Интернет-журнал «Наукоедение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 7, №1 (2015) <http://naukovedenie.ru/index.php?p=vol7-1>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/113EVN115.pdf>

DOI: 10.15862/113EVN115 (<http://dx.doi.org/10.15862/113EVN115>)

УДК 332.146.2

Дорофеев Александр Юрьевич

ФГБОУ ВО «Московский Государственный Университет технологий и управления
им. К.Г. Разумовского (ПКУ)»
Россия, Москва¹

Доцент кафедры «Менеджмента»

Кандидат экономических наук

E-mail: ald741@mail.ru

Филатов Владимир Владимирович

ФГБОУ ВО «Московский Государственный Университет технологий и управления
им. К.Г. Разумовского (ПКУ)»
Россия, Москва

Доцент кафедры «Менеджмента»

Кандидат технических наук

E-mail: filatov_vl@mail.ru

Подлесная Людмила Викторовна

ФГБОУ ВО «Московский Государственный Университет технологий и управления
им. К.Г. Разумовского (ПКУ)»
Россия, Москва

Доцент кафедры «Экономика и управление на предприятиях малого и среднего бизнеса»
pin29@mail.ru

Медведев Владимир Михайлович

МАИ «Московский авиационный институт (национальный исследовательский университет)»
Россия, Москва
Доцент

Заведующий кафедрой «314Б» «Управление и информатика в технических системах»

Кандидат технических наук

E-mail: km@mgutm.ru

¹ 109004 Москва, Земляной вал, 73

Фадеев Александр Сергеевич

МГТУ «Московский Государственный Технический Университет им. Баумана»
Россия, Москва
Профессор
Доктор технических наук
E-mail: km@mgutn.ru

Шестов Андрей Владимирович

ФГБОУ ВО «Московский Государственный Университет технологий и управления
им. К.Г. Разумовского (ПКУ)»
Россия, Москва
Доцент кафедры «Менеджмента»
Кандидат экономических наук
E-mail: av2018@mail.ru

**Методика оценки стоимости прав на использование
объекта управления**

Аннотация. В данной статье проанализирована методика оценки стоимости прав на использование гостиничного комплекса Desert Rose в г. Санкт – Петербурге по доходному подходу. В соответствии с современной теорией оценки бизнеса, при прогнозировании будущих результатов деятельности оцениваемой компании, оценщик должен спрогнозировать результаты деятельности для каждого года до того момента, когда деятельность компании стабилизируется. Стабилизация означает установление определенных и устойчивых темпов роста выручки и стабильных коэффициентов рентабельности. Оптимальным горизонтом прогнозирования в российских условиях считается 5-10 лет.

При построении прогноза денежных потоков экспертно выбран период с даты оценки 01 февраля 2014 г. по 31 декабря 2023 года. Кроме того, применяя метод дисконтированных денежных потоков, в расчетах можно использовать либо чистый денежный поток на собственный капитал (Free Cash Flow to Equity, FCFE), либо чистый денежный поток на инвестированный капитал или бездолговой денежный поток (Free Cash Flow to Firm, FCFF). Различия между ними заключаются в том, что при расчете денежного потока для собственного капитала вычитаются проценты за кредиты и вносятся корректировки на прирост/сокращение задолженности компании по кредитам, а также в использовании различных ставок дисконтирования. Исходя из анализа рыночной ситуации можно заключить, что гостиницы Санкт-Петербурга потенциально будут задействованы на 65%, что является фактически оптимальным показателем. Поскольку анализируемая гостиница характеризуется привлекательным местоположением и высокими качественными характеристиками, то с высокой степенью вероятности ее проникновение на рынок будет проходить быстро и глубже чем у других гостиниц, и она сможет достичь показателя оптимальной загрузки раньше, в 2016 году. Предполагается, что коэффициент проникновения гостиницы на рынок составит не менее 1,05, то есть ее загрузка достигнет показателя 68. Соответственно чтобы выйти на этот показатель, по предположению Оценщика загрузка будет постепенно увеличиваться, - в 2014 году она составит 50%, в 2015 – 60%, в 2016 – 68%. Показатель премии за риск инвестирования в компании с низкой капитализацией рассчитывается как разница между средней исторической доходностью по вложениям в небольшие компании и средней исторической доходностью по инвестициям на фондовом рынке США. Был произведен расчет долгосрочной прибыли сверх CAPM для портфелей десятичных групп NYSE/AMEX/NASDAQ (1926-2012 гг.), тыс. долл. США. Проведена оценка рыночной стоимости прав на эксплуатацию гостиницы в рамках доходного подхода.

Ключевые слова: методология; оценка; нематериальные активы. доходный подход; товарный знак; сравнительный подход; затратный подход.

Ссылка для цитирования этой статьи:

Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Подлесная Л.В., Медведев В.М., Фадеев А.С., Шестов А.В. Методика оценки стоимости прав на использование объекта управления // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 7, №1 (2015) <http://naukovedenie.ru/PDF/113EVN115.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ. DOI: 10.15862/113EVN115

Способность генерировать доход, как правило, считается наиболее важным фактором при проведении оценки активов и/или бизнеса предприятия. Способность генерировать доход представляет собой наличие «свободного денежного потока», который может быть распределен между инвесторами после вычета суммы денежных средств, которые необходимо реинвестировать в предприятие для продолжения его деятельности и дальнейшего роста. Таким образом, свободный денежный поток представляет собой сумму, которая может быть распределена между собственниками без ущерба для хозяйственной деятельности предприятия или его развития [1]. Предположения, заложенные в модель дисконтированных денежных потоков, основывались на фактических данных за прошлые периоды и их собственном анализе в отношении общих рыночных и отраслевых тенденций. При построении прогноза денежного потока необходимо выполнить следующие основные шаги [2]:

1. определение длительности прогнозного периода;
2. определение вида денежного потока;
3. формирование допущения относительно основных макроэкономических показателей на период прогнозирования;
4. построение прогноза объемов продаж и цен реализации;
5. построение прогноза затрат;
6. построение прогноза капитальных вложений и амортизационных отчислений;
7. построение прогноза изменений оборотного капитала;
8. расчет прогнозных денежных потоков;
9. расчет ставки дисконтирования;
10. расчет терминальной стоимости;
11. расчет текущей стоимости денежных потоков;
12. внесение заключительных поправок.

В соответствии с современной теорией оценки бизнеса, при прогнозировании будущих результатов деятельности оцениваемой компании, оценщик должен спрогнозировать результаты деятельности для каждого года до того момента, когда деятельность компании стабилизируется [3]. Стабилизация означает установление определенных и устойчивых темпов роста выручки и стабильных коэффициентов рентабельности. Оптимальным горизонтом прогнозирования в российских условиях считается 5-10 лет. При построении прогноза денежных потоков экспертно выбран период с даты оценки 01 февраля 2014 г. по 31 декабря 2023 года.

В зависимости от того, учитывается в денежном потоке инфляционная составляющая или нет, различают номинальный и реальный денежные потоки (первый, в отличие от второго, учитывает влияние инфляции) [4]. Кроме того, применяя метод дисконтированных денежных потоков, в расчетах можно использовать либо чистый денежный поток на собственный капитал (Free Cash Flow to Equity, FCFE), либо чистый денежный поток на инвестированный капитал или бездолговой денежный поток (Free Cash Flow to Firm, FCFF). Различия между ними заключаются в том, что при расчете денежного потока для собственного капитала вычитаются проценты за кредиты и вносятся корректировки на прирост/сокращение задолженности компании по кредитам, а также в использовании различных ставок дисконтирования [5].

Таблица 1

Ставки дисконтирования для различных денежных потоков

База денежного потока	Тип ставки дисконтирования
Денежный поток для инвестированного капитала	Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)
Денежный поток для собственного капитала	Стоимость собственного капитала

Согласно теории оценки, вне зависимости от того, выбран денежный поток для собственного или инвестированного капитала, итоговые величины стоимости компании будут приблизительно равны [6]. [В рамках оценки Объекта принято решение использовать номинальный денежный поток для инвестированного капитала, который рассчитывался по следующей схеме, рис.1:

NOPLAT (чистая прибыль)
+ Амортизация
- Капитальные вложения
-/+ Увеличение (уменьшение) собственного оборотного капитала
= Чистый денежный поток на инвестированный капитал.

