

ТАЛЛИНСКИЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Экономический факультет

Институт экономической теории и финансов

Кафедра финансов и банковского дела

Jekaterina Skirko

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ПРИМЕРЕ**

**PREMIA FOODS AS**

Бакалаврская работа

Руководитель: доцент Ильзия Ахмет

Таллинн 2015

Olen koostanud töö iseseisvalt.

Töö koostamisel kasutatud kõikidele teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele on viidatud.

Jekaterina Skirko .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 093894

Üliõpilase e-posti aadress: jekaterina.skirko@gmail.com

Juhendaja dotsent Ilzija Ahmet:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

## СОДЕРЖАНИЕ

ВСТУПЛЕНИЕ .....	5
1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ .....	8
1.1. Понятие оценки стоимости предприятия и цели ее проведения.....	8
1.2. Факторы, влияющие на стоимость предприятия .....	11
1.3. Методы оценки стоимости предприятия .....	13
1.4. Особенности методов оценки .....	16
1.5. Метод дисконтирования денежных потоков.....	18
1.5.1. Построение прогнозного денежного потока .....	18
1.5.2. Средневзвешенная цена капитала .....	21
1.6. Рыночный подход в оценке стоимости предприятия .....	24
2. ОБЗОР ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ PREMIA FOODS AS.....	26
2.1. Обзор деятельности предприятия Premia Foods AS .....	26
2.2. Анализ основных финансовых показателей предприятия Premia Foods AS .....	27
2.3. Обзор деятельности сегментов предприятия Premia Foods AS.....	32
2.4. Обзор экономики Эстонии.....	34
3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ PREMIA FOODS AS.....	36
3.1. Построение прогнозного денежного потока .....	36
3.2. Расчет средневзвешенной цены капитала .....	39
3.3. Оценка стоимости Premia Foods AS методом дисконтированных денежных потоков.....	41
3.4. Сравнительная оценка стоимости Premia Foods AS.....	43
3.5. Сравнение результатов оценки.....	45
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	47
SUMMARY .....	49
СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	51
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	54

Приложение 1. Предложенные на выбор 13 моделей оценки.....	54
Приложение 2. Баланс Premia Foods AS за 2009-2013 года (тыс. евро) – (1) .....	55
Приложение 2. Баланс Premia Foods AS за 2009-2013 года (тыс. евро) – (2) .....	56
Приложение 3. Отчет о прибылях и убытках предприятия Premia Foods AS за 2009-2013 года (тыс. евро) .....	57
Приложение 4. Структура предприятия Premia Foods AS .....	58
Приложение 5. Формулы расчета финансовых показателей.....	59
Приложение 6. Прогноз баланса Premia Foods AS за 2014-2019 года (в евро).....	60
Приложение 7. Прогноз отчета о прибылях и убытках предприятия Premia Foods AS за 2014-2019 года (в евро) .....	61
Приложение 8. График изменения показателя по 10-ти летним облигациям Германии за 2012-2014 года (в %) .....	62

## **ВСТУПЛЕНИЕ**

В современной активно формирующейся экономической среде для ее участников существует весьма жесткая обстановка функционирования. Сохранять же и укреплять свои конкурентные позиции способны только те фирмы, чье руководство заботит качественный и количественный рост предприятия, вынуждая отслеживать принятие грамотных стратегических и управленческих решений. Помощью в осуществлении этого послужит качественный анализ деятельности фирмы, рассмотрение ее сильных и слабых сторон, вероятных угроз в будущем, а также перспектив развития.

Одной из возможностей достижения этих целей является адекватная оценка стоимости предприятия. Кроме того, необходим анализ факторов, воздействующих на его стоимость с тем, чтобы принятие уже новых управленческих решений непременно привело предприятие к решению одной из главных задач – максимизации стоимости фирмы и повышение благосостояния ее собственников.

Наиболее актуальной эта тема стала в связи с экономическим кризисом, оставившим огромный отпечаток на деятельности многих предприятий и инвесторах, которые наряду с собственниками предприятия не в меньшей степени заинтересованы в результатах оценки стоимости бизнеса. Если же эта оценка в итоге дает результаты ниже ожидаемых, то данное предприятие теряет всю свою инвестиционную привлекательность, что отрицательно сказывается и на собственниках. Таким образом, оценка стоимости является отражением результатов деятельности предприятия и напрямую влияет на привлекательность предприятия на рынке.

В процессе оценки стоимости острой является проблема выбора входных данных и методов, поэтому необходимо уделить этому особое внимание. Любые применяемые и упомянутые в современной теории подходы в оценке стоимости предприятия имеют как преимущества, так и недостатки. Кроме того, результаты оценки основываются, как правило, на ряде предположений, имеющих разную степень неопределенности. Таким образом, от специалиста, проводящего оценку, требуется

четкое понимание факторов, влияющих на результаты оценки, знание разных методик и подходов, а также высокий профессионализм.

Объектом исследования представленной работы является Premia Foods AS. На конец сентября 2014-го года данное предприятие позиционировало себя одним из крупнейших в секторе пищевой промышленности в странах Балтии и в скандинавском регионе (Premia Foods AS kodulehekülg).

Исследуемое предприятие в своей деятельности стремилось удерживать позиции среди тройки лидирующих на рынке мороженого и замороженных изделий. Фирма старалась смотреть на свою деятельность глазами клиентов и исходить из их предпочтений при создании собственных стратегий и планов. Предприятие стремилось повысить эффективность своей деятельности, дабы обеспечить высокую репутацию предоставляемой продукции, услуг и работников в глазах клиентов, потребителей и инвесторов. (Premia Foods AS majandusaasta...) Однако в октябре текущего года Premia Foods AS приняла решение продать свои дочерние предприятия, связанные с производством и продажей мороженого и замороженных товаров, изменив при этом название на PRFoods AS. Таким образом, основной деятельностью компании стало рыбноводческое хозяйство, а также производство и продажа рыбной продукции. (Premia Foods AS kodulehekülg) В связи с этими событиями и совершенной недавно сделкой и строятся цели данного исследования.

Целью данной бакалаврской работы является оценка стоимости всего предприятия Premia Foods AS, а также сегментов по производству и продаже мороженого и замороженных товаров, используя для этого определенные методы оценки стоимости предприятия. Исходя из результатов анализа, будет определена действительная стоимость фирмы, а также произведена сравнительная оценка действительной стоимости проданных сегментов с их ценой приобретения.

Для достижения поставленных целей были поставлены следующие задачи:

- обзор понятия и методов оценки стоимости предприятия,
- определение финансового состояния предприятия Premia Foods AS,
- составление финансовых прогнозов Premia Foods AS,
- оценка стоимости предприятия Premia Foods AS на основе модели дисконтированных денежных потоков и рыночного подхода в оценке стоимости предприятия,

- составление выводов на основании результатов оценки.

В соответствии с поставленными задачами, данная работа состоит из трех основных частей. В первой части дается теоретический обзор оценки стоимости предприятия и используемых методов и подходов. Во второй части делается обзор предприятия Premia Foods AS и сферы его деятельности. На основе предыдущих двух строится уже финальная часть работы, в которой проводится прогноз будущего финансового состояния предприятия, производится расчет его стоимости, а также дается сравнительная оценка проданных сегментов с их рыночной ценой в совершенной сделке.

Исследование выбранной темы осуществляется при помощи следующих методов: сбор данных, анализ финансовых коэффициентов, доходный и рыночный метод оценки, сравнительный анализ, метод обобщения полученных данных.

Основными источниками, которыми пользовался автор для написания данной работы, послужила литература по инвестиционной оценке, финансовому анализу и менеджменту, электронные источники и статистические данные, а также годовые отчеты предприятия. На все использованные источники информации даны ссылки в тексте, а также их можно найти в списке использованной литературы.

# 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ

В данной главе дается теоретический обзор понятия оценки стоимости предприятия, рассматриваются используемые для этого методы, а также факторы, влияющие на стоимость предприятия.

## 1.1. Понятие оценки стоимости предприятия и цели ее проведения

Стоимость предприятия – всеобъемлющий показатель, отражающий успешность деятельности фирмы и результативность деятельности менеджеров. С ростом стоимости фирмы увеличивается и рыночная стоимость собственного капитала, вложенного в нее акционерами, что повышает инвестиционную привлекательность бизнеса и, к примеру, позволяет получить доход от перепродажи принадлежащих акционерам долей. (Бочаров *et al* 2009, 3) «Использование показателя стоимости в качестве характеристики конкурентоспособности предприятия объясняется тем, что для собственников стоимость предприятия является единственным критерием оценки его финансового благополучия, свидетельствуя об эффективности управления бизнесом» (Байраншин 2011, 67-68).

Оценка стоимости бизнеса представляет собой целенаправленный последовательный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на него факторов времени в условиях конкретного рынка (Грязнова *et al* 2003, 10). Однако итоговый результат, полученный при определенном методе оценивания (о методах будет говориться подробнее в следующих параграфах), неизбежно имеет субъективный оттенок, так как он отмечен влиянием привнесенных в процесс предубеждений оценщика (Damodaran 2002, 2). Обоснованность и достоверность оценки во многом зависит от того, насколько правильно определена область использования оценки и выявлены заинтересованные в ней стороны (Грязнова *et al* 2003, 23). Таким образом, на основании уже выявленных

потенциальных участников процесса оценки возможно выяснить и какие цели они будут преследовать (Dzyuma 2012).

Разные авторы выделяют различные цели оценки стоимости предприятия. Так, например, D. Frykman и J. Tolleryd выделяют только четыре ситуации, при которых необходимо производить оценку стоимости, а именно (2003, 12):

- привлечения капитала для развития и роста,
- создания программы поощрения для привлечения новых и удержания старых работников,
- ликвидации, поглощения, слияния или продажи предприятия,
- управления процессом IPO (первичное размещение ценных бумаг).

В литературе предлагается гораздо больший спектр целей оценки стоимости предприятия, например, к ранее указанным целям могут быть добавлены следующие (Чеботарев 2009, 12-13; Грязнова *et al* 2003, 21-22):

- улучшение процесса, текущего управления предприятием для увеличения его стоимости,
- определение стоимости активов в процессе страхования имущества предприятия, оценки залога при кредитовании и налогооблагаемой базы для исчисления налога на недвижимость,
- осуществление инвестиционного проекта развития бизнеса и принятия обоснованных управленческих решений.

В таблице 1 представлена систематизация целей проведения оценки предприятия уже по критерию его участников (Есипов *et al* 2006, 19).

Таблица 1. Примерная классификация целей оценки бизнеса со стороны различных субъектов

Субъект оценки	Цели оценки
Предприятие как юридическое лицо	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Обеспечение экономической безопасности;</li> <li>- Разработка планов развития предприятия;</li> <li>- Выпуск акций;</li> <li>- Оценка эффективности менеджмента.</li> </ul>
Собственник	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Выбор варианта распоряжения собственностью;</li> <li>- Составление объединительных и разделительных балансов при реструктуризации;</li> <li>- Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли;</li> <li>- Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия.</li> </ul>
Кредитные учреждения	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Проверка финансовой дееспособности заемщика;</li> <li>- Определение размера ссуды, выдаваемой под залог.</li> </ul>
Страховые предприятия	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Установление размера страхового взноса;</li> <li>- Определение суммы страховых выплат.</li> </ul>
Фондовые биржи	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Расчет конъюнктурных характеристик;</li> <li>- Проверка обоснованности котировок ценных бумаг.</li> </ul>
Инвесторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Проверка целесообразности инвестиционных вложений;</li> <li>- Определение допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в инвестиционный проект.</li> </ul>
Государственные органы	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Подготовка предприятия к приватизации;</li> <li>- Определение облагаемой базы для различных видов налогов;</li> <li>- Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства;</li> <li>- Оценка для судебных целей.</li> </ul>

Источник: (Есипов *et al* 2006, 19)

Несмотря на разное видение, авторы сходятся во мнение, что первостепенной задачей является выявление субъектов, со стороны которых производится оценка, а затем и четкая, грамотная формулировка цели, которая уже в свою очередь позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости и выбрать метод оценки.

Для данного исследования главной целью будет нахождение действительной стоимости всего предприятия, а также его отдельных сегментов в частности, и определение на этой основе эффективности совершенной недавно сделки по купле-продаже сегментов предприятия.

## 1.2. Факторы, влияющие на стоимость предприятия

Эффективность процесса оценки стоимости компании во многом зависит не только от выбранных стратегических целей, но и от того, насколько правильно руководство сможет расставить приоритеты и определить факторы, воздействующие на стоимость (Бочаров *et al* 2009, 15). Влияние того или иного фактора может как увеличивать, так и уменьшать стоимость компании, следовательно, как результат, отражаться на конечном результате оценки (Грязнова *et al* 2003, 29).

Возможно выделить следующие основные факторы, определяющие стоимость бизнеса (Бочаров *et al* 2009, 15):

- рыночная конъюнктура,
- будущие выгоды от владения оцениваемым бизнесом,
- затраты на создание аналогичных предприятий,
- риск получения доходов,
- степень контроля над бизнесом и степенью ликвидности активов,
- ликвидность бизнеса.

Причем основополагающими он выделяет факторы именно со стороны спроса и предложения. Спрос обуславливается потребительскими предпочтениями, зависимыми от доходов, которые приносит данный бизнес собственнику, и сопряженных с этим рисков. Проще говоря, спрос зависит от ценовой политики предприятия и качества предоставляемой им продукции. (Ibid)

В.Щербаков и Н.Щербакова считают, что при определении стоимости бизнеса необходимо проводить анализ как микро-, так и макроэкономических факторов (2006, 20). В другом источнике также утверждается, что стоимость бизнеса следует определять не только внутренними факторами, но во многом и внешними. Стоимость предприятия, его имущества в высокой степени зависит от состояния внешней среды, уровня политической и экономической стабильности в стране. Изменения политических, экономических и социальных сил со стороны государства в целом непосредственно влияют на конъюнктуру рынка и уровень цен, а, следовательно, и на спрос в частности. (Грязнова *et al* 2003, 31-32)

В ходе изучения иноязычных материалов, автором работы было выявлено, что многие статьи ссылаются на необходимость взять за основу факторы, указанные в

предписании 59-60 государственного органа США IRS<sup>1</sup>. Данное постановление во многих источниках указывается в качестве основы теории оценки бизнеса, а США служит колыбелью многих экономических теорий. Согласно данному постановлению, ключевыми факторами в оценке служат:

- характер бизнеса и его история с начала основания,
- перспективы развития экономики в целом и состояние и перспективы развития конкретной отрасли, в частности,
- балансовая стоимость акций и других ценных бумаг, а также финансовое состояние бизнеса в целом,
- рентабельность предприятия,
- платежеспособность дивидендов,
- наличие деловой репутации, коммерческого опыта и другой нематериальной ценности,
- продажи акций и других ценных бумаг и размер пакета акций и других ценных бумаг, подлежащих оценке,
- рыночная цена акций других предприятий, находящихся в той же или аналогичной отрасли бизнеса.

