

**МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

---

**МОСКОВСКИЙ АВИАЦИОННЫЙ ИНСТИТУТ  
(НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ)**

На правах рукописи



**ТРУБИНА  
Анна Владимировна**

**РАЗРАБОТКА ТЕХНОЛОГИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ  
СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ  
КАК ИНСТРУМЕНТА ВНУТРИФИРМЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ**

**Специальность: 08.00.05 Экономика и управление народным  
хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями,  
отраслями, комплексами - промышленность)**

**ДИССЕРТАЦИЯ**  
на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель:  
**к.э.н., доцент Е.Н. Никулина**

**Москва - 2014**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>3</b>
<b>ГЛАВА 1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЕНИЯ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ.....</b>	<b>11</b>
1.1. ХАРАКТЕРИСТИКА ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В РОССИИ. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЕНИЯ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ.....	11
1.2. РОЛЬ И ФУНКЦИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ В СИСТЕМЕ МЕНЕДЖМЕНТА ПРЕДПРИЯТИЯ.....	28
1.3. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ТЕРМИНЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОПРЕДЕЛЕНИЮ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ.....	39
1.4. СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОПРЕДЕЛЕНИЮ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ АВИАЦИОННОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ РОССИИ.....	54
<b>ГЛАВА 2. РАЗРАБОТКА ТЕХНОЛОГИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ В РАМКАХ ВНУТРИФИРМЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ.....</b>	<b>62</b>
2.1. СОСТАВ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ТЕХНОЛОГИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ.....	62
2.2. МЕХАНИЗМ ИНФОРМАЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОПРЕДЕЛЕНИЮ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ.....	92
2.3. ТЕХНОЛОГИЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ИНСТРУМЕНТА ВНУТРИФИРМЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ.....	108
<b>ГЛАВА 3. РЕЗУЛЬТАТЫ ПРАКТИЧЕСКОЙ АПРОБАЦИИ ПРЕДЛАГАЕМОЙ ТЕХНОЛОГИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ИНСТРУМЕНТА ВНУТРИФИРМЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ.....</b>	<b>122</b>
3.1. ДИАГНОСТИКА ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	123
3.2. АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИХ РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, И ФИНАНСОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ, ВХОДЯЩИХ В СОСТАВ СИСТЕМЫ НЕЗАВИСИМЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ. РАСЧЕТ ТЕКУЩЕЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	140
3.3. АНАЛИЗ ДИНАМИКИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ОПТИМИЗАЦИИ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПОЛОЖЕНИЯ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ.....	151
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....</b>	<b>155</b>
<b>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....</b>	<b>162</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ.....</b>	<b>ТОМ II</b>

## **ВВЕДЕНИЕ**

### **Актуальность темы исследования**

Объем, сложность проблем, существующих в промышленности Российской Федерации, а также способных возникнуть в перспективе в связи с процессами глобализации, вступлением России во Всемирную торговую организацию (ВТО) потребовали принципиального изменения концептуальных подходов к управлению отраслью – переходу к стратегическому программному управлению, - как на государственном уровне, так и на уровне предприятий, а также повышения эффективности менеджмента.<sup>1</sup>

На государственном уровне эти изменения нашли отражение в утверждении Правительством Российской Федерации стратегий и программ развития промышленности в целом (государственная программа Российской Федерации «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности» [1]).

Стратегические программные документы приняты Правительством Российской Федерации в отношении отдельных отраслей промышленности, в том числе авиационной промышленности, являющейся отраслью приоритетного развития, обеспечивающей модернизацию экономики страны. Стратегией развития авиационной промышленности до 2015 года [2], Государственной программой «Развитие авиационной промышленности на 2013- 2025 годы» [3] предусмотрено решение целого ряда управленческих задач, направленных на поэтапный перевод отрасли в режим самодостаточности, при котором отрасль будет создавать поток доходов, позволяющий привлекать кредитные ресурсы и обеспечивать положительную бюджетную эффективность, формирование в отрасли эффективных рыночно-ориентированных бизнес - структур нового поколения, повышение инновационной активности и уровня обновляемости фондов предприятий, облегчение доступа предприятий отрасли на финансовые рынки, расширение использования рынка ценных бумаг для привлечения финансовых ресурсов.