Рис. 1. Схема расчета номинального денежного потока для инвестированного капитала

Все расчеты выручки и затрат (с целью расчёта чистой прибыли) приведены без учета величины налога на добавленную стоимость [7]. Прогноз основных макроэкономических показателей для расчёта денежного потока прогнозного периода принимался в соответствии с документами, разработанными МЭР РФ:

Долгосрочный прогноз социально-экономического развития Российской Федерации до 2030 г.².

Предполагается, что цены на охранные услуги будут увеличиваться в начале каждого календарного года на прогнозный индекс потребительских цен согласно документам МЭР.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.2

Прогноз основных макроэкономических показателей на период 2013-2016 гг.

Показатель	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 и далее
Потребительская инфляция	6,7%	5,8%	4,8%	4,8%	5,1%	4,5%	4,0%

Отель «Desert Rose» находится под управлением международной гостиничной компании, базирующейся в Канаде, под управлением которой находятся отели в сегменте Luxury. Компания была основана в 1960 году Изадором Шарпом. В портфолио компании на сегодня находится 90 отелей, расположенных в Европе, США, на Ближнем Востоке, в юго-восточной Азии и пр. На сегодняшний день, компания зарекомендовала себя как лидер на рынке гостиничных услуг в сегменте luxury в 37 странах.

Отель расположен в г. Санкт-Петербург и находится в одном из старейших районов города. Он успешно сочетает статус научно-промышленного и историко-культурного центра.

² http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20111006_05 , ноябрь 2013 г.

И именно эта контрастность придает району неповторимый шарм, создает уникальную атмосферу и притягивает тысячи туристов со всего мира.

Качество функциональных составляющих отеля имеет прямое влияние на конкурентоспособность, достижимую загрузку и среднюю цену за номер. Оформление и функциональность здания также могут повлиять на эффективность работы и общую рентабельность. Отель является объектом класса 5 звезд, включает в себя 183 номера, 3 ресторана, бар, 855 кв. м. конференц площадей, спа, бизнес центр, тренажерный зал и соответствующие подсобные помещения.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.3

Функциональные составляющие отеля «Desert Rose»

Номерной фонд	Количество	Площадь (в среднем), кв.м.
Супериор	10	43
Делюкс	37	45
Премиум	18	46
Desert Rose	48	46
Номер с террасой	44	40
Делюкс сьют с одной спальней	4	62
Премиум сьют с одной спальней	9	70
Адмиралтейский сьют с одной спальней	3	65
Сьют с террасой	3	63
Сьют палас с двумя спальнями	3	180
Ноубл сьют с двумя спальнями	3	185
Лобановский президентский сьют	1	152
Всего	183	-
Ресторанная служба		Количество посадочных мест
Tea Lounge		109
Sintofo		50
Percorso		109
Xander бар		60
Всего		328
Конференц залы		Максимальная вместимость
Бальный зал Монферран		275
Конференц зал Трискони		70
Конференц зал Захаров		60
Конференц зал Трезини		40
Комната для переговоров Рас-трелли		14

Номерной фонд	Количество	Площадь (в среднем), кв.м.
Конференц зал Брюллов		40
Конференц зал Ринальди		40
Конференц зал Воронихин		30
Всего		569
Дополнительные услуги		
Бассейн		
Консьерж		
Тренажерный зал		
Химчистка/стирка для гостей		
Бизнес центр		
Трансфер		
Спа		

Размер номеров варьируется от 35 кв. м до 56 кв.м и сьютов от 57 кв. м до 203 кв. м. Некоторые из номеров выходят окнами на Исаакиевский собор, некоторые на Адмиралтейский проспект и некоторые во внутренний двор и на Вознесенский проспект. Лобби выполнено в имперском стиле и разделено на две функциональные части: стойку приема и размещения и стойку консьерж.

В Отеле находятся 3 ресторана: Tea Lounge, рассчитанный на 109 посадочных мест и открытый на завтрак, обед и ужин, Sintoхо (японская кухня, 50 посадочных мест) и Percorso (итальянская кухня, 109 посадочных мест) Также функционирует бар Xander Bar, открытый с 12:00 до 1:00 ночи, рассчитанный на 60 посадочных мест. В Отеле находится 7 конференц залов и бальный зал общей площадью 855 кв. м. Площадь балльного зала составляет 350 кв. м и вмещает до 200 человек в случае проведения банкетов. В Отеле располагается Спа комплекс общей площадью примерно 1000 кв. м, расположенный на четырех этажах. Спа комплекс планируется к открытию в декабре 2013 года.

Финансовая отчетность Manet Enterprises Limited составляется по упрощенной форме. В таблицах далее представлены балансы и отчеты о прибылях и убытках за период 2011 и 2012 гг.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.4

Бухгалтерские балансы Manet E.L., долл. США

Показатель	2011	2012
Актив		
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ		
Инвестиции в зависимые Общества	5 912 651	5 912 651
Займы, выданные зависимым Обществам	60 089 231	58 628 069
ИТОГО по разделу I	66 001 882	64 540 720
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ		
Денежные средства	33 390	5 420
ИТОГО по разделу II	33 390	5 420
БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)	66 035 272	64 546 140
Пассив		
III. КАПИТАЛЫ И РЕЗЕРВЫ		
Уставный капитал	2 971	5 917
Добавочный капитал	9 999 229	39 996 955
Нераспределенная прибыль	-5 858 229	-7 458 244
ИТОГО по разделу III	4 143 971	32 544 628
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		
Кредиты и займы	60 286 833	30 396 833
ИТОГО по разделу IV	60 286 833	30 396 833
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		
Кредиторская задолженность	1 604 468	1 604 679
ИТОГО по разделу V	1 604 468	1 604 679
БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)	66 035 272	64 546 140

Структура представленных балансов представлена в таблице 5.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.5

Структурные балансы

Показатель	2011	2012
Актив		
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ		
Инвестиции в зависимые Общества	9%	9%
Займы, выданные зависимым Обществам	91%	91%
ИТОГО по разделу I	100%	100%
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ		
Денежные средства	0,05%	0,01%
ИТОГО по разделу II	0%	0%
БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)	100%	100%
Пассив		
III. КАПИТАЛЫ И РЕЗЕРВЫ		
Уставный капитал	0,004%	0,009%
Добавочный капитал	15%	62%
Нераспределенная прибыль	-9%	-12%
ИТОГО по разделу III	6%	50%
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	0%	0%
Кредиты и займы	91%	47%
ИТОГО по разделу IV	91%	47%
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	0%	0%
Кредиторская задолженность	2%	2%
ИТОГО по разделу V	2%	2%
БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)	100%	100%

Как видно из представленной таблицы 4,5, основные активы компании – это инвестиции в зависимые Общества и займы, выданные зависимым Обществам. Зависимое Общество компании – компания ЗАО «Тристар Инвестмент Холдингс». Статья «займы, выданные зависимым Обществам» также представлена займом, выданным этой же компании. Ретроспективные отчеты о прибылях и убытках представлены в таблице 6.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.6

Отчёты о прибылях и убытках, долл. США

Показатель	2011	2012
Управленческие и прочие расходы	163 675	134 084
Операционный убыток	163 675	138 084
Финансовые издержки	1 641 387	1 461 931
Убыток до налогообложения	1 805 062	1 600 015
Налоги	-	-
Чистый убыток	1 805 062	1 600 015

Как видно из представленной таблицы 6, компания несет управленческие расходы и не ведет собственной операционной деятельности. Анализ представленной бухгалтерской отчетности позволяет сделать следующие выводы:

1. Компания является балансодержателем зависимого общества (100% пакет акций ЗАО «Тристар И.Х.». Самой крупной статьей активов является займ, выданный ЗАО «Тристар И.Х.».

2. Компания не ведет собственной операционной деятельности и осуществляет только деятельность по управлению своими активами.

