

УДК 658.15

## **Технология обоснования стоимости дочернего общества, выделяемого в процессе реорганизации предприятия авиационной промышленности**

В.И. Фомкина, Н.В.Москвичева

### **Аннотация**

Реструктуризация предприятий авиационной промышленности направлена на сохранение и наращивание производственного и научно-технического потенциала, накопленного в авиационной отрасли за многие десятилетия. Одной из главных задач процесса реструктуризации является создание эффективной организационно-методологической системы управления разработкой, производством и реализацией продукции. Грамотный научный подход к разработке такой системы позволит достичь ожидаемого экономического эффекта, проявляющегося в положительной динамике показателей рыночной стоимости отдельных предприятий и, как следствие, в повышении уровня капитализации авиационной корпорации и отрасли в целом.

**Ключевые слова:** реструктуризация; реорганизация; стоимостной подход; рыночная стоимость; оценка стоимости; подразделение; дочернее общество.

Характерной чертой современного экономического развития является повышение роли высоких технологий как движущей силы основных секторов экономики. Оборонно-промышленный комплекс нашей страны, объединявший в прошлом основную часть наукоемких производств в единое целое, распался на отдельные отрасли, которые с разной степенью успеха выживают в новых экономических условиях. При условии эффективной государственной поддержки и увеличения финансирования наукоемкое производство могло бы стать приоритетным направлением развития всего промышленного комплекса высоких технологий.

В настоящее время в стране только создаются реальные условия для развития импортозамещающего производства высокотехнологичной продукции. Это вызывает

сложность в выходе отечественных товаров на внешние рынки, что объясняется, в частности, сложившейся производственно-технологической и организационной инфраструктурой предприятий. Раскроем суть последнего:

- Избыточная производственная и технологическая инфраструктура предприятий в условиях хронической недозагрузки мощностей, на фоне постоянно растущих тарифов естественных монополий, стоимости сырья, материалов и комплектующих изделий, приводит к значительному росту издержек производства, себестоимости продукции и, соответственно, неконкурентным продажным ценам;
- Уменьшение объемов выпуска конечной продукции выбивает из процесса производства традиционных поставщиков деталей, узлов и комплектующих изделий;
- Старение и недостаточная квалификация кадрового состава, большой износ станочного парка, снижение производительности приводит к проблеме качества выпускаемой продукции,
- Смена руководителей ряда авиационных предприятий, пришедших из отраслей с короткими циклами производства или из финансовых структур, привела к новым подходам к управлению производственным процессом на предприятиях машиностроительного комплекса. Их алгоритмы управления в области создания наукоемкой продукции разрушают и без того неустойчивую инфраструктуру производства, так как не всегда идет обоснование принимаемых организационных решений.

Предприятия авиационной промышленности, к сожалению, не являются исключением, и все выше перечисленные негативные факторы имеют к ним прямое отношение. При этом нельзя не отметить, что отрасль находится под пристальным вниманием государства, а процесс интеграции, сопровождающийся интенсивной реорганизацией предприятий, дает свои положительные результаты.

В феврале 2006 г. был подписан указ о создании ОАО "Объединенная авиастроительная корпорация", в состав которого вошли все основные разработчики и производители авиационной отрасли. На первом этапе в состав ОАК не включаются РСК «МиГ» и «Казанское авиационное производственное объединение имени С.П.Горбунова», которые проводят необходимые подготовительные работы (акционирование, реструктуризация) и лишь спустя три года входят в состав корпорации.

В варианте развития, утвержденном советом директоров ОАК в начале 2007 года, до 2012 года корпорация должна была построить 405 гражданских машин. Затем планка была снижена до 196 – 118 региональных (74 Sukhoi SuperJet-100 и 44 Ан-148), 58 магистральных

узкофюзеляжных самолетов типа Ту-204/Ту-214, девяти широкофюзеляжных Ил-96 и 11 самолетов-амфибий Бе-200. Но фактические поставки не совпадают с плановыми (табл.1).

Таблица 1.

