликвидации предприятия и закрытии бизнеса.

В Международных стандартах оценки и Стандартах RICS2 ликвидационная стоимость не рассматривается как самостоятельная база оценки. Ликвидационная стоимость считается в них некоторой стоимостью, характеризующей обмен имуществом в условиях вынужденной продажи со стороны продавца. Собственно, в МСО используется даже не термин «ликвидационная стоимость», а понятие «цена, получаемая в результате вынужденной продажи», в силу чего не удастся обеспечить надлежащий маркетинг. При этом «вынужденная продажа» позиционируется как описание ситуации, при которой происходит обмен имуществом.

Федеральными стандартами оценки ликвидационная стоимость выделена в самостоятельный вид стоимости и позиционируется как расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества. При этом поясняется, что при определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств,

вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Оставив «за кадром» различие в концептуальной трактовке баз оценки в МСО и видов стоимостей в ФСО, можно отметить, что в главном понятия «цены вынужденной продажи» и «ликвидационной стоимости» совпадают.

Сходство ликвидационной и рыночной стоимостей состоит в том, что обе эти стоимости отражают наиболее вероятную цену сделки по отчуждению объекта оценки.

При оценке ликвидационной стоимости в качестве базовой величины принимают рыночную стоимость. Такой подход вполне обоснован, поскольку рыночная стоимость — это наиболее вероятная цена сделки при отсутствии каких-либо ограничений вынужденного характера, т. е. максимальная цена, по которой имущество может быть продано на открытом рынке. Очевидно, что наличие обстоятельств, заставляющих продавца ускоренно продавать свое имущество, вынуждают его снижать цену продажи, поэтому для расчета ликвидационной стоимости обычно используют зависимость

$$C_{л} = K_{л} C_{р} = (1 - U_{л}) C_{р} \quad (6)$$

где  $C_{л}$  – ликвидационная стоимость;

$K_{л}$  – коэффициент ликвидности;

$C_{р}$  – рыночная стоимость;

$U_{л}$  – ликвидационная скидка.

Различают следующие виды ликвидационной стоимости:

- упорядоченную;
- принудительную;
- стоимость прекращения существования активов.

Упорядоченная ликвидационная стоимость подразумевает распродажу активов ликвидируемого предприятия в течение разумного периода времени с целью получения максимально возможной цены продажи.

Принудительная ликвидационная стоимость имеет место быть в случае срочной распродажи активов предприятия, зачастую одновременно и на одном аукционе.

Стоимость прекращения существования активов применяется в том случае, когда активы ликвидируемого предприятия списываются и уничтожаются. Так как для уничтожения материальных активов требуются затраты, стоимость предприятия в этом случае является отрицательной величиной.

Метод компенсации издержек представляет собой «суммирование рыночных стоимостей издержек на создание всех элементов объекта оценки на дату оценки – с прибылью проекта, обеспечивающей компенсацию вмененных издержек, связанных с «замораживанием» денежных средств на период реализации проекта по созданию объекта оценки (за вычетом результата суммирования стоимостей потерь стоимости из-за старения актива или появления обязательств)» [8].

Метод компенсации издержек является наиболее широко используемым методом затратного подхода к оценке. При его использовании соблюдается следующий порядок действий:

- определение стоимости всех природных элементов в составе объекта на дату оценки с учетом возможности их наиболее эффективного использования (для оценки рыночной стоимости);

- расчет затрат воспроизводства или замещения на создание всех материальных и нематериальных элементов искусственного происхождения, гипотетически созданных (в день оценки) и включенных в состав оцениваемого объекта;

- выбирается сумма затрат, меньшая из затрат замещения и воспроизводства для каждого отдельного элемента в составе оцениваемого объекта; в соответствии с графиком реализации выбранного типа затрат на реализацию проекта создания каждого из элементов определяется прибыль такого проекта (с использованием данных исследования рыночно

обоснованных инвестиционных проектов с созданием активов, аналогичных оцениваемым элементам объекта);

- определение потери стоимости каждого из материальных и нематериальных объектов оценки, вызванные физическим износом, устареванием (внешним, функциональным или юридическим) или возникновением финансовых или иных обязательств любого из элементов или всего объекта оценки перед лицами, сторонними к участникам моделируемой сделки;

- определение стоимости оцениваемого объекта путем суммирования стоимостей элементов природного происхождения, затрат (меньших из затрат замещения и воспроизводства) на создание всех элементов оцениваемого объекта с прибылью проектов из создания и вычитания из полученной суммы потерь стоимости, связанных с износом, устареванием и обязательствами.

Сравнительный подход к оценке – «совокупность методов определения стоимости объекта оценки, основанных на сравнении этого объекта с объектами аналогичного назначения (объектами сравнения или объектами-аналогами), проданными или выставленными на продажу в прошлом – при известных для этих объектов ценах сделок или ценах предложений»[]. Применение сравнительного подхода возможно при наличии достоверной и доступной для анализа информации о свойствах и ценах объектов-аналогов на существующем рынке.

Наиболее распространенными источниками информации, которые используются в сравнительном подходе, являются:

- открытые фондовые рынки;
- рынок поглощений;
- предыдущие сделки с интересами участия в рассматриваемом бизнесе.

Возможность использовать данный подход определяют следующие базовые положения, доказывающие объективность полученного результата.

Во-первых, в качестве ориентира используются реально сформированные рынком цены на акции компаний-аналогов. При наличии развитого

финансового рынка фактическая цена купли-продажи компании в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости компании. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности компании и т.д.

Во-вторых, в основе сравнительного подхода лежит принцип альтернативных инвестиций. Особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции (при адекватном риске и свободном размещении капитала) обеспечивает выравнивание рыночных цен.

В-третьих, цена акций компании отражает ее хозяйственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. В таких условиях соотношение между ценой и определенными финансовыми показателями у компаний-аналогов должно совпадать. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

В оценке бизнеса единицы сравнения формируются путем конвертации цен в мультипликаторы, т.е. в удельные (стандартизированные) цены. Этот подход позволяет убрать несоответствие у оцениваемой компании и компаний-аналогов абсолютных показателей, таких как выручка, денежный поток. Например, в оценке бизнеса под ценовым мультипликатором понимают отношение рыночной цены одной акции к некоторой финансовой базе, соответствующей одной акции.

Важным условием выбора мультипликаторов является согласованность, то есть если числителем мультипликатора является стоимость собственного капитала, то знаменатель также должен основываться на ценности собственного капитала. Наиболее часто используемые мультипликаторы приведены в таблице 2.

Таблица 2 – Сравнительный анализ мультипликаторов

<b>Мультипликатор</b>	<b>Характеристика</b>
Цена/выручка (P/S)	Может применяться для убыточных компаний. Не подходит для использования в случае существенной разницы в прибыльности оцениваемой компании и компании-аналога. Более корректным вариантом будет отношение стоимости фирмы к выручке.
Цена/Прибыль от реализации (P/OM)	Как правило, используется, когда нет данных для расчета P/EBITDA (амортизация не всегда раскрывается отдельной строчкой в отчетности).
Цена/Прибыль до амортизации, уплаты налогов и процентов (P/EBITDA)	Показатель позволяет убрать разницу в бухгалтерской амортизации и процентах по кредиту оцениваемой компании и компании-аналога. Более корректно будет использовать в числителе не цену, а стоимость фирмы.
Цена/Прибыль до налогообложения (P/I)	Применяется в том случае, когда необходимо нивелировать влияние налогообложения (к примеру, компания-аналог заплатила из чистой прибыли не прогнозируемые в будущем штрафы и пени)
Цена/Чистая прибыль (P/E)	Подходит для большей части прибыльных компаний со стабильной структурой капитала, совместимой с компаниями-аналогами)

В сравнительном подходе к оценке выделяют три метода (рис. 2).