При прогнозе загрузки номерного фонда Оценщик ориентировался на среднерыночные данные. По прогнозам анализа обзоров рынка выявлено, что среднегодовая загрузка гостиниц Санкт-Петербурга будет возрастать.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.7

Прогноз среднерыночной загрузки

Показатель	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Среднерыночная загрузка	55%	54%	58%	62%	61%	65%

Источник: аналитические обзоры

Исходя из анализа рыночной ситуации можно заключить, что гостиницы Санкт-Петербурга потенциально будет задействованы на 65%, что является фактически оптимальным показателем. Поскольку анализируемая гостиница характеризуется привлекательным местоположением и высокими качественными характеристиками, то с высокой степенью вероятности ее проникновение на рынок будет проходить быстро и глубже чем у других гостиниц, и она сможет достичь показателя оптимальной загрузки раньше, в 2016 году. Предполагается, что коэффициент проникновения гостиницы на рынок составит не менее 1,05, то есть ее загрузка достигнет показателя 68. Соответственно чтобы выйти на этот показатель, по нашим предположениям загрузка будет постепенно увеличиваться, - в 2014 году она составит 50%, в 2015 – 60%, в 2016 – 68%.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.8

Прогноз загрузки гостиницы

Показатель	2014	2015	2016	2017	2018
Среднегодовая загрузка	50%	60%	68%	68%	68%

Источник: Расчеты Оценщика

Для прогноза цен на номерной фонд использовались фактические данные о стоимости номеров, полученные у менеджмента Гостиницы. Учитывая местоположение и оснащение гостиницы, можно предполагать, что уровень цен в исследуемой гостинице будет выше среднерыночного.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.9

Анализ цен на номера

Тип	Количество	Стоимость, руб./сутки
Standard	10	12 867
Deluxe	37	14 509
Premium	18	15 332
Desetr Rose	48	17 702
Terrace Room	44	20 813
1 bedroom suites	16	46 194
Terrace suite	3	71 929
Pace Suite	3	212 055
Noble Suite	3	318 082
Lobanov Suite	1	493 027
Итого	183	

Для расчета базовой цены за номер каждой категории необходимо применить к среднерыночным ценам скидку, которая составляет порядка 25-35%. После применения скидок из указанного диапазона к каждой категории номеров получается средняя цена за номер для каждой категории.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.10

Цена на номера по сегментам

Сегмент	Цена, руб./сутки
Коммерческий	25 000
Встречи и Группы	24 000
Индивидуальный Туризм	22 000
Групповой Туризм	17 000

Прогноз выручки от номерного фонда составлен исходя из прогнозной цены и загрузки номерного фонда. Прогноз загрузки номерного фонда представлен в предыдущем разделе. Цена за 1 номер индексировалась от фактического уровня 2014 года с учетом инфляции.

Кроме доходов от номерного фонда гостиница получает доходы от сдачи помещений под проведение конференций и встреч, продажу питания и напитков, услуг спа и прочих услуг. Прогноз выручки от этих услуг на 2014 год составлен по данным экспертных оценок представителей Заказчика. Темп роста выручки от данных услуг на 2015 и 2016 годы составлен также с учетом экспертных оценок Заказчика, составленных с учетом прогнозного темпа роста загрузки. В дальнейшем выручка от данных услуг стабилизируется на уровне инфляции.

Доход от ресторанов и конференц-залов формируется за счет трех ресторанов, бара, обслуживания номеров и конференц-залов на уровне 11 500 рублей за один занятый номер (данный показатель будет достигнут к моменту оптимальной загрузки отеля в 2016 году). В дальнейшем по годам прогнозного периода данный показатель инфлировался.

Выручка от СПА формируется за счет предоставления косметологических и массажных услуг, а также продажи косметических средств и СПА атрибутики. Доход от СПА будет составлять к моменту выхода гостиницы на оптимальную загрузку в 2016 году около

1100 рублей на 1 номер. Темп роста удельных доходов от СПА по предположительно будет обусловлен уровнем инфляции. Прогноз выручки от эксплуатации гостиницы представлен в таблице 11.

Расходы на номерной фонд формируются за счет необходимости содержания номеров и помещений общего назначения. Значительную часть данных расходов составляет заработная плата задействованного персонала. Большая часть выплат персоналу фиксированная, поскольку гостиница должна быть укомплектована горничными, персоналом на ресепшн, уборщиками, охраной и т.д. таким образом, изменение данной статьи расходов в зависимости от уровня загрузки гостиницы меняется незначительно.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.11

Прогноз выручки

Показатель	Ед. изм.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Инфляция		5,8%	4,8%	4,8%	5,1%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Выручка по сегментам											
Коммерческий											
Номерной фонд	шт.	25 367	24 879	24 474	24 474	24 474	24 474	24 474	24 474	24 474	24 474
Проданных комнато-ночей	шт.	12 684	14 927	16 643	16 643	16 643	16 643	16 643	16 643	16 643	16 643
Средняя цена	руб.	25 000	26 194	27 438	28 851	30 140	31 356	32 620	33 935	35 304	36 727
Выручка от номерного фонда	тыс. руб.	317 090	391 001	456 638	480 151	501 612	521 838	542 881	564 772	587 546	611 238
Встречи и группы											
Номерной фонд	шт.	11 812	12 461	12 800	12 800	12 800	12 800	12 800	12 800	12 800	12 800
Проданных комнато-ночей	шт.	5 906	7 477	8 704	8 704	8 704	8 704	8 704	8 704	8 704	8 704
Средняя цена	руб.	24 000	25 146	26 340	27 697	28 935	30 101	31 315	32 578	33 892	35 258
Выручка от номерного фонда	тыс. руб.	141 749	188 008	229 268	241 074	251 848	262 004	272 569	283 560	294 994	306 889
Индивидуальный туризм											
Номерной фонд	шт.	21 176	20 856	21 326	21 326	21 326	21 326	21 326	21 326	21 326	21 326
Проданных комнато-ночей	шт.	10 588	12 514	14 502	14 502	14 502	14 502	14 502	14 502	14 502	14 502
Средняя цена	руб.	22 000	23 051	24 145	25 389	26 523	27 593	28 706	29 863	31 067	32 320
Выручка от номерного фонда	тыс. руб.	232 936	288 449	350 147	368 177	384 633	400 143	416 278	433 064	450 526	468 693
Групповой туризм											
Номерной фонд	шт.	8 439	8 599	8 195	8 195	8 195	8 195	8 195	8 195	8 195	8 195
Проданных комнато-ночей	шт.	4 220	5 159	5 572	5 572	5 572	5 572	5 572	5 572	5 572	5 572
Средняя цена	руб.	17 000	17 812	18 658	19 619	20 495	21 322	22 182	23 076	24 007	24 975
Выручка от номерного фонда	тыс. руб.	71 735	91 896	103 969	109 323	114 209	118 814	123 605	128 590	133 775	139 169
Номеров всего	шт.	183	183	183	183	183	183	183	183	183	183
Итого проданных комнато-ночей	шт.	33 398	40 077	45 421	45 421	45 421	45 421	45 421	45 421	45 421	45 421

Показатель	Ед. изм.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Общий номерной фонд	шт.	66 795	66 795	66 795	66 795	66 795	66 795	66 795	66 795	66 795	66 795
Загрузка (среднегодовая)		50%	60%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
Среднерыночная загрузка		54%	58%	62%	61%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Итого выручка от номерного фонда	тыс. руб.	763 510	959 354	1 140 022	1 198 724	1 252 302	1 302 799	1 355 333	1 409 985	1 466 841	1 525 989
Прочие доходы											
Питание, напитки, конференц площади	тыс. руб.	282 405	426 082	573 274	602 794	629 736	655 129	681 546	709 029	737 619	767 363
Удельная стоимость	руб./1 зан номер	11 500	12 049	12 621	13 271	13 865	14 424	15 005	15 610	16 240	16 895
Спа	тыс. руб.	27 013	40 756	54 835	57 659	60 236	62 665	65 191	67 820	70 555	73 400
Удельная стоимость	руб./1 зан номер	1 100	1 153	1 207	1 269	1 326	1 380	1 435	1 493	1 553	1 616
Прочие	тыс. руб.	39 291	59 281	79 760	83 867	87 615	91 148	94 824	98 647	102 625	106 764
Удельная стоимость	руб./1 зан номер	1 600	1 676	1 756	1 846	1 929	2 007	2 088	2 172	2 259	2 351
Итого прочие доходы	тыс. руб.	348 709	526 118	707 869	744 319	777 587	808 942	841 561	875 496	910 800	947 526
Выручка всего	тыс. руб.	1 112 219	1 485 473	1 847 891	1 943 043	2 029 889	2 111 741	2 196 894	2 285 481	2 377 640	2 473 516

Однако уровень использования принадлежностей для гостей (мыло, полотенца и т.д.) зависит от загрузки номерного фонда. Для отелей подобного типа характерны затраты на уровне 3100 рублей за один занятый номер в текущих ценах к моменту выхода гостиницы на оптимальную загрузку в 2016 году. Указанный удельный показатель инфлируется по годам прогнозного периода.