Стратегии развития разрабатываются и реализуются также на уровне отдельных предприятий<sup>2</sup>. В авиационной промышленности, например, в рамках ОАО «Объединенная авиационная корпорация» в 2011 году принята новая Стратегия развития ОАК до 2025 г.

---

<sup>1</sup> Под стратегическим управлением понимается система предпринимательского управления деятельностью организации (предприятия), направленная на выработку стратегий, позволяющих будущие изменения оценивать и учитывать в текущих решениях, и обеспечивающая организацию выполнения этих стратегий [Ансофф И.]

<sup>2</sup> Стратегия развития предприятия – это генеральная программа действий предприятия, устанавливающая приоритеты проблем, ресурсы и последовательность шагов для достижения стратегических целей. Стратегическое управление предприятием выстраивается как процесс, в котором охватывается весь диапазон управленческих функций: прогнозирование, планирование, разработка целевых программ, распределение ресурсов, контроль реализации программ, оценка и корректировка результатов. Проводится оценка начального состояния, затем обосновывается (прогнозируется) выбор предпочтительного конеч-

Переход к стратегическому программному управлению в промышленности предполагает необходимость модернизации и повышения эффективности менеджмента предприятий с позиций его целей, методов и инструментов.

На смену традиционного подхода, при котором целью менеджмента является получение (максимизация) прибыли, приходит новая концепция, в соответствии с которой целью эффективного стратегического менеджмента является максимизация стоимости предприятия. Данный подход, широко используемый в зарубежных странах, получил название управление стоимостью (Value Based Management – VBM).<sup>3</sup>

В рамках управления стоимостью предприятия – как оперативного, тактического, так и стратегического менеджмента, одним из базовых инструментов является определение стоимости предприятия<sup>4</sup>.

Согласно Федерального закона № 135-ФЗ от 29 июля 1998 года «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» под оценочной деятельностью понимается деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой или иной стоимости [4].

Современный этап развития оценочной деятельности в России характеризуется расширением сфер ее применения, в том числе в системе менеджмента промышленных предприятий. Однако масштабы оценочной деятельности в промышленности России, как далее показано в работе, значительно ниже, чем в экономически развитых странах и не соответствуют задаче повышения эффективности производства. Деятельность по определению стоимости промышленных предприятий, в том числе в авиационной отрасли, сдерживается рядом причин – методологических, нормативно - правовых, информационных, организационных и иных. При этом сохраняется ориентация менеджмента предприятий на:

- определение стоимости предприятия как на инструмент управления, используемый лишь в особых случаях, не носящий перманентный характер и осуществляемый не собствен-

---

ного состояния и далее формируются и способы и средства достижения желаемого состояния. Основная задача начальной стадии процесса – формирование образа предприятия в будущем – включает разработку миссии (видения) предприятия. Выработка генеральной цели (миссии) служит для определения направления деятельности организации, а также создания необходимого имиджа фирмы. Миссия должна дать ответ на вопрос, что представляет собой бизнес предприятия и каким он будет в перспективе [103].

<sup>3</sup> См. об этом, например, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. Стоимость компаний. – М.: ЗАО «ОЛИМП-БИЗНЕС», 1999; Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия. Учеб. Пособие. М.: Юнита-Дана, 2002; Егерев М.А. Стоимость бизнеса. Искусство управлять. М.: Дело, 2003, Управление стоимостью компании. Под ред. М.А.Федотовой и Т.А.Тазихиной, М.: Изд-во Финансовой академии при Правительстве РФ, 2003; Козырь Ю.В. Стоимость компании. Оценка и управленческие решения. – М.: Изд-во Альфа-пресс, 2004; А.Ю.Харитонов, А.В. Пластинин. Эффективное управление предприятием на основе его стоимости. Монография. Архангельск, 2009 и др.