Рисунок 2 – Методы сравнительного подхода

Метод рынка капитала «определяет стоимость, основываясь на цене, по которой подобные публичные компании торгуются на публичных фондовых биржах»[8]. Применение этого метода возможно при наличии достоверной финансовой информации о компаниях-аналогах и ценах их акций на фондовом рынке. По состоянию на дату оценки осуществляется поиск информации о продаже акций компаний-аналогов в котировальных системах или о наличии индикативных котировок.

Метод сделок (сравнения продаж) позволяет определить стоимость компании на основе сравнения с компаниями-аналогами, пакеты акций которых были приобретены в течение недавнего периода.

«Метод отраслевых коэффициентов базируется на анализе продаж акций в той или иной отрасли, по которому выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Такие отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений за ценами продаж компаний и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В России данный метод не получил достаточного распространения в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного мониторинга рынка»[14].

При применении метода рынка капитала и метода сделок сначала производится соответствующая выборка компаний-аналогов на основании критерия сопоставимости. Сопоставимыми компаниями можно считать те, которые действуют в той же отрасли, что и оцениваемая компания, и ведут аналогичную с ней деятельность. Анализ сопоставимых компаний выполняется также на основе исторических данных отчетности и финансовых и производственных показателях, рассчитанных по ним. Для каждой компании из выборки рассчитываются ценовые мультипликаторы. После расчета ценовых мультипликаторов по каждой компании-аналогу выбирается соответствующий мультипликатор для объекта оценки на основании анализа риска и финансовых характеристик оцениваемой компании и их сравнения с характеристиками компаний-аналогов. Затем выбранный мультипликатор применяют к соответствующим финансовым показателям оцениваемой компании. Полученное таким способом значение стоимости необходимо откорректировать с учетом других факторов, наиболее типичными из которых являются следующие: премия за наличие контроля; скидка за отсутствие ликвидности; наличие непрофильных активов и т.д.

Решение вопроса, каким стоимостным оценкам придать больший вес и как каждый метод взвешивать по отношению к другим, является ключевым на заключительном этапе процесса оценки.

Как правило, доходный подход является наилучшим для оценки стоимости приносящих доход компаний. Его смысл заключается в определении текущей величины будущих доходов от деятельности компании. Он основан на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. В мировой практике в доходном подходе метод ДДП применяется чаще других, поскольку он точнее определяет стоимость бизнеса, лучше отражает позицию инвестора относительно доходности, перспектив и рисков бизнеса. Во всех сделках покупатель всегда стремится к тому, чтобы текущая стоимость ожидаемых доходов была равна или превышала уплаченную цену, в то время как продавец всегда стремится к тому, чтобы текущая стоимость ожидаемых доходов была равна или меньше цены сделки, поэтому покупатель и продавец должны договориться на единственной общей основе по сумме, равной текущей стоимости ожидаемых будущих выгод от владения собственностью.

Преимуществом использования сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические рыночные котировки и реально совершенные сделки с пакетами акций. Вместе с тем на использование результата, полученного в рамках сравнительного подхода, накладывается ряд существенных ограничений (в частности, различия в уровне рисков, норме доходности, стандартов бухгалтерского учета и т.д.).

При расчете стоимости собственного капитала компании в рамках затратного подхода оценщик анализирует и определяет по рыночной стоимости каждый из активов компании, устанавливая текущую стоимость всех обязательств с учетом особенностей, присущих тому или иному бизнесу.

В заключение хотелось бы отметить, что нельзя четко и точно как нужно оценивать стоимость компании. Написать руководство к действию по ее оценке

невозможно – везде есть своя специфика. Каждая компания требует индивидуального подхода, и здесь применимы лишь общие стандарты оценки. Все приходит с опытом, как на законодательном (государственном) уровне, так и в рамках каждой отдельно взятой компании. Законодательство в области оценки эволюционирует. Оценочные компании в России и за рубежом также развиваются. Появляются новые методы, идеи, веяния и нововведения, позволяющие совершенствовать механизм оценки стоимости компаний.

### 1.3 Информационная база оценки стоимости предприятия

Информационное обеспечение является базой для оценки стоимости предприятия. Как правило, сбор информации является частью подготовительного этапа оценки, наряду с определением объема работ. Предварительный анализ объемов требуемой информации необходим для определения предстоящих финансовых и трудовых затрат, источников получения сведений, а также составления графика этапов оценки и формирования бюджета проекта.

Таблица 3 – Классификация информации

Признак классификации	Разновидности
Источник информации	- получаемая на рынке - получаемая в оцениваемой компании
Тип информации	- юридическая - финансовая - техническая (технологическая) - коммерческая
Масштаб	- общеэкономическая - отраслевая - информация об отдельном предприятии и его подразделениях

Общеэкономическая информация имеет фундаментальное значение в процессе оценки. Она используется в процессе анализа отрасли, к которой относится оцениваемая компания, анализа самой компании в контексте тенденций, присущих экономике на настоящий момент. Как правило, данная информация находится в открытом доступе, но показатели могут быть рассчитаны по-разному, поэтому имеет смысл проанализировать все доступные

источники, официальные и альтернативные. Поиск актуальной информации облегчает развитие информационных систем и широкое распространение электронных периодических изданий.

Информация об отрасли охватывает вопросы нормативного регулирования деятельности предприятий отрасли, специфику налогового регулирования, динамику цен на сырье и готовую продукцию.

«Отраслевая информация может охватывать не только национальный рынок. Особенно это важно в ситуации переходной экономики в условиях интеграции внутреннего рынка в глобальную систему, когда происходит активное проникновение на национальный рынок транснациональных компаний.

Проблема получения информации на рынке об отдельном предприятии возникает в случае проверки информации, полученной на предприятии, и для получения информации о предприятиях-аналогах, которая используется в первую очередь для соотнесения различных показателей и коэффициентов с отраслевыми данными»[15].

Источников получения информации о деятельности предприятий уже достаточно много, и их количество постоянно увеличивается. По российским компаниям общедоступной является информация об открытых акционерных компаниях.

Несмотря на значительные объемы доступной информации и ее разнообразие ключевым признаком для определения той информации, которую следует использовать в процессе оценки бизнеса является уместность.

Помимо того, что используемая информация должна достоверно отражать ситуацию на предприятии, она должна точно соответствовать целям оценки и комплексно учитывать внешние условия функционирования оцениваемого предприятия.

В целом информацию, используемую для оценки бизнеса, можно разделить на две категории: внешнюю информацию и внутреннюю информацию.

1. Внешняя информация отражает условия функционирования и положение фирмы в отрасли и экономике. В зависимости от целей оценки варьируются объем и характер внешней информации. Финансовые результаты деятельности фирмы во многом зависят от влияния внешних факторов, чем и объясняется необходимость анализа внешней информации. К этому виду информации относятся макроэкономические и отраслевые показатели, такие как условия конкуренции в отрасли, темпы экономического развития страны и региона, уровень инфляции.

Макроэкономические данные представляют собой информацию о влиянии на деятельность предприятия изменения макроэкономической ситуации, характеризующей инвестиционный климат в стране. К данному роду информации можно отнести сведения о налоговом законодательстве и его изменениях, о процентных ставках и их динамике, стадиях экономического цикла и социальных факторах.

При составлении прогнозов и анализе конкретного предприятия требуется учитывать общие макроэкономические закономерности, связанные с его деятельностью. Так в периоды экономического спада может возникнуть угроза банкротства, снизиться размер прибыли, что в свою очередь окажет влияние на стоимость данного предприятия.