Расходы на рестораны и конференц-залы и расходы на спа представляют собой расходы на занятый для их обслуживания персонал и продовольственные товары и напитки, сопутствующие товары. Данные затраты прогнозируются для ресторанов и конференц-залов на уровне 6100 рублей за один занятый номер в текущих ценах к моменту выхода гостиницы на оптимальную загрузку в 2016 году. Для спа данный показатель оценивается в размере 550 рублей за один занятый номер. Данные показатели так же инфлируются по годам.

Прочие расходы состоят из расходов, обеспечивающих получение прочих доходов. По статистике в сопоставимых отелях прочие расходы составляют порядка 800 рублей за один занятый номер в ценах на дату оценки при условии оптимальной загрузки.

Административные и общие расходы состоят из заработной платы административных работников и тех, кто непосредственно не связан с конкретными подразделениями. Расходы на управление гостиницей, на безопасность, на страхование имущества также включаются в данную статью расходов. Большая часть административных расходов является расходами условно-постоянными. Административные и общие расходы прогнозируются на уровне 550 000 рубле за один занятый номер в год при условии оптимальной загрузки гостиницы.

Расходы на маркетинг состоят из расходов, связанных с рекламой отеля, продажей номерного фонда, поддержанием имиджа отеля. Для гостиниц сопоставимых по уровню с оцениваемой расходы на маркетинг составляют порядка 330 000 рублей за один занятый номер при условии оптимальной загрузки, которая будет достигнута в 2016 году.

Расходы на эксплуатацию и обслуживание являются расходами на поддержание отеля в работоспособном состоянии. Данные расходы значительно зависят от возраста отеля и производятся, как правило, неравномерно по годам. Поэтому в те годы, когда значительных ремонтов и замены оборудования, мебели, оргтехники производить не требуется, данные расходы накапливаются и осуществляются позднее. Данные расходы учтены в размере 165 000 рублей за один занятый номер при условии оптимальной загрузки, и далее по годам прогнозного периода данные расходы инфлируются.

Коммунальные расходы осуществляются регулярно и, согласно статистике для отелей подобного уровня, они составляют около 125 000 рублей за один занятый номер при условии оптимальной загрузки в текущих ценах.

Плата за управление выплачивается в счет управляющей компании «FS St. Petersburg B.V.». Согласно договору на управление и оказание консалтинговых услуг базовая ставка за управление составляет 0,25% от выручки, ставка за консалтинговые услуги составляет 1,75% от валовой выручки за второй и третий финансовые годы и четвертый финансовый год, если год открытия был менее 8 месяцев и 2,25% от валовой выручки за каждый последующий год. Бонусная плата за управление рассчитывается следующим образом: в случае, если год открытия менее 12 месяце (в данном случае отель открылся в июле 2013 года), то бонусная плата составляет сумму 2% от валовой операционной прибыли после вычета базовой платы за управление и 11,7% от валовой операционной прибыли после вычета налогов, страхования, отчислений в резервный фонд бонусной платы.

Расходы на страхование отеля и его содержимого от повреждений в результате пожара, стихийных бедствий им т.д. учитываются на уровне 0,11% от остаточной стоимости

всего имущество на начальном периоде страхования (согласно данным фактически заключенного договора страхования).

Расходы на оплату аренды земельного участка согласно условий долгосрочной аренды (сроком на 50 лет) составляют 5 254 979 рублей без учета НДС в год.

Стоимость **аренды здания** составляет 2 208 333 рубля в месяц без учета НДС.

Резервный фонд предназначен для аккумулирования достаточных сумм, чтобы поддержать в работоспособном состоянии отель в течение всего срока его экономической жизни. Будущие капитальные вложения в восстановление изношенных элементов движимого и недвижимого имущества будут финансироваться именно из резервного фонда. Согласно договору на управление отелем отчисления в резервный фонд составят 2% валового дохода в первый год, 3% во второй и третий годы, 4% с четвертого по седьмой год, 4,5% в восьмой и девятый годы и 5% ежегодно в последующие годы.

Прогноз **амортизационных отчислений** строился исходя из балансовой стоимости основных средств и прочих внеоборотных активов (которые представлены вложениями в приобретение материальных ценностей, которые на дату составления последней бухгалтерской отчетности еще не поставлены на баланс) и средневзвешенного срока жизни основных средств в 25 лет (в состав основных средств входят затраты на капитальный ремонт, мебель и т.д.).

Собственный оборотный капитал для оцениваемой компании не понадобится, так как она не будет непосредственно эксплуатировать гостиницу, а по условиям соглашения об управлении она будет получать выручку и компенсировать расходы на управлении синхронно, то есть оснований для того, чтобы происходили кассовые разрывы, не выявлено. Прогноз расходов на содержание отеля представлен в таблице 12.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.12

Прогноз расходов, связанных с содержанием Отеля

Показатель	Ед. изм.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Инфляция, %		5,8	4,8	4,8	5,1	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Операционные расходы											
Расходы на номерной фонд	тыс. руб.	76 127	114 857	154 535	162 492	169 755	176 600	183 721	191 129	198 837	206 854
Удельная стоимость	руб./1 зан номер	3 100	3 248	3 402	3 578	3 737	3 888	4 045	4 208	4 378	4 554
Расходы на питание, напитки, конференц площади	тыс. руб.	142 431	214 893	289 130	304 018	317 606	330 413	343 736	357 597	372 017	387 018
Удельная стоимость	руб./1 зан номер	5 800	6 077	6 366	6 693	6 993	7 275	7 568	7 873	8 190	8 521
Расходы на спа	тыс. руб.	13 506	20 378	27 417	28 829	30 118	31 332	32 596	33 910	35 277	36 700
Удельная стоимость	руб./1 зан номер	550	576	604	635	663	690	718	747	777	808
Прочие расходы	тыс. руб.	19 646	29 640	39 880	41 933	43 808	45 574	47 412	49 324	51 313	53 382
Удельная стоимость	руб./1 зан номер	800	838	878	923	964	1 003	1 044	1 086	1 130	1 175
Итого операционные расходы	тыс. руб.	251 709	379 769	510 962	537 273	561 286	583 919	607 465	631 960	657 443	683 954
Валовой операционный доход	тыс. руб.	860 510	1 105 704	1 336 929	1 405 771	1 468 602	1 527 822	1 589 429	1 653 521	1 720 197	1 789 562
Прочие расходы											
Административные расходы	тыс. руб.	74 007	93 049	110 465	116 153	121 345	126 238	131 328	136 624	142 133	147 864
Удельная стоимость	руб./1 дост номер	550 000	576 263	603 635	634 718	663 087	689 825	717 641	746 579	776 684	808 003
Расходы на маркетинг	тыс. руб.	44 404	55 830	66 279	69 692	72 807	75 743	78 797	81 974	85 280	88 719
Удельная стоимость	руб./1 дост номер	330 000	345 758	362 181	380 831	397 852	413 895	430 585	447 947	466 010	484 802
Расходы на эксплуатацию и обслуживание	тыс. руб.	22 202	27 915	33 140	34 846	36 403	37 871	39 398	40 987	42 640	44 359
Удельная стоимость	руб./1 дост номер	165 000	172 879	181 090	190 415	198 926	206 947	215 292	223 974	233 005	242 401
Коммунальные расходы	тыс. руб.	16 820	21 148	25 106	26 398	27 578	28 690	29 847	31 051	32 303	33 606
Удельная стоимость	руб./1 дост номер	125 000	130 969	137 190	144 254	150 702	156 778	163 100	169 677	176 519	183 637
Итого нераспределяемые расходы	тыс. руб.	157 434	197 942	234 990	247 090	258 134	268 543	279 371	290 636	302 356	314 548
Фиксированные расходы											
Налог на имущество	тыс. руб.	330	248	165	173	181	189	196	204	212	221