<sup>4</sup> В рамках настоящей диссертационной работы термины «определение стоимости предприятия», «деятельность по определению стоимости предприятия», «оценочная деятельность», «деятельность по оценке стоимости предприятия», «оценка стоимости предприятия» используются автором как синонимы.

ными силами специалистов предприятия, а, главным образом, путем привлечения «внешних» специализированных организаций;

- использование в процессе управления традиционных текущих показателей (прибыль, рентабельность, кассовый план и др.), рост которых не гарантирует максимизацию стоимости компании, не позволяет оценивать перспективы развития производства, место предприятия на рынке в условиях изменяющейся внешней среды.

Недостаточная изученность этих причин, рассматриваемых в рамках диссертационной работы, а также отсутствие комплексных предложений по их преодолению с целью расширения масштабов и повышения эффективности деятельности по определению стоимости промышленных предприятий, в том числе предприятий авиационной отрасли, обуславливают необходимость углубления научных исследований в данной области, что подтверждает актуальность выбранной темы.

Исследование нацелено на разработку технологии определения стоимости промышленного предприятия как инструмента эффективного внутрифирменного управления. В работе приводятся результаты изучения основных методологических и методических вопросов оценочной деятельности, имеющих как теоретическое, так и практическое значение для широкого круга специалистов – персонала менеджмента промышленных предприятий, практикующих оценщиков, а также научных работников. Предложенные автором на основе проведенного исследования подходы к совершенствованию деятельности по определению стоимости промышленного предприятия, как инструмента внутрифирменного управления, направлены на повышения эффективности промышленного производства.

**Цели и задачи исследования** состоят в разработке технологии определения стоимости промышленного предприятия, обеспечивающей повышение эффективности производства и управления в условиях изменения внешней среды.

В ходе выполнения диссертационной работы автором решались следующие исследовательские задачи:

1. Выявить, на основе обобщения и анализа существующей практики в России и за рубежом, основные причины, сдерживающие развитие деятельности по определению стоимости предприятий в рамках внутрифирменного менеджмента.

2. Выделить функции и цели определения стоимости предприятия в рамках внутрифирменного менеджмента.

3. Обосновать необходимость совершенствования существующей технологии определения стоимости промышленного предприятия на основе изучения современного состояния и перспектив развития промышленности в России.

4. Обосновать на основе изучения инструментария финансового анализа и существующих подходов и методов оценочной деятельности состав показателей, необходимых и достаточных для определения стоимости предприятия в рамках внутрифирменного менеджмента.

5. Разработать технологию определения стоимости предприятия и методику экспресс-оценки стоимости (как один из этапов технологии) на основе корреляционно-регрессионного анализа с целью совершенствования внутрифирменного управления.

6. Разработать механизм информационного обеспечения определения стоимости предприятий для целей внутрифирменного менеджмента.

**Предмет диссертационного исследования:** теоретические и методические подходы к определению стоимости промышленного предприятия применительно к целям и задачам внутрифирменного управления.

**Объектом диссертационного исследования** являются промышленные предприятия, в том числе предприятия авиационной промышленности Российской Федерации на современном этапе формирования программ развития в условиях изменения внешней среды.

**Степень разработанности проблемы. Методологическая и теоретическая основа диссертационного исследования.** Важнейшие теоретические аспекты определения стоимости предприятия (компании, бизнеса) нашли свое отражение в трудах российских и зарубежных авторов (Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж., Фишмен Дж., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К., Кеннет Феррис, Барбара Пешеро Пети, Скотт М., Грязнова А. Г., Федотова М. А. и др.). Вопросы управления и стратегического планирования детально анализируются в работах Трошина А.Н., Бурдиной А.А., Дмитриева О.Н., Добровой К.Б., Фомкиной В.И., Агеевой Н. Г., Минаева Э.С., Мескона М., Альберта М., Хедоури Ф., Кинана К. и др.

