

МИНИСТЕРСТВО СТРОИТЕЛЬСТВА РЕСПУБЛИКИ  
УЗБЕКИСТАН

САМАРКАНДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
АРХИТЕКТУРНО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ ИНСТИТУТ  
ИМ. М.УЛУГБЕКА

Факультет: «Управление строительством»  
Кафедра: «Экспертиза и управление недвижимостью»

# **ПОЯСНИТЕЛЬНАЯ ЗАПИСКА**

**дипломного проекта на тему:**

**«МЕТОДЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАВОК  
ДИСКОНТИРОВАНИЯ В ДОХОДНОМ  
ПОДХОДЕ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ  
ПРЕДПРИЯТИЯ»**

Выполнил студент группы 403-ЭиУН

Болтаев А.

Руководитель дипломного проекта

проф. Ганиев К.Б.

**Самарканд 2019 г.**

# ОГЛАВЛЕНИЕ

## Введение

### Глава 1. Основы оценки стоимости предприятия (бизнеса)

- 1.1. Цели и задачи оценки стоимости предприятия (бизнеса)
- 1.2. Последовательность оценки стоимости бизнеса

### Глава 2. Характеристика и анализ деятельности оценочной организации ООО «Диллер-Сармоя»

#### Раздел I. Краткие сведения о предприятии

- 2.1. Характеристика оценочной организации
- 2.2. Краткие сведения об оцениваемом объекте
- 2.3. Мероприятия по охране труда
- 2.4. Мероприятия по охране окружающей среды

#### Раздел II. Анализ и оценка основных показателей производственно-хозяйственной деятельности ООО «Диллер-Сармоя» в условиях рыночной экономики

- 2.1. Анализ производственной программы
- 2.2. Анализ производительности труда
- 2.3. Анализ прибыли организации
- 2.4. Анализ рентабельности оценочной организации

#### Раздел III. Оценка стоимости недвижимости.....

- 3.1. Расчеты затратным подходом.....
- 3.2. Расчет стоимости сравнительным подходом.....
- 3.3. Расчет стоимости объекта недвижимости доходным подходом....
- 3.4. Согласование результатов оценки.....

### Глава 3. Методы определения ставок дисконтирования

- 3.1. Определение ставок дисконтирования
- 3.2. Методы определения ставок дисконтирования
- 3.3. Пример расчета стоимости предприятия (бизнеса)

## Заключение

## Литература

## **ВВЕДЕНИЕ**

Укрепление рыночных отношений в Республике Узбекистан за последние годы привело к активизации операций с необоротными активами организаций – производственными помещениями, сооружениями, заводскими территориями, техническими устройствами, объектами интеллектуальной собственности, доходными вложениями в материальные ценности. В настоящее время интенсивно развивается отечественный рынок купли-продажи не только отдельных имущественных объектов собственности, но и предприятий в целом как имущественных комплексов.

Оценка стоимости организации (предприятия, бизнеса) – это ответственный и трудоемкий процесс, который помогает подготовить квалифицированное управленческое решение в сферах повышения эффективности управления производством; разработки бизнес-плана развития организации; реструктуризации предприятия (ликвидация, слияние, разделение и пр.); определения текущей рыночной стоимости организации в случае ее частичной или полной покупки или продажи, при выходе из дела одного либо нескольких участников; при выкупе акций у акционеров; определении кредитоспособности организации и т. д. Оценка организации (предприятия, бизнеса) проводится, когда необходимо приобрести или продать производство на наиболее выгодных условиях; иметь четкое представление о стоимости активов (как своих, так и контрагентов); получить реальную и достоверную информацию о возможных сроках окупаемости организации, размере будущего годового дохода, перспективах присутствия предприятия на рынке товаров и услуг; иметь компетентную информацию о стоимости организации (предприятия, бизнеса), а также для снижения финансового риска при предоставлении кредита. Существует много других ситуаций, требующих выполнения оценки стоимости организации (предприятия, бизнеса).

Процесс приватизации, развитие фондового рынка и системы страхования, переход коммерческих банков к выдаче кредитов под залог имущества, ипотечное кредитование, передача имущества в доверительное управление, арендные взаимоотношения, инвестиционные процессы формируют потребность в новой услуге – определении конкретного вида стоимости объектов собственности.

Известно, что количество, структура и физическое состояние производственной собственности определяют эффективность работы организации. От функциональных свойств оцениваемых объектов и технических параметров зависят объем выпускаемой продукции необходимого ассортимента и надлежащего качества, производительность труда и эффективность функционирования организации в целом, ее финансовая устойчивость, конкурентоспособность и т. д.

И при этом доходный подход играет существенную роль при оценке стоимости предприятия. Поэтому нами в качестве темы дипломного проекта выбрана: «Методы определения ставок дисконтирования в доходном подходе при оценке стоимости предприятия».

# ГЛАВА 1. ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

## 1.1. Цели и задачи оценки стоимости предприятия (бизнеса)

С развитием рыночной экономики в Республики Узбекистан появилась возможность вложить свои средства в бизнес, купить и продать его, т.е. бизнес стал товаром и объектом оценки. Оценка стоимости необходимо при акционировании, реорганизации, развитии предприятий, использовании ипотечного кредитования, участии в деятельности фондового рынка. Как уже было сказано, независимая оценка является важным инструментом управления, повышение стоимости предприятия – один из показателей роста доходов его собственников и, соответственно, периодическое определение стоимости бизнеса можно использовать для оценки эффективности управления предприятием.

### *Правовые основы оценки стоимости предприятия (бизнеса)*

Переход к рыночной экономике в нашей стране привел к появлению новой профессии – оценщик. В соответствии с растущими потребностями в новом виде услуг разрабатываются законодательные и методические основы новой области экономики - оценки собственности. Начало подготовке профессиональных оценщиков в нашей стране было положено Институтом экономического развития Всемирного банка. Силами Института осуществлялось обучение, основанное на учебных материалах, разработанных Американским обществом оценщиков. Мощным импульсом развития оценочной деятельности стали переоценки основных фондов 1997-1999 г.г., в ходе которых разрешалось привлечение независимых экспертных организаций для определения рыночной стоимости имущества предприятий. В последнее время возрастает интерес к проблемам, связанным с оценкой объектов собственности, со стороны как органов власти и управления, так и предпринимателей.

По мере развития и становления оценочного бизнеса, все более явной стала необходимости привлечения к оценке юристов, экономистов – бухгалтеров, строителей – проектировщиков. Оценки бизнеса сегодня – комплекс услуг, который начинается с правовой экспертизы. Затем идет финансовый анализ и при необходимости - корректировка баланса, разработка проектов реструктуризации и реконструкции. Заканчивает процесс оценщик, который обобщает работу других специалистов и дает рекомендации по наиболее эффективному управлению предприятием.

Оценка предприятия – это определение в денежном выражении стоимости предприятия, учитывающей его полезность и затраты, связанные с получением этой полезности.

В условиях нестабильности экономике, отражающейся на положении предприятий на рынке, оценка стоимости предприятия и его активов приобретает особое значение. Независимая оценка может приниматься даже на этапе создания предприятия, когда речь идет о взносе в уставный капитал.

Основные нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в Республики Узбекистан представлены в табл.1.

Объектом оценки является любая собственность, т.е. любое имущество в совокупности с пакетом связанных с ним прав. Согласно ст.5 закона Республики Узбекистан «Об оценочной деятельности» объектом оценки могут быть.

- отдельные материальные объекты (вещи)
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия),
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества,
- права требования, обязательства (долги)
- работы, услуги, информация,

- иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Республики Узбекистан установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Субъектами оценки выступают профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями, и потребители их услуг (заказчики).

*Таблица 1*

***Основные нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в Республике Узбекистан***

Нормативно – правовой акт	Примечание
1	2
Закон Республики Узбекистан «Об оценочной деятельности»	Определяет объекты оценки, случаи обязательного проведения оценки, основные нормы и правило ведения оценочной деятельности.
Гражданский кодекс Республики Узбекистан	Служит основой для проведения экспертизы ресурсов и прав на них, предусматривает проведение оценки при внесении вклада в имущество хозяйственного товарищества или общества.
Национальный стандарт оценки имущества Республики Узбекистан (МБМС №1)	Стандарт содержит, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности в Республики Узбекистан, включает основные термины и определения.
Национальный стандарт оценки имущества Республики Узбекистан (МБМС №7)	Утверждает квалификационную характеристику
Закон Республики Узбекистан «О несостоятельности (банкротстве)»	Указывает на необходимость привлечения стоимости предприятия и его активов независимых оценщиков устанавливает положения условия и ограничения оценки собственности в ходе арбитражного процесса.

Стандарты оценки – правило оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, разрабатываемые и утверждаемые в соответствии с законодательством.

Наряду со стандартами оценки, утверждаемые в соответствии с законодательством.

Наряду со стандартами оценки, утвержденными постановлением Госкомимущества Республики Узбекистан оценщики должны учитывать международные и европейские стандарты. Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются международным комитетом по стандартам оценки (\_\_\_\_\_) европейские стандарты оценки (\_\_\_\_) – Европейской группой ассоциаций оценщиков (\_\_\_\_) сообщество оценщиков Узбекистана является полномочным представителем Республики Узбекистан в МКСО.

Анализируя опыт работы отечественных оценочных компаний, можно отчетливо проследить как изменение целей заказываемой оценки, так и все возрастающий уровень требований к качеству работы.

Требований, предъявляемых к оценке, и оснований, по которым она проводится, столько же, сколько клиентов, заказывающих оценку. В широком смысле оценка представляет собой обоснованный расчет определённого вида стоимости. Специфические требования клиента каждый раз придают конкретные очертания составляемому отчету об оценке. Качество отчета при этом основывается, главным образом, на знаниях и опыте, личной ----- объективности лица, выполняющего оценку.

Можно сделать вывод, что за последние 10 лет, начиная с 2008 года оценка сложилась как профессия, которая базируется на стандартах профессиональной практики в условиях развивающегося законодательного регулирования оценочной деятельности.

## **Особенности бизнеса как объекта оценки**

В оценочной деятельности часто используются как синонимы термины «бизнес» и «предприятие», однако каждое из этих понятий имеет особенности.

Бизнес – это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, работ, услуг или другая разрешенная законом деятельность с целью получения прибыли. Этой деятельностью занимается хозяйствующий субъект (физическое или юридическое лицо), которому принадлежит предприятие.

Предприятие – производственно – экономический и имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (Гражданского кодекса Республики Узбекистан).

При осуществлении оценочной деятельности предприятие рассматривается как единое целое, в состав которого входят все виды имущества и права на него. Предприятие как имущественный комплекс включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, в том числе Гудвилл (в отечественной практике – деловая репутация), права на товарный знак, фирменное наименование и другие исключительные права.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать и завещать, т.е. бизнес (предприятие) может быть предметом сделки и является товаром, имеющим следующие особенности:

1) Вложения в этот товар осуществляется с целью отдачи в будущем, обеспечения определенным доходом собственника предприятия, т.е. являются инвестиционными;

2) Бизнес является системой, но его подсистемы и элементы могут продаваться отдельно, становясь основой формирования новой системы;

3) Потребность в этом товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде (финансовое состояние предприятия, экономическая и политическая стабильность в стране, социальные факторы и др.);

4) Состояние бизнеса тесно связано с состоянием экономики и общества, что влечет участие государства в регистрации, совершении сделок купли - продажи и оценке этого товара;

5) Финансово убыточное предприятие может положительно оцениваться рынком из-за имиджа конкретного наименования на рынке.