Показатель	Ед. изм.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Страхование	тыс. руб.	515	446	379	399	416	433	451	469	488	507
Аренда земельного участка	тыс. руб.	5 255	5 255	5 255	5 526	5 773	6 005	6 247	6 499	6 761	7 034
Аренда здания	тыс. руб.	26 500	26 500	26 500	27 865	29 110	30 284	31 505	32 775	34 097	35 472
Базовая плата за управление	тыс. руб.	2 781	29 709	36 958	48 576	50 747	52 794	54 922	57 137	59 441	61 838
Базовая ставка за управление (0,25% от выручки)	тыс. руб.	2 781	3 714	4 620	4 858	5 075	5 279	5 492	5 714	5 944	6 184
Ставка за консалтинговые услуги (1,75% от выручки)	тыс. руб.		25 996	32 338	43 718	45 672	47 514	49 430	51 423	53 497	55 654
Бонусная плата за управление Tier 1	тыс. руб.	12 168	15 116	18 197	18 919	19 713	20 462	21 235	22 045	22 882	23 759
Бонусная плата за управление Tier 2	тыс. руб.	73 118	95 429	114 371	120 285	125 667	130 740	134 733	140 171	144 439	150 268
Итого фиксированные расходы	тыс. руб.	120 667	172 703	201 824	221 742	231 608	240 906	249 290	259 301	268 320	279 099
EBITDA	тыс. руб.	582 409	735 059	900 115	936 939	978 861	1 018 373	1 060 768	1 103 583	1 149 521	1 195 914
Амортизация	тыс. руб.	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917
Прибыль до налогообложения	тыс. руб.	296 492	449 142	614 198	651 022	692 944	732 456	774 851	817 666	863 603	909 997

Ставка дисконтирования – это норма доходности, используемая для пересчета будущей стоимости денежных потоков в текущую стоимость[8]. Поскольку в целях настоящей оценки рассчитывался денежный поток на инвестированный капитал, то в качестве ставки дисконтирования использовалась средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC). WACC учитывает в себе все риски, связанные с финансированием деятельности предприятия, как из собственных источников финансирования, так и за счет заемных средств[9]. Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по формуле ниже:

$$WACC = W_e \times k_e + W_d \times k_d \times (1 - T),$$

где:

W_e – доля собственного капитала в структуре инвестированного капитала компании;

k_e – стоимость привлечения собственного капитала;

W_d – доля заемного капитала в структуре инвестированного капитала компании;

k_d – стоимость привлечения заемного капитала;

T – действующая ставка налога на прибыль.

Формула для определения доходности на собственный капитал (CAPM) применительно к российской практике выглядит следующим образом[10]:

$$R_e = R_f + \beta_{RL} \times (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + S_3 + C,$$

где:

R_e – ставка доходности на собственный капитал;

R_f – норма дохода по безрисковым вложениям;

R_m – среднерыночная норма доходности;

$(R_m - R_f)$ – премия за риск вложения в акции;

β_{RL} – коэффициент бета, учитывающий соотношение собственного и заемного капитала компании;

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

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

S_3 – дополнительная норма дохода за специфические риски;

C – дополнительная норма дохода, учитывающая страновой риск.

Ниже представлен порядок расчета каждого элемента ставки дисконтирования. Безрисковое вложение средств подразумевает то, что инвестор независимо от экономических, политических, социальных и иных изменений в стране получит на вложенный капитал именно тот доход, на который он рассчитывал в момент инвестирования средств. К таким вложениям относятся инвестиции в государственные долговые обязательства страны с высоким инвестиционным рейтингом [11].

В целях настоящей оценки в качестве безрисковой ставки принимается средняя доходность к погашению облигаций Казначейства США с 30-летним сроком погашения на дату оценки, которая, на дату оценки 01 февраля 2014 года составила 3,35%.

Премия за риск вложения в акции отражает разницу в доходности акций крупных корпораций и казначейских обязательств Правительства США. Рыночная премия

представляет собой дополнительный доход, который необходимо добавить к безрисковой ставке, чтобы компенсировать инвестору дополнительный риск, связанный с вложением в акции компании [12].

Премия за риск вложения в акции рассчитана по данным с интернет сайта Damodaran online³ как среднегеометрическое значение премии для свободного денежного потока Implied Premium (FCFE) за 2004-2013 гг., которая составила 3,07%.

Расчет стоимости актива произведен исходя из рыночных условий финансирования. По данным сайта Damodaran online для отрасли Hotel на развивающихся рынках соотношение заемного и собственного капитала составляет 15,94%.

Систематический риск учитывается в модели CAPM с помощью коэффициента бета. Более высокая чувствительность к систематическому риску предполагает более высокую рыночную премию и наоборот. Компания, коэффициент бета которой больше единицы, является более рискованной, чем «средняя» компания, в то время как значение бета ниже единицы указывает на меньший риск, чем на рынке в целом. Формула расчета бездолговой беты выглядит следующим образом [13]:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \times D/E}$$

где:

β_U – коэффициент бета без долговой нагрузки (Unlevered beta);

β_L – коэффициент бета с долговой нагрузкой (Levered beta);

T – ставка налога на прибыль;

D/E – коэффициент «рыночная стоимость заемного капитала / рыночная стоимость собственного капитала».

В качестве бездолговой беты (скорректированной на денежные средства) Оценщики использовали среднее значение по отрасли «Hotel» для развивающихся рынков, которое согласно данным информационного портала Damodaran online⁴ составило 0,72.

Необходимость введения данной поправки обуславливается тем, что при вложениях в небольшие компании инвесторы требуют большую компенсацию за риск, нежели при вложении в крупные компании. Это связано, прежде всего, с теми преимуществами, которые имеет крупная компания: относительно более легкий доступ к финансовым рынкам при необходимости привлечения дополнительных ресурсов, а также большая стабильность бизнеса по сравнению с малыми конкурентами. Относительно небольшие фирмы имеют менее устойчивую динамику развития, чем их крупные отраслевые конкуренты [14].

Показатель премии за риск инвестирования в компании с низкой капитализацией рассчитывается как разница между средней исторической доходностью по вложениям в небольшие компании и средней исторической доходностью по инвестициям на фондовом рынке США.

³ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>, раздел Discount Rate Estimation, подраздел Implied Equity Risk Premiums - United States.

⁴ <http://damodaran.com>, раздел Levered and Unlevered Betas by Industry, подраздел Emerg Mkt.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.13

Расчет долгосрочной прибыли сверх CAPM для портфелей десятичных групп NYSE/AMEX/NASDAQ (1926-2012 гг.), тыс. долл. США

Десятичные группы	Рыночная капитализация наименьших компаний	Рыночная капитализация наибольших компаний	Премия за размер (прибыль сверх CAPM)
Максимальные значения	15 484,94	354 351,91	-0,38%
	6 927,56	15 408,31	0,78%
	3 596,54	6 896,39	0,94%
	2 366,46	3 577,77	1,17%
	1 621,10	2 362,53	1,74%
	1 090,65	1 620,86	1,75%
	683,059	1 090,52	1,77%
	422,999	682,75	2,51%
	206,802	422,811	2,80%
Минимальные значения	1,028	206,795	6,10%
	128,714	206,795	4,34%
	1,028	128,672	9,81%
Средняя кап. 3-5	1 621,10	6 896,39	1,14%
Низкая кап. 6-8	422,999	1 620,86	1,88%
Сверхнизкая кап. 9-10	1,028	422,811	3,89%

Источник: Ibbotson Associates, SBBI Valuation Edition 2013 Yearbook

В рамках настоящей оценки премия за малую капитализацию была принята на уровне 1,88%, что соответствует низкой капитализации. Стоимость заемных средств определена в размере 7% годовых, что соответствует верхней границе интервала ставок, по которым ЗАО «Тристар И.Х.» финансируется Банком «Уралсиб». Данная премия связана с наличием так называемого несистематического риска, т.е. риска отдельных финансовых и операционных характеристик, касающихся только оцениваемой компании. Оценщик не выявил каких-либо рисков, присущих оцениваемому активу, но не присущих другим активам, эксплуатирующимся на рынке. Таким образом, премия за специфический риск принимается равной нулю. Рассчитанная стоимость собственного капитала представляет собой требуемую ставку доходности для денежного потока, номинированного в долларах США. В данном случае в расчетах используются номинальные денежные потоки, выраженные в рублях, в связи с чем возникает необходимость скорректировать полученную величину ставки дисконтирования. Для этих целей используется соотношение между доходностями российских государственных долгосрочных обязательств, номинированных в рублях и долларах США, поскольку данные инструменты обладают одинаковой степенью риска (один эмитент) и отражают доходность в разных валютах. Пересчет производится по следующей формуле[15]:

$$R_{RUR} = (1 + R_{USD}) \times \frac{1 + r_{RUR}}{1 + r_{USD}} - 1$$

где:

R_{RUR} – ставка дисконтирования, номинированная в рублях;

R_{USD} – ставка дисконтирования, номинированная в долларах США;

r_{rur} – доходность по рублевым государственным облигациям России (Россия 46020, дата погашения 06.02.2036 г.);

r_{usd} – доходность по еврооблигациям России, номинированным в долларах США (Russia - 30, дата погашения 31.03.2030 г.)⁵.