Поставки самолетов ОАК в 2009 г. <sup>1</sup>

ип ВС	Поставки гражданских самолетов	
	Количество	Эксплуатант
Ил-96	1	Специальный авиаотряд
	3	АК "Полет"
Ту-204	2	Red Wings
	1	Cubana de Aviacion
	1	Air Koryo
	1	ВТБ-Лизинг
Ту-214	2	Управление делами Президента России
	1	АК "Трансаэро"
Ан-148	2	ГТК "Россия"
<b>Итого:</b>	<b>14</b>	

Финансовые результаты работы ОАК в первые годы существования оказались крайне неубедительными. С одной стороны корпорация продемонстрировала рост валовых объемов продаж (табл.2), особенно по продукции оборонного назначения. С другой стороны, немалая долговая нагрузка корпорации снизилась незначительно.

При разработке концепции формирования ОАК предлагался переход к новым структурам управления авиастроительной отраслью, основанным на концепции продуктовых бизнес-единиц. Каждая компания становится центром прибыли, обеспечивающим полный набор бизнес-компетенций. Такой подход к структурам подразумевает формирование управляющей компании ОАО «ОАК» в качестве центра капитализации.

<sup>1</sup> Источник: журнал «Авиаиндустрия», 2010, с.11

Таблица 2.

Консолидированные финансовые результаты ОАО «ОАК» за 2008-2010 гг.

<b>Показатели, млн. руб.</b>	<b>2008 год</b>	<b>2009 год</b>	<b>изменение, %</b>	<b>2010 год</b>	<b>изменение, %</b>
Выручка	96 500	114 000	18,1	165 000	44,7
- военная продукция	71 900	86 000	19,6	117 000	36,0
<b>Показатели, млн. руб.</b>	<b>2008 год</b>	<b>2009 год</b>	<b>изменение, %</b>	<b>2010 год</b>	<b>изменение, %</b>
- НИОКР	13 100	15 500	18,3	28 000	80,6
- экспорт	68 900	69 000	0,1	94 000	36,2
- внутренний рынок	27 600	45 000	63,0	71 000	57,8
Кредиты и облигационные займы	180 500	157 000	-13,0	147 600	-6,4

Реструктуризация требует преобразования организационно-правовых форм и внедрения новых корпоративных механизмов управления компаниями, которые вошли в состав ОАК, в соответствии с их ролями и функциями в целевой структуре. По мнению руководства корпорации в результате реструктуризации организационной и производственно-технологической структуры ОАК предполагается повышение эффективности принятия и реализации решений, то есть управляемости корпорации в целом, снижение финансовых рисков.

Основная ставка в процессе реструктуризации делается на две ведущие авиастроительные структуры — Корпорацию «Иркут» и Компанию «Сухой», которые сосредоточили два ключевых направления: боевую авиацию и гражданскую авиацию соответственно.

Корпорация «Иркут» в современных условиях рынка обладает опытом привлечения финансовых средств от внешних инвесторов (IPO, продажа пакета акций EADS). В компании разработана и выполняется программа сертификации производства по требованиям Европейского Агентства Авиационной Безопасности (EASA). Руководители корпорации

имеют опыт работы по таким направлениям, как реструктуризация активов и проектное управление. В корпоративном управлении у специалистов «Иркутск» большой опыт построения интегрированной холдинговой структуры. Они приобретали пакеты акций ОАО, соответствующие квалифицированному большинству, и выстроили эффективную систему управления дочерними и зависимыми компаниями.

Реструктуризация и реорганизация как функции управления осуществляются с целью увеличения рыночной стоимости капитала компаний, их отдельных организационных структур (бизнес-единиц) и корпорации в целом.

Оценка стоимости необходима для обоснования эффективности реструктуризации и реорганизации предприятия. В процессе оценки выявляют альтернативные подходы к управлению предприятием с целью обеспечения максимальной эффективности деятельности предприятия, а, следовательно, и достижения более высокой рыночной цены. Это - основная цель собственника и целевая задача управляющих компаний. Процесс реорганизации должен быть направлен на обеспечение эффективного использования производственных ресурсов, приводящего к росту прибыли, рентабельности и увеличению рыночной стоимости капитала предприятия.