### **Факторы, учитываемые при определении стоимости бизнеса**

При определении стоимости бизнеса оценщик анализирует влияющие на нее различные микро – и макроэкономические факторы. Макроэкономические показатели характеризует инвестиционный климат в стране, содержать информацию о том, повлияет ли и как именно на деятельность предприятия изменение макроэкономической ситуации. Факторы макроэкономического риска образуют систематический риск, возникающий из внешних событий, и не могут быть устранены диверсификацией в рамках национальной экономике.

Стоимость предприятия, действующего в условиях высокого риска, ниже, чем стоимость аналогичного предприятия, функционирование которого связано с меньшим риском. Обычно более высокий доход характеризуются большей степенью риска.

Основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса:

- ликвидность доли и (или) бизнеса (зависит от спроса);
- полезность бизнеса для собственника: характеристики дохода (величина, время получения дохода) и риски, связанные с его получением.
- нематериальные активы, имидж предприятия на рынке;
- Ограничения для рассматриваемого бизнеса;
- размер оцениваемой доли бизнеса;
- степень контроля, получаемая новым собственником;
- перспективы развития оцениваемого бизнеса;
- финансовое положение предприятия (наличие собственных средств, оборачиваемость капитала и др.);
- затраты на создание аналогичных предприятий;
- степень конкурентной борьбы в данной отрасли;
- диверсификация производство (состав и структура выпускаемой продукции, услуг);
- качество выпускаемой предприятием продукции;
- технология и затраты производства;
- степень изношенности оборудования;
- ценовая политика;
- взаимоотношения с потребителями и поставщиками;
- уровень управления;
- кадровый состав предприятия.

При оценке предприятий особенно важен анализ следующих внутренних факторов: диверсификация производство (отдельно учитывается при определении ставки дисконтирования); ценовая политика качество продукции (влияют на спрос); степень изношенности оборудования (влияет на вес затратного подхода в итоговом согласовании); финансовое состояние (основа для прогнозирования доходов, существенно влияет на стоимость бизнеса); взаимоотношения с потребителями и поставщиками, уровень управления, кадровый состав предприятия, нематериальные активы предприятия (фирменное имя, знаки, патенты технологии, маркетинговая

система и др.); степень контроля (в среднем на 20-35% может повлиять на итоговую стоимость пакета акций).

Анализ факторов, влияющих на стоимость предприятия, становится важной задачей, решение которой необходимо для получения обоснованной стоимости бизнеса.

### **Цели оценки стоимости предприятия (бизнеса)**

В западных странах, и в особенности в Соединенных Штатах, интерес к оценке бизнеса растет с начала 80-х годов XXв. Использование данных о стоимости фирмы вышло за довольно узкие рамки переговоров о цене при переходе прав собственности.

Оценка и прогнозирование стоимости фирмы используются не только при решении вопроса о возможной цене продажи предприятия (бизнеса), но и в качестве критерия выбора стратегии развития.

Результаты оценки оказывают влияние на многие стороны деятельности предприятия, так же как и финансовое состояние предприятия во многом обуславливает цели и задачи оценки. К сожалению, на большинстве отечественных предприятий руководители часто недооценивают необходимость определения реальной рыночной стоимости предприятия в целом и его отдельных активов.

Для определения реального состояния дел на предприятии оценщику необходимо выяснить:

- какие цели ставит перед собой предприятие (выжить или развиваться);
- пользуется ли спросом продукция предприятия, сильна ли конкуренция и каково прогнозное состояние спроса и уровня конкурентной борьбы в отрасли;
- есть ли возможность повышать цену на продукцию;
- каково финансовое состояние и т.д.

Основные цели оценки бизнеса:

- решение вопроса о частичной или полной купле - продаже бизнеса, при выходе одного или нескольких участников из обществ и т.д.

- выход на фондовые рынки;

- Определение стоимости ценных бумаг предприятия в случае их купли – продажи на фондовом рынке и проведения различного рода операций с ними;

- определение максимально приемлемых цен приобретения акций поглощаемых компаний;

- реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение и т.д.);

- оценка качества управления предприятием;

- повышение эффективности управления предприятием;

- внесение имущества в уставный капитал предприятия;

- решение имущественных споров;

- обоснование инвестиционных проектов развития предприятия;

- управление финансами предприятия: оценка кредитоспособности, определение стоимости доли предприятия как залога при кредитовании;

- страхование активов и деловых рисков;

- антикризисное управление, осуществление процедуры банкротства;

- оценка стоимости части имущества предприятия (в целях решения вопроса о купле – продаже части имущества для высвобождения неиспользуемых активов или расчетов с кредиторами в случае некредитоспособности, для получения кредита под залог части имущества, для страхования, передачи недвижимости в аренду, определения базы налога на имущество, оформления части недвижимости в качестве вклада в уставный капитал другого предприятия);

- оценка стоимости фирменного знака или средств индивидуализации предприятия и его продукции или услуг (при их перекупке, приобретении другой фирмой при установлении нанесенного деловой репутации

предприятия ущерба, при использовании в качестве вклада в уставный капитал и др. );

- выкуп акций у акционеров;
- обжалование судебного решения об изъятии собственности, когда возмещение от изъятия бизнеса необоснованно занижено;
- определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду;
- эмиссия акций обществом.

При купле – продаже или реструктуризации предприятия потребность в оценке возникает во избежание споров о стоимости имущества предприятия (основных и оборотных средств) или бизнеса в целом с учетом его доходности в краткосрочном периоде и долгосрочной перспективе.

Еще на стадии создания предприятия независимая оценка может быть полезно при внесении имущества в уставный капитал. Так как деятельности оценщика регламентируется законодательством, отчет об оценке имеет юридическую силу и указанные в нем результаты определения стоимости могут быть использованы в суде при возникновении каких – либо имущественных споров, в частности относительно уставного капитала.

В процессе функционирования практически каждого предприятия необходима независимая оценка для управления финансами. Особенно эффективно используется оценка при кредитовании: отчет об оценке является необходимым документом для получения кредитов под залог имущества.

## **1.2. Последовательность оценки стоимости бизнеса**

Оценка стоимости бизнеса (предприятия) состоит из следующих этапов:

- определение задания на оценку и заключение договора об оценке объекта оценки;
- сбор и анализ информации;

- выбор, обоснование и применение подходов и методов оценки;
- согласование результатов, примененных подходов оценки и определение итоговой стоимости объекта оценки;
- составление отчета об оценке.

### **Определение задания на оценку**

Задание на оценку составляется заказчиком совместно с оценочной организацией и оформляется как приложение к договору об оценке объекта оценки. Задание на оценку должно содержать:

- ✓ наименование и описание объекта оценки;
- ✓ дату оценки;
- ✓ цель (цели) оценки и предполагаемое использование результатов оценки;
- ✓ вид стоимости, соответствующий цели оценки;
- ✓ допущения и ограничительные условия;
- ✓ перечень исходной информации, которая должна быть представлена заказчиком или иным уполномоченным лицом;
- ✓ сроки проведения оценочных работ.

В зависимости от цели оценки и особенностей объекта оценки задание на оценку может содержать дополнительные условия.

Описание объекта оценки должно содержать:

- ✓ наименование предприятия, собственный капитал (доля собственности) которого оценивается;
- ✓ размер оцениваемой доли собственности в уставном фонде предприятия с указанием относительной и абсолютной величины этой доли, а при оценке акционерных обществ дополнительно – количество и вид оцениваемых акций;
- ✓ сведения о местонахождении, организационно-правовой форме и отраслевой принадлежности предприятия;

✓ информацию о размере и структуре уставного фонда предприятия, включая краткие сведения о распределении долей в уставном фонде, о количестве выпущенных и объявленных простых и привилегированных акций;

✓ описание имущественных прав на объект оценки и сведения об ограничениях и обременениях указанных прав.

В качестве цели оценки указывается предполагаемое использование заказчиком результатов оценки или отчета об оценке.

При оценке стоимости бизнеса (предприятия) или доли собственности в нем установлению подлежит рыночная стоимость объекта оценки, если иное не указано в договоре об оценке объекта оценки или в нормативном акте, в соответствии с которым проводится оценка объекта оценки. В обстоятельствах, когда необходимо установление отличной от рыночной стоимости, причины применения и различия между определяемой и рыночной стоимостью должны быть раскрыты и описаны в отчете об оценке.

### **Сбор и анализ информации**

Оценщик осуществляет сбор и анализ информации об объекте оценки и рыночной информации в объеме, необходимом и достаточном для обоснованного выбора и применения подходов и методов оценки.

Источниками информации об объекте оценки являются:

исходная информация, предоставляемая заказчиком или иным уполномоченным лицом;

информация, полученная в ходе проведения осмотра оценщиком предприятия и по результатам интервьюирования руководства и специалистов предприятия;

информация, полученная от третьих лиц и организаций, а также опубликованная в средствах массовой информации и сети Интернет.

1. Исходная информация должна содержать:

копию устава предприятия со всеми изменениями и дополнениями, внесенными на дату оценки;

копию свидетельства о регистрации юридического лица;

копию реестра акционеров (для акционерных обществ);

сведения о доле в уставном фонде предприятия, подлежащей оценке, включая права, привилегии и условия, количественные характеристики, факторы, влияющие на контроль и соглашения, ограничивающие продажу или передачу;

общие сведения о предприятии, его истории, планах и перспективах развития;

сведения об организационной структуре предприятия;

сведения о составе имущества предприятия;

финансовую отчетность предприятия за ретроспективный и текущий периоды;

сведения об основной деятельности (структура доходов и расходов);

сведения о прочих видах деятельности (структура доходов и расходов);

сведения о выплате дивидендов за ретроспективный и текущий периоды.

Предоставляемая исходная информация должна быть заверена печатью и подписью руководства предприятия и в этом случае считается достоверной.

В зависимости от цели оценки и особенностей объекта оценки, оценщик может расширить перечень исходной информации или запросить необходимую информацию в процессе проведения оценки.

На основе собранной информации оценщик должен провести анализ данных финансовой отчетности предприятия за рассматриваемый период, включающий анализ бухгалтерских балансов, отчетов о финансовых результатах и основных категорий финансовых коэффициентов.

При необходимости оценщик проводит нормализацию финансовой отчетности – корректировку по показателям, оказывающим существенное влияние на стоимость оцениваемого бизнеса, для достижения

сопоставимости с аналогичными предприятиями отрасли или среднеотраслевыми показателями и применимости при прогнозировании денежных потоков предприятия. Обоснование и применение корректировок должны быть приведены в отчете об оценке.

### **Обоснование, выбор и применение подходов и методов оценки**

При проведении оценки объекта оценки оценщик должен применить (или обосновать отказ от применения) доходный, сравнительный и затратный подходы к оценке.

Выбор установленных НСОИ № 9 методов в рамках каждого подхода к оценке осуществляется оценщиком самостоятельно с учетом цели оценки, специфики и перспектив развития объекта оценки, ограничительных условий, наличия и полноты информационной базы.