Полученное таким образом значение CAPM представляет собой номинальную требуемую ставку доходности для денежных потоков на собственный капитал компании, выраженных в рублях. Расчёт ставки дисконтирования приведён в таблице 14.

Таблица Ошибка! Текст указанного стиля в документе отсутствует.**14**

Расчет стоимости инвестированного капитала

Показатель	Значение показателя
Безрисковая ставка	3,35%
Премия за риск вложения в акции на фондовом рынке	3,07%
Коэффициент Beta безрычаговый	0,72
D/E	15,94%
Коэффициент Beta с учетом фин. рычага и различий в налогообложении	0,81
Премия за малую капитализацию	1,88%
Премия за специфический риск	0,0%
Ставка дисконтирования для СК, долл.	7,72%
Премия за валютный и страновой риск	4,70%
Номинальная ставка дисконтирования для СК, руб.	12,42%
Доля собственного капитала	86,25%
Доля заемного капитала	13,75%
Стоимость заемного капитала	7,00%
Стоимость заемного капитала после налогообложения	5,60%
WACC	11,49%

Расчет терминальной стоимости компании при ее оценке, в качестве действующего бизнеса, исходит из предположения, что срок деятельности действующего бизнеса бесконечен. Результаты деятельности компании в терминальный период характеризуются стабильной степенью роста выручки и стабильной нормой рентабельности.

Расчет терминальной стоимости предприятий был произведен по модели Гордона (Gordon Growth Model). Суть модели заключается в том, что стоимость предприятия на конец прогнозного периода будет равна величине капитализированного денежного потока терминального периода (то есть текущей стоимости бесконечного аннуитета). Модель Гордона выглядит следующим образом [16]:

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{R - g}$$

⁵ www.rusbonds.ru

где:

- TV – стоимость предприятия в терминальный период;
CF_{n+1} – денежный поток в первый год терминального периода;
R – ставка дисконтирования;
g – ожидаемые темпы прироста денежного потока в терминальном периоде.

В терминальном периоде в модель также заложены следующие нормальные условия [17]:

- В связи с тем, что в целях настоящего расчета используется номинальный денежный поток, то в терминальном периоде в качестве долгосрочного темпа роста заложена инфляция на последний прогнозный период, которая согласно используемому макропрогнозу составила 4%.
- Капитальные вложения равны амортизационным отчислениям.

Осуществляя дисконтирование спрогнозированного денежного потока, следует учитывать тот факт, что предприятие получает доходы и осуществляет расходы равномерно в течение года, поэтому дисконтирование потоков должно быть произведено для середины периода. Расчет фактора текущей стоимости в общем случае осуществляется по формуле [18]:

$$F = \frac{1}{(1 + R)^{(n-0.5)}},$$

где:

- F – фактор текущей стоимости;
R – ставка дисконтирования;
n – число периодов.

При переменной ставке дисконтирования, факторы дисконтирования для денежного потока второго, третьего и т.д. годов будут определяться следующим образом [19]:

$$F = \frac{1}{(1 + R_1) \times (1 + R_2)^{0.5}},$$

$$F = \frac{1}{(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_n)^{0.5}},$$

где:

- R₁, R₂, R_n – ставка дисконтирования для 1-го, 2-го и n-го годов прогнозного периода.

Далее определенный таким образом фактор текущей стоимости умножается на величину денежного потока в прогнозном периоде за соответствующий период. Текущие величины денежных потоков складываются, в результате чего получается чистая текущая величина денежного потока за весь прогнозный период. Дисконтирование терминальной стоимости производится по фактору текущей стоимости последнего года прогнозного периода [20]. Полученная величина приведенной терминальной стоимости прибавляется к приведенному чистому денежному потоку прогнозного периода. Результатом является рыночная стоимость инвестированного капитала. Расчет текущей стоимости денежных потоков приведены в таблице 15. Расчёт рыночной стоимости прав на эксплуатацию гостиницы в рамках доходного подхода представлен в таблице 16.

Таблица 15

Расчёт рыночной стоимости прав на использование гостиницы Desert Rose

Показатель	Ед. изм.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка	тыс. руб.	1 112 219	1 485 473	1 847 891	1 943 043	2 029 889	2 111 741	2 196 894	2 285 481	2 377 640	2 473 516
Операционные расходы	тыс. руб.	251 709	379 769	510 962	537 273	561 286	583 919	607 465	631 960	657 443	683 954
Нераспределяемые расходы	тыс. руб.	157 434	197 942	234 990	247 090	258 134	268 543	279 371	290 636	302 356	314 548
Фиксированные расходы	тыс. руб.	120 667	172 703	201 824	221 742	231 608	240 906	249 290	259 301	268 320	279 099
EBITDA	тыс. руб.	582 409	735 059	900 115	936 939	978 861	1 018 373	1 060 768	1 103 583	1 149 521	1 195 914
Амортизация	тыс. руб.	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917
Прибыль до налогообложения	тыс. руб.	296 492	449 142	614 198	651 022	692 944	732 456	774 851	817 666	863 603	909 997
Налог на прибыль	тыс. руб.	59 298	89 828	122 840	130 204	138 589	146 491	154 970	163 533	172 721	181 999
Чистая прибыль	тыс. руб.	237 194	359 314	491 358	520 817	554 355	585 965	619 881	654 133	690 883	727 998
Амортизация	тыс. руб.	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917	285 917
Капитальные вложения (резервный фонд)	тыс. руб.	33 367	44 564	73 916	77 722	81 196	84 470	98 860	102 847	118 882	123 676
Изменение оборотного капитала	тыс. руб.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Денежный поток	тыс. руб.	489 744	600 667	703 360	729 013	759 077	787 412	806 938	837 203	857 918	890 239
WACC		11,49%	11,49%	11,49%	11,49%	11,49%	11,49%	11,49%	11,49%	11,49%	11,49%
Кумулятивный WACC		1,10	123,17%	137,31%	153,09%	170,67%	190,27%	212,12%	236,49%	263,65%	293,93%
Среднегодовой фактор		0,46	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500

(СФ)											
Ставка дисконтирования (с учетом СФ)		105,11%	105,59%	105,59%	105,59%	105,59%	105,59%	105,59%	105,59%	105,59%	105,59%
Кумулятивная ставка дисконтирования (с учетом СФ)		105,11%	116,65%	130,05%	144,99%	161,64%	180,20%	200,90%	223,97%	249,70%	278,38%
Текущая стоимость денежных потоков	тыс. руб.	427 110	514 923	540 840	502 816	469 615	436 959	401 663	373 796	343 583	319 798
Сумма текущих стоимостей денежных потоков	тыс. руб.	4 331 103									
Постпрогнозная стоимость	тыс. руб.	12 368 964									
Темп роста постпрогнозной стоимости		4,0%									
Текущая стоимость постпрогнозной стоимости	тыс. руб.	4 443 267									
Стоимость бизнеса	тыс. руб.	8 774 370									

С учетом ограничительных условий и сделанных допущений, рыночная стоимость права на эксплуатацию гостиницы Desert Rose, определенная доходным подходом в рамках метода дисконтированных денежных потоков, на дату оценки составляет: 8 774 370 000 рублей (Восемь миллиардов семьсот семьдесят четыре миллиона триста семьдесят тысяч рублей).