Реструктуризация и реорганизация должны проводиться поэтапно. На первом этапе требуется проанализировать текущее состояние предприятия, оценить уровень производственных и финансовых показателей. Второй этап отражает детализированный финансовый анализ предприятия и выявление внутренних факторов, способствующих росту его стоимости. На заключительном третьем этапе выявляются варианты и возможности реструктурирования. Они включают следующие формы:

1. внутреннее (принятие решений в отношении обязательств, увеличения собственного капитала).

2. внешнее (выделение, ликвидация или продажа производственных подразделений, покупка долей и акций других компаний, слияние, создание совместного предприятия, и т.д.).

Внутренние формы реструктуризации основаны на выработке вариантов операционной, инвестиционной и финансовой стратегий. Последовательное осуществление того или иного варианта стратегий приводит к максимальному увеличению денежного потока и, как следствие, к повышению стоимости предприятия.

Внешние формы реструктуризации характеризуют реорганизацию видов деятельности и структуры предприятия. В этих условиях развитие предприятия основывается на слияниях и поглощениях, на операциях купли или продажи активов (в том

числе отдельных производственных структур, долей или пакетов акций). Реорганизация, как правило, преследует следующие цели: аккумуляцию средств на главных направлениях развития бизнеса при сохранении корпоративного контроля и повышение стоимости бизнеса в результате изменения структуры активов.

Обратимся к законодательству. Согласно ст. 57 ГК РФ и ст. 15 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» общество может быть добровольно реорганизовано в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования (рис.1).

Под слиянием понимается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ, с прекращением существования последних.

Под присоединением признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу. При присоединении одного общества к другому к последнему переходят все права и обязанности присоединяемого общества.

Под разделением общества признается прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам.

Под выделением признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения деятельности последнего.

Все выше упомянутые процессы внутренней и внешней реструктуризации напрямую касаются авиационной промышленности. Для данной отрасли – это реалии сегодняшнего дня.

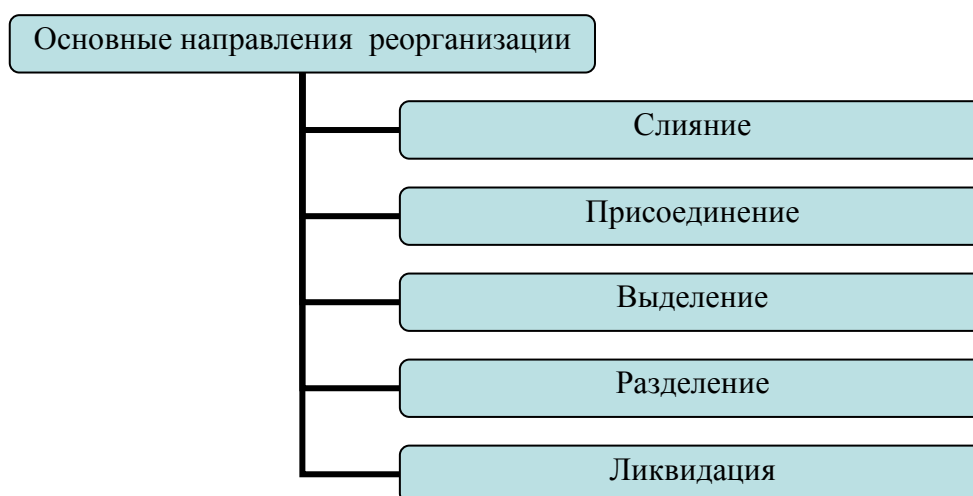


Рис. 1. Основные направления реорганизации.

Исследования в данной области показывают, что, несмотря на интеграцию отрасли в целом, реструктуризация внутри предприятий в большинстве случаев проводится путем выделения (или обособления) из существующих предприятий «технологических центров» на базе структур, имеющих наибольший потенциал роста финансовых результатов деятельности. В этой форме отделяются от предприятий трудовые, технологические и производственные ресурсы.