Несмотря на значительный вклад ученых в разработку вопросов определения стоимости предприятия, степень изученности в этой области проблем применительно к промышленности Российской Федерации, особенно авиационной промышленности, остается невысокой. Большинство работ отечественных исследователей посвящено вопросам определения стоимости летательных аппаратов. В рамках исследования автор выделяет работы Фридлянда А., Чубуковой Т., Фетисова А. в области оценки предприятий авиационной промышленности, а также Соболева Л.Б. в области менеджмента на предприятиях авиационной промышленности.

Следует отметить, что в имеющихся публикациях по теме диссертации вопросы определения стоимости предприятий рассматриваются, главным образом, применительно к деятельности внешних экспертов – в лице специализированных организаций или индивидуальных оценщиков, привлекаемых к проведению независимой оценки в соответствии с требованиями законодательства, либо по инициативе менеджмента. Однако при этом недооцениваются возможности собственного персонала предприятий в управлении стоимостью. Между тем, по мнению

автора, определение стоимости предприятий может и должно стать неотъемлемым элементом исполнения основных функций внутрифирменного менеджмента.

Для этого менеджмент предприятий должен располагать необходимыми инструментами – методологическими, методическими, информационными, позволяющими собственными силами, без привлечения внешних экспертов, выполнять комплекс действий по определению стоимости предприятия – начиная с поиска необходимой информации, проведения расчетов, и завершая подготовкой отчета о результатах проведенной работы. Возмещение существующего дефицита знаний менеджмента предприятий в данной области является вкладом автора в разработку вопросов управления стоимостью.

В качестве информационных источников при написании диссертации использованы:

а) результаты научных исследований в виде публикаций российских и зарубежных специалистов в монографиях, сборниках научных трудов, учебниках, специализированных журналах, материалах научных конференций, семинаров, отчетов о результатах научно-исследовательских работ;

б) официальные статистические данные государственных органов Российской Федерации и зарубежных стран, финансовая отчетность предприятий и организаций;

в) законодательные и иные нормативные правовые акты, стратегии, программы Российской Федерации и зарубежных стран.

**Методология и методы исследования.** При проведении исследования использованы основные положения теорий финансового анализа, менеджмента, оценочной деятельности, организации, а также системного анализа. Методология исследования опирается на совокупность принципов и методов научного познания, включающих анализ и синтез, обеспечение единства количественного и качественного анализа.

Для обоснования выдвинутых в диссертации положений использованы следующие методы научного анализа: сравнительный анализ, методы математической статистики, финансовый анализ.

**Соответствие диссертации паспорту специальности 08.00.05.** Диссертация соответствует п.п. 1.1.1, 1.1.2, 1.1.13, 1.1.15 паспорта специальности - 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами - промышленность)».

**Положения, выносимые на защиту.** В процессе диссертационного исследования были получены следующие **научные результаты**, выносимые на защиту:

1. На основе обобщения и анализа существующей практики в России и за рубежом доказано, что развитие деятельности по определению стоимости предприятий в рамках внутрифирменного менеджмента сдерживается в связи с ограниченностью методологических и ин-

формационных ресурсов, в том числе связанных с недостаточной четкостью используемого понятийного аппарата, сложностью методик определения стоимости предприятий, несовершенством информационного обеспечения.

2. На основе сравнительного анализа выявлены управленческие функции, повышение эффективности реализации которых может обеспечиваться за счет определения стоимости предприятий в рамках внутрифирменного менеджмента. Доказано наличие обратной связи результатов оценки и управления, достигаемой посредством мотивации собственников, работников предприятия.

3. На основе анализа состояния и проблем развития промышленности, в том числе авиационной промышленности России, а также зарубежного опыта, обоснована необходимость перехода от концепции управления прибылью предприятия к концепции максимизации ее стоимости, в том числе за счет совершенствования существующей технологии определения стоимости предприятия в рамках внутрифирменного менеджмента с применением методов математической статистики.