Для оценки стоимости объекта оценки **доходным подходом** оценщиком применяется один из следующих методов, основанных на преобразовании ожидаемых от объекта оценки доходов в единую величину стоимости на дату оценки:

метод дисконтирования денежных потоков – стоимость объекта оценки определяется суммированием приведенных на дату оценки по ставке дисконтирования денежных потоков в прогнозный период и по окончании прогнозного периода;

метод капитализации дохода – стоимость объекта оценки определяется делением величины дохода за единичный период на соответствующую этому доходу ставку капитализации.

При применении метода дисконтирования денежных потоков оценщик должен:

выбрать вид денежного потока;

определить длительность прогнозного периода;

осуществить анализ и прогнозирование доходов и расходов;

рассчитать величину денежного потока для каждого периода прогнозного периода;

определить ставку дисконтирования;

рассчитать величину стоимости объекта оценки по окончании прогнозного периода;

рассчитать текущую стоимость объекта оценки;

внести итоговые поправки.

В зависимости от структуры капитала (соотношения собственного капитала и заемного капитала) предприятия, оценщик использует денежный поток на собственный капитал или денежный поток на инвестированный капитал, которые рассчитываются на до налоговой или после налоговой основе, в номинальных или в реальных суммах.

В качестве прогнозного принимается период, по окончании которого предполагается, или:

стабилизация темпов изменения дохода предприятия;

продажа или ликвидация предприятия.

Ставка дисконтирования для денежного потока на собственный капитал рассчитывается одним из следующих методов:

метод оценки капитальных активов;

метод кумулятивного построения;

метод анализа дисконтированного денежного потока.

Для расчета ставки дисконтирования для денежного потока на инвестированный капитал применяется метод средневзвешенной стоимости капитала.

Ставка дисконтирования должна соответствовать выбранному денежному потоку.

Определение стоимости объекта оценки по окончании прогнозного периода осуществляется одним из следующих методов:

✓ капитализацией денежного потока первого года после окончания прогнозного периода по модели Гордона, если предполагается стабилизация денежных потоков;

✓ по стоимости чистых активов или по цене предполагаемой перепродажи, если по окончании прогнозного периода предполагается продажа бизнеса;

✓ по ликвидационной стоимости, если по окончании прогнозного периода предполагается ликвидация бизнеса.

Текущая стоимость объекта оценки рассчитывается, как сумма текущих стоимостей денежных потоков в прогнозный период и текущей стоимости бизнеса по окончании прогнозного периода.

Оценщиком вводятся (или обосновывается отказ от введения) следующие итоговые поправки:

- ✓ на наличие незадействованных в формировании денежного потока активов;
- ✓ на избыток или недостаток собственного оборотного капитала;
- ✓ на степень контроля и ликвидность, если объектом оценки является доля в собственности.
- ✓ При применении метода капитализации дохода оценщик должен:
- ✓ провести анализ ретроспективной и текущей финансовой отчетности и при необходимости ее нормализацию;
- ✓ выбрать вид и величину дохода, который будет капитализирован;
- ✓ рассчитать ставку капитализации;
- ✓ определить текущую стоимость объекта оценки;
- ✓ внести итоговые поправки.

В качестве капитализируемого дохода принимается один из следующих видов:

- ✓ чистая прибыль;
- ✓ прибыль до уплаты налогов;
- ✓ выручка от реализации;

- ✓ чистый денежный поток;
- ✓ дивиденды.

Доход рассчитывается в номинальных или реальных суммах.

В качестве величины дохода, подлежащего капитализации, принимается величина будущего дохода за следующий после даты оценки год, которая рассчитывается одним из следующих методов:

- ✓ текущих доходов;
- ✓ расчета простой средней величины дохода;
- ✓ расчета средневзвешенной величины дохода;
- ✓ тренда (статистический метод).

Ставка капитализации должна соответствовать выбранному виду дохода и рассчитывается:

- ✓ методом рыночной экстракции, при наличии данных о сделках или предложениях по аналогичным объектам;
- ✓ учетом в ставке дисконтирования постоянного темпа изменения дохода.

Стоимость объекта оценки рассчитывается делением выбранной величины дохода на ставку капитализации.

Оценщиком вводятся (или обосновывается отказ от введения) следующие итоговые поправки:

- на наличие незадействованных в формировании дохода активов;
- на степень контроля и ликвидность, если объектом оценки является доля в собственности.

Для оценки стоимости объекта оценки **сравнительным подходом** оценщиком применяются следующие методы, основанные на сравнении цен продаж предприятий-аналогов или долей собственности в них:

метод рынка капитала, основанный на анализе рыночных цен акций предприятий-аналогов;

метод сделок по оцениваемому предприятию, основанный на анализе информации о купле-продаже долей собственности в оцениваемом бизнесе;

метод прямой капитализации, на основе информации о котировках акций оцениваемого предприятия на фондовом рынке.

В зависимости от наличия и полноты имеющейся информации, оценщиком для оценки объекта оценки применяется один или более методов сравнительного подхода.

При использовании сравнительного подхода оценщик должен:

осуществить подбор предприятий-аналогов;

определить параметры сравнения предприятий и провести расчет мультипликаторов;

провести выбор величины мультипликаторов и определить стоимость объекта оценки;

внести итоговые корректировки.

Предприятием-аналогом следует считать предприятие, сходное с оцениваемым предприятием по основным экономическим характеристикам и относящееся к той же отрасли.

Подбор предприятий-аналогов осуществляется на основе анализа:

рыночной информации о фактических ценах продажи предприятий-аналогов или их акций (долей собственности);

показателей финансовой отчетности и (или) производственной деятельности предприятий-аналогов;

дополнительных сведений, позволяющих выявить сходство или различие между сравниваемыми объектами и внести необходимые поправки для обеспечения сопоставимости.

В случае отсутствия информации о фактических ценах продажи предприятий-аналогов или их акций (долей собственности), допускается использование информации о ценах предложений с учетом скидки на снижение цены в ходе торгов.

Для расчета мультипликатора необходимо:

определить цену продажи или иную стоимостную основу для предприятий-аналогов;

выбрать подходящие финансовые или иные показатели предприятий-аналогов.

Финансовые или иные показатели, учитываемые в мультипликаторах, должны рассчитываться на один и тот же момент времени, или за один и тот же временной период, относительно даты оценки для оцениваемого и сопоставимых предприятий.

Стоимость объекта оценки сравнительным подходом определяется путем согласования результатов, полученных умножением выбранных величин мультипликаторов на соответствующие финансовые или иные показатели объекта оценки.

Оценщиком вводятся (или обосновывается отказ от введения) следующие итоговые поправки:

на долгосрочную задолженность, если в качестве стоимостной базы использовался инвестированный капитал;

на недостаток (избыток) собственного оборотного капитала;

на наличие незадействованных в формировании дохода активов;

на неблагоприятную диверсификацию производства (портфельная скидка);

на ликвидность (в случае оценки закрытого предприятия по открытым аналогам);

на степень контроля.

Для оценки стоимости бизнеса **затратным подходом** оценщиком применяется один из следующих методов, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления или замещения объекта оценки:

метод чистых активов – стоимость бизнеса определяется как разность между рыночными стоимостями всех активов предприятия и его обязательствами;

метод ликвидационной стоимости – стоимость бизнеса определяется как разность между стоимостью имущества, которую собственник

предприятия может получить при ликвидации предприятия и затратами на ликвидацию.

При применении метода чистых активов оценщик должен:

изучить состав активов и обязательств по последнему на дату оценки бухгалтерскому балансу предприятия;

определить наличие не учтенных в балансе активов и обязательств;

составить оценочный баланс, в котором активы и обязательства учитываются по рыночной стоимости;

на основе оценочного баланса определить рыночную стоимость суммы активов и рыночную стоимость суммы обязательств;

определить стоимость собственного капитала предприятия путем вычитания из рыночной стоимости активов рыночную стоимость обязательств.

Рыночная стоимость обязательств, как правило, равна их текущей стоимости.

При применении метода ликвидационной стоимости оценщик должен:

изучить состав активов и обязательств по последнему на дату оценки бухгалтерскому балансу предприятия;

определить наличие не учтенных в балансе активов и обязательств;

рассчитать текущую стоимость активов предприятия на базе их рыночной стоимости с учетом скидки на укороченный (по сравнению с типичным, для соответствующего актива) срок продажи;

определить затраты на ликвидацию;

из текущей стоимости активов вычесть затраты на ликвидацию и прибавить (вычесть) операционную прибыль (убытки) ликвидационного периода (в случае ее наличия);

рассчитать текущую стоимость обязательств предприятия;

определить ликвидационную стоимость предприятия, как разность между скорректированной текущей стоимостью активов и текущей стоимостью обязательств предприятия.

## **Согласование результатов, примененных подходов оценки и определение итоговой стоимости объекта оценки**

Оценщик для определения итоговой стоимости объекта оценки осуществляет согласование результатов примененных подходов оценки.

В случае существенного расхождения результатов оценки, полученных с применением различных подходов к оценке, оценщик должен привести в отчете об оценке анализ причин полученного расхождения. Существенным следует считать расхождение, имеющее величину более 30% от максимального результата оценки.

Согласование, как правило, осуществляется определением удельных весов для результатов оценки, полученных при использовании различных подходов оценки, при этом оценщик должен учесть:

цель оценки и предполагаемое использование результатов оценки;

специфику оцениваемого бизнеса и его активов;

вид стоимости;

количество и качество информации, использованной при применении подходов оценки;

в случае оценки доли собственности – дополнительно размер этой доли, степень контроля и ликвидность.

Выбор метода согласования и удельных весов, а также все сделанные при этом суждения и допущения должны быть обоснованы оценщиком в отчете об оценке.

Итоговая стоимость объекта оценки должна быть представлена в денежной форме в виде единой величины.

## Составление отчета об оценке

Результаты оценки должны быть оформлены в виде отчета об оценке, составленном в соответствии с законодательством об оценочной деятельности и содержащем подтвержденное на основе собранной информации и расчетов профессиональное суждение оценочной организации относительно стоимости объекта оценки.

Отчет должен содержать заявление о соответствии требованиям национальных стандартов оценки и раскрытие любых отступлений от них.

При составлении отчета об оценке необходимо соблюдение следующих положений:

в отчете должна быть изложена вся доступная информация, достаточная для определения стоимости объекта оценки;

содержание отчета об оценке не должно вводить в заблуждение пользователей отчета об оценке, а также допускать неоднозначного толкования;

состав и последовательность представленных в отчете об оценке материалов, описание процесса оценки, расчеты и пояснения к расчетам должны позволить пользователю отчета об оценке воспроизвести расчет стоимости и привести его к аналогичным результатам;

отчет об оценке не должен содержать информацию, которая не используется в процессе оценки при определении промежуточных и итоговых результатов, в случае если она не является обязательной согласно требованиям законодательства об оценочной деятельности.

Структура отчета об оценке стоимости бизнеса должна содержать следующие основные разделы:

- ✓ титульный лист;
- ✓ оглавление;
- ✓ обобщающая часть (сопроводительное письмо);
- ✓ задание на оценку и основные факты и выводы;

- ✓ описание общей экономической ситуации в стране и регионе;
- ✓ описание отрасли и рынка, к которым относится объект оценки;
- ✓ описание бизнеса (предприятия);
- ✓ анализ данных финансовой отчетности предприятия;
- ✓ описание выбора и применения подходов и методов оценки;
- ✓ определение итоговой стоимости объекта оценки;
- ✓ приложения.