Преимущества выделения очевидны, так как оно обеспечит:

- возможность целевого технического перевооружения;
- повышение уровня специализации и увеличение загрузки мощностей технологических центров;
- рост квалификации персонала и увеличение производительности труда;
- снижение затрат их окупаемость с учетом дополнительных внешних заказов;

Разделение, выделение структур из предприятия — это выделение из его состава оперативно самостоятельных юридических лиц (дочерних и зависимых предприятий), бывших подразделений и структурных единиц, которые до сих пор имели определенную специализацию. Чаще всего эта операция осуществляется в форме учреждения подконтрольных дочерних обществ на базе имущества, имеющегося у предприятия. Данная процедура реорганизации проводится посредством передачи в уставный фонд учреждаемого предприятия части имущества в соответствии с его текущим стоимостным эквивалентом или предоставления дочерней фирме доли имущества в форме продлеваемой долгосрочной аренды, плата за которую в действительности не будет взиматься. Она определяет величину взноса в уставный фонд учреждаемого предприятия, и капитализируется с течением времени.

Кроме этого, возможно приобретение относительно небольшой части акций (паев) вновь учреждаемого (оформляемого как самостоятельное) дочернего предприятия за «живые» деньги.

Балансы выделенных предприятий подлежат консолидации в единый баланс материнской компании, холдинга, корпорации.

Итак, можно подчеркнуть экономическую обоснованность дробления крупных предприятий. В результате выделяются отдельные, имеющие самостоятельный баланс предприятия, которые специализируются на коммерчески перспективных бизнес-проектах. Инвесторы, заинтересованные в указанных проектах получают большие гарантии эффективности своих финансовых вложений. Во-первых, предоставленные кредиты или

вклады в приобретение акций (паев) новых предприятий не будут «размазаны» в многопрофильной материнской компании. Во-вторых, если материнская компания находится в кризисном состоянии, инвесторы могут быть спокойны том отношении, что их вложения в конкретный бизнес-проект не будут использованы для покрытия первоочередных просроченных задолженностей неплатежеспособного предприятия. В-третьих, финансовое оздоровление крупного предприятия может быть облегчено выделением заведомо коммерчески неперспективных структурных подразделений. Если они станут кандидатами на банкротство, это только в некоторой мере затронет имущество выделившей их из своего состава материнской компании, так как учредители несут лишь ограниченную ответственность за долги. Если же выделенное предприятие станет прибыльным, владельцы материнской компании смогут получить дополнительную выгоду в форме доходов от вложений в уставный капитал этого предприятия.

Независимо от того, кто выступает инициатором реорганизации, целью ее является повышение эффективности деятельности и увеличение рыночной стоимости предприятия. Стоимостный анализ позволяет определить обоснованную рыночную стоимость, которая необходима для осуществления планируемой деятельности нового предприятия, а ресурсы, не являющиеся необходимыми для выполнения основных задач реорганизуемого предприятия, обратить в денежный поток. Для этого необходимо провести оценку рыночной стоимости рассматриваемого предприятия, тщательно исследуя каждую бизнес-единицу и все принадлежащие ей активы существенного размера. Затем выбирается путь, позволяющий не только улучшить характеристику денежных потоков от производственной деятельности, но и определить рыночную стоимость тех ресурсов, от которых можно и нужно избавиться.

Важным вопросом в процессе реорганизации предприятий является выбор методологического подхода к определению их рыночной стоимости. Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в России, требует использовать как минимум два метода в рамках трех традиционных подходов к оценке стоимости: затратного, доходного и сравнительного. При этом система оценочного менеджмента, направленного на достижение эффективности проводимых реорганизационных мероприятий, может использовать любые методы оценки.

Для правильного выбора методов необходимо предварительно конкретизировать ситуацию оценки, определяя цель реорганизации, характеристику объекта оценки и временной фактор.