4. Разработана система показателей (финансовых коэффициентов), предлагаемая для целей определения стоимости предприятий в рамках внутрифирменного менеджмента.

5. Разработана и апробирована технология определения стоимости предприятия и методика экспресс-оценки его стоимости на основе сформированных уравнений регрессии, обеспечивающие возможность повышения эффективности производства и управления в рамках внутрифирменного менеджмента.

6. На основе обобщения российских и зарубежных материалов разработан механизм обеспечения менеджмента предприятий исчерпывающей и достоверной информацией, необходимой и достаточной для определения стоимости предприятий в условиях изменения внешней среды.

**Научная новизна** диссертационной работы состоит в том что:

1. Определены роль и место деятельности по определению стоимости предприятия в функциях внутрифирменного менеджмента, расширяющие теоретические представления о системе и механизмах управления предприятием.

2. Обоснованы основные направления повышения эффективности производства и управления за счет определения стоимости предприятий при реализации таких функций управления как анализ, планирование, контроль и мотивация.

3. Предложена технология определения стоимости предприятия для целей внутрифирменного менеджмента с применением методов математической статистики, направленная на повышение эффективности производства и управления, обеспечивающая возможность реализации данной технологии специалистами предприятий.



4. На основе корреляционно-регрессионного анализа определены существенные базовые факторы, влияющие на стоимость предприятия, и сформирована система соответствующих показателей (финансовых коэффициентов), предлагаемая для целей определения стоимости предприятий в рамках внутрифирменного менеджмента.

5. Разработана методика экспресс-оценки стоимости предприятия на основе уравнений регрессии, позволяющая оперативно и с допустимой точностью проводить анализ и выбор вариантов развития предприятия, обеспечивающих максимизацию его стоимости, при значительном снижении затрат, по сравнению со стоимостью выполнения аналогичных работ силами специализированных оценщиков.

6. Разработан механизм нормативного и организационного обеспечения информацией деятельности по оценке стоимости предприятия. Определен состав, источники информации, необходимой и достаточной при определении стоимости предприятия в рамках внутрифирменного менеджмента, предложен алгоритм, обеспечивающий упрощение и ускорение ее поиска, разработана оригинальная классификация видов информационного обеспечения оценки стоимости предприятия.

**Достоверность результатов** диссертационного исследования обеспечивалась за счет использования данных, опубликованных в официальных изданиях Российской Федерации, официальной статистической и финансовой отчетности предприятий и организаций, использования в расчетах общепризнанных методов и методик и подтверждается применением критериев существенности (математическая статистика).

**Теоретическая и практическая значимость осуществленного исследования.** Теоретические выводы и обобщения, содержащиеся в диссертационной работе, направлены на дальнейшее развитие деятельности по определению стоимости промышленных предприятий в Российской Федерации, в том числе предприятий авиационной промышленности, расширение ее масштабов и повышение эффективности. Предлагаемые практические рекомендации и подходы могут использоваться специалистами промышленных предприятий при разработке и принятии управленческих решений, направленных на повышение стоимости предприятий; организациями, занимающимися управленческим консалтингом и оценочной деятельностью; профессиональными саморегулируемыми организациями оценщиков; федеральными органами исполнительной власти.

Результаты исследования также могут быть использованы в учебном процессе при преподавании следующих дисциплин: «Финансовый менеджмент», «Оценка бизнеса», «Оценка стоимости компании», «Финансовый анализ».

**Апробация исследования.** Апробация результатов исследования осуществлялась в форме выступлений автора перед студентами, преподавателями и научными сотрудниками

МАИ, а также участия в ряде научно-практических конференций по теме диссертационной работы.

Проведенные автором расчеты на примере ОАО «Челябинский металлургический комбинат» и ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» подтвердили практическую применимость и эффективность разработанной в рамках настоящего диссертационного исследования технологии определения стоимости в рамках внутрифирменного менеджмента, позволяющей анализировать текущее положение и разрабатывать комплекс управленческих мероприятий для планирования и прогнозирования перспектив развития промышленного предприятия.