Отчет об оценке должен быть пронумерован и подписан оценщиком (оценщиками) постранично, прошит, а также утвержден руководителем оценочной организации и заверен печатью этой организации.

Приложения к отчету об оценке должны содержать копии документов, использованных оценщиком в процессе подготовки отчета об оценке, а также копии лицензии оценочной организации, квалификационных сертификатов оценщиков и полиса страхования гражданской ответственности.

## **ГЛАВА 2. Характеристика и анализ деятельности оценочной организации ООО «Диллер-Сармоя»**

### **РАЗДЕЛ I. Краткие сведения о предприятии**

#### **2.1. Характеристика оценочной организации**

Наименование оценочной организации - ООО «Диллер-Сармоя».

Почтовый адрес - город Самарканд, ул . М. Кошгарий, дом № 72.

Номер и дата выдачи лицензии, а также направление оценочной деятельности – Лицензия, выданная 11 декабря 2009 года № 0032 серии BL001 Госкомимуществом РУз «Оценка бизнеса».

Уставный капитал – 72 600 тыс. сум.

Идентификационный номер налогоплательщика – 204350332

*Таблица 1*

#### *Сведения о кадрах организации*

##### *Руководитель оценочной организации*

Наименование показателя	Н строк и	
Фамилия, имя и отчество руководителя	01	Холикулов Зайниддин Амриддинович
Номер и дата приказа о назначении на должность руководителя	02	№ 1-К от 31.01.2003г.
Паспортные данные, место жительства	03	СЕ 0484074 г.Самарканд улица Хаитова дом 15
Номер и дата выдачи руководителю	04	BS 001 № 00203 от 30.09.2008г.

квалификационного сертификата оценщика		
--	--	--

*Численность работников организации*

Наименование показателя	№ строки	На отчетную дату
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Численность работников - всего,	06	8
из них оценщиков	07	5
в том числе:		
а) штатные оценщики	08	5
б) оценщики, работающие по гражданско-правовым договорам	09	5

**2.2. Краткие сведения об объекте оценки**

Объектом оценки является здание торгового магазина расположенного в Самаркандской области в Джамбайском районе по улице Ш. Бурхонова

Заказчик (собственник) Тошбоев Махмуджон Эгамкулович

Вид определяемой стоимости – рыночный

Цель оценки – залоговое обеспечение кредита

Дата оценки – 20 марта 2019 года

***Объёмно-планировочные решения***

Площадь застройки – 117,66 кв.м

Площадь земельного участка – 118 кв.м

Объем помещения – 103,68 м<sup>3</sup>

Высота – 4,15 м.

### ***Конструктивные решения здания***

**Фундаменты** – бетонные.

**Стены и Перегородки** – жженный кирпич.

**Перекрытия** – деревянные.

**Крыша** – шифер.

**Полы** – бетонные.

**Двери и окно** – акфа, металлический.

**Отделочные работы** – простая штукатурка ,побелка (внутр. и наруж.)

Конструктивные элементы здания находится в хорошем состоянии.

### ***Инженерно-коммуникационное оборудование***

**Водопровод** – хозяйственно-питьевой от местной сети.

**Канализация** – хозяйственно-бытовая к городским сетям.

**Электроснабжение** – от местных низковольтных сетей, напряжение 380/220 В.

### **2.3. Мероприятия по охране труда**

При производстве строительно-монтажных работ необходимо строгое соблюдение КМК 3.01.02-00 «Техника безопасности в строительстве», «Правил устройства и безопасной эксплуатации грузоподъемных кранов» Госгортехнадзора Республики Узбекистан, ШНК 2.01.02-04 «Пожарная безопасность зданий и сооружений», Санитарно-гигиенических норм и правил Минздрава Республики Узбекистан.

Устройство и эксплуатация электроустановок должны осуществляется в соответствии с требованиями «Правил устройства электроустановок», «Правил техники безопасности эксплуатации электроустановок потребителей», «Правил эксплуатации электроустановок потребителей».

Устройство и техническое обслуживание временных электрических сетей на территории стройплощадки следует осуществлять силами

электротехнического персонала, имеющего соответствующую квалификационную группу по электробезопасности .

Опасные для движения зоны следует ограждать или выставлять на их границах предупредительные плакаты и сигналы, видимые как в дневное, так и ночное время.

Строительная площадка, участки работ и рабочие места, проезды и подходы к ним в темное время суток должны быть освещены в соответствии с требованиями ГОСТ 12.1.046. Освещение закрытых помещений должно соответствовать требованиям СНиП 23-05.

Проходы, проезды и погрузочно-разгрузочные площадки должны быть не загромождены, очищены от мусора и строительных отходов. В зимнее время проезжая часть должна быть очищена от снега и льда, а пешеходные дорожки посыпаться песком.

На участках вблизи строящегося здания, по периметру здания необходимо установить защитный экран, имеющий равную или большую высоту по сравнению с высотой возможного нахождения груза, перемещаемого грузоподъемным краном, зона работы крана должна быть ограничена таким образом, чтобы перемещаемый груз не выходил за контуры здания в местах расположения защитного экрана. Также необходимо установить горизонтальный экран из сетки раубицы по периметру этажа для предохранения людей от случайного падения груза, перемещаемого краном или его отдельных мелкогабаритных элементов и строительных материалов с вышестоящего этажа.

Производство земляных работ в зоне действующих коммуникаций следует осуществлять под непосредственным руководством прораба, а в охранной зоне кабеля, находящегося под напряжением, кроме того, под наблюдением работников электрохозяйств.

Места расположения подземных коммуникаций обозначить хорошо видимыми знаками и надписями.

Перед допуском рабочих в котлован глубиной более 1,3 м должна быть проверена устойчивость откосов или крепления стен.

Ответственность за соблюдение техники безопасности возлагается:

- за техническое состояние машин и средств защиты - на организацию, на балансе которой они находятся;

- за проведение обучения и инструктажа по безопасности труда - на организацию, в штате которой состоят работающие;

- за соблюдение требований безопасности труда при производстве работ - на организацию, осуществляющую работы.

Конкретные мероприятия по созданию условий для безопасного и безвредного выполнения работ на стройплощадке в целом и на отдельных рабочих местах разрабатывается в проекте производства работ.

Все работы на объекте вести под непосредственным руководством лица, ответственного за безопасное производство работ.

Пожарную безопасность на строительной площадке и рабочих местах обеспечить в соответствии с требованиями ШНК 2.01.02-04 «Пожарная безопасность зданий и сооружений».

До начала строительно-монтажных работ стройплощадка должна быть обеспечена противопожарным водоснабжением и комплектом первичных средств пожаротушения (песок, лопаты, багры, ведра, огнетушители), уточнить и обозначить места нахождения пожарных гидрантов для обеспечения требуемого радиуса их обслуживания до 150 м и возможности подъезда к ним пожарных машин.

Назначить ответственное лицо из числа ИТР, работающих на площадке, отвечающее за исправность, укомплектованность и обеспеченность свободного прохода к пожарному пункту. Провести обучение рабочих и служащих правилам пожарной безопасности и инструкций и порядке работы с пожароопасными веществами и материалами; соблюдении противопожарного режима и о действии людей при возникновении пожара.

Обеспечить надежную радио или телефонную связь с ближайшей пожарной частью.

В местах, содержащих горючие или воспламеняющиеся материалы, курение должно быть запрещено, а пользование открытым огнем допускается только в радиусе более 50 м.

На стройплощадке не накапливать горючие вещества (жирные масляные тряпки, опилки или отходы пластмасс), их следует хранить в закрытых металлических контейнерах в безопасном месте.

На рабочих местах, где принимаются или приготавливаются клеи, мастики, краски и другие материалы, выделяющие взрывоопасные или вредные вещества, не допускаются действия с использованием огня или вызывающие искрообразование.

Эти рабочие места должны проветриваться. Электроустановки в таких помещениях (зонах) должны быть в невзрывоопасном исполнении. Кроме того, должны быть приняты меры, предотвращающие возникновение и накопление зарядов статического электричества.

#### **2.4. Мероприятия по охране окружающей среды**

Для защиты окружающей среды, для охраны поверхностных вод рекомендуется:

- осуществлять организацию стройплощадки, участков работ и рабочих мест в соответствии с требованиями ШНК 3.01.01-03;

- механизмы, работающие на строительной площадке, должны быть проверены на токсичность;

- не допускать слива горюче-смазочных материалов на землю. Отработанные масла и обтирочные материалы собирать в контейнеры и удалять за пределы стройплощадки в специально отведенные места;

- следить за чистотой машин и механизмов, не допускать работы двигателей вхолостую и в нерабочее время;

- пылевидные материалы хранить в закрытых емкостях, принимая меры против их распыления;

- строительный мусор со строящихся зданий опускать по закрытым желобам или в контейнерах;

- не допускать разжигания костров для обогрева рабочих и сжигания старых шин;

- в летнее время периодически увлажнять дороги и территорию строительной площадки для предотвращения загрязнения атмосферы;

- максимально сохранять зеленые насаждения;

- не допускать мойки машин на строительной площадке;

- не допускать захоронения в почву строительных материалов;

- принять необходимые меры по борьбе с шумом, не подавать без надобности сигналов.

## **РАЗДЕЛ II. Анализ и оценка основных показателей производственно-хозяйственной деятельности ООО «Диллер-Сармоя» в условиях рыночной экономики**

### **2.1. Анализ производственной программы**

Выполнение производственной программы оценочной компании характеризуется количеством заключенных договоров на оценку имущества и объемом оказанных услуг.

Источниками анализа данного раздела являются отчеты по форме 1-МБ «Сведения об оценочной деятельности», «Отчет микрофирмы и малого предприятия» и другие источники статистической информации.

Количество договоров, заключенных ООО «Диллер-Сармоя» на оценку по видам целей оценки в 2018 году характеризуется следующими данными :\*

**Таблица 2**

**Количество договоров на оценку, заключенных ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году по видам целей оценки**

Заключено договоров	всего	В том числе по целям оценки					
		Оценка госактивов	Выполнение процедуры банкротства	Залоговое обеспечение	Описанное имущество	Вклад в уставный капитал	Другие цели оценки
количество	834	2	3	728	5	66	30
Объем услуг, тыс. сум	542 680	22900	45940	417 863	11450	34554	9973

\* - данный расчёт выполнен на гипотетических данных

Как видно из таблицы, ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году было заключено 834 договоров на оценочную деятельность общей стоимостью услуг в размере 542 680 тыс. сум. В основном, организацией производилась оценка имущества в целях залогового обеспечения. Количество таких

договоров составило 87,3 % от общего количества заключенных договоров. Общая стоимость оценочных услуг в целях залогового обеспечения составила 57 348 тыс. сум или 77% от годового объема оказанных услуг.