Основными источниками макроэкономической информации являются: программы правительства и прогнозы, периодическая экономическая печать, аналитические обзоры информационных агентств, данные Федеральной службы государственной статистики, законодательство Российской Федерации, российские агентства.

Помимо макроэкономической, внешняя информация включает в себя отраслевую, которая отражает характерную среду, состояние, уровень конкуренции и перспективы развития той отрасли, к которой принадлежит оцениваемое предприятие. На функционирование предприятия в отрасли и, как следствие, на его стоимость, могут оказать серьезное влияние такие факторы,

как рынки сбыта, уровень спроса на продукцию отрасли, условия конкуренция и т.д.

В ходе оценки необходимо использовать среднеотраслевые показатели по основным финансовым коэффициентам, при их наличии. Немаловажное значение имеет сопоставление данных оцениваемого предприятия с соответствующими показателями предприятий-аналогов. Это позволит точнее определить место предприятия и отрасли и составить наиболее полный и объективный прогноз относительно прибыли и затрат.

Основными источниками отраслевой информации являются: данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия, данные Федеральной службы государственной статистики, отраслевые информационные издания, периодическая экономическая печать, бизнес-план, личные контакты, фирмы-дилеры (распространители), таможенное управление.

Информация из указанных источников имеет разную степень достоверности. При расхождении ответов на один вопрос в целях объективности проводится средневзвешенная оценка.

2. Внутренняя информация представляет собой информацию обо всех аспектах деятельности оцениваемого предприятия.

Отчет должен быть составлен таким образом, чтобы пользователь, не знакомый с предприятием, получил наиболее полную и достоверную информацию об особенностях его деятельности

Внутренняя информация включает:

- 1) ретроспективные данные об истории компании;
- 2) описание и анализ маркетинговой стратегии предприятия;
- 3) характеристики поставщиков;
- 4) данные о производственных мощностях;
- 5) сведения о рабочем и управленческом персонале и заработной плате;
- 6) внутреннюю финансовую информацию (данные бухгалтерского баланса, отчёта о финансовых результатах и движении денежных средств за 3–5 лет) и прочую информацию.

Цели работы оценщика по сбору внутренней информации:

- анализ истории компании с целью выявления будущих тенденций;
- сбор информации для прогнозирования объёмов продаж, денежных потоков, прибыли;
- учёт факторов несистематического риска, характерных для оцениваемого бизнеса;
- корректировка и анализ финансовой документации.

Эффективным источником информации является анкетирование владельцев, администрации, аудиторов, кредиторов, конкурентов оцениваемого предприятия, представителей отраслей и местных администраций.

## 2 Оценка стоимости ПАО «Салют»

### 2.1 Технико-экономическая характеристика ПАО «Салют»

Полное наименование акционерного общества: публичное акционерное общество «Салют»

Юридический адрес: 443028 г. Самара, пос. Мехзавод, Московское шоссе, дом 20

Размер Уставного капитала, тыс. руб.: 111,06

Общее количество акций, шт.: 119 408

Публичное акционерное общество «Салют» создано в 1993 году на базе Куйбышевского механического завода, образованного Постановлением ГКО СССР 25 декабря 1941 года для производства бронекорпусов штурмовика ИЛ-2 и бронезащиты других типов самолетов.

Основными видами деятельности предприятия согласно Уставу являются разработка, производство, испытания, установки, монтажа, технического обслуживания, ремонта, утилизации и реализации вооружения и военной техники, а именно:

- производство летательных аппаратов, включая космические;
- производство оружия и боеприпасов;
- производство силовых установок и двигателей для летательных и космических аппаратов;
- производство двигателей летательных аппаратов с искровым зажиганием и их частей;
- производство реактивных двигателей, кроме турбореактивных и их частей;
- производство устройств для ускорения взлета самолетов, палубных тормозных устройств;
- производство прочих частей и принадлежностей летательных аппаратов и космических аппаратов;

- производство медицинской диагностической и терапевтической аппаратуры, хирургического оборудования;
- предоставление услуг по монтажу, ремонту и техническому обслуживанию медицинского оборудования;
- деятельность в области стандартизации и метрологии;
- испытания и анализ электрических характеристик в условиях климатических и механических воздействий.

Основными конкурентами общества в данной отрасли являются предприятия АО «Корпорация «Тактическое ракетное вооружение».

Доля общества на соответствующем сегменте рынка в разрезе всех видов деятельности общества составила в 2011г. - 54%, 2013г. - 60%, 2014г. - 69%, 2015 г. - 70%.

Наблюдается тенденция общего роста доли общества в сегменте рынка за счет государственного оборонного заказа. Рыночные реформы потребовали существенного изменения как в технологической переоснащенности предприятия, так и в его структуре управления.

Производство спецтехники составляет основную долю в общем объеме выпуска продукции (работ, услуг) в ценах реализации ПАО «Салют». В 2015 году величина выпуска продукции спецтехники по ценам реализации в общем объеме составляет 94,2%.

Соотношение итоговых показателей выпуска продукции (работ, услуг) по реализации 2015 г. к 2014 г. составило 144,3%.

Среднегодовое использование мощности в 2015 г. – 64,1%, аналогичный показатель за 2014 г. – 58,8%. Причина неполной загрузки производственных мощностей – избыточное количество устаревшего технологического оборудования. Вывод из эксплуатации старого оборудования осуществляется планомерно с учетом освоения вновь приобретаемого современного оборудования.

Таблица 4 – Выпуск продукции по реализации 2013-2015 гг.

Показатель	Ед. изм.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Выпуск продукции (работ, услуг) по реализации, в том числе:	тыс. руб.	1188660	1498541	2162749
спецтехника	тыс. руб.	1146000	1381237	2036277
гражданская продукция	тыс. руб.	26481	23447	23863
услуги	тыс. руб.	16179	93857	102609

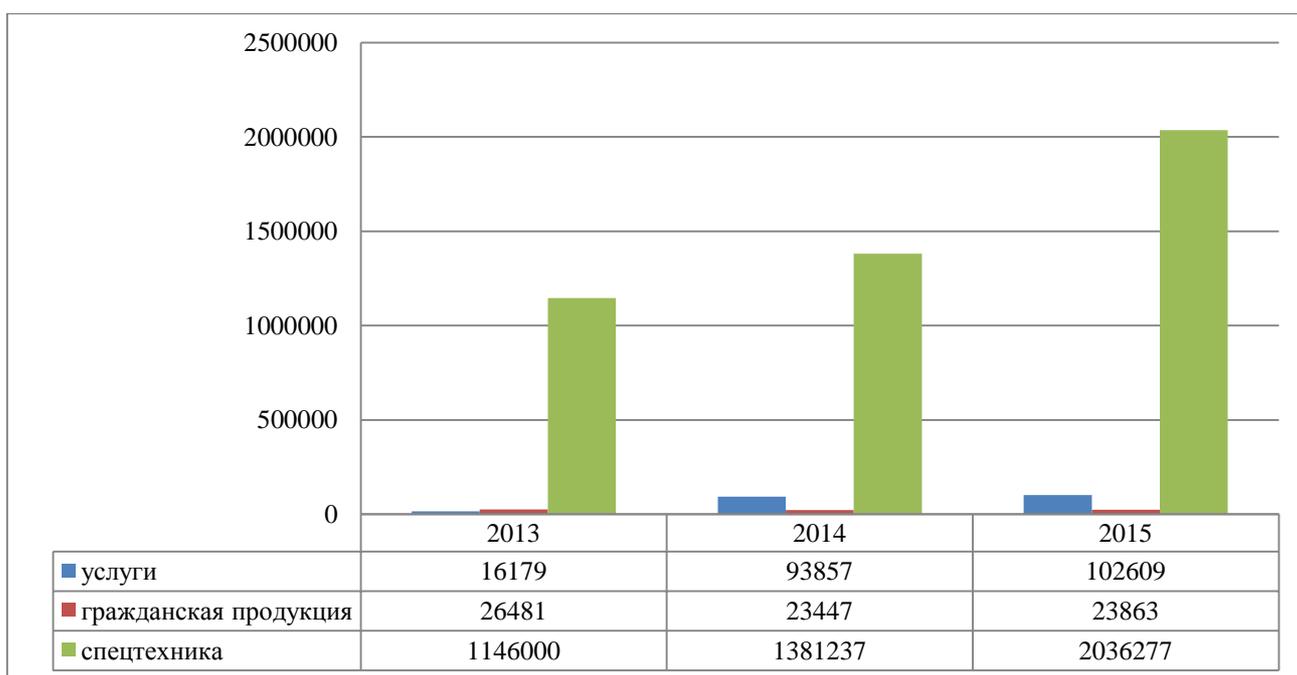


Рисунок 3 – Динамика выпуска продукции по реализации 2013-2015 гг.