И действительно, если взглянуть на предлагаемые другими авторами факторы, влияющие на оценку бизнеса, то они в той или иной степени перекликаются с постановлением IRS. Так, например, предложение В.Щербакова и Н.Щербаковой учитывать влияние фактора конкурентной борьбы в отрасли пересекается с фактором перспективы развития конкретной отрасли, указанным IRS. И таких примеров много.

Так или иначе, рассмотрение факторов является важной составляющей в оценке бизнеса и необходимо, чтобы оценка каждого из факторов была обоснована с учетом здравого смысла и информированности.

---

<sup>1</sup> Internal Revenue Service - государственный орган Федерального правительства США, занимающийся сбором налогов и контролирующей соблюдение законодательства о налогообложении

### 1.3. Методы оценки стоимости предприятия

К сожалению, в настоящее время не существует единой модели, которая могла бы стать универсальной независимо от ситуаций и факторов влияния и выдавать точные значения. Также не один из методов не может предсказать экономическую ситуацию в стране, политические изменения и изменения в экономическом цикле. (Dzyuma 2012) Аналитики предоставляют ряд классификаций относительно методов оценки стоимости предприятия. Однако традиционно разделение идет все же на три главные группы: на основе чистых активов (затратный подход), на основе модели дисконтированных денежных потоков (доходный подход) и сравнительная оценка (рыночный подход) (Anderson 2005, 268). Damodaran и многие другие авторы выделяют еще одну группу, основанную на оценке условных требований (опционный подход) (2002, 28-29).

Есть также и огромное количество смешанных методов, основанных на пересечении групп. С одной стороны, разнообразие этих подходов дает возможность оценщику выбрать один нацеленный непосредственно на деятельность оцениваемого предприятия, но с другой стороны из-за разнообразия, опять же встает вопрос в выборе самой подходящей и точной из методик (Dzyuma 2012). Как говорилось ранее, выбор подходов и методов в первую очередь должен опираться на особенности процесса оценки, экономические особенности оцениваемого объекта и цели оценки. Это важно, так как на практике разные подходы могут давать совершенно различные результаты оценки и показатели стоимости. Причиной служит то, что рынки являются несовершенными, а предложение и спрос не находятся в равновесии, кроме того, потенциальные пользователи могут иметь в наличии недостоверную информацию, а производители могут быть неэффективны и т.д. (Щербаков, Щербакова 2006, 64)

Далее каждый из четырех подходов рассматриваются более подробно.

*При затратном подходе* к оценке стоимости бизнеса принимаются в расчет активы и обязательства, приобретенные предприятием за период своей деятельности на основе принципа замещения (Байраншин 2011, 69). Данный подход предполагает, что инвестор согласен платить за актив не больше, чем требуется затрат на замещение основных долей актива. С использованием данного метода активы и обязательства предприятия рассчитываются по рыночной стоимости. Нередко при затратном подходе достаточно сложно получить надежный результат из-за высокого уровня инфляции,

постоянно меняющихся технологических процессов, изменения конъюнктуры рынка. (Dagiliene *et al* 2006, 29-30) Как результат, если оценщиком не будут произведены корректировки статей баланса, конечный результат не будет соответствовать и рыночной стоимости (Бочаров *et al* 2009, 74). Таким образом, использование данного подхода в качестве единственно при оценке предприятия не допускается. Кроме того, его достаточно сложно применять к компаниям, чьи данные бухгалтерского учета бедны. Поэтому затратный подход нередко применяют лишь для оценивания холдинговых компаний. (Dagiliene *et al* 2006, 29-30)

*Доходный подход* основывается на допущении, что стоимость фирмы может быть найдена как сумма доходов, приносимых владельцу. Данный подход рассматривает будущие доходы фирмы путем нахождения стоимости прогнозируемых денежных потоков по рациональной ставке дисконтирования на данный момент времени. Согласно данной теории доход, полученный в подлинный момент времени, имеет для инвестора большую ценность, чем такой же доход, ожидаемый в будущем. (Байраншин 2011, 68) Таким образом, данный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов. Любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в итоге приобретает не набор активов, а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства, заработать прибыль и как результат, увеличить свое благосостояние. (Бочаров *et al* 2009, 46)

*Рыночный подход* к оценке стоимости бизнеса осуществляется при сопоставлении объекта оценки с теми объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок, осуществленных с ними (Байраншин 2011, 69). При данном подходе оценка бизнеса производится на основе сравнения сделок купли-продажи со сделками аналогичных предприятий (Dagiliene *et al* 2006, 31). Таким образом, эффективным этот подход будет при наличии активного рынка сопоставимых объектов собственности (Грязнова *et al* 2003, 109). Верность оценки же зависит от точности и качества выбранных данных (Dagiliene *et al* 2006, 31). Результативность такого подхода снижается в случае, если сделок было недостаточно, если момент их совершения и момент оценки разделяет длительный период времени или если рынок находится в неустойчивом состоянии, что может привести к искажению показателей (Грязнова *et al* 2003, 109). Согласно Damodaran, при рыночном подходе производится оценка на базе определения ценности актива в сравнении со

схожими, объединяя их общей переменной (например, доходами, денежными потоками, балансовой стоимостью, объемом продаж). Для данного подхода характерно использование таких мультипликаторов, как соотношение цены к прибыли, к балансовой стоимости, к продажам и т.д. (2002, 23-24)

*Опционный подход* представляет собой некую производную от стандартной модели дисконтированных денежных потоков. Однако при опционном подходе предусмотрена вероятность изменения управленческих решений по мере появления новой информации в будущем. (Copeland *et al* 2000, 130-131) Этот метод позволяет при оценке учитывать такие аспекты, как гибкость реализации, высокий риск и возможность получения новой информации. Наиболее часто данная концепция оценки используется, когда предприятие вступает в новую область деятельности, которая связана с риском активной реакции рынка на предложение данного предприятия. (Dzyuma 2012)

Каждый из подходов может быть представлен несколькими моделями, как представлено на рисунке 1.

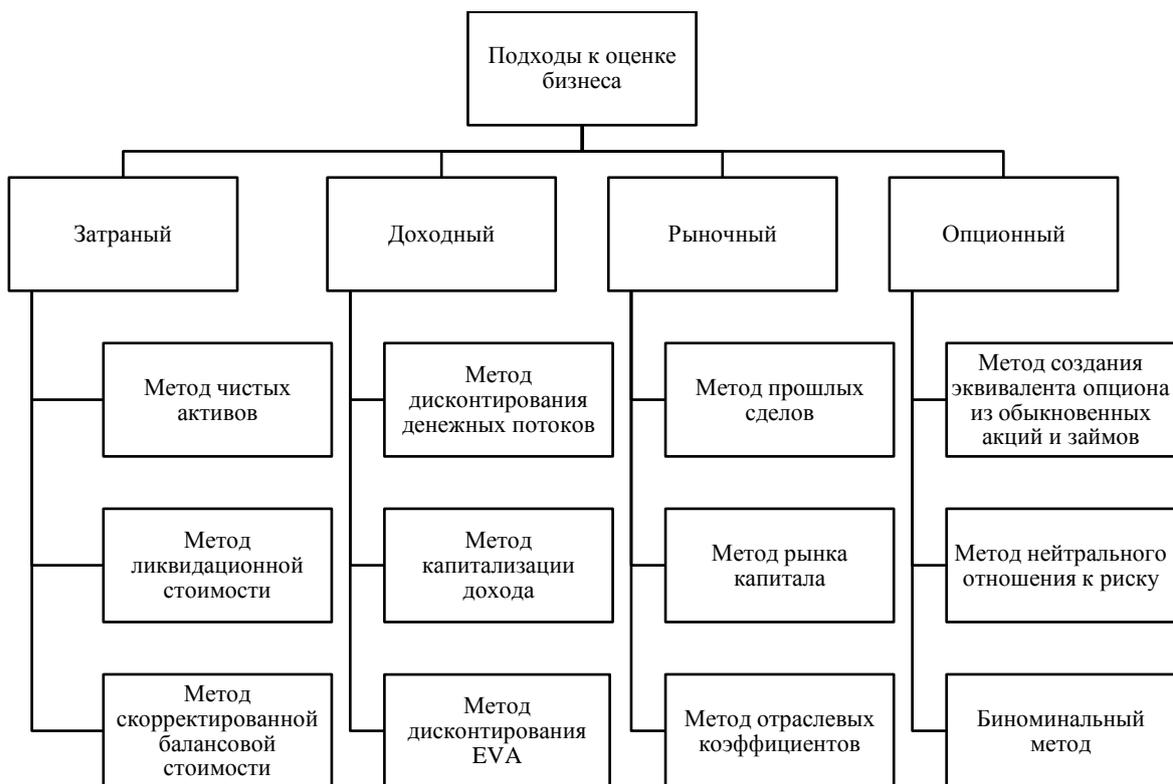


Рисунок 1. Подходы и методы оценки стоимости предприятия  
 Источник: (Байраншин 2011, 68)

В своей статье P.Anderson еще раз выделяет тот факт, что ни один из подходов не является идеальным. Поэтому он проводит анализ «слабостей», которые могут быть присущи каждому из трех основных подходов (затратный, доходный, рыночный). Однако он не подрывает надежность ни одного из них, лишь указывает на недостатки и делает рекомендации, в каком случае необходимо использовать тот или иной из подходов. (2005)

Так, согласно P.Anderson, главным недостатком затратного подхода является то, что при проведении оценки стоимости предприятия зачастую не берутся во внимание его нематериальные активы и его деловая репутация. Кроме того, данный подход основан на использовании прошлых данных и в некоторой степени не учитывает перспективы развития предприятия. (2005)

Недостатки доходного же подхода связаны, по мнению автора статьи, со сложностью прогнозирования и трудоемкостью расчетов, кроме того результаты оценки будут носить лишь вероятностный характер (Ibid).

Говоря о рыночном подходе, главной проблемой видится получение финансовой информации. Так как данная методика основана на сравнении предприятий-аналогов, то необходимость наличия разносторонней информации первостепенна, но данная финансовая информация не всегда есть в открытом доступе. И также как и затратный подход, рыночный не учитывает перспективы развития предприятия. (Ibid)

Тему «слабостей» опционного подхода в своей статье затрагивает Dzyuma. Согласно ее выводам, главным недостатком данного подхода служат проблемы расчета. Данная методика требует применения сложных математических формул, которые зачастую могут быть корректно применены лишь людьми со специальным математическим образованием. (2012)

#### **1.4. Особенности методов оценки**

Сравнение относительной полезности того или иного метода оценки стоимости предприятия не раз становилось темой исследования в последние годы. Так S.Imam, R.Barker и C.Clubb в статье «The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts» проводят исследование касаясь предпочтений британских аналитиков при выборе

моделей оценки бизнеса. В ходе работы было опрошено 35 финансовых аналитиков из пятнадцати топовых фирм разных секторов. Кроме того, было изучено около сотни финансовых отчетов с целью выяснить, какому из методов оценки опрашиваемые отдают свое предпочтение и почему. (2011)

S.Imam, R.Barker и C.Clubb предложили на выбор 13 моделей оценки, разделив их на две группы: сравнительно простые в использовании модели и модели высокой степени сложности (приложение 1). К первой группе они отнесли модели, цель которых состоит, как правило, в выяснении внутренней стоимости фирмы, т.е. на фундаментальном уровне. Ко второй же группе принадлежат модели, которые, задействовав различные мультипликаторы, дают оценку фирме, основываясь на оценках стоимости фирм-аналогов, присутствующих на рынке. (Imam et al 2011)

Результаты же показали, что ни одна из двух групп не является доминирующей. Большинство опрошенных предпочитают использовать несколько моделей оценки, отталкиваясь от многомерности факторов, влияющих на результат.

S.Imam, R.Barker и C.Clubb выяснили, что первичным выбором, как правило, является модель оценки DCF (доходный подход и модель дисконтированных денежных потоков) из первой группы, вторичным выбором же является модель P/E (рыночный подход и модель с использованием мультипликатора соотношения «цена/прибыль») из группы номер два. Результаты исследования показали, что именно эти две модели являются наиболее используемыми. По мнению многих аналитиков, модель DCF хороша тем, что позволяет провести фундаментальную оценку фирмы, в то время как модель P/E является наиболее эффективной, если необходимо провести быстрый анализ в сравнении с другими компаниями. (Imam et al 2011)

Еще одно похожее исследование было проведено в 2013 году авторами S.Imam, J.Chan и S.Shah. Кроме всего прочего, они также пытались выяснить, каким моделям оценки стоимости отдают свое предпочтение аналитики Европы, так как зачастую предпочтения специалистов континентальной Европы отличаются от стран с уклоном на англо-саксонскую экономику. Результаты же показали, что и аналитики континентальной Европы также выбирают фундаментальные модели оценки стоимости приоритетными. На практике аналитики зачастую используют и модели оценки стоимости, включающие ценовые мультипликаторы, но лишь в качестве замены фундаментальным. (Imam et al 2013)

Таким образом, исходя из результатов исследований, можно сделать вывод, что отталкиваясь от целей проведения оценки стоимости компании и имеющихся в наличии данных аналитики привлекают довольно большой спектр моделей. Кроме того, многие сходятся во мнении, что использование разных моделей оценки в комбинации, а не по отдельности позволяет дать наиболее объективный результат.