В случае, если существует рынок бизнеса, подобный оцениваемому, можно использовать для определения рыночной стоимости один из методов сравнительного или (рыночного) подхода, базирующегося на выборе сопоставимых объектов, уже проданных на данном рынке.

Определенные виды предприятий, имеющие коммерческий потенциал, как правило, оцениваются с использованием методов доходного подхода.

Если не представляется возможным использовать доходный и сравнительный подход, то применимы методы затратного подхода. Это вызвано необходимостью инвестиций в оцениваемое предприятие (подразделение), а оценка может производиться на основе определения стоимости строительства.

Доходный подход предусматривает использование:

- *метода капитализации.* Метод применяется к тем предприятиям, которые успели накопить активы в результате капитализации их в предыдущие периоды; иными словами, этот метод наиболее адекватен оценке «зрелых» и стабильных предприятий.

- *метода дисконтированных денежных потоков.* Метод ориентирован на оценку действующего предприятия, которое и дальше предполагает функционировать. Он применим и для оценки молодых предприятий, не успевших заработать достаточной величины прибыли для капитализации в дополнительные активы, но которые, тем не менее, имеют перспективный продукт и обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с существующими и потенциальными конкурентами.

Затратный подход использует:

- *метод чистых активов.* Метод применим для случая, когда оценивается сложный и уникальный объект, аналога, которому не существует, а инвестор намеревается закрыть предприятие (подразделение).

- *метод ликвидационной стоимости.*

При сравнительном подходе используются:

- *метод рынка капитала.* Метод ориентирован на оценку предприятия, которое продолжает функционировать и приносить доход.

- *метод сделок.* Метод применим для случая, когда инвестор намеревается закрыть предприятие либо существенно сократить объем его выпуска.

- *метод отраслевых коэффициентов.* Метод ориентирован на оценку перспективного предприятия, которое продолжает функционировать.

Оценка рыночной стоимости предприятия разными методами приводит к необходимости «взвешивания» полученных результатов оценки. При этом весовые коэффициенты значимости оценок определяются степенью доверия специалиста к соответствующему методу. Окончательная оценка стоимости предприятия (бизнеса) может быть определена по формуле:

$$V = \sum_{i=1}^n V_i Z_i \quad (1)$$

где:

$V_i$  — оценка стоимости предприятия (бизнеса)  $i$ -м методом (все применимые методы оценки произвольно нумеруются);

$i = 1, n$  — множество применимых в данном случае методов оценки;

$Z_i$  — весовой коэффициент значимости метода  $i$ -го.

Приведем следующий пример. Предприятие авиационной промышленности (КАПО) планирует отделить структурное подразделение (цех), специализирующееся на вспомогательном производстве. Это подразделение имеет перспективу эффективной хозяйственной деятельности в качестве обособленной бизнес-единицы, по предлагаемой классификационной модели относится к 4 группе.

Выделенное подразделение получает право на самостоятельное привлечение дополнительных источников финансирования текущей и инвестиционной деятельности, а также на использование этих средств исключительно в интересах нового предприятия. Это в совокупности с эффективной производственно-коммерческой деятельностью позволит повысить его инвестиционную привлекательность. Материнская компания в качестве единственного учредителя или одного из учредителей нового юридического лица будет иметь дополнительный доход в виде дивидендов, что может положительно сказаться на ее капитализации.

При оценке бизнеса мы можем применять одну из двух моделей денежного потока: денежный поток для собственного капитала или денежный поток для всего инвестированного капитала. В данном случае сложно представить, какой объем обязательств головного предприятия можно отнести к оцениваемому подразделению, поэтому предлагается использовать модель денежного потока для собственного капитала. Для построения планируемых денежных потоков можно использовать различные методы, в том числе прогнозную оценку по коэффициентам, характеризующим соотношение активов и обязательств к выручке от продаж. Пример расчета денежного потока в предпрогнозном периоде представлен в таблице 3.

Таблица 3.