Приоритетным направлением деятельности общества является серийное производство агрегатов и составных частей авиационных тактических ракет для головных предприятий ПАО «КТРВ», а также изделия спецзащиты для самолетов и вертолетов. Основной критерий выбора приоритетных направлений общества - производственная специализация предприятия.

За 2015 г. объем выпуска товарной продукции по отношению к 2014 г. вырос и составил 144,3%. Выручка от реализации продукции, работ, услуг за 2015 г. составила 138,5% от выручки за 2014 г.

В структуре выручки, полученной от осуществления всех видов деятельности ПАО «Салют», наибольший удельный вес занимает выручка от реализации изделий спецтехники. В общем объеме реализации продукции основного назначения вырос объем спецтехники, поставляемой по гособоронзаказу (в т.ч. НИОКР) – 206,4%. Доля госзаказа (в т.ч. НИОКР) в выручке от реализации продукции военного назначения составила в 2015 г. – 74,7% (в 2014 г. – 51%).

Таблица 5 – Финансовые результаты

Наименование показателей	Ед. изм.	Факт 2014 г.	Факт 2015 г.	Абсолютное отклонение	Динамика изменения, (%)
Выпуск продукции (работ, услуг) по реализации:	тыс. руб.	1 498 541	2 162 749	664 208	144,3%
Выручка от реализации продукции, работ, услуг в т. ч.:	тыс. руб.	1 567 748	2 172 005	604 257	138,5%
- спецтехника	тыс. руб.	1 449 533	2 045 487	595 954	141,1%
в т.ч. - по госзаказу	тыс. руб.	715 562	1 460 480	744 918	204,1%
- НИОКР	тыс. руб.	24 255	66 664	42 409	274,8%
- экспорт	тыс. руб.	709 716	518 343	-191 373	73,0%
- гражданского назначения	тыс. руб.	24 358	23 909	-449	98,2%
- работ и услуг	тыс. руб.	93 857	102 609	8 752	109,3%
Полная себестоимость	тыс. руб.	1 490 962	2 026 531	535 569	135,9%
Прибыль от продаж	тыс. руб.	76 786	145 474	68 688	189,5%
Чистая прибыль	тыс. руб.	31 826	87 313	55 487	274,3%
Общая рентабельность	%	2,03	4,02	1,99	198,0%

Увеличение полной себестоимости реализованной продукции за 2015 г. по отношению к 2014 г. составило 135,9%, что сопоставимо с темпом роста объемов выручки от реализации продукции – 138,5%.

В 2015 г. ПАО «Салют» получило чистую прибыль в размере 87313 тыс. руб., что на 174,3% больше, чем за 2014 г. (31826 тыс. руб.). Уровень общей

рентабельности предприятия составил 4,02%, что выше уровня 2014 г. на 1,99%.

Основные направления развития Общества с учетом тенденций рынка и потенциала предприятия:

- укрепление позиций на рынке поставщиков составных частей и комплектующих авиационной и ракетной техники за счет высокого качества и конкурентоспособных цен на продукцию;

- реструктуризация производственной базы, техническое перевооружение и реконструкция производства с целью снижения себестоимости производства;

- совершенствование системы организации труда;

- формирование кадрового потенциала, соответствующего требованиям современного производства;

- создание условий для освоения конкурентоспособного производства инновационной продукции.

Основанием выбранных перспективных направлений деятельности общества являются технологическая специализация предприятия и увеличение объемов государственного оборонного заказа.

## 2.2 Оценка стоимости ПАО «Салют» в рамках доходного подхода методом дисконтирования денежных потоков

Для выбора подхода и метода оценки стоимости ПАО «Салют» будем руководствоваться данными части первой данной главы. На основании рассмотрения данных о результатах деятельности предприятия мы наблюдаем рост выручки, чистой прибыли и рентабельности, соответственно наиболее оптимальным подходом к оценке будет доходный подход, который позволит определить текущую стоимость будущих доходов. В рамках доходного подхода воспользуемся методом дисконтированных денежных потоков, поскольку он позволит точнее определить стоимость предприятия с точки зрения инвестора.

Для того чтобы использовать данный метод, нужно спрогнозировать будущие доходы на определенный период времени (прогнозный период – 3 года).

Таблица 6 – Прогноз валовой выручки ПАО «Салют» на 2015-2017 гг.

Показатель	2015	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Ожидаемые темпы роста, %		38	40	42	24
Выручка, тыс. руб.	2172005	2997367	4196314	5958765	7388869

Чтобы прогнозировать суммарные затраты, проанализируем состав и величину расходов на основе данных за 2013-2015 года, а также рассмотрим их удельный вес относительно выручки (табл. 7). В среднем данные затраты за рассматриваемый период составляют 94,01% от выручки от реализации.

Таблица 7 – Состав и структура затрат ПАО «Салют»

Показатель	2013 г.		2014 г.		2015 г.		Средний удельный вес за 3 года, %
	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес, %	
Выручка от реализации	1201474	100	1567748	100	2172005	100	-
Себестоимость	1145445	95,34	1475626	94,12	2010127	92,55	94,01
Коммерческие расходы	10607	0,88	15336	0,98	16404	0,76	0,87

По строке «Коммерческие расходы» отражены выплата заработной платы с начислениями, аренда, затраты на ремонт основных средств, амортизация, затраты предприятия на оплату услуг сторонних организаций. Согласно произведенным расчетам, средний удельный вес коммерческих расходов относительно выручки за 2013-2015 гг. составил 0,87%.

Расходы предприятия при неизменной доле себестоимости и коммерческих расходов в прогнозный и постпрогнозный периоды отражены в таблице 8.

Таблица 8 - Состав и структура затрат предприятия ПАО «Салют» на прогнозный период

Показатель	2015	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Выручка, тыс. руб.	2172005	2997367	4196314	5958765	7388869
Себестоимость, тыс. руб.	2010127	2817681	3944753	5601549	6945921
Коммерческие расходы, тыс. руб.	16404	24574	34403	48852	60577

Анализ данных показывает, что до 2015 года предприятие испытывало дефицит собственных оборотных средств, однако в 2015 году удалось преломить тенденцию за счет значительно возросшей кредиторской задолженности (табл. 9).

Таблица 9 - Расчет потребности в собственных оборотных средствах за 2013–2015 гг.