Для исследуемого предприятия были выбраны доходный и рыночный подходы. При первом – рассмотрена модель нахождения стоимости с помощью дисконтированных денежных потоков, так как именно она позволяет провести фундаментальную оценку фирмы. При втором подходе применяется модель с использованием мультипликаторов, позволяющая провести сравнительный анализ на основе совершенной недавно сделки. Результаты данных подходов помогут наилучшим образом оценить действительную стоимость исследуемого предприятия и достичь поставленных автором целей.

## **1.5. Метод дисконтирования денежных потоков**

Несмотря на разнообразие моделей оценки, данный подход является наиболее популярным (Damodaran 2002, 14). Данный метод подразумевает, что потенциальный инвестор не заплатит за предложенный бизнес цену большую, чем стоимость будущих доходов от этого бизнеса. И наоборот, собственник не захочет расстаться с бизнесом, получив сумму ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. (Ронова *et al* 2008, 30) Таким образом, метод дисконтированных денежных потоков (метод DCF) базируется на нахождении стоимости компании как суммы сгенерированных ею чистых денежных потоков, приведенных к настоящему моменту времени при учете инфляции и риска (Кашеев 2003). В соответствии с этим методом, первостепенными задачами являются анализ и прогнозирование будущих потоков денежных доходов (FCF), а также определение ставок, по которым их необходимо дисконтировать (Есипов *et al* 2006, 83).

### **1.5.1. Построение прогнозного денежного потока**

Перед началом составления прогнозов необходимо выбрать, на основе какого денежного потока будет производиться оценка бизнеса. Как правило, выделяют два

типа денежных потоков, в зависимости от владельца капитала, в распоряжении которого он остается: денежный поток для собственного капитала (чистый денежный поток FCFE) и денежный поток с учетом задолженности (свободный денежный поток FCFF). (Бочаров *et al* 2009, 56) Для оценки исследуемого предприятия было принято брать в расчет денежный поток с учетом задолженности, то есть с учетом всего инвестированного капитала. Согласно Damodaran расчет свободного денежного потока фирмы производится по следующей формуле (2006, 26):

$$\begin{aligned} & \text{Операционная прибыль } EBIT \times (1 - \text{ставка налога}) \\ & - \text{Капитальные расходы} \\ & - \text{Изменение безналичного оборотного капитала} \\ & + \text{Амортизация (износ)} \\ & = \text{Свободный денежный поток фирмы FCFF} \end{aligned} \tag{1}$$

При использовании модели свободного денежного потока FCFF, рассчитывается совокупный денежный поток, приносимый инвестором как собственного, так и заемного капитала. Итогом же расчета является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия. (Есипов *et al* 2006, 84)

Еще один важный аспект, который необходимо учитывать, это определение временного периода, на который будет прогнозироваться денежный поток. Обычно, берется период от 5 до 10 лет. (Koller *et al* 2005, 111) Или же до тех пор, пока темпы роста предприятия не стабилизируются. Предполагается, что в терминальный период предприятие должно иметь стабильные долгосрочные темпы роста. (Есипов *et al* 2006, 85)

Таким образом, показатель темпа роста также оказывает существенное влияние на оценку. Damodaran определяет его ключевым элементом входных данных. Он выделяет три источника оценки темпов роста: изучение роста на основе прошлых доходов, оценки аналитиков и фундаментальные показатели фирмы. Связь же между ростом и фундаментальными показателями будет зависеть от того, какие темпы роста мы оцениваем. Например, для оценки роста чистого дохода следует использовать доход на капитал и коэффициент реинвестирования. (2002, 419-420) Ожидаемый темп роста можно вычислить по формуле (Ibid, 394):

$$\text{Ожидаемый темп роста } g = \frac{\text{Реинвестирование (год } t)}{\text{Инвестированный капитал (год } t - 1)} \quad (2)$$

Еще один важный момент при прогнозировании – это неопределенная продолжительность жизни предприятия. Copeland и его соавторы предлагают учитывать в данном случае при оценке стоимости компании два временных интервала: прогнозный период и завершение этого периода (терминальный). (2000, 111-112) Учитывается, что предприятие способно приносить доход и по завершении прогнозного периода. Таким образом, стоимость объекта будет состоять из двух элементов: текущей стоимости денежных потоков в прогнозный период и их значения стоимости в терминальный период. (Есипов *et al* 2006, 85-86)

Для расчета стоимости предприятия в прогнозный период с учетом свободных денежных потоков используется несколько моделей. Для вычисления стоимости исследуемого предприятия лучше всего подходит двухфазная модель Damodaran, состоящая, следовательно, из двух фаз. Первая предполагает под собой фазу быстрого неравномерного роста, где каждый FCFF прогнозируется отдельно (1994, 255):

$$V \text{ первой фазы} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC}_t)} \quad (3)$$

где

- $\text{FCFF}_t$  – свободные денежные потоки предприятия в год  $t$ ,
- $\text{WACC}_t$  – средневзвешенная цена капитала.
- $n$  – продолжительность первой фазы
- $V$  – стоимость предприятия в части денежных потоков первой фазы

Для расчета стоимости предприятия в терминальный период может использоваться несколько методов, однако основным и наиболее популярным является модель Гордона. Данная модель предполагает, что в предприятии прогнозируется получение стабильных доходов, а доли капиталовложений и износа предположительно равны (Levin 1998, 259):

$$V = \frac{\text{CF}_{t+1}}{K - g} \quad (4)$$

где

- $V$  – стоимость в терминальный период,
- $CF_{t+1}$  – денежный поток доходов за первый год терминального периода,
- $K$  – ставка дисконта,
- $g$  – долгосрочные темпы роста денежного потока.

Таким образом, вторая фаза подразумевает генерирование денежных потоков с постоянным темпом прироста  $g$  в бесконечном терминальном периоде, начиная с первого года второй фазы (Ibid, 256):

$$V_{\text{терминальная}} = \frac{FCFF_1}{(WACC - g)} \quad (5)$$

где

- $FCFF_1$  – свободные денежные потоки предприятия в следующем году,
- $WACC$  – средневзвешенная цена капитала,
- $g$  – стабилизированный темп роста FCFF, сохраняющийся вечно,
- $V$  – дисконтированные денежные потоки терминальной фазы на момент времени  $n$ .

Таким образом, общая формула двухфазной модели будет выглядеть следующим образом (Ibid, 256):

$$\text{Стоимость предприятия} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{hg})^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC_{st} - g_n)}{(1 + WACC_{hg})^n} \quad (6)$$

где

- $FCFF_t$  – свободные денежные потоки предприятия в год  $t$ ,
- $WACC$  – средневзвешенная стоимость привлечения капитала ( $hg$  – быстрый рост,  $st$  – стабильный рост),
- $g$  – стабилизированный темп роста FCFF, сохраняющийся вечно после года  $n$ .

### 1.5.2. Средневзвешенная цена капитала

При нахождении денежных потоков и оценки предприятия одной из составляющих является цена капитала. Данный показатель практически не содержит в себе субъективной составляющей, так как его центральные компоненты определяются объективными рыночными параметрами (например, доходностью облигаций), отображающими необходимый инвесторам уровень доходности и степень

риска. (Пфейл, Яремчук 2012) Поскольку модель свободного денежного потока на инвестированный капитал рассматривает совокупные денежные потоки, то ставка дисконтирования для данных потоков должна учитывать альтернативные издержки всех источников капитала и взвешиваться по относительному вкладу каждого из них в совокупный капитал фирмы. Следовательно, в качестве ставки дисконтирования применяется WACC, т.е. показатель средневзвешенной стоимости капитала. (Copeland *et al* 2000, 111) Как следует из названия, WACC представляет собой средневзвешенный общий капитал предприятия: сумму стоимости заемного ( $K_d$ ) и собственного капитала ( $K_e$  и  $K_c$ ), и находится WACC по следующей формуле (Mian, Vélez-Pareja 2007, 24):

$$WACC = W_d \times K_d \times (1 - T) + W_c \times K_c + W_e \times K_e \quad (7)$$

где

$W_d$  – доля заемного капитала

$K_d$  – стоимость привлечения заемного капитала

$T$  – ставка налога на прибыль

$W_c$  – доля обыкновенных акций в структуре капитала

$K_c$  – стоимость привлечения капитала обыкновенных акций

$W_e$  – доля привилегированных акций в структуре капитала

$K_e$  – стоимость привлечения капитала привилегированных акций

Отсюда следует, что ставка дисконта равна сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (Ронова *et al* 2008, 42).

Для вычисления стоимости заемного капитала в расчет берутся процентные ставки по долгосрочным и краткосрочным кредитам, а также облигациям (Kõomägi 2006; Ронова *et al* 2008, 42). Данная ставка определяется как норма прибыли, которую предприятие должно зарабатывать, чтобы гарантировать кредитором возврат по процентам (Kõomägi 2006).

Для определения стоимости привлечения собственного капитала наиболее часто используется модель CAPM. В данной модели показана простая линейная зависимость ожидаемой нормой прибыли и систематическим риском безопасности (Torrez *et al* 2006, 44):

$$K_c = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (8)$$

где

$K_c$  – стоимость привлечения собственного капитала  
 $R_f$  – безрисковая ставка  
 $\beta$  – индекс систематического рыночного риска  
 $R_m$  – ожидаемая рыночная доходность  
 $(R_m - R_f)$  – рыночная премия за риск

Для нахождения *безрисковой ставки* в литературе предлагается использовать показатель дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам, не имеющим риска неисполнения своих обязательств, таким как облигации или векселя (Koller *et al* 2005, 302). Принято считать, что государство служит самым надежным гарантом по своим обязательствам, а вероятность его банкротства почти исключается (Ронова *et al* 2008, 43).

*Индекс  $\beta$*  представляет собой меру риска и оценивает риски инвестирования в определенный проект (Есипов *et al* 2006, 91). Согласно модели CAPM индекс бета помогает учитывать чувствительность рыночной премии  $(R_m - R_f)$  к всевозможным макроэкономическим изменениям (Щербаков, Щербакова 2006, 134). Рассчитывается же индекс отталкиваясь от амплитуды колебаний общей доходности акций конкретного предприятия в сравнении с общей доходностью фондового рынка (Ронова *et al* 2008, 44). Если индекс больше единицы, то акции исследуемого предприятия более зависимы от систематического риска, чем фондовый рынок в среднем. В такую фирму более рискованно вкладывать средства, чем в действующее на рынке среднее предприятие. Если же индекс меньше единицы, то цена акций фирмы менее чувствительна к общерыночным факторам. Как результат, и риск инвестирования меньше среднего для данного рынка. (Щербаков, Щербакова 2006, 134) Как правило, расчет индекса производится специализированными фирмами, путем анализа статистических данных фондового рынка. Готовые же данные об индексах бета публикуются в ряде финансовых справочников и специализированных изданиях. (Есипов *et al* 2006, 92)

*Ожидаемая рыночная доходность* показывает, какой доход возможно получить в качестве дополнительного к безрисковой норме прибыли (Torrez *et al* 2006, 44-45).

*Рыночная премия за риск* является некой компенсацией инвесторам за принятие систематического риска. Показатель можно использовать на основе

исторически данных, где премия за риск уже определена, либо же постараться ее предвидеть (Ibid).

## **1.6. Рыночный подход в оценке стоимости предприятия**

При рыночный подходе предполагается использование трех основных методов: метод предприятия аналога (рынка капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов. Выбор метода же зависит от целей, объекта и конкретных условий оценки. (Грязнова *et al* 2003, 143)

*Метод предприятия аналога* основан на использовании цен, выработанных открытым фондовым рынком. «Таким образом, основным элементом базы сравнения служит цена на единичную акцию акционерных обществ открытого типа». (Бочаров *et al* 2009, 62)

При оценке методом дисконтирования денежных потоков целью является определение ценности актива, учитывая данные денежных потоков и данные темпов роста и риска. При рыночном подходе к оценке целью же является определение стоимости актива, основанное на том, как оценены активы предприятий аналогов. (Nenkov 2010, 47-48) Таким образом, в основе данного подхода лежит принцип замещения – покупатель не приобретет инвестиционный актив, если его ценность выше ценности другого инвестиционного актива, обладающего схожей полезностью (Ронова *et al* 2008, 100).

*Метод сделок* «...ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода оценки предприятия или контрольного пакета акций». (Ibid) Метод сделок сводится к тому же принципу, что и метод рынка капитала, разницей лишь в том, что используемые для оценки мультипликаторы вычисляются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными или крупными пакетами акций (Гараникова 2007, 70).

*Метод отраслевых коэффициентов* базируется на использовании устоявшихся соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами (Бочаров *et al* 2009, 62). «Отраслевые коэффициенты обычно рассчитываются специальными аналитическими организациями на основе длительных статистических наблюдений за

соотношением между ценой собственного капитала предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми показателями» (Грязнова *et al* 2003, 144).

Зачастую именно ценовой мультипликатор используется при рыночном подходе к оценке, он отражает соотношение между рыночной ценой предприятия и одним из показателей, характеризующим результаты его производственной и финансовой деятельности (Nenkov 2010, 49). В качестве основных показателей могут быть выбраны, например мультипликаторы прибыли, балансовой стоимости или реализации (Froidevaux 2004, 15-16):

- Мультипликаторы «Цена/Прибыль» (Price/Earnings)
- Мультипликаторы «Цена/Балансовая стоимость» (Price / Book)
- Мультипликаторы «Цена/Реализация» (Price/Sales)

В данной работе оценка будет производиться с использованием мультипликатора EV/EBITDA, учитывая сделку, произошедшую в конце этого года. Подробнее о данном событии говорится в главах 2.1. и 3.4.

## **2. ОБЗОР ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ PREMIA FOODS AS**

В данной части работы дается обзор исследуемого предприятия Premia Foods AS, его финансовых показателей и деятельности, а также дается обзор экономики Эстонии в целом для последующего прогноза темпов роста предприятия. Для исследования используются годовые отчеты предприятия за 2009 – 2013 год (приложения 2 и 3), а также данные министерства финансов Эстонии.