ЛИТЕРАТУРА

1. Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Паластина И.П., Бачурин А.П. Формирование менеджмента организации на основе управления стоимостью. Научно-теоретический журнал «Проблемы экономики», – Выпуск №1 (35), Издательство «Спутник+», 2010 – С.57-59.
2. Дорофеев А.Ю., Богданова И.С., Филатов В.В., Женжебир В.Н., Диаров А.А. Управление процедурой оценки бизнеса с учетом стоимости специфичных нематериальных активов. Научно-теоретический журнал «Мир современной науки», – Выпуск № 3 (03), Издательство «Перо - Принт», 2010 – С.5-8.
3. Филатов В.В., Женжебир В.Н., Аветисян М.В., Хомутишникова Т.В., Ашальян Л.Н. Анализ современных принципов в управлении рыночной стоимостью бизнеса. Научно-теоретический журнал «Вопросы гуманитарных наук» – Выпуск №6 (50), Издательство «Спутник+», 2010 –С.52-58.
4. Аветисян М.В., Ашальян Л.Н., Колосова Г.М., Женжебир В.Н., Филатов В.В. Методика формирования на предприятиях системы мониторинга и управления рыночной стоимостью бизнеса. Научно-теоретический журнал «Вопросы экономических наук №6 (45), – Выпуск №6 (56), Издательство «Спутник+», 2010 – С.22-28
5. Деева В.А., Положенцев В.И., Колосова Г.М., Филатов В.В., Женжебир В.Н. Управление рыночной стоимостью бизнеса на основе доходного подхода. Научно-теоретический журнал «Актуальные проблемы современной науки», – Выпуск №6 (56), Издательство «Спутник+», 2010 – С.34.-39.
6. Ашальян Л.Н., Аветисян М.В., Положенцева И.В., Женжебир В.Н., Филатов В.В. Ситуационный анализ рынка, необходимый для эффективного управления рыночной стоимостью бизнеса. Научно-теоретический журнал «Проблемы экономики» – Выпуск №6 (40), Издательство «Спутник+», 2010 – С.22-29.
7. Деева В.А., Денисова Н.А., Колосова Г.М., Женжебир В.Н., Филатов В.В. Управление рыночной стоимостью бизнеса на основе подхода сравнения продаж. Научно-теоретический журнал «Современные гуманитарные исследования» – Выпуск №6 (37), Издательство «Спутник+», 2010 – С.26-31.
8. Денисова Н.А., Ашальян Л.Н., Колосова Г.М., Женжебир В.Н., Филатов В.В. Управление рыночной стоимостью бизнеса на основе имущественного подхода. Научно-теоретический журнал «Аспирант и соискатель» – Выпуск №6 (60), Издательство «Спутник+», 2010 – С.9-15.
9. Колосова Г.М., Денисова Н.А., Ашальян Л.Н., Женжебир В.Н., Филатов В.В. Анализ основных понятий и видов управления рыночной стоимостью предприятия. Научно-теоретический и прикладной журнал «Альманах современной науки и образования» №12 – Выпуск №12 (43), Издательство «Грамота», 2011 – С.180-184.

10. Филатов В.В., Левитская И.А., Денисова Н.А. Колосова Г.М., Женжебир В.Н. Управление ликвидационной стоимостью предприятия на основе рыночных исследований. Научно-теоретический журнал «Вопросы экономических наук» №1 – Выпуск №1 (46), Издательство «Спутник+», 2011 – С.64-70.
11. Денисова Н.А., Колосова Г.М., Левитская И.А., Филатов В.В., Женжебир В.Н. Управление стоимостью бизнеса на основе рыночного подхода. Научно-теоретический журнал «Аспирант и соискатель» – Выпуск №1 (61), Издательство «Спутник+», 2011 – С.19-25.
12. Колосова Г.М., Денисова Н.А., Левитская И.А., Филатов В.В., Женжебир В.Н. Управление рыночной стоимостью бизнеса на основе затратного подхода. Научно-теоретический журнал «Вопросы гуманитарных наук» №1 – Выпуск №1 (51), Издательство «Спутник+», 2010 – С.21-27.
13. Левитская И.А., Колосова Г.М., Денисова Н.А., Филатов В.В., Женжебир В.Н. Управление рыночной стоимостью бизнеса на основе метода дисконтированных денежных потоков. Научно-теоретический и прикладной журнал «Альманах современной науки и образования» – Выпуск №1 (44), Издательство «Грамота», 2011 – С.162-167.
14. Аветисян М.В., Паластина И.П., Титкова А.В., Женжебир В.Н., Филатов В.В. Анализ современных методов и подходов к управлению рыночной стоимостью и оценки бизнеса. Научно-теоретический журнал «Современный гуманитаризм» – Выпуск №1 (05), Издательство «Перо», 2011 – С.15-11.
15. Филатов В.В., Паластина И.П., Дадугин М.В., Нурмагомедова Н.В., Сафронов Б.И. Анализ систем управления стоимостью бизнеса на основе современных информационных технологий. Научно-теоретический журнал «Вопросы гуманитарных наук» – Выпуск №2 (52), Издательство «Спутник+», 2011 – С.21-26.
16. Дорофеев А.Ю., Положенцева И.В., Филатов В.В. Переход от стоимости к ценности и от ценности к фундаментальной стоимости. Научно-теоретический журнал «Вопросы экономических наук», – Выпуск №2 (47), Издательство «Спутник+», 2011 – С.7-11.
17. Филатов В.В., Дорофеев А.Ю. Оценка бизнеса как инструмент эффективного управления стоимостью предприятия в современных условиях. Научно-теоретический и прикладной журнал «Альманах современной науки и образования» – Выпуск №6 (61), Издательство «Грамота», 2012 – С.162-165.
18. Филатов В.В., Дорофеев А.Ю. Анализ влияния целевой подсистемы на выбор подходов и методов оценки и управления стоимостью бизнеса в современных условиях. Научно-теоретический и прикладной журнал «Альманах современной науки и образования» – Выпуск №7(62), Издательство «Грамота», 2012 – С.151-154.

19. Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Богданова И.С. [Текст]: Управление стоимостью и оценка активов предприятия. ч.1. Основные понятия и подходы к оценке бизнеса, оценка материальных активов предприятия. Учебно-практическое пособие с тестовыми заданиями в 2ух частях, с грифом УМО. Издательство: ЦНТБ Пищевой промышленности, 2012 г. - 472 с.
20. Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Богданова И.С. [Текст]: Управление стоимостью и оценка активов предприятия. ч.2. Организационное обеспечение, оценка финансово-хозяйственной деятельности и нематериальных активов предприятия. Учебно-практическое пособие с тестовыми заданиями в 2ух частях, с грифом УМО. Издательство: ЦНТБ Пищевой промышленности, 2012 г. - 350 с.

Рецензент: Рукина И.М. Академик РАЕН, Доктор Экономических наук, профессор, декан факультета управления крупными городами АНО ВПОА «Международный университет в Москве».

Dorofeev Alexander Yurievich

Moscow State University of technologies and management by K. G. Razumovsky
Russia, Moscow
E-mail: ald741@mail.ru

Filatov Vladimir Vladimirovich

Moscow State University of technologies and management by K. G. Razumovsky
Russia, Moscow
E-mail: filatov_vl@mail.ru

Podlesny Lyudmila Viktorovna

Moscow State University of technologies and management by K. G. Razumovsky
Russia, Moscow
E-mail: dadugin@mail.ru

Medvedev Vladimir Mikhailovich

Moscow aviation Institute (national research University)
Russia, Moscow
E-mail: km@mgutm.ru

Fadeev Aleksandr Sergeevich

Moscow State Technical University by Bauman
Russia, Moscow
E-mail: km@mgutm.ru

Shestov Andrey Vladimirovich

Moscow State University of technologies and management by K. G. Razumovsky
Russia, Moscow
E-mail: av2018@mail.ru

**The method of estimation of cost of rights to use
the object management**

Abstract: This article analyzes the methods of valuation of rights to use the hotel complex Desert Rose on profitable approach. In accordance with the modern theory of business valuation, forecasting future results of operations of the assessed company, the appraiser must predict the results of operations for each year up to the moment when the company is stabilized. Stabilization means establishing a defined and sustainable revenue growth and stable margins. The optimal forecast horizon in the Russian context is considered to be 5-10 years.

When building a cash flow forecast expert selected the period from the valuation date 01 February 2014 to 31 December 2023. In addition, using discounted cash flow method, in calculations you can use either net cash flow to equity (Free Cash Flow to Equity FCFE) or net cash flow to invested capital or bestolkovoy cash flow (Free Cash Flow to Firm, FCFF). The differences between them lie in the fact that when calculating cash flow to equity is deducted interest for credits and adjustments are made to increase/decrease the company's debt on loans, and the use of different discount rates. Based on the analysis of the market situation, we can conclude that of St. Petersburg potentially be used by 65%, which is actually the best indicator. As analyzed hotel is characterized by attractive location and high quality of performance, with a high degree of probability of its market penetration will be deeper than in other places, and she will be able to achieve optimal load earlier, in 2016. It is assumed that the coefficient of penetration of the market will be not less than 1,05, i.e. its load will reach 68. Accordingly, in order to reach this target, by assumption Appraiser load will gradually increase, in 2014 it will be 50%, in 2015 - 60% in 2016 - 68%. A measure of the premium for the risk of investing in companies with low capitalization is calculated as the difference between the historical average yield on investments in small and average historical return on investment on the stock market of the USA. Was calculated term returns in excess of CAPM for portfolios decimal groups NYSE/AMEX/NASDAQ (1926-2012.), thous. USA. Assessed market value of the rights to operate the hotels under the income approach.