Показатель	2013	2014	2015
Среднегодовая стоимость остатков запасов	622276,5	634639,5	593191
Среднегодовая величина дебиторской задолженности	281202,5	279664	273496
Средняя величина вложенного в текущие активы капитала	903479	914304	866687
Среднегодовые остатки кредиторской задолженности	570947	635912,5	958312,5
Потребность в собственных оборотных средствах	332532	278391	-91626
Среднегодовая стоимость оборотных активов	928515,5	964234	1207797,5
Среднегодовая стоимость краткосрочных обязательств	675722,5	766363	1055689,5
Наличие собственных оборотных средств	252793	197871	152108
Дефицит собственных оборотных средств	79739	80520	-243734

Для того чтобы осуществить прогноз величины собственных оборотных средств в прогнозный и постпрогнозный периоды, рассчитаем периоды оборачиваемости средств (табл. 10).

Таблица 10 – Периоды оборачиваемости средств ПАО «Салют»

Показатель, дни	2013	2014	2015	Средний уд. вес за 3 года, дни
1	2	3	4	5
Средний срок хранения запасов	195	154	106	151

## Окончание таблицы 10

1	2	3	4	5
Средний срок погашения дебиторской задолженности	84	64	45	64
Средний срок погашения кредиторской задолженности	171	146	158	158

Возьмем периоды оборачиваемости оборотных активов и кредиторской задолженности в прогнозный период равными средним периодам оборачиваемости.

Расчет потребности и планируемого наличия собственных оборотных средств в прогнозируемом периоде производился аналогично расчету потребности в собственных оборотных средствах в ретроспективном периоде с учетом прогнозируемых периодов оборачиваемости.

Таблица 11 - Расчет потребности собственных оборотных средств ПАО «Салют» в прогнозируемом периоде, тыс. руб.

Показатель	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Выручка	2997367	4196314	5958765	7388869
Себестоимость	2817681	3944753	5601549	6945921
Средние остатки запасов	1181861	1654605	2349539	2913428
Средняя величина дебиторской задолженности	532865	746011	1059336	1313577
Средняя величина вложенного в текущие активы капитала	1714726	2400616	3408875	4227005
Средняя величина кредиторской задолженности	1315511	1841716	2615236	3242893
Потребность в собственных оборотных средствах	399215	558901	793639	984112

Расчет денежного потока проведем с учетом следующих условий:

- ставка налога на прибыль равна 20%;
- долгосрочная задолженность не изменяется;
- доля коммерческих расходов составляет 0,87% от выручки предприятия.

Уровень чистой прибыли является базовой величиной в расчете значения денежного потока. Для определения ее величины сведем полученные на предварительных этапах данные.

Таблица 12 - Прогноз чистой прибыли в прогнозный и постпрогнозный периоды, тыс. руб.

Показатель	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Выручка	2997367	4196314	5958765	7388869
Себестоимость	2817681	3944753	5601549	6945921
Валовая прибыль	179686	251561	357216	442948
Коммерческие расходы	24574	34403	48852	60577
Прибыль (убыток) от продаж	155112	217158	308364	382371
Проценты к уплате	34203	47885	67996	84315
Прибыль (убыток) до налогообложения	120909	169273	240368	298056
Расходы по налогу на прибыль	24182	33855	48074	59611
Чистая прибыль (убыток)	96727	135419	192294	238445

В связи с тем, что расходы на амортизацию и иные вложения из чистой прибыли не предусмотрены, денежный поток в нашем случае будет представлять собой чистая прибыль.

Ставка дисконтирования показывает величину дохода, который необходимо обеспечить инвесторам. Рассчитаем ставку дисконтирования для денежного потока с помощью метода кумулятивного построения. Для использования данного метода нам необходимо определить безрисковую ставку, за которую мы примем краткосрочную ставку рынка ГКО-ОФЗ, так как данные долговые обязательства выпускаются Министерством финансов РФ и имеют максимальную степень финансовой надежности (табл. 13).

Таблица 13 – Расчет ставки дисконтирования

Составляющие ставки дисконтирования	Значения, %
Безрисковая ставка дохода	10,58
Руководящий состав: качество руководства	2
Размер компании	2
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	3
Диверсификация производственная и территориальная	3
Диверсификация клиентуры	4
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	2
Прочие особенные риски	2,5
Итого ставка дисконтирования	29,08

Складывая безрисковую ставку и премию за риск, получим ставку дисконтирования, которая составляет 29,08%. Рассчитаем стоимость ПАО «Салют» в постпрогнозный период на основе модели Гордона.

Денежный поток в постпрогнозный период – 238445 тыс. руб., ставка дисконтирования – 29,08%, долгосрочные темпы роста – 24%.

$$FV = 238445 (0,24+1) / (0,2908 - 0,24) = 5820311,02 \text{ тыс. руб.}$$

Остаточная стоимость ПАО «Салют» составляет 5820311,02 тыс. руб.

Стоимость предприятия складывается из текущей стоимости денежных потоков и текущей стоимости в постпрогнозный период. Для расчета текущей стоимости денежных потоков применим процедуру дисконтирования.

Таблица 14 – Расчет стоимости ПАО «Салют»

Показатель	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Денежный поток	96727	135419	192294	5820311,02
Коэффициент дисконта	0,7747	0,6002	0,4650	0,3602
Дисконтированный денежный поток	74935,7	81275,9	89410,6	2096574,8
				2342197,0

Таким образом, рыночная стоимость бизнеса ПАО «Салют», определенная методом дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода, составляет 2 342 197 тыс. руб.

### 2.3 Анализ ценообразующих факторов ПАО «Салют»

Факторами увеличения стоимости предприятия могут являться такие финансово-экономические показатели деятельности компаний, как прибыль, выручка, величина дивидендов, чистый денежный поток, балансовая стоимость активов, стоимость чистых активов и некоторые другие.

Выбор конкретных факторов или их системы зависит от наличия информации, экономической значимости выбранных факторов для конкретной компании, а также от предпочтений оценщика. В случае, если выбирается один ценообразующий показатель, построенная модель регрессии носит название однофакторной.

Для выявления разработки модели зависимости рыночной стоимости компании от ряда показателей ее хозяйственной деятельности используем корреляционно-регрессионный анализ.

Для целей дальнейшего исследования в качестве результативной переменной возьмем рыночную стоимость оцениваемой компании. Регрессионную модель расчета стоимости оцениваемого предприятия построим, проанализировав на основе имеющейся информации по аналогичным компаниям из этой отрасли зависимость рыночной стоимости от различных ценообразующих показателей деятельности компаний (стоимостных факторов).

В ходе корреляционного анализа определяется сила связи (отсутствие связи, слабая связь или сильная) и характер связи факторов (прямая или обратная). Полученная в ходе корреляционного анализа информация о характере и силе выраженности связи (коэффициент корреляции  $R$ , который лежит в диапазоне от  $-1$  до  $+1$ ) используется в дальнейшем для планирования последовательности расчета параметров регрессионных уравнений.

Зависимость считается достаточно сильной, если коэффициент корреляции по абсолютной величине превышает  $0,7$ , и слабой, если не превышает  $0,4$ . При равенстве этого коэффициента нулю связь полностью отсутствует. Коэффициент корреляции дает объективную оценку степени зависимости только при линейной модели регрессии.

Для построения регрессионной модели используем показатели рыночной капитализации по компаниям-аналогам на конец 2015 года по данным МТБ, а также финансовую отчетность выбранных компаний по данным сервера раскрытия информации «Интерфакс».

Рассмотрим зависимость рыночной стоимости компании от таких показателей их деятельности, как выручка, прибыль и активы.

Проведем анализ данных показателей в таблицах Excel.

Рассмотрим более подробно коэффициенты корреляции для учитываемых факторов в каждом случае (таблица 15).