### **2.1. Обзор деятельности предприятия Premia Foods AS**

На начало октября 2014-го года Premia Foods AS позиционировала себя одним из крупнейших предприятий пищевой промышленности в странах Балтии и в скандинавском регионе. Компания Premia Foods AS в основном была известна своими высококачественными брендами на рынке мороженого, а также замороженных и охлаждённых продуктов. Основными брендами предприятия являлись: Premia, Heimon Gourmet, Väike Tom, Eriti Rammus, Sahharnõi Rozhok, Aisforija, Baltiiskoje, Klasika, Maahärä, Viking, Natali, Bueno! и др. Холдинговая компания Premia Foods AS была учреждена в декабре 2008 года предприятием Premia Tallinna Külkhoone AS с целью объединения нескольких предприятий, оперирующих в области пищевой промышленности. С мая 2010-го года акции Premia Foods AS стали успешно котироваться по основному списку NASDAQ OMX на Таллиннской бирже. Фирма имела несколько дочерних компаний, ее структура представлена в приложении 4. На конец 2013-го года фирма насчитывала в рядах своих сотрудников более 700 человек. (Premia Foods AS majandusaasta...)

В октябре же текущего года произошло значительное событие в истории существования предприятия. Фирма под названием Premia Foods AS прекратила своё существование в том виде, в котором её знали. Так по решению внеочередного общего

собрания акционеров, которое состоялось 30.10.2014, наименование предприятия было изменено, теперь фирма носит название PRFoods AS. Это событие связано с тем, что 6-го октября 2014-го года Premia Foods AS, Nordic Foods Holding OÜ и Shiner Macost Ltd. заключили договор о купле-продаже акций. Согласно договору Premia Foods AS обязалась продать и передать 100% акций своих дочерних компаний АВ Premia KPC и ООО Khladokombinat No 1 (в т.ч. и права на русские торговые марки). Структуру предприятия PRFoods AS с указанными проданными сегментами производства можно увидеть в приложении 4. На собрание акционеров 30.10.2014 было окончательно принято решение об одобрении сделки по продаже и передаче акций. Таким образом, 31.10.2014 сделка о купле-продаже дочернего предприятия АВ Premia KPC и торговых марок была завершена, а 10.11.2014 завершилась и сделка по передаче акций предприятия ООО Khladokombinat No 1. Как результат, сегмент по производству и продаже мороженого, а также замороженных товаров перестал быть частью предприятия PRFoods AS. (Premia Foods AS kodulehekülg).

На сегодняшний день основной деятельностью PRFoods AS является рыбноводческое хозяйство, а также производство и продажа рыбной продукции на финском и эстонском рынках. Наиболее важными торговыми марками фирмы являются Heimon Gourmet и Viking. (Ibid) Главными стратегическими индикаторами для предприятия являлось: удержание позиций в числе трех ведущих брендов, достижение уровня EBITDA не меньше 7% и распределение вплоть до 30% дивидендов от годовой чистой прибыли. (Premia Foods AS majandusaasta...)

## **2.2. Анализ основных финансовых показателей предприятия Premia Foods AS**

Для получения четкого представления о финансовом положении предприятия, необходимо дать оценку ключевых финансовых показателей Premia Foods AS. Для этого были использованы данные годовых отчетов за 2009 – 2013 год.

Из представленного ниже рисунка 2 можно увидеть, что последние пять лет нетто-оборот реализации фирмы постепенно увеличивался, а последние три года ознаменовались для предприятия и положительным изменением размера чистой прибыли.

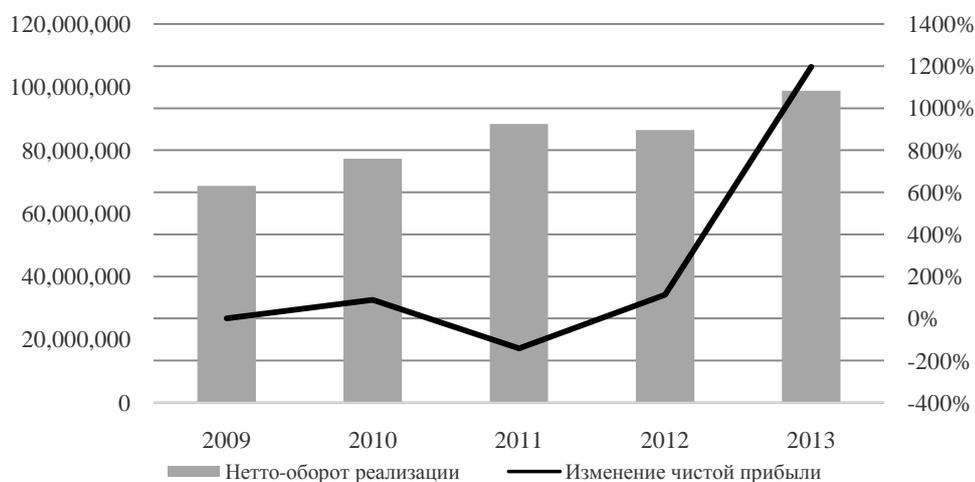


Рисунок 2. Объем нетто-оборота реализации (евро) и изменение чистой прибыли (%) Premia Foods AS за 2009-2013 года

Источник: (Расчеты автора, Premia Foods AS majandusaasta...)

Исключением является лишь 2011 год, где убыток составил 554 000 евро. В тот год сравнительные цены на радужную форель (которая составляет 80% от рыбоводческого хозяйства Premia Foods AS) по сравнению с 2010-ым уменьшились на 21% (Premia Foods AS majandusaasta...). Это колебание цен и вызвало, в свою очередь, для фирмы потерю в размере 0,5 миллионов евро. Стоит отметить, что прибыль или убыток, возникающие от переоценки рыбоводческого хозяйства не влияет на денежный поток компании и не имеет отношения к ее повседневной деятельности, но влияет на рентабельность рыбного сегмента в целом.

Последующие же два года ознаменовались увеличением, как нетто-оборота реализации, так и чистой прибыли. Так, за 2012 год чистая прибыль фирмы составила 73 000 евро, что безусловно является плюсом в сравнении с предыдущим годом. За 2013 год по сравнению с 2011-ым чистая прибыль выросла на целых 1197%, а нетто-оборот реализации увеличился на 14,4%. Данные показатели стали рекордными по сравнению с предыдущими годами.

Далее следует анализ основных финансовых коэффициентов предприятия, сравниваемых со среднеотраслевыми показателями (в качестве отрасли было выбрано производство и продажа пищевых продуктов). С формулами расчета можно ознакомиться в приложении 5.

Таблица 2. Основные показатели рентабельности Premia Foods AS и среднеотраслевые показатели за период 2009 – 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Коммерческая рентабельность оборота, %</b>					
Среднеотраслевой показатель	3,37	2,77	2,35	3,68	-
Premia Foods AS	3,66	3,97	0,19	0,07	2,23
<b>Чистая рентабельность оборота, %</b>					
Среднеотраслевой показатель	1,74	1,98	1,28	2,94	-
Premia Foods AS	1,01	1,68	-0,63	0,08	0,96
<b>Чистая рентабельность активов (ROA), %</b>					
Среднеотраслевой показатель	2,1	2,57	1,71	3,95	-
Premia Foods AS	1,00	1,98	-0,83	0,11	1,49
<b>Чистая рентабельность собственного капитала (ROE), %</b>					
Среднеотраслевой показатель	4,63	5,26	3,4	7,83	-
Premia Foods AS	3,00	3,77	-1,35	0,19	2,57

Источник: (Расчеты автора, Ettevõtete tegevusala...)

В таблице 2 представлены показатели рентабельности предприятия. Если брать во внимание года кризиса, 2009-ый и 2010-ый, то видно, что предприятие осталось в плюсе. Так показатели чистой рентабельности оборота, ROE и ROA за эти два года хотя довольно-таки низкие, однако находятся в пределах допустимого. Значения коммерческой рентабельности оборота за 2009-2010 года выше среднего и превосходят среднеотраслевые, что в свою очередь отражает эффективность использования капитала фирмой. Последующие же два года оказались для предприятия тяжелыми, о чем свидетельствуют отрицательные показатели 2011-го и низкие 2012-го. Это связано с убытком и низкой прибылью 2011-го и 2012-го года соответственно. Как говорилось ранее, причиной является переоценка рыбоводческих хозяйств Финляндии и Швеции и снижение цен на форель. Однако постепенно эффективность использования капитала повышается, что демонстрируют положительные показатели 2013-го года.

Таблица 3. Показатели эффективности управления активами Premia Foods AS и среднеотраслевые показатели за период 2009 – 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
<b><i>Коэффициент оборачиваемости активов</i></b>					
Среднеотраслевой показатель	1,21	1,29	1,34	1,34	-
Premia Foods AS	-	1,94	2,20	2,25	2,62
<b><i>Коэффициент оборачиваемости основных средств</i></b>					
Среднеотраслевой показатель	2,92	2,98	3,08	3,15	-
Premia Foods AS	1,80	1,87	2,27	2,29	2,63

Источник: (Расчеты автора, Ettevõtete tegevusala...)

Показатели, представленные в таблице 3, демонстрируют эффективность использования активов. Так, коэффициент оборачиваемости активов выше показателя по отрасли и стабильно продолжает расти в среднем на 9,37% в год. Коэффициент оборачиваемости активов основных средств ниже среднеотраслевых показателей, но остается в пределах нормы. Говоря о коэффициентах оборачиваемости основного имущества, то темп роста в среднем в размере 8,77% в год превосходит среднеотраслевой (2,49%). Причиной роста коэффициентов является увеличение за последние 5 лет объема продаж. Все это говорит об эффективном использовании предприятием своих активов.

Таблица 4. Коэффициенты ликвидности Premia Foods AS и среднеотраслевые показатели за период 2009 – 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
<b><i>Коэффициент текущей ликвидности</i></b>					
Среднеотраслевой показатель	1,29	1,27	1,31	1,29	-
Premia Foods AS	1,15	1,87	2,19	1,91	1,63
<b><i>Коэффициент быстрой ликвидности</i></b>					
Среднеотраслевой показатель	0,89	0,85	0,86	0,86	-
Premia Foods AS	1,15	1,29	1,40	1,13	0,99

Источник: (Расчеты автора, Ettevõtete tegevusala...)

Данные коэффициенты текущей и быстрой ликвидности демонстрируют способность предприятия Premia Foods AS погашать свои краткосрочные обязательства за счет ликвидных активов, таким образом, отражая его хорошую платежеспособность.

Кроме того, показатели выше как требуемой нормы ( $>1,6$  для текущей ликвидности и  $>0,9$  для быстрой), так и коэффициентов по отрасли в среднем, что также свидетельствует об устойчивом финансовом положении фирмы. Стоит также уточнить, что коэффициент быстрой ликвидности отражает уровень платежеспособности лучше, нежели коэффициент текущей ликвидности. Это связано с тем, что при его вычислении исключаются производственные запасы из-за их невысокого уровня ликвидности. Причиной является также и то, что вырученные денежные средства при вынужденной реализации запасов могут быть существенно ниже расходов по закупке этих запасов. (Грязнова *et al* 2003, 214-215)

Таблица 5. Показатель финансовой устойчивости Premia Foods AS и среднеотраслевой показатель за период 2009 – 2013

	2009	2010	2011	2012	2013
<b><i>Коэффициент финансовой зависимости</i></b>					
Среднеотраслевой показатель	2,20	2,05	1,99	1,98	-
Premia Foods AS	2,26	1,67	1,58	1,73	1,71

Источник: (Расчеты автора, Ettevõtete tegevusala...)

Анализируя коэффициент финансовой зависимости, т.е. соотношение активов к собственному капиталу, а также рассматривая зависимость Premia Foods AS от внешних источников финансирования, можно заметить, что предприятие демонстрирует за последние четыре года финансовую устойчивость и стабильность. Кроме того, показатель ниже среднеотраслевого, что тоже положительно. Несмотря на хорошие показатели, следует отметить, что коэффициент слегка вырос за последние два года. Это обусловлено взятием фирмой в последнем квартале 2012 года долгосрочного кредита в размере 3,9 млн. евро с целью осуществления платежей в связи с уменьшением за последние 4 года доли акционерного капитала. Несмотря на это, доля собственного капитала к заемному остается в хорошей пропорции (58% к 42% соответственно).

### 2.3. Обзор деятельности сегментов предприятия Premia Foods AS

На начало октября Premia Foods AS вела свою деятельность в трёх основных сегментах бизнеса (Premia Foods AS majandusaasta...):

- «рыба» - рыбоводческая деятельность, производство и продажа рыбы и рыбной продукции,
- «мороженое» - производство и продажа мороженого,
- «замороженная продукция» - хранение и оптовая продажа замороженного товара (например, пельмени, овощи, картофель фри, мясная продукция, пицца и т.д.).

Предприятие еще выделяет один сегмент, который носит условное название «другое». Данный сегмент включает в себя различную незначительную деятельность, не связанную напрямую с одним из трёх основных сегментов (к примеру, услуги по логистике и т.д.).