Keywords: methodology; valuation; intangible assets; income approach; trademark; comparative approach; the cost approach.

REFERENCES

1. Dorofeev A.Yu., Filatov V.V., Palastina I.P., Bachurin A.P. Formirovanie menedzhmenta organizatsii na osnove upravleniya stoimost'yu. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Problemy ekonomiki», – Vypusk №1 (35), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.57-59.
2. Dorofeev A.Yu., Bogdanova I.S., Filatov V.V., Zhenzhebir V.N., Diarov A.A. Upravlenie protseduroy otsenki biznesa s uchetom stoimosti spetsifichnykh nematerial'nykh aktivov. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Mir sovremennoy nauki», – Vypusk № 3 (03), Izdatel'stvo «Pero - Print», 2010 – С.5-8.
3. Filatov V.V., Zhenzhebir V.N., Avetisyan M.V., Khomutinnikova T.V., Ashalyan L.N. Analiz sovremennykh printsipov v upravlenii rynochnoy stoimost'yu biznesa. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Voprosy gumanitarnykh nauk» – Vypusk №6 (50), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.52-58.
4. Avetisyan M.V., Ashalyan L.N., Kolosova G.M., Zhenzhebir V.N., Filatov V.V. Metodika formirovaniya na predpriyatiyakh sistemy monitoringa i upravleniya rynochnoy stoimost'yu biznesa. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Voprosy ekonomicheskikh nauk №6 (45), – Vypusk №6 (56), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.22-28
5. Deeva V.A., Polozhentsev V.I., Kolosova G.M., Filatov V.V., Zhenzhebir V.N. Upravlenie rynochnoy stoimost'yu biznesa na osnove dokhodnogo podkhoda. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Aktual'nye problemy sovremennoy nauki», – Vypusk №6 (56), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.34.-39.
6. Ashalyan L.N., Avetisyan M.V., Polozhentseva I.V., Zhenzhebir V.N., Filatov V.V. Situatsionnyy analiz rynka, neobkhodimyy dlya effektivnogo upravleniya rynochnoy stoimost'yu biznesa. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Problemy ekonomiki» – Vypusk №6 (40), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.22-29.
7. Deeva V.A., Denisova N.A., Kolosova G.M., Zhenzhebir V.N., Filatov V.V. Upravlenie rynochnoy stoimost'yu biznesa na osnove podkhoda sravneniya prodazh. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Sovremennye gumanitarnye issledovaniya» – Vypusk №6 (37), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.26-31.
8. Denisova N.A., Ashalyan L.N., Kolosova G.M., Zhenzhebir V.N., Filatov V.V. Upravlenie rynochnoy stoimost'yu biznesa na osnove imushchestvennogo podkhoda. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Aspirant i soiskatel'» – Vypusk №6 (60), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.9-15.
9. Kolosova G.M., Denisova N.A., Ashalyan L.N., Zhenzhebir V.N., Filatov V.V. Analiz osnovnykh ponyatiy i vidov upravleniya rynochnoy stoimost'yu predpriyatiya. Nauchno-teoreticheskiy i prikladnoy zhurnal «Al'manakh sovremennoy nauki i obrazovaniya» №12 – Vypusk №12 (43), Izdatel'stvo «Gramota», 2011 – С.180-184.
10. Filatov V.V., Levitskaya I.A., Denisova N.A., Kolosova G.M., Zhenzhebir V.N. Upravlenie likvidatsionnoy stoimost'yu predpriyatiya na osnove rynochnykh issledovaniy. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Voprosy ekonomicheskikh nauk» №1 – Vypusk №1 (46), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2011 – С.64-70.
11. Denisova N.A., Kolosova G.M., Levitskaya I.A., Filatov V.V., Zhenzhebir V.N. Upravlenie stoimost'yu biznesa na osnove rynochnogo podkhoda. Nauchno-

- teoreticheskiy zhurnal «Aspirant i soiskatel'» – Vypusk №1 (61), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2011 – С.19-25.
12. Kolosova G.M., Denisova N.A., Levitskaya I.A., Filatov V.V., Zhenzhebir V.N. Upravlenie rynochnoy stoimost'yu biznesa na osnove zatratnogo podkhoda. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Voprosy gumanitarnykh nauk» №1 – Vypusk №1 (51), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2010 – С.21-27.
 13. Levitskaya I.A., Kolosova G.M., Denisova N.A., Filatov V.V., Zhenzhebir V.N. Upravlenie rynochnoy stoimost'yu biznesa na osnove metoda diskontirovannykh denezhnykh potokov. Nauchno-teoreticheskiy i prikladnoy zhurnal «Al'manakh sovremennoy nauki i obrazovaniya» – Vypusk №1 (44), Izdatel'stvo «Gramota», 2011 – С.162-167.
 14. Avetisyan M.V., Palastina I.P., Titkova A.V., Zhenzhebir V.N., Filatov V.V. Analiz sovremennykh metodov i podkhodov k upravleniyu rynochnoy stoimost'yu i otsenki biznesa. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Sovremennyy gumanitarium» – Vypusk №1 (05), Izdatel'stvo «Pero», 2011 – С.15-11.
 15. Filatov V.V., Palastina I.P., Dadugin M.V., Nurmagomedova N.V., Safronov B.I. Analiz sistem upravleniya stoimost'yu biznesa na osnove sovremennykh informatsionnykh tekhnologiy. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Voprosy gumanitarnykh nauk» – Vypusk №2 (52), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2011 – С.21-26.
 16. Dorofeev A.Yu., Polozhentseva I.V., Filatov V.V. Perekhod ot stoimosti k tsennosti i ot tsennosti k fundamental'noy stoimosti. Nauchno-teoreticheskiy zhurnal «Voprosy ekonomicheskikh nauk», – Vypusk №2 (47), Izdatel'stvo «Sputnik+», 2011 – С.7-11.
 17. Filatov V.V., Dorofeev A.Yu. Otsenka biznesa kak instrument effektivnogo upravleniya stoimost'yu predpriyatiya v sovremennykh usloviyakh. Nauchno-teoreticheskiy i prikladnoy zhurnal «Al'manakh sovremennoy nauki i obrazovaniya» – Vypusk №6 (61), Izdatel'stvo «Gramota», 2012 – С.162-165.
 18. Filatov V.V., Dorofeev A.Yu. Analiz vliyaniya tselevoy podsistemy na vybor podkhodov i metodov otsenki i upravleniya stoimost'yu biznesa v sovremennykh usloviyakh. Nauchno-teoreticheskiy i prikladnoy zhurnal «Al'manakh sovremennoy nauki i obrazovaniya» – Vypusk №7(62), Izdatel'stvo «Gramota», 2012 – С.151-154.
 19. Dorofeev A.Yu., Filatov V.V., Bogdanova I.S. [Tekst]: Upravlenie stoimost'yu i otsenka aktivov predpriyatiya. ch.1. Osnovnye ponyatiya i podkhody k otsenke biznesa, otsenka material'nykh aktivov predpriyatiya. Uchebno-prakticheskoe posobie s testovymi zadaniyami v 2ukh chastyakh, s grifom UMO. Izdatel'stvo: TsNTB Pishchevoy promyshlennosti, 2012 g. - 472 s.
 20. Dorofeev A.Yu., Filatov V.V., Bogdanova I.S. [Tekst]: Upravlenie stoimost'yu i otsenka aktivov predpriyatiya. ch.2. Organizatsionnoe obespechenie, otsenka finansovo-khozyaystvennoy deyatel'nosti i nematerial'nykh aktivov predpriyatiya. Uchebno-prakticheskoe posobie s testovymi zadaniyami v 2ukh chastyakh, s grifom UMO. Izdatel'stvo: TsNTB Pishchevoy promyshlennosti, 2012 g. - 350 s.