Расчет денежного потока за 2009 и 2010 год (тыс. руб.):

Показатели	2009 год	2010 год
Стоимость работ для внутреннего потребления (определена, исходя из количества производимой продукции и средних трансфертных цен)	35 600	42 200
Объем реализации сторонним заказчикам	1 200	8 000
Затраты на сырье, материалы, комплектующие	22 080	30 120
Оплата труда производственных рабочих и администрации подразделения, включая отчисления в страховые фонды	6 200	7 800
Амортизационные отчисления	1 400	1 280
Расходы на текущий ремонт оборудования и прочие общепроизводственные расходы	700	880
Общехозяйственные расходы	1 100	1 600
Транспортные расходы, относимые на себестоимость продаж	2 000	2 900
Прибыль до уплаты налога (ЕВТ)	3 320	5 620
Налог на прибыль	664	1 124
Чистая прибыль	2 656	4 496
Денежный поток (CF)	4 056	5 776

Теперь сопоставим представленные результаты расчетов и данные оперативной отчетности предприятия с объемом продаж выделяемого подразделения (табл. 4)

Таблица 4

Динамика экономических показателей выделяемого предприятия  
(в % к объему продаж)

Показатели	2009 год	2010 год	Среднее значение за 2 года
Производственно-коммерческая деятельность подразделения			
Темп роста продаж	-	36%	36%
Выручка (продажи)	100%	100%	100%
Себестоимость продукции (включая амортизацию)	82%	80%	81%

Продолжение таблицы 4

Показатели	2009 год	2010 год	Среднее значение за 2 года
Коммерческие и управленческие расходы	9%	8,9%	8,5%
Амортизация основных средств	7,6%	7,4%	7,5%
Прибыль до уплаты налога	9%	11%	10%
Налог на прибыль	1,8%	2,2%	2%
Чистая прибыль	7,2%	8,9%	8,5%
Имущество, относимое к подразделению			
Оборотные активы, в том числе:	36%	42%	39%
-запасы сырья и материалов	6%	6%	6%
-запасы готовой продукции	10%	18%	14%
-незавершенное производство	12%	10%	11%
-товары отгруженные	8%	8%	6%
Основные средства	50%	34%	

Представим прогнозные значения факторов модели оценки стоимости нового предприятия (табл.5). Для прогноза данных по статьям финансовой отчетности, которые могут появиться у самостоятельного юридического лица, воспользуемся среднестатистическими показателями по предприятию в целом

Таблица 5.

Прогнозные значения факторов модели оценки стоимости, %

Показатели	2011	2012	2013	2014	2015
Темп роста продаж	10	10	10	10	10
Себестоимость/Продажи	81	81	81	81	81
Коммерческие и управленческие расходы/Продажи	7	7	7	7	7
Прочие доходы/Продажи	x	x	x	x	x
Прочие расходы/Продажи	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Прибыль до уплаты налога /Продажи	10	10,5	10	10	10
Налог на прибыль/Продажи	2	2	2	2	2

Продолжение таблицы 5.

Показатели	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Чистая прибыль/продажи	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Готовая продукция/Продажи	14	14	14	14	14
Сырье и материалы/Продажи	6	6	6	6	6
Незавершенное производство/ Продажи	11	11	11	11	11
Товары отгруженные/Продажи	8	8	8	8	8
Дебиторская задолженность/Продажи	15	15	15	15	15
Кредиторская задолженность/Продажи	24	24	24	24	24
Краткосрочные займы и кредиты/Продажи	10	10	10	10	10
Амортизация/Основные средства	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Денежные средства/Продажи	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Незавершенное строительство	x	x	x	x	x
Основные средства/Продажи	42				

На основе прогнозных значений факторов модели можно составить прогнозную финансовую отчетность

Таблица 6.

Статьи финансовой отчетности	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Прибыли и убытки					
Темп роста продаж	10%	10%	10%	10%	10%
Выручка от продаж	55 220,00	60 742,00	66 816,20	73 497,82	80 847,60
Себестоимость продукции, вкл. амортизацию	44 176,00	48 593,60	53 452,96	58 798,26	64 678,08
Коммерческие и управленческие расходы	3 865,40	4 251,94	4 677,13	5 144,84	5 659,33

Продолжение таблицы 6.