Количество договоров, заключенных ООО «Диллер-Сармоя» на оценку по видам имущества в 2018 году характеризуется следующими данными:\*

**Таблица 3**

**Количество договоров на оценку, заключенных ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году по видам имущества**

Заключено договоров	всего	В том числе по видам имущества					
		Транспортные средства	Машины и оборудование	Ювелирные изделия	Объекты недвижимости	Оценка бизнеса	Другие виды имущества
количество	834	272	32	0	476	0	54
Объем услуг, тыс. сум	542 680	151 950	8 140	0	249 633	0	132957

\* - данный расчёт выполнен на гипотетических данных

Как видно из таблицы, в 2018 году ООО «Диллер-Сармоя» выполнялась оценка транспортных средств, машин и оборудования, объектов недвижимости и других видов имущества. Организацией была произведена оценка транспортных средств на сумму 151 950 тыс. сум, что составляет 28% от общей стоимости оказанных услуг, машин и оборудования – на сумму 8140 тыс. сум или 1,5%, объектов недвижимости – на сумму 249 633 тыс. сум или 45,9% от общей стоимости оценочных услуг.

Исследование объемов оказанных услуг, выполненных по кварталам года, ведется в следующей аналитической таблице:

**Таблица 4**

**Показатели объемов услуг,  
оказанных ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году**

Показатели	Всего за год	В т.ч. по кварталам			
		1	2	3	4
Стоимость оказанных услуг, тысяч сумов	542 680	119390	155532	140424	127334

Для более полной характеристики объемов оказанных услуг, определяется динамика изменения их объёмов по кварталам года путем сравнения показателей по каждому кварталу с предыдущим кварталом и 1 кварталом.

**Таблица 5**

**Динамика изменения объемов услуг,  
оказанных ООО «Диллер-Сармоя» по кварталам 2018 года**

кварталы	Объемы СМР, выполненных собственными силами, тыс.сум	Темпы изменения Прирост, уменьшение	
		К предыдущему кварталу	К первому кварталу
1	119390	100%	100%
2	155532	$\frac{36142}{119390}$ 130,3 %	$\frac{36142}{119390}$ 130,3 %
3	140424	$\frac{-15108}{119390}$ 90,3 %	$\frac{21034}{119390}$ 117,6 %
4	127334	$\frac{-13090}{119390}$ 90,7 %	$\frac{7944}{119390}$ 106,7 %
Всего за год	542 680	-	-

Под темпом изменения (роста, уменьшения) объёмов услуг понимается отношение фактического объёма услуг в текущем квартале к объёму услуг предыдущего квартала и 1 –го квартала. Эти показатели рассчитываются в процентах, база сравнения принимается за 100%.

Анализируемая организация выполнила в 2018 году оценочных услуг общей стоимостью 542 680 тыс. сум. Как показал расчет темпов изменения объёмов услуг, наблюдается тенденция увеличения объёмов выполненных услуг в течение года. Так, если в 1 квартале года оказано услуг на сумму 119 390 тыс. сум, то во 2 квартале оказано услуг на 36 142 тыс. сум или на 30,3 % больше. В 3 квартале по сравнению с предыдущим кварталом оказано услуг на 15 108 тыс. сум или на 8,7% меньше, а по сравнению с 1 кварталом – на 21034 тыс. сум или на 17,6% больше.

В 4 квартале объем оказанных услуг составил 90,7% от уровня предыдущего квартала, а от уровня 1 квартала – 106,7%.

Незначительное уменьшение объёмов оказанных услуг в 3 и 4 кварталах связано с уменьшением количества заказов на услуги организации.

## **2.2. Анализ производительности труда**

Оценочным показателем по труду является производительность труда, которая определяется выработкой или доходом на 1 работника в единицу времени:

$$П = O_{\text{ср}} : Ч_{\text{ср}} \text{ или } П = Д : Ч_{\text{ср}}$$

где:  $O_{\text{ср}}$  – объём услуг, оказанных организацией, тыс. сум;

$Д$  – доход организации, тыс. сум;

$Ч_{\text{ср}}$  – среднесписочная численность работников, чел.

Исследование уровня и динамики изменения производительности труда ведется по данным следующей аналитической таблицы:

Таблица 6

**Выработка на 1 работника в ООО «Диллер-Сармоя»  
в 2018 году**

Показатели	Всего За год	В т.ч. по кварталам			
		1	2	3	4
1. Объемы оказанных, тыс. сум	542 680	119390	155532	140424	127334
2. Среднесписочная численность работников, чел	8	8	8	8	8
3. Выработка на 1 работника, тыс сум	67 835	14 924	19 442	17 553	15 917
4. Темпы изменения выработки, +/-% - к предыдущему кварталу	-	100	<u>4518</u> 130%	<u>-1889</u> 90%	<u>-1636</u> 91%
- к 1 кварталу	-	100	<u>4518</u> 130%	<u>2629</u> 118%	<u>993</u> 107%

Как показали расчеты, выполненные в таблице, выработка на 1 работника в ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году составила 67 835 тыс. сум. В течение года наблюдается увеличение выработки на 1 работника. Так, если в 1 квартале данный показатель составлял 14 924 тыс. сум, то во 2-ом квартале он увеличился на 4 518 тыс. сум или на 30%. В 3-ем квартале выработка на 1 работника уменьшилась на 10 % по сравнению с предыдущим кварталом, а по сравнению с 1 –ым кварталом увеличилась на 18%. В 4-ом квартале выработка составила 91% от уровня предыдущего квартала, а от уровня 1-ого квартала -107%.

### 2.3. Анализ прибыли организации

Прибыль и уровень рентабельности являются обобщающими экономическими показателями, комплексно характеризующими конечные результаты деятельности предприятий, а также определяющими возможность их нормального функционирования в условиях рыночных отношений.

Исходные данные для анализа принимаются по отчету формы 2-Ф.

В процессе анализа прибыли исследуется как общая сумма полученной балансовой прибыли и валового дохода, так и составляющие их элементы.

Общая балансовая прибыль определяется как сумма прибыли, полученной на балансе организации с учетом непроизводственных результатов. Она образуется за счет:

- выручки от реализации оказанных услуг;
- разницы между доходами и расходами по финансовой деятельности.

При анализе сложившегося уровня прибыли выявляются факторы, повлиявшие на величину прибыли, указываются причины убытков при их наличии и изучается динамика изменения прибыли (убытков) по кварталам года.

Исследование прибыли и ее изменения ведется в следующей таблице:

**Таблица 7**

**Прибыль ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году**

*тыс. сум*

№	Показатели	Всего За год	В т.ч. по кварталам			
			1	2	3	4
1	Прибыль от основной деятельности	195 365	41268	57302	51518	45277
1.1	доходы и расходы от финансовой деятельности	-	-	-	-	-
1.2	Чрезвычайные прибыли и убытки	-	-	-	-	-
	Итого балансовая прибыль:	195 365	41268	57302	51518	45277

Таблица 8

## Динамика изменения прибыли

№	Показатели	Всего За год	В т.ч. по кварталам			
			1	2	3	4
1.	Балансовая прибыль, тыс. сум	195 365	41268	57302	51518	45277
2	Темпы изменения прибыли, +/-% - к предыдущему кварталу	-	100	<u>16034</u> 138,8 %	<u>-5784</u> 90,0%	<u>-6241</u> 87,8%
3	- к 1 кварталу	-	100	<u>16034</u> 138,8 %	<u>10250</u> 124,8 %	<u>4009</u> 109,7 %

Балансовая прибыль ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году составила 195 365 тыс. сум. Балансовая прибыль организации в течение года увеличивалась. Так, балансовая прибыль во 2 квартале составила 138,8% , в 3 квартале 124,8% и в 4 квартале 109,7% от уровня 1-ого квартала.

#### 2.4. Анализ рентабельности оценочной организации

Рентабельность организации в условиях рыночных отношений определяется отношением суммы балансовой прибыли, полученной за анализируемый период к выручке от реализации оказанных услуг (выполненных работ):

$$U_{рен} = \frac{\text{балансовая прибыль}}{\text{выручка от реализации услуг}} \times 100\%$$

Расчет уровня рентабельности организации производится в таблице:

Таблица 9

## Уровень рентабельности ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году

Показатели	Всего За год	В т.ч. по кварталам			
		1	2	3	4
1. Прибыль балансовая, тыс. сум	195 365	41268	57302	51518	45277
2. Выручка от реализации, тыс. сум	542 680	119390	155532	140424	127334
3. Уровень рентабельности, %	36,0	34,5	36,8	36,6	35,5
4. Темпы изменения уровня рентабельности, %: К предыдущему кварталу	-	-	2,3	-0,2	- 1,1
К 1 кварталу	-	-	2,3	2,1	1,0

Уровень рентабельности ООО «Диллер-Сармоя» в 2018 году составил 36,0%. В течение года данный показатель составил соответственно: 34,5%, 36,8%, 36,6 % и 35,5%.

Как видно из таблицы, наблюдается увеличение уровня рентабельности организации. Во 2-ом квартале уровень рентабельности организации увеличился на 2,3% , в 3-ем квартале –на 2,1% и в 4-ом квартале увеличился на 1,0% по сравнению с 1-ым кварталом.

В 3 и 4 кварталах уровень рентабельности незначительно (0,2%, 1,1%) уменьшился по сравнению с предыдущими кварталами. Это связано с уменьшением балансовой прибыли из-за увеличения расходов организации.

## **Заключение**

Результаты анализа основных показателей деятельности ООО «Диллер-Сармоя» за 2018 год показали следующее:

- анализируемая организация всего за год оказала услуг общей стоимостью 542 680 тыс. сум.
- среднесписочная численность работников организации в 2018 году составила 8 человека;
- выработка на 1 работника всего за год составила 67 835 тыс. сум;
- анализируемая организация закончила 2018 год с балансовой прибылью в 195 365 тыс. сум;
- уровень рентабельности организации всего за год составил 36,0%.

Уровень рентабельности предприятий и организаций для их нормального функционирования в условиях рыночной экономики должен быть на уровне 15-18%. Уровень рентабельности ООО «Диллер-Сармоя» как по кварталам, так и всего за год превышает этот минимально допустимый уровень. Следовательно, можно сделать вывод, что ООО «Диллер-Сармоя» может успешно работать в условиях рыночных отношений.

## **РАЗДЕЛ III. ОЦЕНКА СТИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ**

### **3.1. Расчеты затратным подходом**

С точки зрения потенциального инвестора недвижимость представляет собой объект для дальнейшего использования. Учитывая, что проектно-сметная документация на объект строительства не представлена Заказчиком, корректно рассматривать стоимость замещения – затраты на создание аналогичного Объектов, отвечающего тем же функциональным требованиям,

что и данный объект, с применением современных материалов и строительных норм.

В затратном подходе нами использован метод сравнительной единицы *Стабл* аналога с корректировкой на имеющиеся различия в объемно-планировочных и конструктивных характеристиках сравниваемых объектов. В результате корректировки *восстановительной* стоимости замещающего Объекта на физические различия с оцениваемым зданием, определяется восстановительная стоимость нового замещающего Объектов. В качестве различий нами рассматриваются: назначение, планировка, конструктивное решение, район строительства, местоположение Объектов, характеристики благоустройства, класс по капитальности и т.д.

Величины затрат на замещение определялись по сборнику «Укрупненные показатели восстановительной стоимости нежилых зданий и сооружений», часть 2 (УПВС), ГККИНП-18-013-04, 2004 год.