Таблица 15 – Коэффициенты корреляции

Показатель	Рыночная стоимость	Выручка	Прибыль	Активы
Рыночная стоимость	1			
Выручка	0,88442	1		
Прибыль	<b>0,983664</b>	0,935729	1	
Активы	0,965623	0,902866	0,946038	1

Как можно увидеть из таблицы, наибольшее влияние на рыночную стоимость предприятия оказывает прибыль. Коэффициент корреляции составляет 0,99. Стоит отметить также высокую зависимость рыночной стоимости предприятия от активов (0,97) и взаимозависимость прибыли и активов (0,94).

В качестве основной модели примем зависимость рыночной стоимости компании от прибыли.

Составим уравнение регрессии для исследуемой модели. С помощью программного пакета анализа данных Excel «регрессия» получены следующие значения коэффициентов (таблица 1).

Таблица 16 – Значения коэффициентов уравнения регрессии

Коэффициенты	Значение
<i>b</i>	-2 259 520
<i>a</i>	13,2

Таким образом, для предприятий исследуемой сферы уравнение регрессии имеет следующий вид:

$$Y = 13,2x - 2\,259\,520$$

Исходя из данных проведенного анализа, для повышения стоимости исследуемого предприятия целесообразно рекомендовать мероприятия, направленные на увеличение прибыли.

### 3 Рекомендации по увеличению стоимости ПАО «Салют»

#### 3.1 Пути увеличения стоимости ПАО «Салют»

Стоимость ПАО «Салют», рассчитанная на основе доходно подхода, представляет собой приведенную стоимость денежных потоков как от установленных активов, так и от будущего роста. Чтобы действие создавало стоимость, оно должно приводит к одному или нескольким из следующих результатов:

- увеличивать денежные потоки, создаваемые существующими инвестициями;
- увеличивать ожидаемые темпы роста прибыли с одновременным генерированием избыточной доходности;
- увеличивать продолжительность периода быстрого роста.

Соответственно, если мероприятия не влияют на денежные потоки, ожидаемые темпы роста прибыли или продолжительность периода быстрого роста, то они не изменяют стоимость.

Рост денежных потоков от повышения ожидаемого роста и его продолжительности, установленных активов повышает стоимость фирмы. Однако, как показывает практика, добиться ожидаемых результатов непросто, потому как зачастую на них оказывают влияние неучтенные в процессе анализа качественные факторы.

При определении стоимости предприятия в первую очередь учитываются существующие активы. Существующие активы создают текущий операционный доход предприятия и представляют собой уже сделанные предприятием инвестиции. От того, насколько окупаются эти инвестиции, зависит реальный потенциал для создания стоимости предприятия.

Практически любое предприятие имеет определенные инвестиции, которые не покрывают вложенных в них средств, а зачастую даже приносят убытки. Существует мнение, что «следует либо ликвидировать инвестиции, не зарабатывающие требуемой нормы доходности, либо изъять капитал»[7].

Однако против данного утверждения говорит тот факт, что фирма не имеет действительной возможности вернуть капитал после ликвидации. Поэтому есть варианты, которые можно применить на практике.

«Первая мера — это «стоимость продолжения» (continuing value), которая отражает приведенную стоимость ожидаемых денежных потоков от продолжения инвестиций до конца их срока. Вторая мера — это ликвидационная стоимость (liquidation or salvage value), представляющая собой чистые денежные потоки, которые фирма получит, если ликвидирует проект сегодня. Наконец, существует стоимость изъятия капитала (или реализации актива—divestiture), представляющая собой плату, сделанную за эти инвестиции лицом, предложившим наивысшую цену.

От того, какая из этих трех стоимостей является наивысшей, зависит ответ на вопрос, следует ли фирме продолжать существующий проект, ликвидировать его или продать кому-либо другому. Если наивысшей будет стоимость продолжения, то фирме следует продолжать проект до завершения его срока, даже если он принесет меньше стоимости привлечения капитала. Если ликвидационная стоимость или стоимость изъятия капитала окажутся выше стоимости продолжения, то возникнет потенциал для увеличения стоимости от ликвидации или изъятия капитала»[7].

Еще одним вариантом повышения стоимости предприятия является снижение чистых капитальных затрат.

«Чистые капитальные затраты представляют собой разницу между капитальными затратами и износом и, являясь денежным оттоком, снижают денежные потоки фирмы. Часть чистых капитальных затрат предназначена для обеспечения будущего роста, однако другая часть служит для поддержания существующих активов. Если компания способна снизить свои чистые капитальные затраты по существующим активам, то она увеличит стоимость.

В короткие периоды времени капитальные затраты могут быть даже ниже, чем износ этих активов, создавая денежные потоки от чистых капитальных затрат»[7].

Однако выбор в пользу сокращения капитальных затрат отрицательно влияет на срок эксплуатации существующих активов. Предприятие, не вкладывающее капитальные затраты в свои активы, тем самым создает прирост денежных потоков после уплаты налогов за них, однако активы будут иметь короткий срок эксплуатации.

Противоположный тому пример, когда компания реинвестирует денежные потоки для поддержания капитала, соответственно увеличивая срок и качество эксплуатации своих активов.

Предприятия часто игнорируют этот компромиссный выбор, когда вступают на путь сокращения издержек, и снижают затраты на поддержание капитала или отказываются от них. Хотя эти действия увеличивают текущие денежные потоки от существующих активов, в действительности предприятие может потерять стоимость, когда исчерпает активы более быстрыми темпами.

### 3.2 Расчет экономической эффективности предлагаемых мероприятий

Опираясь на результаты корреляционно-регрессионного анализа ценообразующих факторов из второй главы и рассмотрев возможные мероприятия в первом параграфе данной главы, для повышения стоимости ПАО «Салют» мы можем предложить увеличить объемы выпуска и реализации за счет более полного использования производственных мощностей.

По данным об исследуемом предприятии среднегодовое использование мощности в 2015 г. составило 64,4%, аналогичный показатель за 2014 г. – 64,1%. Причина неполной загрузки производственных мощностей – избыточное количество устаревшего технологического оборудования.

Для увеличения среднегодового использования мощности до 75% предлагается приобрести технологическое оборудование на сумму 20 407,0 тыс. руб.

Рассчитаем стоимость ПАО «Салют» с учетом модернизации производства.

Спрогнозируем объем валовой выручки с учетом увеличения загрузки производственных мощностей на 10,6% и, как следствие, увеличением ожидаемого темпа роста в 2016 году на 23%.

Таблица 17 – Прогноз валовой выручки ПАО «Салют» на 2015-2017 гг.

Показатель	2015	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Ожидаемые темпы роста, %		61	40	42	24
Выручка, тыс. руб.	2172005	3490722	4887011	6939555	8605049

Рассчитаем прогноз состава и структуры затрат с учетом нового прогноза выручки, опираясь на данные ретроспективного анализа состава и структуры затрат за 2013-2015 года, проведенного во второй главе.

Таблица 18 - Состав и структура затрат ПАО «Салют» на 2015-2017 гг.

Показатель	2015	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Выручка, тыс. руб.	2172005	3490722	4887011	6939555	8605049
Себестоимость, тыс. руб.	2010127	3281628	4594279	6523876	8089606
Коммерческие расходы, тыс. руб.	16404	30369	42517	60374	60577

При расчете денежного потока предприятия были учтены такие условия:

- ставка налога на прибыль равна 20%;
- долгосрочная задолженность не изменяется;
- доля коммерческих расходов составляет 0,87% от выручки предприятия.

Уровень чистой прибыли является базовой величиной в расчете значения денежного потока. Для определения ее величины сведем полученные на предварительных этапах данные.

Таблица 19 - Прогноз чистой прибыли в прогнозный и постпрогнозный периоды, тыс. руб.