Статьи финансовой отчетности	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Амортизация основных средств	1 656,60	1 656,60	1 656,60	1 656,60	1 656,60
Прибыль от продаж	7 178,60	7 896,46	8 686,10	9 554,71	10 510,19
Прочие расходы	828,30	911,13	1 002,24	1 102,46	1 212,71
Налог на прибыль	1 104,40	1 214,84	1 336,32	1 469,95	1 616,95
<b>Чистая прибыль</b>	<b>4 693,70</b>	<b>5 163,07</b>	<b>5 679,37</b>	<b>6 247,31</b>	<b>6 872,04</b>
Активы предприятия					
Оборотные активы, в том числе:	29 266,60	32 193,26	35 412,59	38 953,84	42 849,23
запасы готовой продукции	7 0730,80	8 503,88	9 354,26	10 289,69	11 318,66
запасы сырья и материалов	3 313,20	3 644,52	4 008,97	4 409,86	4 850,85
незавершенное производство	6 074,20	6 681,62	7 349,78	8 084,76	8 893,23
товары отгруженные	4 417,60	4 859,36	5 345,29	5 879,82	6 467,80
дебиторская задолженность	7 730,80	8 503,88	9 354,26	10 289,69	11 318,66
денежные средства	276,10	303,71	334,08	367,48	404,23
Внеоборотные активы, в том числе:	22 088,00	20 431,4	18 774,8	17 118,20	15 461,60
балансовая стоимость основных средств	22 088,00	20 431,4	18 774,8	17 118,20	15 461,60
<b>Всего активы</b>	<b>51 354,60</b>	<b>52 624,66</b>	<b>54 187,39</b>	<b>56 072,04</b>	<b>58 310,83</b>
Обязательства предприятия					
Кредиторская задолженность	13 252,80	14 578,08	16 035,89	17 639,48	19 403,42
Долгосрочные обязательства	х	х	х	х	х
<b>Всего обязательства</b>	<b>13 252,80</b>	<b>14 578,08</b>	<b>16 035,89</b>	<b>17 639,48</b>	<b>19 403,42</b>
<b>Чистые активы предприятия</b>	<b>32 579,80</b>	<b>31 972,00</b>	<b>31 469,88</b>	<b>31 082,79</b>	<b>30 822,64</b>

Теперь на основе прогнозной финансовой отчетности можно построить денежный поток для собственного капитала на прогнозный период (табл.7).

Таблица 7.

## Расчет денежного потока для собственного капитала за 2011-2015г.г.

Показатели	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Чистая прибыль	4693,70	5163,07	5679,38	6247,31	6872,05
Амортизация	1656,60	1656,60	1656,60	1656,60	1656,60
Показатели	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Прирост оборотных активов	13006,90	2926,66	3219,33	3541,26	3895,38
Прирост кредиторской задолженности	18774,80	1877,48	2065,23	2271,75	2498,93
Денежный поток ( <i>CF</i> )	12118,20	5770,49	6181,88	6634,41	7132,19
Ставка дисконтирования ( <i>r</i> )	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Дисконтированный денежный поток ( <i>DCF</i> )	10630,00	4440,20	4172,59	3928,10	3704,23
Текущая стоимость в прогнозном периоде ( <i>P<sub>dcf</sub></i> )	26875,14				
Текущая стоимость в постпрогнозном периоде ( <i>Pdt</i> )	101 861,00				
Текущая рыночная стоимость	128 736, 14				

Текущая стоимость денежных потоков в прогнозном периоде определяется по формуле

$$P_{dcf} = \sum \frac{DCF}{(1+r)^t} \quad (2),$$

где:

$(1+r)^t$  - коэффициент дисконтирования соответствующего периода;

$r$  - ставка дисконтирования (14%), принятая для расчетов.