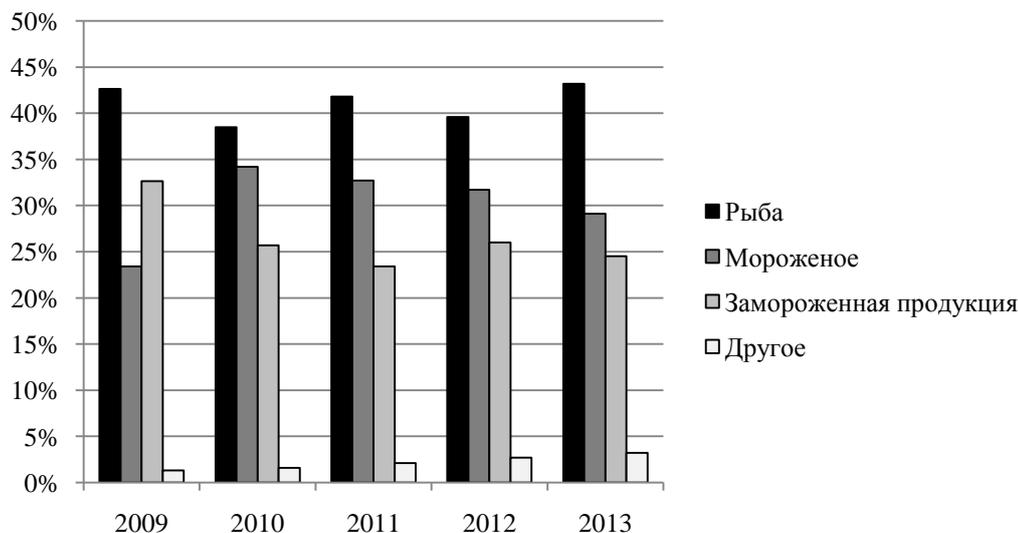


Рисунок 3. Доля вклада в нетто-оборот реализации (%) каждого из сегментов за 2009-2013 года

Источник: Расчеты автора, Premia Foods AS majandusaasta...

Представленный выше рисунок 3 демонстрирует долю каждого из сегментов в нетто-обороте реализации Premia Foods AS. Можно заметить, что наибольший вклад приносит деятельность, связанная с рыбоводческим хозяйством. Показатель за все

пять лет варьировался в районе 40%, демонстрируя тенденцию к увеличению. Так в 2013-ом году он составил рекордный в 43,2%. На втором месте стоит производство и продажа мороженого. Из рисунка наглядно видно, что доля мороженого в своей перспективе продолжает уменьшаться, как и показатель замороженной продукции. Исключением для последнего сегмента служит 2012-ый год, где доля замороженных товаров в обороте увеличилась на 11% в сравнении с 2011-ым. Причиной послужил выход на российский рынок и развитие портфеля продукции, а как следствие увеличение доли в обороте.

Ниже представлены данные по коммерческой прибыли сегментов фирмы – таблица 6, а также показатель их коммерческой рентабельности оборота – таблица 7 (формула указана в приложении 5). Стоит уточнить, в связи с тем, что Premia Foods AS продала часть своего производства, показатели в таблицах даны в разрезе проданных (мороженое и замороженная продукция) и непроданных (рыба и «другое») сегментов.

Таблица 6. Коммерческая прибыль (ЕБИТ) сегментов Premia Foods AS за период 2009-2013 год (в евро)

	2009	2010	2011	2012	2013
Рыба и сегмент «другое»	1 022 000	3 534 000	2 239 000	607 000	776 000
Мороженое и замороженная продукция	358 000	501 000	-979 000	320 000	1 925 000

Источник: Premia Foods AS majandusaasta...

Таблица 7. Показатель коммерческой рентабельности оборота сегментов Premia Foods AS за период 2009-2013 год (в %)

	2009	2010	2011	2012	2013
Рыба и сегмент «другое»	3,38	11,40	5,77	1,66	1,69
Мороженое и замороженная продукция	0,93	1,08	-1,98	0,64	3,63

Источник: (Premia Foods AS majandusaasta..., расчеты автора)

Как можно заметить из таблиц 6 и 7 показатели сегментов «Мороженое и замороженная продукция» значительно уступают оставшимся двум. Исключением является лишь 2013 год, где ЕБИТ и показатель коммерческой рентабельности оборота

сегментов мороженого и замороженной продукции превысил рыбный. Наибольший вклад в это привнес именно сегмент по производству и продаже мороженого. На высокие показатели повлияло очень жаркое лето 2013-го года. Кроме того, в этот год бренд мороженого «Eriti Rammus» удостоился побед в номинациях «Лучший эстонский десерт» и «Лучший продукт», а бренд «Klasika» был признан самым популярным мороженым на литовском рынке. Все это в совокупности также оказало положительное влияние на прибыль 2013-го.

Таблица 8. EBITDA сегментов Premia Foods AS за период 2009-2013 год (в евро)

	2009	2010	2011	2012	2013
Рыба и сегмент «другое»	2 080 000	4 662 000	3 471 000	1 590 000	1 803 000
Мороженое и замороженная продукция	2 371 000	2 835 000	1 173 000	2 035 000	3 311 000

Источник: (Premia Foods AS majandusaasta...)

Так как в работе производится оценка с использованием мультипликатора EV/EBITDA, выше в таблице 8 также представлены показатели прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA). Эти данные в дальнейшем будут использоваться при расчете стоимости проданных сегментов в главе 3.4.

## 2.4. Обзор экономики Эстонии

В данной главе дается небольшой обзор экономической ситуации в Эстонии, а также перспектив на будущее, с целью в дальнейшем использовать полученные данные при прогнозе темпов роста исследуемого предприятия.

Представленные ниже в таблице 9 показатели в целом свидетельствуют о росте экономики. Согласно прогнозам Министерства финансов Эстонии уверенность в положительном развитии экономики стран ЕС (в т.ч. и Эстонии) остается неизменной, поменялись лишь взгляды на скорость развития. В будущем прогнозируется уменьшение темпов роста экономики, где главной причиной для Эстонии приводится снижение ожиданий по поводу перспектив роста уровня экспорта, который на данный момент и так относительно не высок. (Rahandusministeeriumi kodulehekül...)

Таблица 9. Основные показатели экономического прогноза Эстонии на период 2013-2018 год

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ВВП реальный рост, %	0,8	0,5	2,5	3,5	3,4	3,2
Экспорт товаров и услуг, %	1,8	2,0	3,5	5,0	6,0	6,0
Индекс потребительских цен, %	2,8	0,3	1,9	2,5	3,0	3,0
Реальный рост средней заработной платы, %	4,9	5,7	4,1	3,8	3,4	3,5

Источник: (Rahandusministeeriumi kodulehekülg...)

За прошедший год реальный рост ВВП составил лишь 0,8%, в текущем году также прогнозируется лишь небольшое увеличение в размере 0,5%. Низкие показатели связаны как и было упомянуто ранее со слабой динамикой роста и ухудшением реальных перспектив на будущее. Однако к 2016-му году прогнозы оптимистичнее, ожидается рост ВВП в размере 3,5% с последующим темпом на уровне около 3,0%. (Ibid)

Можно заметить, что уровень экспорта в этом и следующем году прогнозируется в районе 2,0%. Причиной невысоких показателей является нехватка иностранных заказов со стороны стран, находящихся вне еврозоны, неопределенность в отношении России и в совокупности, снижение доли экспорта товаров. Однако уже на период 2016-2018 прогнозируется улучшение данной ситуации и как следствие, стабильный рост экспорта в районе 5,0% - 6,0%. Ожидается в 2015-ом году постепенное оздоровление экономики Финляндии, что в свою очередь также окажет положительное влияние на экспорт: откроются возможности роста и расширения для эстонских предприятий. (Ibid)

Последующие пять лет, также знаменуются ростом индекса потребительских цен (в районе 2,0% - 3,0%) и средней заработной платы (в районе 3,7%) (Ibid).

В связи с тем, что для Эстонии прогнозируется относительный рост по всем основным показателям роста экономики, можно сделать вывод и о росте доходов предприятия Premia Foods AS.

### **3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ PREMIA FOODS AS**

В данной части работы проводится оценка стоимости предприятия Premia Foods AS до продажи части своего производства, отталкиваясь от теории и данных, изложенных в первой и второй главах работы. Основным методом, используемый для вычисления стоимости предприятия – это метод дисконтированных денежных потоков. В работе также используется и рыночный подход к оценке. Для исследования используются годовые отчеты фирмы за 2009 – 2013 год (приложения 2 и 3).

#### **3.1. Построение прогнозного денежного потока**

Определение стоимости фирмы методом дисконтированных денежных потоков DCF, как было упомянуто ранее, основано на оценке суммы чистых денежных потоков, которые способны сгенерировать исследуемое предприятие. В соответствии с этим первостепенной задачей для данной работы является прогнозирование будущих потоков денежных доходов Premia Foods AS и выявление темпов роста.

В теоретической части говорилось, что источниками темпов роста могут послужить оценки аналитиков или анализ на основе прошлых данных. В данном исследовании для выявления темпов роста используются данные экономических прогнозов министерства финансов Эстонии, а также прошлые данные по росту предприятия Premia Foods AS (глава 2).

Прогнозируя будущие денежные потоки, баланс и отчет о прибылях и убытках, автор отталкивается от темпов роста нетто-оборота реализации в определенный период времени. Было принято, основываясь на теории, взять прогнозируемый период в пять лет (2014-2018), в том числе и один год (2019) в качестве постпрогнозного.

Таблица 10. Нетто-оборот реализации Premia Foods AS (тыс. евро), его реальное изменение и прогнозы руководства за 2009-2013 года

	2009	2010	2011	2012	2013
Нетто-оборот реализации	68 703	77 278	88 290	86 381	98 853
Изменение нетто-оборота реализации	-	12,5%	14,2%	-2,2%	14,4%
Прогнозы руководства фирмы по изменению нетто-оборота реализации	-	10%	11%	6%	10%

Источник: (Расчеты автора, Premia Foods AS majandusaasta...)

Как можно заметить из таблицы 10 за последние четыре года нетто-оборот реализации предприятия рос в среднем на 10%, что не сильно отличалось и от прогнозов руководства. Данные показатели свидетельствуют о стабильной деятельности и росте самого предприятия. С учетом данных показателей на последующий период пяти лет прогнозируется рост нетто-оборота фирмы в размере 8-6%. Согласно теории в терминальный период фирма должна иметь стабильные долгосрочные темпы роста, и в качестве такого было принято взять темп в размере 3%. Предполагается, что с 2019-го года (постпрогнозного) предприятие будет иметь стабильный рост.

Учитывая показатели макроэкономического прогноза аналитиков Эстонии (глава 2.4.) и прогнозы на основе прошлых данных, автор решил найти средневзвешенные темпы роста фирмы в период 2014 – 2018 год (таблица 11). Автором было принято, что соотношение данных, основанных на прогнозе прошлых показателей и прогнозе аналитиков, будет 80% к 20% соответственно. В качестве макроэкономических прогнозов аналитиков используется главный показатель роста экономики – номинальный рост ВВП.

Таблица 11. Прогнозируемые темпы роста предприятия Premia Foods AS за период 2014 – 2019 год (в %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Прогноз на основе прошлых данных	8	8	6	6	6	3
Макроэкономический прогноз аналитиков	3	6	6,6	6,4	6,1	6,2
Средневзвешенные темпы роста	7	7,6	6,1	6,1	6	3,6

Источник: (Расчеты автора, Rahandusministeeriumi...)

Отталкиваясь от представленных выше данных, автором были спрогнозированы отчет о прибылях и убытках и баланс предприятия Premia Foods AS, с результатами можно ознакомиться в приложениях 6 и 7.

При прогнозировании отчета о прибылях и убытках автором использовались средневзвешенные темпы роста предприятия. С помощью данного показателя на каждый прогнозируемый год был найден показатель нетто-оборота реализации. Затем, в соответствии с тем, какую долю от нетто-оборота составляет та или иная статья отчета, был полностью составлен отчет о прибылях и убытках. При прогнозировании суммы выплачиваемых дивидендов, автор отталкивался от деятельности предприятия в прошлом. Так за последние 5 лет дивиденды (0,01 евро на акцию или 386 828 евро) составляли не более 30% от чистой прибыли предприятия (Premia Foods AS majandusaasta...). Что, безусловно, является главным индикатором в планировании показателей на будущее.

При составлении некоторых статей баланса автор также отталкивался от их процентной составляющей от нетто-оборота реализации. Так были найдены следующие статьи:

- деньги и денежные эквиваленты (1,2% от оборота),
- требования и предоплаты (0,87% от оборота),
- запасы (10,9% от оборота),
- биологические активы (7,4% от оборота),
- кредиторская задолженность и предоплаты (10% от оборота),
- долговые обязательства (5% от оборота).

Остальные статьи балансы были найдены методом экстраполяции и по остаточному принципу.

Ближайшие пять лет предприятие не планирует брать новые долгосрочные кредиты, таким образом, финансируя свою деятельность лишь собственными активами. Также Premia Foods AS не собирается увеличивать акционерный капитал, оставив его в размере 1,9 млн. евро. (Premia Foods AS majandusaasta...)

Не последнюю роль при вычислении стоимости предприятия играет амортизация и инвестиции в основное имущество. Согласно прошлым данным размер начисляемой амортизации в среднем составлял около 8% от основного имущества (автором было принято придерживаться данного показателя и при прогнозировании).

Инвестиции же варьировались в размере 2,0 млн. – 2,6 млн. евро. В будущем предприятие так же планирует придерживаться данной политики инвестирования. (Premia Foods AS majandusaasta...)

### 3.2. Расчет средневзвешенной цены капитала

Одной из составляющих процесса оценки предприятия является определение ставки дисконтирования. В данном исследовании ставкой дисконтирования берется средневзвешенная цена капитала WACC, так как зачастую на практике используется именно ее значение. В данной работе проводится оценка стоимости всего предприятия в целом, следовательно, целесообразно брать ставку дисконтирования, при которой учитывается как стоимость заемного, так и собственного капитала.

При вычислении цены заемного капитала автор использует фиксированную предприятием Premia Foods AS с января 2013 года процентную ставку по имеющимся долгосрочным кредитам в размере 5,72% (Premia Foods AS majandusaasta..., расчеты автора).

Для нахождения стоимости привлечения собственного капитала в данной работе используется модель CAPM. В качестве безрисковой ставки в данном исследовании используется средний показатель по 10-ти летним облигациям Германии, который согласно странице Bloomberg.com за последние три года составляет 1,435% (приложение 8). Выбор автором данного показателя объясняется тем, что использовать 10-ти летние облигации Германии для предприятий Европы советуют Koller и его соавторы, ссылаясь на их высокую ликвидность и низкий риск (2005, 334).