Показатель	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Выручка	3490722	4887011	6939555	8605049
Себестоимость	3281628	4594279	6523876	8089606
Валовая прибыль	209094	292732	415679	515443
Коммерческие расходы	30369	42517	60374	60577
Прибыль (убыток) от продаж	178725	250215	355305	454866

Показатель	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Проценты к уплате	34203	47885	67996	84315
Прибыль (убыток) до налогообложения	144522	202330	287309	370551
Расходы по налогу на прибыль	28904	40466	57462	74110
Чистая прибыль (убыток)	115618	161864	229847	296441

В связи с затратами на модернизацию, при расчете денежного потока после проведения мероприятия следует учесть амортизацию.

Таблица 20 – Расчет денежного потока, тыс. руб.

Показатель	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Чистая прибыль (убыток)	115618	161864	229847	296441
Амортизация	1020	1020	1020	17347
Денежный поток	114598	160844	228827	279094

Денежный поток в постпрогнозный период составил 279094 тыс. руб., ставка дисконтирования – 29,08%, долгосрочные темпы роста – 24%.

$$FV = 279094 (0,24+1) / (0,2908 - 0,24) = 6812530,7 \text{ тыс. руб.}$$

Остаточная стоимость ПАО «Салют» составляет 6812530,7 тыс. руб.

На основании расчетов с обновленными показателя вычислим стоимость ПАО «Салют» после проведения рекомендованных мероприятий.

Таблица 20 – Расчет стоимости ПАО «Салют», тыс. руб.

Показатель	2016	2017	2018	Постпрогнозный период
Денежный поток	114598	160844	228827	6812530,7
Коэффициент дисконта	0,7747	0,6002	0,4650	0,3602
Дисконтированный денежный поток	88780,6	96535,5	106397,2	2453989,2
				2745702,5

Таким образом, после внедрения предложенных мер, рыночная стоимость бизнеса ПАО «Салют», возросла на 403 505,6 тыс. руб.

## Заключение

В первой главе бакалаврской работы были рассмотрены теоретические основы оценки стоимости предприятия.

Оценка стоимости предприятия может способствовать его трансформации, совершенствованию, повышению конкурентоспособности на рынке, дает реалистическое представление о потенциальных возможностях и угрозах, финансовом состоянии, о перспективах роста в будущем.

Оценочная деятельность в Российской Федерации регулируется Федеральным законом от 29.07.1998 N 135 ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (далее – Закон N 135 ФЗ) и Федеральными стандартами оценки (ФСО).

Для того чтобы определить рыночную стоимость бизнеса, оценщики используют три подхода: затратный, сравнительный и доходный.

Доходный подход к оценке – «совокупность методов оценки объектов гражданского оборота, основанных на определении ожидаемых доходов, которые объект оценки может принести собственнику после даты проведения оценки, и предусматривающий преобразование (пересчет) этих доходов в текущую стоимость на дату оценки»[13].

Затратный подход постулирует о том, что стоимость компании преимущественно определяется как стоимость ее имущества («компания стоит столько, сколько стоит ее имущество»). Стоимость бизнеса рассматривается с точки зрения понесенных издержек.

Сравнительный подход к оценке – «совокупность методов определения стоимости объекта оценки, основанных на сравнении этого объекта с объектами аналогичного назначения (объектами сравнения или объектами-аналогами), проданными или выставленными на продажу в прошлом – при известных для этих объектов ценах сделок или ценах предложений»[13].

Во второй главе бакалаврской работы определена стоимость предприятия на примере ПАО «Салют».

Увеличение полной себестоимости реализованной продукции ПАО «Салют» за 2015 г. по отношению к 2014 г. составило 135,9%, что сопоставимо с темпом роста объемов выручки от реализации продукции – 138,5%.

В 2015 г. ПАО «Салют» получило чистую прибыль в размере 87313 тыс. руб., что на 174,3% больше, чем за 2014 г. (31826 тыс. руб.). Уровень общей рентабельности предприятия составил 4,02%, что выше уровня 2014 г. на 1,99%.

По данным отчетности предприятия наблюдается рост выручки, чистой прибыли и рентабельности, соответственно для оценки как наиболее оптимальный был выбран доходный подход, который позволит определить текущую стоимость будущих доходов. В рамках доходного подхода был применен метод дисконтированных денежных потоков, поскольку он позволяет точнее определить стоимость предприятия с точки зрения инвестора.

По результатам оценки рыночная стоимость бизнеса ПАО «Салют», определенная методом дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода, составила 2 342 197 тыс. руб.

Для разработки модели зависимости рыночной стоимости компании от ряда показателей ее хозяйственной деятельности был проведен корреляционно-регрессионный анализ.

По результатам анализа выявлено, что наибольшее влияние на рыночную стоимость предприятия оказывает прибыль. Коэффициент корреляции составил 0,99.

Было составлено уравнение регрессии:

$$Y = 13,2x - 2\,259\,520$$

Для повышения стоимости доказана целесообразность рекомендации мероприятий, направленные на увеличение прибыли.

В третьей главе рассмотрены варианты возможных мероприятий для увеличения прибыли, рекомендованы определенные мероприятия и рассчитан экономический эффект.

По данным об исследуемом предприятии среднегодовое использование мощности в 2015 г. составило 64,4%, аналогичный показатель за 2014 г. – 64,1%. Причина неполной загрузки производственных мощностей – избыточное количество устаревшего технологического оборудования.

Для увеличения среднегодового использования мощности до 75% предлагается приобрести технологическое оборудование на сумму 20 407,0 тыс. руб.

Произведена оценка стоимости ПАО «Салют» с учетом возросших темпов роста после внедрения нового оборудования. После внедрения предложенных мер, рыночная стоимость бизнеса ПАО «Салют», возросла на 403 505,6 тыс. руб.

Таким образом, экономическая эффективность предложенных мер подтверждена проведенными расчетами.

## Список использованной литературы

1. Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 26.04.2016) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»
2. Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 297 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО N 1)»
3. Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 N 298 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО N 2)»
4. Бекенова Д. Особенности управления рыночной стоимостью предприятия // В сборнике: Инновационное развитие социально-экономических систем: условия, результаты и возможности Материалы III международной научно-практической конференции. - 2015. - С. 12-18
5. Губайдуллина А.Р. Сравнительный анализ подходов к оценке рыночной стоимости коммерческих организаций // Science Time. - 2015. - № 4 (16). - С. 206-211.
6. Джигоева А.К. Методы оценки бизнеса // Научный альманах. - 2015. - № 7 (9). - С. 95-100.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка [Электронный ресурс]: инструменты и методы оценки любых активов/ Асват Дамодаран—М.: Альпина Паблишер, 2014.— 1320 с.
8. Дамодаран, А. Оценка стоимости активов / А. Дамодаран ; [пер. с англ. П. А. Самсонов]. - Минск : Попурри, 2012. - 272 с.
9. Касьяненко Т.Г., Полоско А.С. Применение корреляционно-регрессионного анализа в оценке бизнеса сравнительным подходом // Российское предпринимательство. - 2015. - Т. 16. № 20. - С. 3611-3622.
10. Корниенко Б. И. Оценка стоимости предприятия с использованием метода дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода // Концепт. –2015. –№ 7. - С. 86-90

11. Оценка организации (предприятия, бизнеса) [Электронный ресурс]: учебник/ А.Н. Асаул [и др.].— СПб.: Институт проблем экономического возрождения, 2014.— 480 с.
12. Оценка стоимости предприятий [Электронный ресурс]: учебное пособие/ Г.Н. Ронова [и др.].— М.: Евразийский открытый институт, 2009.— 157 с.
13. Оценка и управление стоимостью бизнеса [Электронный ресурс]: учебное пособие/ С.С. Береснев [и др.].— СПб.: Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого, Межотраслевой институт повышения квалификации, 2011.— 239 с.
14. Прудникова Ю.А. Традиционные подходы и методы оценки стоимости бизнеса // Наука XXI века: актуальные направления развития. - 2016. - № 1-1. - С. 495-499.
15. Семенов Н.С. Сравнительная характеристика подходов к оценке стоимости компании при слияниях и поглощениях // Вызовы глобального мира. Вестник ИМТП. - 2015. - № 1 (5). - С. 5-9.
16. Синичкин П.В. Исследование целесообразности применения традиционных подходов к оценке в отношении непубличных компаний // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - 2015. - № 5 (59). - С. 170-174.
17. Синичкин П.В., Нестеренко Е.А. Риски оценки стоимости непубличных компаний в рамках доходного подхода // В сборнике: Математическое моделирование в экономике, страховании и управлении рисками Сборник материалов IV Международной молодежной научно-практической конференции: в 2-х томах. - 2015. - С. 215-221.
18. Соколов Е.В. Прогнозирование и оценка стоимости предприятия [Электронный ресурс]: учебное пособие/ Соколов Е.В., Пилюгина А.В.— М.: Московский государственный технический университет имени Н.Э. Баумана, 2011.— 88 с.