Расчет терминальной рыночной стоимости предприятия производится по формуле

$$P_t = \frac{CF_{(t+1)}}{(r-g)} \quad (3),$$

где

$P_t$  – стоимость в постпрогнозный период;

$CF_{(t+1)}$  – денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

$r$  – ставка дисконта;

$g$  – долгосрочные темпы роста денежного потока.

Для определения текущей стоимости в постпрогножном периоде ( $P_{dt}$ ), необходимо полученное значение привести к настоящему моменту времени.

Таким образом, рыночная стоимость выделяемого из структуры КАПО предприятия, рассчитанная с применением метода дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода составила 128 736, 14 тыс. руб.

Метод чистых активов определил рыночную стоимость предприятия на уровне 32 579,80 тыс. руб. Это стоимость чистых активов предприятия в 2011 году, то есть на момент перехода права собственности на имущество.

Считаем, что оба метода имеют равновесное значение при определении показателя рыночной стоимости предприятия. Таким образом, рыночная стоимость выделяемого дочернего общества 80 657 тыс. руб.

Полученное значение текущей рыночной стоимости нового предприятия представляет собой, по сути, совокупность вложений головного предприятия не только в имущество выделяемой структуры, а также в ее научно-технологический, производственный, кадровый, организационный потенциал.

Представленная в статье оценочная модель позволяет предусмотреть соответствующий отток денежных средств на инвестиции в развитие производственной мощности подразделения, а также соответствующим образом изменить ее переменные показатели. В результате подстановки новых параметров в модель будет получено новое значение рыночной стоимости. Таким образом, используя предложенную модель в стоимостном анализе, руководство предприятия получает возможность оценить степень влияния того или иного управленческого решения с точки зрения его влияния на рыночную стоимость нового предприятия.

Затраты головного предприятия на создание и поддержание выделяемого подразделения должны окупиться будущими доходами нового предприятия. Только в этом случае можно сделать вывод об эффективности проводимой реорганизации. Текущая рыночная стоимость подразделения является, по сути, отражением фактических инвестиционных затрат головного предприятия с учетом заложенного в подразделение потенциала. Возможности возмещения инвестиций зависят от организационно-правовых



отношений, устанавливаемых между предприятием и выделяемым подразделением в процессе реорганизации. Если имущество передается на правах долгосрочной аренды, то арендные платежи, выплачиваемые выделяемым предприятием, с течением времени окупят затраты инвестора. При этом немаловажно, что расходы на аренду приносят налоговые льготы арендатору, так как включаются в состав себестоимости продаж и уменьшают налогооблагаемую прибыль предприятия.

В случае, когда основные активы безвозмездно передаются в полное ведение, то есть с переходом права собственности на имущество к выделяемому предприятию, то наиболее приемлемым способом возмещения затрат головного предприятия являются выплачиваемые доходы от участия в капитале.

#### Библиографический список:

1. Гражданский Кодекс РФ, ст.57.
2. Федеральный Закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» ст.15.
3. Журнал «Авиаиндустрия», 2010 г.
4. [www.uacrussia.ru](http://www.uacrussia.ru)
5. [www.aviaprom.ru](http://www.aviaprom.ru)
6. А.Н. Трошин, Е.Н. Никулина, Е.В. Тарасова, В.И. Фомкина «Теоретические основы управления капиталом компаний»; Изд-во «МАИ-ПРИНТ», Москва, 2008 г.
7. С.В. Валдайцев «Оценка бизнеса», Изд-во «Проспект», Москва, 2008 г.
8. Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин «Стоимость компаний: оценка и управление» (переиздание), ЗАО «Олимп-Бизнес», Москва, 2008 г.

Фомкина Валентина Ивановна, профессор Московского авиационного института (государственного технического университета),

тел. 8-499-158-48-68, e-mail: [Kaf508@mai.ru](mailto:Kaf508@mai.ru),

Москвичёва Наталья Валерьевна старший преподаватель Московского авиационного института (государственного технического университета);

тел. 8-985-928-13-25, e-mail: [Kaf508@mai.ru](mailto:Kaf508@mai.ru),