Основные положения диссертации опубликованы в 7 научных работах общим объемом 2,75 печатных листа (в том числе в 4 научных изданиях, определенных перечнем ВАК России), 3 из них докладывались на международных научно-практических конференциях, проводимых Санкт – Петербургским государственным политехническим университетом в 2009-2011 гг.

Основные предложения и рекомендации, содержащиеся в диссертационной работе, использованы автором при оценке стоимости имущественных комплексов, а также пакетов акций таких предприятий как ОАО «Челябинский металлургический комбинат»; ОАО «Карельский окатыш»; ОАО «Оленегорский ГОК»; ОАО «Воркутаголь»; ОАО «Коршуновский горно-обогатительный комбинат»; ОАО «Калужский турбинный завод»; ОАО «Ярославский ВРЗ «Ремпутьмаш»; ОАО «РПТП «Гранит»; ОАО «НПО «Алмаз» им. академика А. Расплетина»; ОАО «КБСМ»; ОАО «Московский радиотехнический завод» и др., результаты которой показали их практическую применимость в различных отраслях промышленности, в том числе в авиационной промышленности Российской Федерации.

Личный вклад автора состоит в развитии методологических, методических и организационных вопросов оценочной деятельности в Российской Федерации, связанных с: определением места оценочной деятельности в системе управления предприятием; уточнением понятийного аппарата; разработкой технологии определения стоимости предприятия в рамках внутрифирменного управления, основанной на теории корреляционно-регрессионного анализа; разработкой предложений по совершенствованию информационного обеспечения оценочной деятельности.

**Объем и структура диссертации.** Работа состоит из введения, трех глав, 10 параграфов, заключения, списка литературы (библиографии), включающего 139 источников, и 10 приложений. Объем работы – 260 страницы, в том числе основной текст изложен на 170 страницах машинописного текста, включающего 55 таблиц, 11 рисунков, приложения изложены на 90 страницах.

# ГЛАВА 1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЕНИЯ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ

## 1.1. Характеристика текущего состояния промышленных предприятий в России. Перспективы развития промышленных предприятий в условиях изменения внешней среды

Промышленность является важнейшей отраслью экономики Российской Федерации, концентрирующей значительную часть трудовых ресурсов страны, основных фондов, отраслью, производящей более трети валового внутреннего продукта России. Так, в 2011 году удельный вес промышленности в валовом внутреннем продукте<sup>5</sup> составлял 30,5%, удельный вес основных фондов промышленности в основных фондах всех отраслей экономики составлял 25,9%, удельный вес занятых в промышленности в общей численности занятых в экономике составил 19,6%.<sup>6</sup>

В рамках настоящей работы на основе данных Росстата проведен анализ показателей промышленного производства в Российской Федерации в динамике, за 1990-2011 годы, результаты которого приведены в таблице 1.

Как следует из приводимых в таблице 1 данных, в динамике отмечается ряд позитивных тенденций в развитии экономики промышленности Российской Федерации в целом.

По мере завершения реформ 90-х годов XX века в промышленности России происходил устойчивый рост:

- валовой добавленной стоимости продукции промышленности (в текущих ценах), в том числе в расчете на одного занятого;
- стоимости основных фондов (по полной учетной стоимости; на начало года), в том числе в расчете на одного занятого в промышленности;
- объема инвестиций в основной капитал в промышленности, в том числе в расчете на одну действующую организацию.

---

<sup>5</sup> Показатель рассчитывается Росстатом исходя из объема валового внутреннего продукта (ВВП) в текущих основных ценах без снятия косвенно измеряемых услуг финансового посредничества.

<sup>6</sup> Данные приведены по статистическому сборнику: Промышленность России. 2012: Стат.сб./Росстат - М., 2012 [106].