19. Фоменко А.Н. Ликвидационная стоимость: особенности и методы расчета // Вопросы оценки. - 2015. - № 1 (79). - С. 2-12.
20. Чеботарев Н. Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Электронный ресурс]: учебник / Н. Ф. Чеботарев. - 3-е изд. - Москва : Дашков и К°, 2015. - 252 с.
21. Шихвердиев А.П., Большаков С.Н., Рауш Е.А. Управление рыночной стоимостью компаний в концепции устойчивого развития // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. - 2015. - № 1. - С. 97-115.
22. Anghel, Ion, and Costin Ciora. Valuation standards around the world // In 19th Annual European Real Estate Society Conference. - 2012. – pp. 13-26
23. Kimball, Brett. Economic Value Added: The Accurate Method of Company Valuation and Just Compensation for Management // Senior Honors Theses. - 2006. p. 172.
24. Nelisse, Paul, Aart Hordijk, and Harry de Kroon. Testing property valuations. Are valuation inputs consistent and do they reflect market evidence? // In 11th European Real Estate Society Conference. - 2004. – pp.34-42
25. Smit, William, and Vos Gerjan. Variations in Valuations: Will identical data input lead to identical output of valuation results? // In 10th European Real Estate Society Conference. – 2003. – pp. 76-89
26. Templeton, Gary F. and Lewis, Bruce R. Fairness in the Institutional Valuation of Business Journals // MIS Quarterly. -2015. - pp.523-539.



Продолжение приложения А

Пояснения	Наименование показателя	31 На декабря 20 15 г.	На 31 декабря 20 14 г.	На 31 декабря 20 13 г.
	<b>ПАССИВ</b>			
	<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>	111	82	82
	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)			
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	( - )	( - )	( - )
	Переоценка внеоборотных активов	-	-	-
	Добавочный капитал (без переоценки)	-	-	-
	Резервный капитал	5	5	5
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	221353	195722	101046
	Итого по разделу III	221469	195809	101133
	<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
5.3	Заемные средства	-	-	164937
	Отложенные налоговые обязательства	9607	7804	11271
	Оценочные обязательства	-	-	-
	Прочие обязательства	-	-	-
	Итого по разделу IV	9607	7804	176208
	<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
5.3	Заемные средства	1407	169883	51755
	Кредиторская задолженность	1246009	670616	601209
5.3 5.4	Доходы будущих периодов	58	90	528
9	Оценочные обязательства	13024	10292	5945
7	Прочие обязательства	-	-	22408
	Итого по разделу V	1260498	850881	681845
	<b>БАЛАНС</b>	<b>1491574</b>	<b>1054494</b>	<b>959186</b>

## Приложение Б (обязательное)

### Отчет о финансовых результатах за \_\_\_\_\_ год \_\_\_\_\_ 20 15 г.

Форма по ОКУД \_\_\_\_\_

Дата (число, месяц, год) \_\_\_\_\_

Организация \_\_\_\_\_ ПАО «Салют» \_\_\_\_\_ по ОКПО \_\_\_\_\_

Идентификационный номер налогоплательщика \_\_\_\_\_ ИНН \_\_\_\_\_

Вид экономической деятельности \_\_\_\_\_ Пр-во прод.произв назн и ТНП \_\_\_\_\_ по ОКВЭД \_\_\_\_\_

Организационно-правовая форма/форма собственности \_\_\_\_\_

смешанная \_\_\_\_\_ по ОКОПФ/ОКФС \_\_\_\_\_

Единица измерения: тыс. руб. (млн. руб.) \_\_\_\_\_ по ОКЕИ \_\_\_\_\_

Коды	
0710002	
07512418	
6313034986	
35.30	
47	41
384 (385)	

Пояснения	Наименование показателя	За _____ год	За _____ год
		20 15 г.	20 14 г.
	Выручка	2172005	1567748
	Себестоимость продаж	(2010127)	( 1475626)
	Валовая прибыль (убыток)	161878	92122
	Коммерческие расходы	( 16404)	(15336)
	Управленческие расходы	-	-
	Прибыль (убыток) от продаж	145474	76786
	Доходы от участия в других организациях	1	1
	Проценты к получению	18767	5571
	Проценты к уплате	( 8091)	(18047)
	Прочие доходы	48067	46064
	Прочие расходы	( 88141)	( 59633)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	116077	50742
	Текущий налог на прибыль	(25592)	(16446)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	(3608)	(2620)
	Изменение отложенных налоговых обязательств	(1803)	3467
	Изменение отложенных налоговых активов	572	210
	Прочее	(1941)	(6147)
	Чистая прибыль (убыток)	87313	31826

## Приложение В (обязательное)

### Отчет о финансовых результатах за \_\_\_\_\_ год \_\_\_\_\_ 20 14 г.

Форма по ОКУД \_\_\_\_\_  
Дата (число, месяц, год) \_\_\_\_\_

Организация \_\_\_\_\_ ПАО «Салют» \_\_\_\_\_ по ОКПО \_\_\_\_\_  
Идентификационный номер налогоплательщика \_\_\_\_\_ ИНН \_\_\_\_\_  
Вид экономической деятельности \_\_\_\_\_ Пр-во прод.произв назн и ТНП \_\_\_\_\_ по ОКВЭД \_\_\_\_\_  
Организационно-правовая форма/форма собственности \_\_\_\_\_  
смешанная \_\_\_\_\_ по ОКОПФ/ОКФС \_\_\_\_\_  
Единица измерения: тыс. руб. (млн. руб.) \_\_\_\_\_ по ОКЕИ \_\_\_\_\_

Коды	
0710002	
07512418	
6313034986	
35.30	
47	41
384 (385)	

Пояснения	Наименование показателя	За _____ год _____	За _____ год _____
		20 14 г.	20 13 г.
	Выручка	1567748	1201374
	Себестоимость продаж	( 1475626)	( 1145445 )
	Валовая прибыль (убыток)	92122	55929
	Коммерческие расходы	(15336)	(10607)
	Управленческие расходы	-	-
	Прибыль (убыток) от продаж	76786	45322
	Доходы от участия в других организациях	1	1
	Проценты к получению	5571	713
	Проценты к уплате	(18047)	( 20913 )
	Прочие доходы	46064	81000
	Прочие расходы	( 59633)	(65554)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	50742	40569
	Текущий налог на прибыль	(16446)	(15292)
	в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	(2620)	(5492)
	Изменение отложенных налоговых обязательств	3467	1644
	Изменение отложенных налоговых активов	210	42
	Прочее	(6147)	(6713)
	Чистая прибыль (убыток)	31826	20250