Для нахождения рыночной премии за риски и индекса систематического рыночного риска (коэффициент  $\beta$ ) используются интернет данные Damodaran. Согласно его показателям рыночная премия для Эстонии на 2014 год составляет 7,1%, в том числе и суверенная премия за риск в размере 1,05% (Damodaran Online. January 2014. Country...). Индекс систематического рыночного риска найден путем использования формулы 9 и данных Damodaran. В качестве отрасли для нахождения индекса систематического рыночного риска (безлевередной беты) выбрано производство пищевых продуктов (Damodaran Online. January 2014. Betas...). Формула нахождения коэффициента  $\beta$  (Damodaran 2002, 263):

$$\beta_l = \beta_u \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right) \quad (9)$$

где

$\beta_l$  – коэффициент бета собственного капитала предприятия с учетом долгового груза (так называемая леввереджная бета),

$\beta_u$  – коэффициент бета собственного капитала предприятия без учета долгового груза (так называемая безлеввереджная бета),

$t$  – налоговая ставка,

$\frac{D}{E}$  – соотношение долга к собственному капиталу.

Рассчитанный коэффициент  $\beta$  предприятия Premia Foods AS составил 1,16. Таким образом, отталкиваясь от изложенных выше данных можно рассчитать стоимость привлечения собственного капитала (формула 7):

$$K_c = 1,435\% + 1,16 \times 7,1\% = 9,67\%$$

Следующим шагом расчета WACC является определение долей заемного и собственного капиталов. Было принято взять соотношение собственного капитала к заемному, как 60/40 соответственно. На протяжении пяти лет соотношение было следующим (таблица 12):

Таблица 12. Соотношение собственного капитала и заемного в балансе Premia Foods AS за период 2009 – 2013 год (в %)

	2009	2010	2011	2012	2013
Доля собственного капитала, %	44	60	63	58	58
Доля заемного капитала, %	56	40	37	42	42

Источник: (Расчеты автора, Premia Foods AS majandusaasta...)

Опираясь на изложенные выше данные и формулу расчета WACC (формула 4), была рассчитана и средневзвешенная цена капитала Premia Foods AS в размере 8,09%.

### 3.3. Оценка стоимости Premia Foods AS методом дисконтированных денежных потоков

Как было сказано ранее, важным шагом при выявлении стоимости предприятия является определение чистых денежных потоков фирмы в прогнозируемом периоде. Для этого, в свою очередь, автором были составлены отчет о прибылях и убытках и баланс предприятия Premia Foods AS на период шести лет. С ними можно ознакомиться в приложениях 6 и 7. Расчет свободного денежного потока фирмы производится по упомянутой в теоретической части работы формуле 1 Damodaran. Стоит уточнить, что для более консервативной оценки, а также с учетом прошлых показателей предприятия, автором было принято в качестве ставки налога взять ноль процентов. Таким образом, формула принимает следующий вид:

Операционная прибыль *EBIT*

- Капитальные расходы
- Изменение безналичного оборотного капитала
- + Амортизация (износ)
- = Свободный денежный поток фирмы FCFE

Одной из составляющих формулы нахождения свободного денежного потока является показатель изменения безналичного оборотного капитала, который находится как разница оборотных капиталов текущего и предыдущего года. Сам же оборотный капитал находится путем вычитания из оборотного имущества краткосрочных обязательств. В таблице 13 можно ознакомиться с тем, как будет меняться оборотный капитал.

Таблица 13. Изменение безналичного оборотного капитала предприятия Premia Foods AS за период 2013 – 2019 год (в евро)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Оборотное имущество	26 198 000	29 800 211	32 065 027	34 027 406	36 096 272	38 269 268	39 646 962
Краткосрочные обязательства	16 092 000	17 261 173	18 573 022	19 709 691	20 908 041	22 166 705	22 964 706
Чистый оборотный капитал	10 106 000	12 539 037	13 492 004	14 317 715	15 188 232	16 102 563	16 682 256
Изменение безналичного оборотного капитала		2 433 037	952 967	825 711	870 517	914 332	579 692

Источник: (Расчеты автора)

Как говорилось ранее при вычислении стоимости предприятия и нахождении свободного денежного потока важную роль играют амортизация и инвестиции в основное имущество. Упомянулось, что амортизация будет составлять около 8% от прогнозируемого основного имущества, а инвестиции было принято взять в размере 2,1 млн. – 2,3 млн. евро. Таким образом, исходя из представленных выше данных, рассчитывается свободный денежный поток (FCFF) предприятия Premia Foods AS на период 2014 – 2019, представленный в таблице 14.

Таблица 14. Вычисление свободного денежного потока (FCFF) предприятия Premia Foods AS за период 2014 – 2019 год (в евро)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Операционная прибыль EBIT без налогов	2 473 466	2 661 450	2 824 331	2 996 050	3 176 412	3 290 763
Капитальные расходы	-2 100 000	-2 100 000	-2 200 000	-2 200 000	-2 300 000	-2 300 000
Изменение безналичного оборотного капитала	-2 433 037	-952 967	-825 711	-870 517	-914 332	-579 692
Амортизация	2 816 813	2 787 470	2 814 141	2 837 270	2 896 852	3 017 714
Свободный денежный поток	757 242	2 395 953	2 612 761	2 762 803	2 858 933	3 428 784

Источник: (Расчеты автора)

В теории упоминалось, что стоимость предприятия состоит из двух компонентов: текущей стоимости денежных потоков (DCF) в прогнозный период и стоимости в терминальный. Для расчета в прогнозный период используются формула 5 Damodaran, для нахождения же стоимости фирмы в постпрогнозный год используется

модель Гордона (формула 6). Вычисленная стоимость составила 76 364 910 евро. В таблице 15 можно ознакомиться с расчетом стоимости предприятия.

Таблица 15. Вычисление стоимости предприятия Premia Foods AS (в евро)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Свободный денежный поток	757 242	2 395 953	2 612 761	2 762 803	2 858 933	3 428 784
Стоимость в терминальный период						76 364 910
Средневзвешенная цена капитала	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%
Коэффициент дисконтирования	0,92515	0,85591	0,79185	0,73258	0,67775	0,62703
Дисконтированный денежный поток	700 566	2 050 724	2 068 918	2 023 987	1 937 655	47 882 933
Стоимость предприятия	56 664 783					

Источник: (Расчеты автора)

Таким образом, используя метод дисконтированных денежных потоков, автором было вычислено, что стоимость предприятия Premia Foods AS составляет 56 664 783 евро.

### 3.4. Сравнительная оценка стоимости Premia Foods AS

В главе 2.1. говорилось о том, что 6-го октября 2014-го года Premia Foods AS, Nordic Foods Holding OÜ и Shiner Macost Ltd. заключили договор о купле-продаже акций. По договору Premia Foods AS обязалась продать и передать 100% акций своих дочерних компаний АВ Premia KPC и ООО Khladokombinat No 1 (в т.ч. и права на некоторые торговые марки). В октябре 31-го числа сделка о купле-продаже дочернего предприятия АВ Premia KPC и торговых марок завершилась, а 10-го ноября завершилась сделка по передаче акций предприятия ООО Khladokombinat No 1. Таким образом, все операции связанные с мороженым и замороженными товарами перешли к Nordic Foods Holding OÜ и Shiner Macost Ltd. и перестали быть частью деятельности Premia Foods AS. В результате совершенной сделки Premia Foods AS получит в общей сложности 27 109 000 евро. Такова стоимость приобретения предприятиями Nordic Foods Holding OÜ и Shiner Macost Ltd сегментов производства и продажи мороженого и замороженных товаров. (Premia Foods AS kodulehekül) В связи с этими событиями автор задался целью выяснить, насколько удачной является эта сделка для предприятия Premia Foods AS путем нахождения действительной стоимости проданных сегментов.

Для нахождения стоимости сегментов мороженого и замороженных товаров и сравнения этой стоимости с ценой приобретения далее будет производиться сравнительная оценка с использованием мультипликатора соотношения  $EV/EBITDA$ , где  $EV$  – это стоимость всей фирмы, а  $EBITDA$  – ее прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (Froidevaux 2004, 15). Данный метод будет основан на сравнении результатов недавней сделки и вычисленной автором стоимости предприятия. Хочется уточнить, что используемый подход и выбор мультипликатора, в первую очередь, основаны на имеющихся в свободном доступе данных.

Найденная стоимость целого предприятия методом дисконтированных денежных потоков составила 56 664 783 евро. В качестве значения  $EBITDA$  для более объективной оценки автором было принято взять средний показатель за 5 пять лет. Для всего предприятия он составил 5 099 000 евро и 2 345 000 евро для сегментов по производству и продаже мороженого и замороженных товаров в частности (Premia Foods AS majandusaasta..., расчеты автора).

Если взять стоимость всего предприятия как стоимость его сегментов, то  $EV$  можно будет представить как  $V_1+V_2$  ( $V_1$  – стоимость сегментов «рыба» и «другое», а  $V_2$  – стоимость проданных сегментов «мороженое» и «замороженная продукция»). По тому же принципу определяется и показатель прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации равный сумме  $EBITDA_1$  и  $EBITDA_2$ , где  $EBITDA_1$  – прибыль (без процентов, налогов и амортизации) сегментов «рыба» и «другое», а  $EBITDA_2$  – прибыль (без процентов, налогов и амортизации) проданных сегментов «мороженое» и «замороженная продукция».

Исходя из всего представленного выше, автор пришел к следующему соотношению:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{V_2}{EBITDA_2}$$

Таким образом, стоимость сегментов «мороженое» и «замороженная продукция» будет равна следующему равенству:

$$V_2 = \frac{EV \times EBITDA_2}{EBITDA}$$

Таким образом, рассчитанная автором из представленного выше соотношения стоимость проданных сегментов будет составлять 26 059 799 евро.

### 3.5. Сравнение результатов оценки

Как упоминалось ранее, полученная стоимость предприятия Premia Foods AS при использовании модели дисконтированных денежных потоков до продажи сегментов равна 56 664 783 евро. Путем вычитания из этой суммы чистого долга предприятия и деления результата на количество акций компании, рассчитанная цена одной акции фирмы составляет 0,78 евро. На рисунке 4 представлены данные фондовой биржи Nasdaq Baltic по рыночной стоимости акций предприятия до продажи сегментов и после в период с первого июля 2014-го года по первое января 2015-го (стоит уточнить, что с ноября 2014-го фирма сменила название на PRFoods AS).

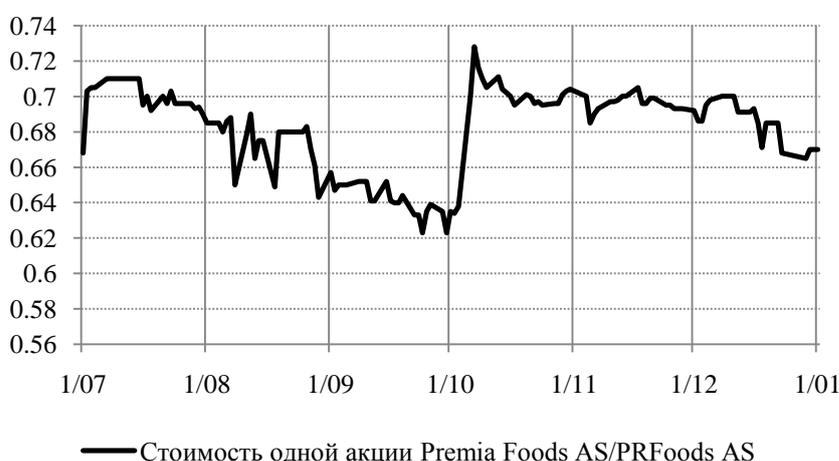


Рисунок 4. Рыночная стоимость одной акции предприятия Premia Foods AS (PRFoods AS после 31.10.2014) за последние шесть месяцев (в евро)  
Источник: (Nasdaq Baltic homepage)

Согласно данным биржи стоимость одной акции до совершения сделки составляла 0,64 евро, на момент продажи сегментов стоимость резко подскочила до

0,73, а после стабилизировалась и выровнялась до уровня 0,70 евро. Сравнивая данные показатели с рассчитанной в работе стоимостью одной акции в 0,78 евро, можно предположить, что акции предприятия на рынке были недооценены. Однако автор предполагает, что данная разница обусловлена в первую очередь тем, что расчет стоимости фирмы, зависящий от разных факторов и точности входных данных, является весьма субъективным. Поэтому его нельзя считать досконально точным.

В результате совершенной сделки, как упоминалось ранее, Premia Foods AS получит сумму в размере 27 109 000 евро. Как видно, эта сумма превосходит вычисленную автором действительную стоимость проданных сегментов по производству и продаже «мороженого» и «замороженных товаров» на 4%, что, безусловно, является плюсом и выгодой для Premia Foods AS. Однако опять же стоит сделать поправку, расчет стоимости фирмы нельзя назвать абсолютно точным, так как он зависит от многих факторов и является весьма субъективным.

Затрагивая тему причин, по которым руководство решило продать значительную часть своего предприятия, нельзя сказать много. Из-за небольшого количества имеющейся в свободном доступе информации касательно отдельно каждого из сегментов, в том числе и финансового характера, невозможно было произвести глубокий анализ и выявить первостепенные причины, по которым руководство решилось на такой шаг. Однако из имеющихся данных можно сделать вывод, что доля проданных сегментов в нетто-обороте реализации в своей перспективе уменьшалась, кроме того и показатель коммерческой рентабельности оборота этих сегментов также был довольно-таки низким (глава 2.3.). Это, безусловно, было одним из многих факторов приведших к решению продать часть производства предприятия Premia Foods AS.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Оценка стоимости предприятия играет важную роль в анализе деятельности предприятия. Результаты этой оценки способствуют принятию грамотных стратегических и управленческих решений руководством фирмы, помогают определить сильные и слабые стороны предприятия, а также возможности роста и предполагаемые потенциальные угрозы в будущем. Показатель стоимости предприятия отражает его ценность в денежном выражении, тем самым являясь для собственников единственным критерием оценки их доходов и финансового благополучия фирмы в целом.

Целью данной работы было выявление стоимости предприятия Premia Foods AS и проведение сравнительного анализа двумя разными подходами. Первый подход – доходный, с использованием модели дисконтированных денежных потоков, второй – рыночный подход, с использованием ценового мультипликатора EV/EBITDA.