***Расчет стоимости воспроизводства здания производится по следующем формуле:***

$$C_{ПВоспр} = C_1 \times I_K \times K_I \times (1 + П_{Пр})$$

где:  $C_{ПВоспр}$  - полная стоимость воспроизводства оцениваемого объекта;

$C_1$  - стоимость объекта оценки, отраженная в проектно-сметной документации (в сводном сметном расчете);

$I_K$  - индекс удорожания, учитывающий изменение сметной стоимости за период от даты составления (утверждения) сметной стоимости до даты оценки;

$K_I$  - коэффициент корректировочных поправок ( $K_i, i=1, N$ ) на месторасположение, класс капитальности, несоответствие планировочных поправок конструктивных решений, благоустройства, сеймики и т.д.,

$$K_I = \prod_{i=1}^N K_i ;$$

$П_{Пр}$  - прибыль предпринимателя, принята равной 20%.

Расчетная полная стоимость воспроизводства оцениваемого объекта недвижимости составляет:

$$C_{\text{ПВоспр}} = 79477230 \times 1,36 = 108089033 \text{ сум.}$$

Расчет износа методом эффективного возраста осуществлялся по формуле:

$$И = \frac{\text{ЭВ}}{\text{ЭЖ}} \times C_{\text{ПВосн}}$$

$P_{\text{Пр}}$  - прибыль предпринимателя, принята равной 20%.

Расчетная полная стоимость воспроизводства оцениваемого объекта недвижимости составляет:

$$C_{\text{ПВоспр}} = 79477230 \times 1,36 = 108089033 \text{ сум. (см. отчет ООО «Диллер-Сармоя»)}$$

Теперь рассчитаем износа методом эффективного возраста по следующей формуле:

$$И = \frac{\text{ЭВ}}{\text{ЭЖ}} \times C_{\text{ПВосн}}$$

Износ составляет: 1.308733 сум.

Накопленный износ составляет 0,0162 или 1,62% от полной стоимости Воспроизводства или 1.308733 сум.

Рыночная стоимость, оцениваемого здания, рассчитанная затратным подходом, составляет:

$$PC_{\text{Здания}} = 108089033 - 1,308733 = 106780300 \text{ сум.}$$

*Далее произведем расчет рыночной стоимости прав пользования на земельный участок.*

Оцениваемый земельный участок общей площадью 118,0 кв.м, предназначенный для эксплуатации здания, находится в постоянном пользовании.

Стоимость прав постоянного пользования земельным участком определяется по формуле:

$$V = \frac{C_{з.н.}}{R};$$

где:  $V$  – стоимость прав пользования земельным участком;

$C_{з.н.}$  - ставка земельного налога за 1 га в год;

$R$  – ставка капитализации.

Величина налога равна: 1278,29 сум / кв.м.

Стоимость прав пользования земельным участком составит:

$$150838 : 0,16 = 940\,021 \text{ сум.}$$

Стоимость объекта оценки, сум	106 780 300
Стоимость постоянного пользования земельным участком, сум	940 021
Итого, стоимость оцениваемой недвижимости, сум	107 931 138

Рыночная стоимость оцениваемого объекта недвижимости, рассчитанная затратным подходом составляет 107 720 321 сум.

### 3.2. Расчет стоимости сравнительным подходом

$K_i$  – поправочные коэффициенты, учитывающие:

$K_1$  – несоответствие в планировочных решениях;

$K_2$  – несоответствие в конструктивных решениях;

$K_3$  – местоположение Объектов;

$K_4$  – вид наружной и внутренней отделки;

$K_5$  – наличие видов благоустройства;

$K_6$  – сейсмичность площадки строительства и т.д.

Индекс удорожания исчислялся на основе решения Хокима Самаркандской области №42-7 от 14.12.2010 года, равного: с 1991 по 1998 года – 61,8 с 1998 по 2009 года – 8,57

С учетом данных Госкомстата – динамики индексов цен промышленных предприятий (промышленность строительных материалов), текущие индексы удорожания с учетом даты строительства приняты равными.

### Расчет физического износа

Таблица 5

Конструктивные элементы	Техническое состояние конструктивных элементов согласно КМК 2.01.16-97	Удельный вес конструктивных элементов	Корректировки на удельный вес	Удельный вес после корректировки	Физический износ конструктивных элементов %	Удельный вес износа конструктивных элементов %
Фундаменты	Трещины в цокольной части здания	4	-	4	8	0,32
Стены и перегородки	Выбоины в фактурном слое, ржавые потёки	28	-	28	10	3,36
2,Перекрытия	Трещины в швах между плитами, незначительное смещение плит	9	-	9	10	0,9

	относительно друг друга по высоте					
Кровля	Разрушение верхнего и местами нижнего слоя покрытия, вздутие, требующее замены от 10 до 25% кровельного покрытия, протечка кровли местами	8	-	0	0	0
Полы	Стирание поверхности в ходовых местах	10	-	10	10	1,0
Проёмы	Нарушение герметизации оконных коробок, дверные полотна осели и перекошены	19	-	19	5	4,15
Отделочные работы	Частичное выпадение и неплотное прилегание плиток, отстаивание или отбитые	10	-	10	12	1,2

	места поверхности					
Внутренние санитарно-технические и электротехнические работы	Капельные течи в местах соединений трубопроводов, запорной арматуры. Открытые проводки, следы ремонта электрооборудования	10	-	10	12	1,2
Прочие	Выбоины и сколы местами в ступенях лестницы и отмостка	2	-	2	12	0,24
Итого		100	-	100		8,61

Физический износ объекта оценки, согласно вышеприведенных расчётов составил 8,61%. Произведем расчеты по затратному подходу в таблице

Таблица 6

Показатели, характеристики	Величина
1. Площадь застройки, м <sup>2</sup>	85,55
2. Высота здания, м	4,10
3. Объем здания, м <sup>3</sup>	
4. Стоимость оценочной единицы в ценах 1991 г., «Сборник УПВС нежилых зданий и сооружений» табл. 92, 4-1, 18-0,13	102,40

сум.-0,4, гр. «а»	
5. Поправочные коэффициенты на сейсмичность	1,04
Территориальный коэффициент	1,04
6. Скорректированная стоимость оценочной единицы в ценах 1991 г.	110,76
7. Восстановительная стоимость помещения в ценах 2010 г., сум.	82 975,196
8. Индекс удорожания	3 317,0
9. Восстановительная стоимость на дату оценки (2018 г.) с учетом предпринимательской прибыли, сум	275 228 726
10. Остаточная стоимость замещения (износ – 8,61 %)	251 531 533
11. Текущая стоимость земельного участка	-
12. Стоимость недвижимости	251 532 000

Стоимость недвижимости равна 251 532 000

### 3.2.2.2. Сравнительный подход

В рамках сравнительного подхода к оценке выделяют два метода:

- метод сравнения продаж;
- метод валового рентного мультипликатора

Валовой рентный мультипликатор не корректируют на различия между объектами оценки и сопоставимыми аналогами, так как в основу его расчета

положены фактические арендные платежи и продажные цены, в которых уже учтены указанные различия.

Метод валового рентного мультипликатора достаточно прост, но имеет следующие недостатки:

- может применяться только в условиях развитого и активного рынка недвижимости;
- в полной мере не учитывает разницу в рисках или нормах возврата капитала между объектом оценки и его сопоставимым аналогом;
- не учитывает также вполне вероятную разницу в чистых операционных доходах сравниваемых объемов.

Классификация вводимых поправок основана на учете разных способов расчета и внесения корректировок на различия, имеющиеся между оцениваемым объектом и сопоставимым аналогом, что отражено.

Процентные поправки вносятся путем изменения цены продажи объекта-аналога или его единицы сравнения на коэффициент, отражающий степень различий в характеристиках объекта-аналога и оцениваемого объекта. Если оцениваемый объект лучше сопоставимого аналога, то цена аналога будет увеличиваться в результате внесения поправки, если хуже – цена аналога будет снижаться.

Процентные поправки могут вноситься на независимой или кумулятивной основе. Поправки на независимой основе предлагается, исходя из предположения, что покупатель будет оценивать корректируемые характеристики независимо друг от друга. Независимые поправки, вносимые в цену сопоставимого объекта, произведем на основе данных, приведенных в таблице .

Таблица 7

**Расчет стоимости объекта недвижимости на основе валового рентного мультипликатора**

тыс. сум

<b>№ п/п</b>	<b>Объекты сравнения</b>	<b>Цена продажи</b>	<b>Валовый доход</b>	<b>GRM</b>
1.	Объект №1	296 000,0	77 700,0	3,8
2.	Объект №2	320 800,0	79 800,0	4,0
3.	Объект №3	292 600,0	77 600,0	3,8
4.	Объект №4	331 600,0	80 200,0	4,1

**Расчетный GRM = 1,9 V = 78 900 × 3,93 = 331 600,0 тыс. сум**

Таблица 8

**Расчет стоимости объекта недвижимости на основе общего коэффициента капитализации**

тыс. сум

№ п/п	Объекты сравнения	Чистый операционный доход (NOI)	Цена продажи	Расчетная ставка дохода (OAR)
1.	Объект №1	28180	296 000,0	0,095
2.	Объект №2	29200	320 800,0	0,091
3.	Объект №3	27800	292 600,0	0,095
4.	Объект №4	28200	331 600,0	0,85

**Расчетный OAR = 0,18 V = 28375 / 0,092 = 308 430 тыс. сум**

### **3.2.2.3 Расчет стоимости объекта доходным подходом**

Определение рыночной стоимости объекта недвижимости доходным подходом основывается на принципе ожидания. В соответствии с этим принципом типичный инвестор, то есть покупатель объекта недвижимости, приобретает его в ожидании получения в будущем доходов от использования. Учитывая, что существует непосредственная связь между размером инвестиций и выгодами от коммерческого использования объекта инвестиций, стоимость недвижимости определяется как стоимость прав на получение приносимых ею доходов, иными словами, стоимость объекта недвижимости определяется как текущая стоимость будущих доходов, генерируемым объектом оценки.

Этапы процедуры оценки при данном подходе:

- Составление прогноза будущих доходов от сдачи оцениваемых площадей в аренду за период владения и на основе полученных данных определение потенциального валового дохода (ПВД).

- ПВД - представляет собой максимальный доход, который способен приносить объект оценки, при 100-% загрузке площадей без учета всех потерь и расходов. ПВД зависит от площади оцениваемого Объекта, установленной арендной платой

- Определение на основе анализа рынка потерь от недоиспользования площадей и при сборе арендной платы, расчет действительного валового дохода.

Пересчет чистого операционного дохода в текущую стоимость Объекта рядом способов в зависимости от выбранного метода оценки.

Для определения текущей стоимости Объекта, исходя из чистого операционного дохода, возможно использование двух методов:

- метод прямой капитализации доходов;
- метод дисконтированных денежных потоков.

В основе данных методов лежит предпосылка, что стоимость недвижимости обусловлена способностью оцениваемого Объекта генерировать потоки доходов в будущем. В обоих методах происходит преобразование будущих доходов от Объекта недвижимости в его стоимость с учетом уровня риска, характерного для данного Объекта. Различаются эти методы лишь способом преобразования потоков дохода.

Метод прямой капитализации - метод определения рыночной стоимости доходного Объекта, основанный на прямом преобразовании наиболее типичного дохода первого года в стоимость путем деления его на коэффициент капитализации, полученный на основе анализа рыночных

данных о соотношениях чистого дохода и стоимости активов, аналогичных оцениваемому объекту, полученных методом рыночной экстракции.

При этом нет необходимости оценивать тенденции изменения дохода во времени, а при оценке коэффициента капитализации - учитывать отдельно его составляющие: норму отдачи на капитал и норму его возврата. Предполагается, что учет всех этих тенденций и составляющих заложен в рыночных данных. Такой западный классический вариант метода прямой капитализации, при котором коэффициент капитализации извлекается из рыночных сделок, применять в российских условиях практически невозможно, в связи с возникающими сложностями при сборе информации (чаще всего условия и цены сделок являются конфиденциальной информацией). Исходя из этого, на практике приходится использовать алгебраические методы построения коэффициента капитализации, предусматривающие отдельную оценку нормы отдачи на капитал и нормы его возврата.

Следует отметить, что метод прямой капитализации применим для оценки действующих активов, не требующих на дату проведения оценки больших по длительности капиталовложений в ремонт или реконструкцию.

Метод капитализации по норме отдачи на капитал имеет с формальной (математической) точки зрения две разновидности:

- метод дисконтированных денежных потоков - метод капитализации по норме отдачи на капитал, при котором для определения рыночной стоимости с использованием в качестве ставки дисконтирования нормы отдачи на капитал отдельно дисконтируются с последующим суммированием денежные потоки каждого года эксплуатации оцениваемого актива, включая денежный поток от его перепродажи в конце периода владения.



Таблица 9

### Определение ставки капитализации

Показатель	Значение
Безрисковая ставка	14,00%
Премия за риск	1,0
Премия за низкую ликвидность	1,0
Премия за инвест. менеджмент	2,7
Коэффициент капитализации для улучшений	18,7 %

Таблица 10

### Определение ЧОД и расчет рыночной стоимости в рамках доходного подхода

Показатель	
Потенциальный валовой доход (ПВД), сум/год	58 201 894
Коэффициент загрузки помещений (К з)	1,0
Коэффициент сбора платежей (К с)	1,0
Действительный валовой доход (ДВД), сум/год	58 201 894
Эксплуатационные расходы по Объекту оценки ( ЭР ), сум/год	23 152 609,35

Чистый операционный доход (ЧОД об), сум/год	57 472 280
Коэффициент капитализации	18,7
Рыночная стоимость Объекта (V) , сум.	307 890 000

**Стоимость Объекта недвижимости, рассчитанная доходным методом, составляет 307 890 000 сум.**

**Проведем согласование результатов**

**Определение удельных весов приведено в таблице**

*Таблица 11*

**Согласование результатов**

Наименование	Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход	
Достоверность использованной информации	0,4	0,2	0,4	1
Допущения для информации	0,5	0,3	0,2	1
Способность изменения во времени	0,2	0,4	0,4	1
Способность реагировать на рыночные условия	0,1	0,5	0,4	1
<b>ИТОГО:</b>	0,3	0,35	0,35	

### **Произведем согласование результатов**

Затратный подход  $251\,532,0 \times 0,3 = 75\,460,0$  тыс. сум.

Сравнения продаж  $331\,600,0 \times 0,35 = 116\,060,0$  тыс. сум.

Доходный подход  $307\,890,0 \times 0,35 = 107\,762,0$  тыс. сум.

$75\,460,0$  тыс. сум. +  $116\,060,0$  тыс. сум. +  $107\,762,0$  тыс. сум. = **299 354,0 тыс. сум.**

**Рыночная стоимость объекта оценки 299 354,0 тыс. сум.**

## ГЛАВА 3. МЕТОДЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАВОК ДИСКОНТИРОВАНИЯ

### 3.1. Определение ставок дисконтирования

Ставка дисконтирования в оценке стоимости предприятия определяются по следующим методам:

1. Метод кумулятивного построения;
2. Модель оценки капитальных активов (САРМ);
3. Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Первые две модели используются для денежного потока для собственного капитала, а последняя модель для денежного потока для всего инвестированного капитала. Использование методов, перечисленных выше, позволяют получить годовую ставку дисконтирования.

Для преобразования годовой ставки дисконтирования используют формулы:

$$DR_{\text{за полугодие}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/2} - 1;$$

$$DR_{\text{за квартал}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/4} - 1;$$

$$DR_{\text{за месяц}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/12} - 1.$$

**Пример 3.** Требуется определить текущую стоимость денежных потоков разных по продолжительности периодов при годовой ставке дисконтирования 12%.

Рассчитаем ставки дисконтирования для квартала и полугодия:

$$DR_{\text{за квартал}} = (1 + 0,12)^{1/4} - 1 = 0,0287 \text{ или } 2,87\%$$

$$DR_{\text{за полугодие}} = (1 + 0,12)^{1/2} - 1 = 0,0583 \text{ или } 5,83\%$$

Результаты определения текущей стоимости денежных потоков представлены в таблице 4.

Таблица 4

**Определение текущей стоимости денежных потоков, разных по продолжительности периодов**

Показатель	1-ый год				2-ой год		3-ий год
	I кв	II кв	III кв	IV кв	1-е полугодие	2-е полугодие	
Денежный поток, ед.	7 500	7 500	7 500	7 500	15 000	15 000	37 500
Ставка дисконтирования, %	2,87	2,87	2,87	2,87	5,83	5,83	12,00
Коэффициент текущей стоимости (DF)	0,9721	0,9449	0,9185	0,8929	0,8437	0,7972	0,7118
Текущая стоимость денежных потоков, ед.	7 291	7 087	6 889	6 697	12 656	11 958	26 693

### 3.2. Методы определения ставок дисконтирования

#### Метод кумулятивного построения

Метод кумулятивного построения основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за риск инвестирования в оцениваемое предприятие. При использовании этого метода пользуются следующей формулой:

$$DR = DR_f + \sum_{i=1}^n R_i, \quad (I.4)$$

где: DR – ставка дисконтирования;

DR<sub>f</sub> - безрисковая ставка дохода;

R<sub>i</sub> – премия за i-й вид риска;

n – количество премий за риск.

Таким образом, ставка дисконтирования определяется суммированием безрисковой ставки и различных (отраслевых, финансовых, товарной и территориальной диверсификации и др.) премий за риск.

**Пример 4.** Расчет ставки дисконтирования для предприятия методом кумулятивного построения (см. табл.5).

Таблица 5

Вид риска	Вероятный интервал значений, %
Безрисковая ставка дохода (без учета инфляции)	6,3
Руководящий состав: качество управления	2
Размер предприятия	3
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	2
Товарная и территориальная диверсификация	2
Диверсифицированность клиентуры	1
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	4
Прочие особые риски	2
Итого ставка дисконтирования	22,3

Ставка дисконтирования для оцениваемого предприятия равна 22,3%.

### Модель оценки капитальных активов

Модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM) основана на анализе массивов информации фондового рынка. Модель была разработана Уильямом Шарпом в 60-х годах XX века и до сих пор активно используется для оценки стоимости акций, собственного капитала.

Ставка дисконтирования определяется по формуле:

$$DR = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (I.5)$$

где: DR – требуемая норма дохода на собственный капитал;

$R_f$  – норма дохода по безрисковым вложениям;

$\beta$  – коэффициент бета;

$R_m$  – среднерыночная норма доходности;

$S_1$  – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в конкретную компанию (несистематические риски);

$S_2$  – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в малую компанию;

$C$  – дополнительная норма дохода за риск, учитывающий страновой риск.

### **Модель средневзвешенной стоимости капитала**

Для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконтирования, определяемая как средневзвешенная стоимость капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала – расходы, связанные с привлечением собственного и заемного капитала.

Модель средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost Capital – WACC) предполагает определение ставки дисконтирования суммированием взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала. Ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по выданным кредитам и рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = \sum_{i=1}^n K_i W_i, \quad (I.6)$$

где: WACC – средневзвешенная стоимость капитала (ставка дисконтирования);

$K_i$  – стоимость привлечения капитала из  $i$ -го источника;

$W_i$  – доля  $i$ -го источника капитала в структуре капитала предприятия;

$n$  – количество источников средств.

После определения ставок дисконтирования рассчитывают стоимость предприятия в постпрогнозный период, для чего часто используют модель

Гордона, затем определяют текущую стоимость ожидаемых денежных потоков и реверсии и вносят заключительные поправки.

**Реверсия** – это:

- доход от возможной перепродажи имущества (предприятия) в конце периода прогнозирования;
- стоимость имущества (предприятия) на конец прогнозируемого периода.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирается один из представленных способов расчета его стоимости на конец прогнозного периода:

- по ликвидационной стоимости;
- по стоимости чистых активов;
- метод предполагаемой продажи;
- модель Гордона.

Основным способом определения стоимости предприятия на конец прогнозного периода является применение модели Гордона.

**Модель Гордона** – определение стоимости бизнеса капитализацией дохода первого постпрогнозного года по ставке капитализации, учитывающей долгосрочные темпы роста денежного потока. Модель Гордона служит способом предварительной или приближенной оценки стоимости предприятия.

Расчеты проводятся по формуле:

$$FV = \frac{CF_{(n+1)}}{DR - t}, \quad (I.7)$$

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.

**Пример 5.** Денежный поток предприятия за один год по окончании прогнозного периода равен 12 млн. сумам, ставка дисконтирования – 21%. Установлено, что к концу прогнозного периода темпы роста дохода стабилизируются и составят 2% в год. Требуется рассчитать величину стоимости предприятия на конец прогнозного периода.

**Решение.** Используем модель Гордона, формулу (I.7) . Откуда имеем:

$$FV = \frac{12}{0,21 - 0,02} = 63,2 \text{ млн. сум}$$

Стоимость предприятия на конец прогнозного периода составит 63,2 млн. сум.

Расчеты текущей стоимости представляют собой умножение денежного потока ( $CF$ ) на соответствующий периоду  $n$  коэффициент текущей стоимости единицы ( $DF$ ) с учетом выбранной ставки дисконтирования ( $DR$ ). При анализе инвестиций этот коэффициент чаще называют фактором дисконтирования. Расчеты проводят по формуле:

$$DF_i = \frac{1}{(1 + DR)^i}, \quad (I.8)$$

где  $i$  – номер года прогнозного периода.

Далее рассмотрим пример определения стоимости предприятия.

**Пример 6.** Период прогнозирования составляет три года, денежный поток за первый прогнозный год 8800 тыс. сум, за второй – 11520 тыс. сум, за третий – 11760 тыс. сум. Денежный поток за один год по окончании прогнозного периода (четвертый год) равен 12000 тыс. сум, ставка дисконтирования – 24%. Предполагается, что к концу прогнозного периода темп роста дохода стабилизируется и составит 2% в год. Требуется определить стоимость предприятия.

## Решение:

Таблица 6

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Денежный поток, сум	8 800 000	11 520 000	11 760 000	12 000 000
Стоимость реверсии (по модели Гордона), сум	-	-	-	54 545 455
Коэффициент текущей стоимости	0,80645	0,65036	0,52449	0,52449
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии, сум	7 096 760	7 492 147	6 168 002	28 608 545
Стоимость предприятия, сум	49 365 454			

Коэффициенты текущей стоимости для третьего прогнозного года и для стоимости предприятия на конец прогнозного периода совпадают, так как доход четвертого года использовался в модели Гордона для определения стоимости бизнеса на начало четвертого года, что совпадает с концом третьего года и следовательно, доход от возможной продажи бизнеса в размере 54 545 тыс. сум должен дисконтироваться по  $DF_3$ .