В процессе достижения целей, автор разделил работу на три части. В первой был дан теоретический обзор понятия оценки стоимости предприятия и были рассмотрены используемые для этого методы, во второй части проводился обзор деятельности фирмы, а также экономической ситуации в Эстонии и прогнозов на будущее. В заключительной части на основе предыдущих двух автором была произведена оценка действительной стоимости всего предприятия Premia Foods AS и дан сравнительный анализ действительной стоимости проданных сегментов предприятия и их цены приобретения.

Важной частью в определении стоимости предприятия был предварительный анализ основных финансовых показателей фирмы и, как результат, выявление эффективности его деятельности на сегодняшний день.

Частью метода дисконтирования денежных потоков было построение прогнозного финансового потока. Для этого автором были составлены финансовые прогнозы на период 2014-2019 год. Прогнозирование отчета о прибылях и убытках было основано на показаниях аналитиков и прошлых данных Premia Foods AS. А уже

отталкиваясь от полученных отчетов был составлен баланс на будущее. Это является важным шагом, так как прогнозы влияют на будущие балансовые показатели, те в свою очередь на будущий финансовый поток и, как результат, на саму стоимость предприятия.

Другой важной составляющей процесса оценки данным методом было определение ставки дисконтирования, в качестве которой была принята средневзвешенная цена капитала WACC. Для расчета WACC автором было выявлено соотношение заемного капитала (40%) к собственному (60%), а также их цена. Для заемного капитала цена составила 5,72%. Для нахождения стоимости же собственного капитала была использована модель CAPM, где результат составил 9,67%. В итоге рассчитанная средневзвешенная цена капитала WACC составила 8,09%.

Таким образом, используя указанные выше данные, сначала были найдены будущие денежные потоки, которые способно сгенерировать предприятие, а затем и ценность всей фирмы. Стоимость предприятия Premia Foods AS составила 56 664 783 евро.

Следующим шагом в работе было нахождение стоимости сегментов предприятия по производству и продаже «мороженого» и «замороженных товаров» с использованием ценового мультипликатора EV/ЕБИТDA, а затем сравнение найденного результата и цены совершенной сделки. Найденная стоимость проданных сегментов составила 26 059 799 евро, что на 4% меньше той суммы, которую получит Premia Foods AS. Данные показатели свидетельствуют об успешно совершенной сделке для исследуемого предприятия.

Сравнивая рассчитанную цену одной акции для Premia Foods AS в размере 0,78 евро с биржевыми данными, была выявлена небольшая разница в показателях стоимости, что вероятнее всего обусловлено субъективностью оценки и погрешностью расчетов.

Говоря о причинах, побудивших Premia Foods AS расстаться с существенной частью своего предприятия, нельзя сказать много из-за отсутствия в свободном доступе необходимого количество информации. Однако одной из причин можно назвать уменьшающуюся за последние пять лет долю проданных сегментов в нетто-обороте реализации фирмы.

## **SUMMARY**

### **ENTERPRISE VALUE MEASURING BASED ON PREMIA FOODS AS**

Jekaterina Skirko

Enterprise value measuring is the key to a successful company management. The results of the valuation play an important part in making proper managerial decisions and planning the business strategy. Correct valuation helps to identify the strengths and weaknesses of the company, as well as opportunities for growth and the expected potential threats in the future, thus being the only criterion for owners to assess their income and financial well-being of the company.

The aim of this work is to determine the value of Premia Foods AS enterprise using two different approaches (discounted cash flow model and relative valuation model, using the financial ratio EV/EBITDA).

At the end of October AS Premia Foods was an international food production company, which operated in six countries and five target markets. The company was mostly known for its brands in the ice cream market, chilled fish products and in the frozen goods markets. However, by the resolution of the extraordinary general meeting of shareholders held on 30<sup>th</sup> of October 2014, the company name was changed to PRFoods AS. This decision was made because of executed next day share purchase agreements under which Premia Foods AS sold and transferred all its Baltic and Russian ice cream and frozen goods operations to Nordic Foods Holding OÜ and Shiner Macost Ltd. Nowadays, PRFoods AS continues its operations in the fish farming, production and sales of fish products in the Finnish and Estonian markets.

In relation to these latest events and completed transactions are determined the objectives of this research. To reach the set goals this work is divided into three main sections. The first section provides an overview of the theoretical aspects of used methods and approaches.

The second part is focusing on the company Premia Foods AS itself and its activities giving a brief overview of company's historical data and market situation in Estonia. On the basis of the previous two chapters is constructed the final part of the work. The third section involves forecasting the future financial statements of the company and finding the whole enterprise value, as well as provides a relative valuation of sold segments taking into consideration the transaction's market price.

Part of the discounted cash flow method was to build the cash flow forecasts. Because of that, author had to determine the financial situation of the company and market using historical data. Next step was forecasting future income statements and balance sheets for the period 2014 – 2019 based on collected data and searched out future growth rates.

Another important part of the valuation process was to determine the proper discount factor. In this research as a discount rate was taken company's weighted average cost of capital (WACC). To calculate the WACC was determined the cost of debt (5.72%) and by using CAPM model was found the cost of equity (9.67%). As a result, the calculated weighted average cost of capital came 8.09%.

Finally, using the above data and discounted cash flow model was found the enterprise value of Premia Foods AS, which came 56,664,783 euro.

The next step in the work was to find the value of operations that were sold (production and sales of "ice cream" and "frozen goods") using relative approach and financial ratio EV/EBITDA, and afterwards comparing the found value with transaction's price. Calculated value of sold operations resulted in 26,059,799 euro. This total is 4% less than the received amount (27,109,000 euro) by Premia Foods AS, which indicates for Premia Foods AS the successful execution of the transaction.

In this work also has been found Premia Foods AS price per share. It was done by taking from calculated enterprise value net debt and dividing the result by total amount of shares, price per share came 0.78 euro. During the comparison of the calculated price per share with market prices a slight difference can be found in terms of the cost. This can be explained by the factors of the subjective evaluation and calculation drawbacks.

Speaking of the reasons why Premia Foods AS decided to sell part of the operations cannot be said much. However, one of the reasons may be the decreasing proportion of sold segments in the company's turnover.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

- Байраншин А.Ю. (2011). Оценка деятельности экономических субъектов с позиции стоимости бизнеса. – *Научно-практический журнал «Современная экономика: проблемы и решения»*, № 5, стр. 67-71
- Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А. (2009). Управление стоимостью бизнеса: Учебное пособие. Санкт-Петербург: СПбГУЭФ
- Гараникова Л.Ф. (2007). Оценка стоимости предприятия: Учебное пособие. 1-ое издание. Тверь: ТГТУ
- Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эскиндаров М.А., Тазикина Т.В., Иванова Е.Н., Щербакова О.Н. (2003). Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Москва: «Интерреклама»
- Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. (2006). Оценка бизнеса. 2-ое издание. Санкт-Петербург: Питер
- Кашеев Р. (2003). Модель оценки стоимости компании: разработка и применение. – *Журнал «Финансовый Директор»*, № 12 [WWW] <http://fd.ru/articles/6185-otsenka-stoimosti-kompanii-razrabotka-modeli-i-ee-primenenie> (21.10.2014)
- Пфейл А., Яремчук И. (2012) Риски в стоимости [WWW] <http://finansist-club.com/articles/content?Id=175526> (15.10.2014)
- Ронова Г.Н., Королев П.Ю., Осоргин А.Н., Хаджиев М.Р., Тишин Д.И. (2008). Оценка стоимости предприятий: учебно-методический комплекс. Москва: Издательский центр ЕАОИ
- Чеботарев Н.Ф. (2009). Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Москва: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К<sup>о</sup>»
- Щербаков В.А., Щербакова Н.А. (2006). Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Москва: Омега-Л
- Anderson P. L. (2005). New Developments in Business Valuation. – *Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis*, vol. 87, pp. 267-306
- Bloomberg Companies home page [WWW] <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/> (03.11.2014)

- Copeland T., Koller T., Murrin J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd edition. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Dagiliene L., Kovaliov R., Macerinskas J., Simanaviciene Ž. (2006). The Application of Financial Valuation Methods in Investment Decisions. – *Ekonomikair vadyba: Economics and Management*, nr. 2, pp. 28-33
- Damodaran A. (1994). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 1st edition. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd edition. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence* [WWW]  
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> (15.10.2014)
- Damodaran A. Online. January 2014. *Betas by sector*. [WWW]  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)  
 (30.10.2014)
- Damodaran A. Online. January 2014. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. [WWW]  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)  
 (30.10.2014)
- Dzymba U. (2012). Real Options Compared to Traditional Company Valuation Methods: Possibilities and Constraints in Their Use. – *Financial Internet Quarterly „e-Finance”*, vol. 8, nr. 2, pp. 52-68
- Eesti statistika kodulehelülg. Mõisted ja metoodika [WWW] [http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/MAJANDUS/03ETTEVETETE\\_MAJANDUSNAITAJAD/04ETTETETE\\_SUHTARVUD/02AASTASTATISTIKA/EM\\_023.htm](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/MAJANDUS/03ETTEVETETE_MAJANDUSNAITAJAD/04ETTETETE_SUHTARVUD/02AASTASTATISTIKA/EM_023.htm) (21.10.2014)
- Ettevõtete tegevusala (EMTAK 2008) suhtarvud [WWW] <http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/varval.asp?ma=EM023&lang=2> (21.10.2014)
- Froidevaux S. P. (2004). *Fundamental Equity Valuation: Stock Selection Based on Discounted Cash Flow* [WWW] <http://www.gbv.de/dms/zbw/488889561.pdf>  
 (11.10.2014)
- Frykman D., Tolleryd J. (2003). *Corporate Valuation: an Easy Guide to Measuring Value*, 1st edition. UK: FT Press
- Imam S., Barker R., Clubb C. (2011). The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. – *European Accounting Review*, vol.17, nr. 3, pp. 503-535

- Imam S., Chan J., Ali Shah S. Z. (2013). Equity valuation models and target price accuracy in Europe: Evidence from equity reports. – *International Review of Financial Analysis*, vol. 28, pp. 9-19
- Koller T., Goedhart M., Wessels D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th edition. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Kõomägi M. (2006). *Ärarahendus*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
- Levin Joakim (1998). *Essays in company valuation: On the General Equivalence of Company Valuation Models*. Stockholm: EFI, The Economic Research Inst.
- Mian M. A., Vélez-Pareja I. (2007). Applicability of the Classic WACC Concept in Practice. – *Latin American Business Review*, vol. 8, nr. 2, pp. 19-40
- Nasdaq Baltic homepage. Share price history [WWW]  
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=EE3100101031&list=2&currency=EUR&pg=details&tab=historical> (02.01.2015)
- Nenkov D. N. (2010). Relative Company Valuation Methods and Lessons of the Global Financial Crisis. – *Issues of Business and Law*, vol. 2, pp. 46-62
- Premia Foods AS kodulehekülg [WWW] <http://www.premiafoods.eu/eng/investor-relations/about-company> (25.10.2014)
- Premia Foods AS majandusaasta aruanded 2009-2013
- Rahandusministeeriumi kodulehekülg. Suvised majandusprognoosid [WWW]  
<http://www.fin.ee/majandusprognoosid> (02.11.2014)
- Revenue Ruling 59-60. The USA Internal Revenue Service (IRS) January 1959. – IRC Sec. 2031 Reg § 20.2031-2
- Torrez J., Al-Jafari M., Juma'h A. H. (2006). Corporate Valuation: a Literature Review. – *Inter Metro Business Journal*, vol. 2, nr. 2, pp. 39-58
- Trading Economics homepage. Germany Government Bond 10Y [WWW]  
<http://www.tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield> (26.10.2014)

## **ПРИЛОЖЕНИЯ**

### **Приложение 1. Предложенные на выбор 13 моделей оценки**

**Источник: (Imam S., Barker R., Clubb C. 2011)**

DCF (discounted cash flow) – модель дисконтированных денежных потоков

P/E (price to earnings) – модель с использованием мультипликатора соотношения «цена/прибыль»

EV/EBITDA (enterprise value to earnings before interest, tax, depreciation, amortization) – модель с использованием мультипликатора соотношения стоимости предприятия к ее доходам до уплаты налогов, выплаты процентов и амортизации

P/B (price to book value) – модель с использованием мультипликатора соотношения «цена/балансовая стоимость»

DDM (dividend discount model) – модель дисконтирования дивиденда

CFROI (cash flow return on investment) – модель с использованием показателя доходности инвестиций на основе потока денежных средств

EV/S (enterprise value to sales) – модель с использованием мультипликатора соотношения стоимости компании к ее выручке

PEG (price/earnings to growth) – модель с использованием мультипликатора соотношения «цена /рост»

EVA (economic value added) – модель экономической добавленной стоимости

DY (dividend yield) – модель с учетом дивидендной доходности

P/CF (price to cash floor) – модель с использованием мультипликатора соотношения «цена/денежный поток»

P/S (price to sales) – модель с использованием мультипликатора соотношения «цена/выручка»

EV/BV (enterprise value to book value) – модель с использованием мультипликатора соотношения стоимости компании к балансовой стоимости

**Приложение 2. Баланс Premia Foods AS за 2009-2013 года (тыс. евро) – (1)**

**Источник: (Premia Foods AS majandusaastaaruanded 2009-2013)**

<b>АКТИВЫ</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Деньги и денежные эквиваленты		722	712	1 357	1 314
Требования и предоплаты		9 970	7 150	8 152	8 356
Запасы		8 550	9 174	10 308	10 258
Биологические активы		8 361	8 179	5 631	6 270
Вне оборотные активы, предназначенные для продажи		10	9	0	0
<b>Оборотное имущество всего</b>	<b>24 643</b>	<b>27 613</b>	<b>25 224</b>	<b>25 448</b>	<b>26 198</b>
Активы по отсроченному налогу на прибыль		499	435	473	557
Долгосрочные финансовые вложения		93	89	131	127
Инвестиции в недвижимость		2 084	2 084	2 084	2 084
Материальное основное имущество		15 087	13 271	12 499	12 500
Нематериальные активы		23 568	23 015	22 548	22 373
<b>Основное имущество всего</b>	<b>38 186</b>	<b>41 331</b>	<b>38 894</b>	<b>37 735</b>	<b>37 641</b>
<b>АКТИВЫ ВСЕГО</b>	<b>62 828</b>	<b>68 944</b>	<b>64 118</b>	<b>63 183</b>	<b>63 839</b>