### 3.3. Пример расчета стоимости предприятия (бизнеса)

**Пример 7.** Рассчитать стоимость предприятия методом дисконтирования денежного потока по данным акционерного общества (см. табл. 7 и 8). Данные бухгалтерских отчетов (баланс на 31.12.01 г.) и финансовых результатов.

Таблица 7

**Нормализованный баланс АО на 31.12.01 г.**

<b>Активы</b>		<b>Пассивы</b>	
Материальные активы (основные активы)	<b>900</b>	Собственный капитал	<b>800</b>
Текущие активы (запасы, дебитор- ская задолженность и др.)	<b>800</b>	Долгосрочные обязательства	<b>1000</b>
Ликвидные активы (касса, счета к получению вкладов в банке и др.)	<b>600</b>	Краткосрочные обязательства (счета к оплате, расчеты с кредиторами и др.)	<b>500</b>
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>	<b>2300</b>	<b>ВСЕГО ПАССИВЫ</b>	<b>2300</b>

Таблица 8

**Отчет о финансовых результатах на 31.12.01 г.**

<b>№ п/п</b>	<b>Показатели</b>	<b>тыс. сум</b>
1	Выручка от реализации	1 500
2	Себестоимость реализованной продукции	<700>
3	Валовой доход (прибыль)	800
4	Начисленный износ	<300>
5	Другие расходы	<200>
	Итого:	<500>

6	Прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕВИТ)	300
7	Обслуживание долга (выплата процентов)	<100>
8	Прибыль до уплаты налогов	200
9	Налог на прибыль (35%)	<70>
10	Чистая прибыль	130

Произведем расчеты прогнозных показателей (см. табл. 9).

## ПРОГНОЗНЫЕ ОЦЕНКИ

*Таблица 9*

Группа прогноза	2002	2003	2004	2005
-----------------	------	------	------	------

<b>А</b>				
Прирост объема реализации (10%)	1650	1815	1997	2196
Увеличение себестоимости (5%)	735	772	811	852
<b>Б</b>				
Инвестиции в основные активы	200 50	100 50	320 50	100 50
Темпы их износа 25%		25	25	25
			80	80
	50	75	155	180
Износ по приращенным активам	275	200	150	125
Износ первоначальных основных активов	325	275	305	305
Износ, всего	25	50	50	25
<b>В</b>				
Увеличение других расходов	90	99	109	120
<b>Г</b>				
Инвестиции в собственные оборотные средства 10% (800 + 600 – 500 = 900)				

Рыночные и расчетные факторы приведены в таблице 10.

*Таблица 10*

Параметры	Обозначения	Величины
-----------	-------------	----------

1. Ставка дохода на собственный капитал, рассчитанный по методу CAPM	<b>Re</b>	17,5%
2. Рыночная ставка дохода на заемные средства	<b>Rm</b>	8%
3. Налог	<b>H</b>	35%
4. Рыночные соотношения собственного и заемного капитала, %	<b>d1/d2</b>	40/60
5. Рыночный процент прибыли от выручки	<b>Rr</b>	10%

Произведем предварительные расчеты:

**1. Рыночная стоимость долга определяется из следующего соотношения:**

$$D = \frac{\text{Обслуживание долга}}{R_m} = \frac{100}{0,08} = 1250 \text{ тыс.долл.}$$

**2. Определим средневзвешенную ставку дохода на капитал (WACC)**

а) ставка заемных средств с учетом налогообложения

$$K_d = 8\% \times (1 - 0,35) = 5,2\%$$

б) общая средневзвешенная ставка дохода

$$R_0 = (0,4 \times 17,5) + (0,6 \times 5,2) = 10,1\%$$

**3. Ставка дисконта равна:**

$$r = 0,101$$

**4. Рассчитаем остаточную стоимость предприятия**

Выручка на 2005 г.	2196,0
Прибыль (10% от выручки)	219,6
Налог	<76,9>
Чистый доход (без учета износа)	142,7

**5. Определим остаточная стоимость**

$$142,7$$

$$TV = \frac{142,7}{r} = 1413 \text{ тыс.долл.}$$

Найдем бездолговой денежный поток. Произведем расчеты в таблице 11.

Таблица 11

### Прогнозирование денежного потока

Группа показателей прогноза	2002	2003	2004	2005
Выручка от реализации	1650	1815	1997	2196
Себестоимость реализованной продукции	735	772	811	852
Валовой доход	915	1043	1186	1344
Износ	<325>	<275>	<305>	<305>
Другие расходы	<225>	<275>	<325>	<350>
Прибыль до уплаты % и налогов (ЕВИТ)	365	493	556	689
Налог 35%	<128>	<173>	<195>	<242>
Чистая прибыль после уплаты налогов	237	320	421	447
Начисленный износ	325	275	305	305
Денежный поток	562	595	666	753
Прирост инвестиций в основной и оборотный капитал	<290>	<199>	<429>	<220>
Бездолговой денежный поток	272	396	237	533

**Теперь произведем расчет стоимости:**

1. Текущая стоимость денежного потока определяется по следующей формуле:

$$V d = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (I.9.)$$

Подставим значения CF из таблицы 11 в формулу (I.9.), имеем

$$V d = \frac{272}{(1+0,101)^1} + \frac{396}{(1+0,101)^2} + \frac{237}{(1+0,101)^3} + \frac{533}{(1+0,101)^4} = 1114,03 \text{ тыс. дол.}$$

2. Определим текущую стоимость остатка по формуле:

$$S = \frac{TV}{(1+r)^4} = \frac{1413}{(1+0,101)^4} = 961,6 \text{ тыс. дол.}$$

3. Стоимость бизнеса, определяется по формуле:

$$V = V d + S - D, \text{ откуда}$$

$$V = 1114,03 + 961,60 - 1250 = 825,63 \text{ тыс. долларов}$$

**Стоимость предприятия округленно равна = 830 000 долларов.**

## ЛИТЕРАТУРА

1. Каримов И.А. Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана». – Т.: Узбекистан, 2009.
2. Мирзиёев Ш.М. Стратегия действий по пяти приоритетным направлениям развития Узбекистана в 2017-2021 годах №УП-4947 от. 07.02.2017 г.
3. Алимов Р.Х., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н., Хадиев Б.Ю./ЎзР ФА Академиги Фуломов С.С. тахрири остида. Кўчмас мулкни баҳолаш. Тошкент: «Фан», 2005 – 231 б.

4. Абдурахманов И.Ю. Оценка недвижимости: введение в практику оценки стоимости зданий и сооружений. – Т.: «NORMA», 2011 – 448 с.
5. Бир С.Т. Кибернетика и управление производством – М. Наука. 1965 – С.391.
6. Бусленко Н.П. Моделирование сложных систем – М.Наука, 1968 – 355 с.
7. Ганиев К.Б., Ганиева Г.И.. Оценка недвижимости: Учебное пособие – Ташкент, KONSAUDITINFORM – NASHR, 2010. – 232 с.
8. Ганиев К.Б., Ганиева Г.И., Сиддиков М.Ю., Бердикулов А.М. Экономика и организация реконструкции при реструктуризации предприятий / Учебное пособие – Ташкент, «Фан» АН РУз, 2010 – 360 с.
9. Ганиев К.Б. Методы совершенствования проектирования и организации строительства при реконструкции действующих промышленных предприятий – М. строизрат, 1991 – 192с.
10. Ганиев Б.К. Ганиева Г.И. Планирования строительства реконструируемых промышленных предприятий Т. Укитувчи, 1987 – 136 с.
11. Гражданский кодекс Республики Узбекистан. Введен в действие 1 марта 1997 г. Постановлением Олий Мажлиса РУз №257-I от 29.08.1996 г. Ташкент: Адолат.
12. Грибовский С.В. Оценка стоимости недвижимости. Учебное пособие. – М.: Маросейка, 2009 – 432 с.
13. Грязнова А.Г., Федотова М.А. «Оценка недвижимости». – М.: Финансы и статистика, 2002 г.;
14. Гусаков А.А. Системотехника строительства. Энциклопедический словарь – М. изд-во АСВ, 2004.
15. Закон Республики Узбекистан «Об оценочной деятельности» - Ташкент, 1999.
16. Закон республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защита прав акционеров». 26 апреля 1999. Ташкент – 1996.

17. Инженерные решения по технике безопасности в строительстве / Н.Д. Золотницкий, А.М. Гнускин, В.И. Максимов и др. – М.: Стройиздат, 1969. – 264 с;
18. КМК 3.01.02-00 «Техника безопасности в строительстве»;
19. Кондратьев, А.И. Охрана труда в строительстве / А.И. Кондратьев, Н.М. Местечкина. – М.: Высшая школа, 1990.
20. Охрана труда в строительстве. Инженерные решения: Справочник / В.И. Русин, Г.Г. Орлов, Н.М. Неделько и др. – Киев: Будивэльнык, 1990. – 208 с;
21. Организация, планирование и управление строительством: Учебник / под общ. ред. П.Г. Грабового и А.И. Солунского. – М.: Проспект, 2012 – 528 с.
22. Национальный стандарт оценки имущества РУз (НСОИ «10) «Оценка стоимости недвижимости». Методические указания по применению НСОИ №10 «Оценка стоимости недвижимости» Зарег. МЮ РУз 18.11.2009 г. №2044.
23. Постановление Президента Республики Узбекистан «О дальнейшем совершенствовании деятельности оценочных организаций и повышении их ответственности за качество оказываемых услуг». №ПП-843 от 24.04.2008
24. Постановление ГКИ РУз Об утверждении НСОИ РУз №1 «Общие понятия и принципы оценки» №1604 от 24.07.2006 г.
25. Постановление ГКИ РУз Об утверждении НСОИ РУз №3 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости» №1606 от 24.07.2006 г.
26. Рутгайзер В.М. «Оценка рыночной стоимости недвижимости». – М.: Дело, 1998 г.;
27. Сборник укрупненных показателей восстановительной стоимости промышленных зданий и сооружений. Т.: ГУГ КГК, 1999.
28. Сборник укрупненных показателей восстановительной стоимости нежилых зданий и сооружений. Т.: ГУГ КГК, 1999.

29. Строительные нормы и правила. Правила оценки физического износа жилых зданий. Т.: ГКРУз по архитектуре и строительству, 1997.

30. Фридман Д., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящий доход недвижимости: Перс.с англ.- М.: Дело ЛТД, 1995.

31. Экономика предприятия: Учебное пособие / под ред. Проф., д.т.н. Ганиева К.Б. – Т.: Изд-во Нац. общ-во философов Узбекистана, 2006 – 160 с.

### **Интернет сайты**

1. [www.gkilicenz.uz](http://www.gkilicenz.uz)
2. [www.omad.uz](http://www.omad.uz)
3. [www.review.uz](http://www.review.uz)
4. [www.uzreport.com](http://www.uzreport.com)
5. [www.uzinfoinvest.uz](http://www.uzinfoinvest.uz)
6. [www.eurasianews.com](http://www.eurasianews.com)