**Приложение 2. Баланс Premia Foods AS за 2009-2013 года (тыс. евро) – (2)**

**Источник: (Premia Foods AS majandusaastaaruanded 2009-2013)**

<b>ПАССИВЫ</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Долговые обязательства		2 444	2 793	3 953	6 035
Факторинг		2 762	236	0	0
Кредиторская задолженность и предоплаты		9 559	8 465	9 399	10 057
<b>Краткосрочные обязательства всего</b>	<b>21 346</b>	<b>14 765</b>	<b>11 494</b>	<b>13 352</b>	<b>16 092</b>
Долговые обязательства		9 486	9 170	11 239	8 470
Отсроченная задолженность по налогообложению		1 642	1 278	659	716
Правительственные субсидии		1 679	1 668	1 479	1 264
<b>Долгосрочные обязательства всего</b>	<b>13 737</b>	<b>12 807</b>	<b>12 116</b>	<b>13 377</b>	<b>10 450</b>
<b>Обязательства всего</b>	<b>35 084</b>	<b>27 572</b>	<b>23 610</b>	<b>26 729</b>	<b>26 542</b>
Акционерный капитал		24 723	23 210	19 342	19 342
Добавочный капитал		14 513	16 026	16 026	16 026
Балансовые акции		-30	-30	0	0
Обязательный резервный капитал		0	0	6	6
Прочие резервы		0	21	42	62
Накопленная курсовая разница		335	391	485	748
Нераспределенная прибыль		1 831	890	553	1 113
<b>Капитал, относящийся к акционерам материнского предприятия всего</b>	<b>27 501</b>	<b>41 372</b>	<b>40 508</b>	<b>36 454</b>	<b>37 297</b>
<b>Собственный капитал всего</b>	<b>27 745</b>	<b>41 372</b>	<b>40 508</b>	<b>36 454</b>	<b>37 297</b>
<b>ПАССИВЫ ВСЕГО</b>	<b>62 828</b>	<b>68 944</b>	<b>64 118</b>	<b>63 183</b>	<b>63 839</b>

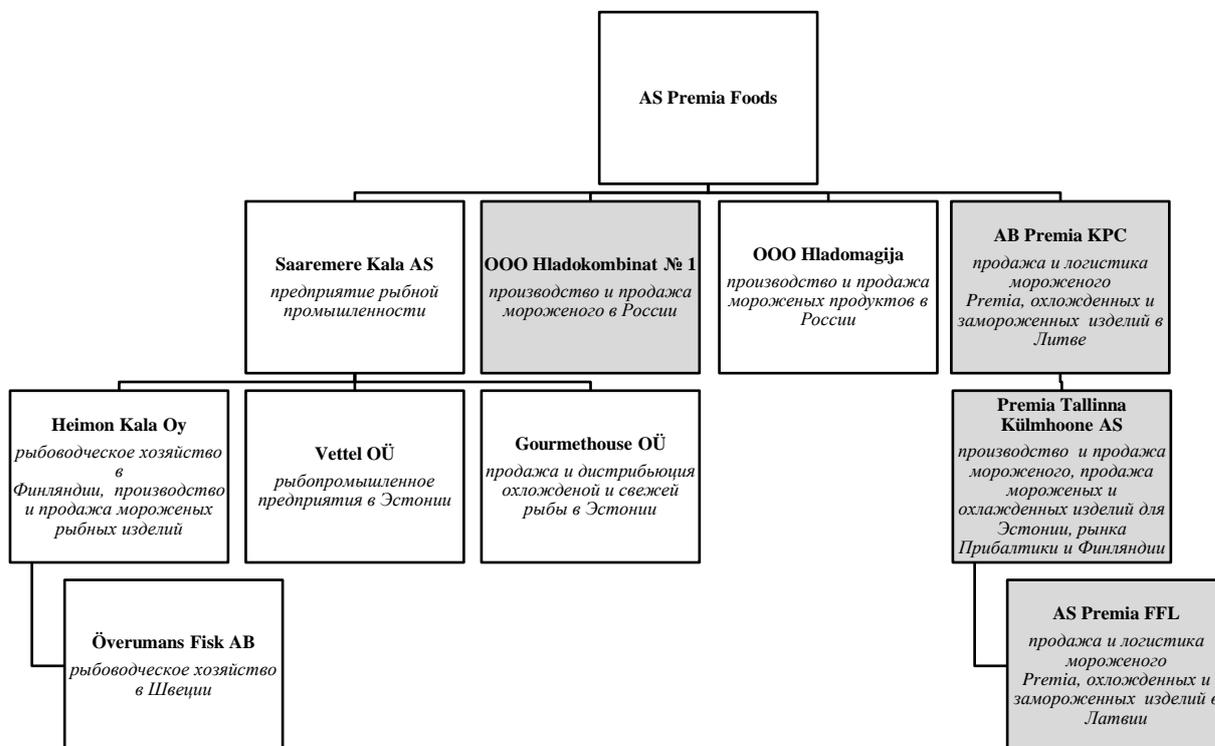
**Приложение 3. Отчет о прибылях и убытках предприятия Premia Foods AS за 2009-2013 года (тыс. евро)**

**Источник: (Premia Foods AS majandusaastaaruanded 2009-2013)**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Нетто-оборот реализации	68 703	77 278	88 290	86 381	98 853
Себестоимость реализованной продукции		-58 608	-65 362	-62 698	-75 592
<b>Брутто прибыль</b>	<b>17 782</b>	<b>18 670</b>	<b>22 928</b>	<b>23 683</b>	<b>23 261</b>
<b>Коммерческие расходы</b>		<b>-19 133</b>	<b>-22 783</b>	<b>-22 601</b>	<b>-22 317</b>
Расходы по продажам и маркетингу		-15 139	-18 123	-18 208	-18 369
Общие административные расходы		-3 994	-4 660	-4 393	-3 948
Прочие нетто доходы и расходы		2 510	485	345	514
Переоценка биологических активов		1 022	-459	-1 363	742
<b>Коммерческая прибыль (убыток)</b>	<b>2 516</b>	<b>3 069</b>	<b>171</b>	<b>64</b>	<b>2 200</b>
Финансовые доходы		0,095	0,009	0,148	0,005
Финансовые расходы		-1 473	-878	-673	-1 163
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>650</b>	<b>1 691</b>	<b>-698</b>	<b>-461</b>	<b>1 042</b>
Подоходный налог		-389	144	534	-95
<b>Чистая прибыль(убыток)</b>	<b>691</b>	<b>1 302</b>	<b>-554</b>	<b>73</b>	<b>947</b>

## Приложение 4. Структура предприятия Premia Foods AS

Источник: (Premia Foods AS kodulehekülj)



Предприятия в темных ячейках – проданы

## Приложение 5. Формулы расчета финансовых показателей

Источник: (Eesti statistika kodulehekülj)

$$\text{Коммерческая рентабельность оборота} = \frac{\text{Коммерческая прибыль}}{\text{Нетто – оборот реализации}}$$

$$\text{Чистая рентабельность оборота} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Нетто – оборот реализации}}$$

$$\text{Чистая рентабельность активов (ROA)} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя стоимость активов}}$$

$$\text{Чистая рентабельность собственного капитала (ROE)} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}}$$

$$\text{Коэффициент оборачиваемости активов} = \frac{\text{Нетто – оборот реализации}}{\text{Средняя стоимость активов}}$$

$$\text{Коэффициент оборачиваемости основных средств} = \frac{\text{Нетто – оборот реализации}}{\text{Основные средства}}$$

$$\text{Коэффициент текущей ликвидности} = \frac{\text{Оборотное имущество}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$$

$$\text{Коэффициент быстрой ликвидности} = \frac{\text{Оборотное имущество – Запасы}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$$

$$\text{Коэффициент финансовой зависимости} = \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}}$$

## Приложение 6. Прогноз баланса Premia Foods AS за 2014-2019 года (в евро)

Источник: (Расчеты автора)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>АКТИВЫ</b>						
Деньги и денежные эквиваленты	1 306 867	1 406 189	1 492 247	1 582 976	1 678 271	1 738 689
Требования и предоплаты	9 162 924	9 859 306	10 462 695	11 098 827	11 766 977	12 190 588
Запасы	11 529 565	12 405 811	13 165 047	13 965 482	14 806 204	15 339 227
Биологические активы	7 800 856	8 393 721	8 907 417	9 448 987	10 017 816	10 378 458
<b>Оборотное имущество всего</b>	<b>29 800 211</b>	<b>32 065 027</b>	<b>34 027 406</b>	<b>36 096 272</b>	<b>38 269 268</b>	<b>39 646 962</b>
Материальное/нематериальные основное имущество	32 411 704	32 001 211	32 287 457	32 525 629	33 215 304	34 666 365
где всего амортизация составила	-2 816 813	-2 787 470	-2 814 141	-2 837 270	-2 896 852	-3 017 714
<b>Основное имущество всего</b>	<b>35 210 162</b>	<b>34 843 376</b>	<b>35 176 768</b>	<b>35 465 873</b>	<b>36 210 653</b>	<b>37 721 422</b>
<b>АКТИВЫ ВСЕГО</b>	<b>65 010 373</b>	<b>66 908 402</b>	<b>69 204 174</b>	<b>71 562 145</b>	<b>74 479 921</b>	<b>77 368 383</b>
<b>ПАССИВЫ</b>						
Долговые обязательства	6 457 450	6 948 216	7 373 447	7 821 753	8 292 622	8 591 157
Кредиторская задолженность и предоплаты	10 803 723	11 624 806	12 336 244	13 086 288	13 874 082	14 373 549
<b>Краткосрочные обязательства всего</b>	<b>17 261 173</b>	<b>18 573 022</b>	<b>19 709 691</b>	<b>20 908 041</b>	<b>22 166 705</b>	<b>22 964 706</b>
<b>Долгосрочные обязательства всего</b>	<b>9 393 730</b>	<b>8 860 092</b>	<b>8 664 712</b>	<b>8 433 155</b>	<b>8 370 808</b>	<b>8 757 105</b>
<b>Обязательства всего</b>	<b>26 654 903</b>	<b>27 433 114</b>	<b>28 374 404</b>	<b>29 341 195</b>	<b>30 537 512</b>	<b>31 721 811</b>
Акционерный капитал	19 342 000	19 342 000	19 342 000	19 342 000	19 342 000	19 342 000
Добавочный капитал	16 026 000	16 026 000	16 026 000	16 026 000	16 026 000	16 026 000
Обязательный резервный капитал	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
Прочие резервы	82 000	102 000	122 000	142 000	162 000	182 000
Накопленная курсовая разница	972 400	1 166 880	1 516 944	1 820 333	2 366 433	2 839 719
Нераспределенная прибыль	1 927 070	2 832 408	3 816 827	4 884 617	6 039 976	7 250 853
<b>Собственный капитал всего</b>	<b>38 355 470</b>	<b>39 475 288</b>	<b>40 829 771</b>	<b>42 220 950</b>	<b>43 942 409</b>	<b>45 646 572</b>
<b>ПАССИВЫ ВСЕГО</b>	<b>65 010 373</b>	<b>66 908 402</b>	<b>69 204 174</b>	<b>71 562 145</b>	<b>74 479 921</b>	<b>77 368 383</b>

**Приложение 7. Прогноз отчета о прибылях и убытках предприятия  
Premia Foods AS за 2014-2019 года (в евро)**

**Источник: (Расчеты автора)**

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Нетто-оборот реализации	105 772 710	113 811 436	120 776 696	128 119 919	135 832 738	140 722 717
Себестоимость реализованной продукции	-78 751 524	-84 736 640	-89 922 523	-95 389 812	-101 132 279	-104 773 041
<b>Брутто прибыль</b>	<b>27 021 186</b>	<b>29 074 796</b>	<b>30 854 173</b>	<b>32 730 107</b>	<b>34 700 459</b>	<b>35 949 676</b>
<b>Коммерческие расходы</b>	<b>-26 276 827</b>	<b>-28 273 866</b>	<b>-30 004 227</b>	<b>-31 828 484</b>	<b>-33 744 559</b>	<b>-34 959 363</b>
Расходы по продажам и маркетингу	-21 189 441	-22 799 839	-24 195 189	-25 666 256	-27 211 365	-28 190 974
Общие административные расходы	-5 087 386	-5 474 028	-5 809 038	-6 162 228	-6 533 194	-6 768 389
Прочие нетто доходы и расходы	700 178	753 391	799 499	848 108	899 164	931 534
Переоценка биологических активов	1 028 930	1 107 129	1 174 886	1 246 319	1 321 347	1 368 915
<b>Коммерческая прибыль (убыток) (ЕВИТ)</b>	<b>2 473 466</b>	<b>2 661 450</b>	<b>2 824 331</b>	<b>2 996 050</b>	<b>3 176 412</b>	<b>3 290 763</b>
Финансовые доходы/расходы	-1 170 919	-1 259 908	-1 337 015	-1 418 305	-1 503 687	-1 557 820
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>1 302 548</b>	<b>1 401 542</b>	<b>1 487 316</b>	<b>1 577 745</b>	<b>1 672 725</b>	<b>1 732 943</b>
Подходный налог	-101 650	-109 375	-116 069	-123 126	-130 538	-135 238
<b>Чистая прибыль(убыток)</b>	<b>1 200 898</b>	<b>1 292 166</b>	<b>1 371 247</b>	<b>1 454 619</b>	<b>1 542 187</b>	<b>1 597 705</b>
Дивиденды	386 828	386 828	386 828	386 828	386 828	386 828

## Приложение 8. График изменения показателя по 10-ти летним облигациям Германии за 2012-2014 года (в %)

Источник: (Trading Economics homepage)