Таблица 1 – Динамика показателей, характеризующих промышленность Российской Федерации, за 1995-2011 годы

Показатели	Годы				
	1995	2000	2005 <sup>7</sup>	2010	2011
Валовая добавленная стоимость промышленности (в текущих основных ценах) <sup>8</sup> , млн. руб.	416 429	2 073 404	6 061 155	11 165 962	14 114 251
Валовая добавленная стоимость в расчете на одного занятого в промышленности, руб.	24 210,99	135 516,6	418 010,68	839 546,01	1 061 221,8
Основные фонды (по полной учетной стоимости; на начало года) в промышленности, млн. руб.	1 805 839	4 338 000	10 358 000	23 843 000	27 979 000
Стоимость основных фондов в промышленности в расчете на одного занятого в промышленности, млн. руб.	0,105	0,283	0,714	1, 793	2, 104
Уровень рентабельности продукции промышленности, %	24,7	18,0	18,0	16,2	15,3
Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) <sup>9</sup> в промышленности, млрд. руб.	154 458	7 719 023	1 729 312	3 332 216	3 924 399
Инвестиции в основной капитал в промышленности, млрд. руб.	97,8	471,4	1 339,8	3 290,4	3 973,4
Среднегодовая численность промышленно-производственного персонала в промышленности, тыс. чел.	16 006	15 300	14 500	13 300	13 300
Индекс цен производителей промышленной продукции (декабрь к декабрю предыдущего года), процентов	275,0	131,9	113,4	116,7	112,0
Индексы промышленного производства, в % к предыдущему году <sup>10</sup>	...	108,7	105,1	108,2	104,7 <sup>11</sup>

Возрастал в анализируемом периоде, хотя и не достиг уровня 2000 года, сальдированный финансовый результат работы промышленности, а также индекс цен производителей промышленной продукции.

Неустойчивой в анализируемом периоде была динамика индекса промышленного производства.

Наряду с этим, по ряду параметров, характеризующих состояние промышленности России, в анализируемом периоде отмечается устойчивое снижение:

<sup>7</sup> Данные за 2005-2011 годы приведены по статистическому сборнику: Промышленность России. 2012: Стат.сб./Росстат - М., 2012 [106].

<sup>8</sup> Согласно разъяснению Росстата валовой внутренний продукт в основных ценах в отличие от ВВП в рыночных ценах не включает налоги на продукты, но включает субсидии на продукты. Данные в основных ценах приведены без снятия косвенно измеряемых услуг финансового посредничества.

<sup>9</sup> С 1995 г. - по данным бухгалтерской отчетности.

<sup>10</sup> Данные Минэкономразвития России. Размещены на официальном сайте в информационной сети «Интернет» по адресу: <http://economy.gov.ru>.

<sup>11</sup> В 2012 году наблюдался рост промышленного производства. Индекс промышленного производства в январе-декабре 2012 г. составил 102,6% к январю-декабрю 2011 г.

- уровня рентабельности промышленного производства;
- среднегодовой численности промышленно-производственного персонала.

Причины складывающейся динамики видны при рассмотрении основных экономических показателей в разрезе видов экономической деятельности в промышленности России в ежегодном выражении за 2005-2011 годы.<sup>12</sup>

### *Динамика объемов производства по видам экономической деятельности в промышленности*

Динамика объемов собственного производства по видам экономической деятельности в промышленности России в 2005-2011 годах была нестабильной и отражала влияние мирового финансового кризиса. При этом, как видно из таблицы 2, наиболее уязвимыми оказались экспортно-ориентированные виды производств, а также виды обрабатывающих производств, во многом зависящих от импорта комплектующих, запасных частей, сырья и пр., либо технологически связанные производства, сократившие производство в кризисный период.

Таблица 2 – Индексы изменения объемов отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ и услуг собственными силами по видам экономической деятельности в промышленности в России, в % к предыдущему году<sup>13</sup>

Виды экономической деятельности в промышленности	Индексы изменения в % к предыдущему году							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2011 г. к 2005 г., %
Добыча полезных ископаемых	100	121,5	120,6	117,4	96,6	122,3	129	262,3
Обрабатывающие производства	100	126,1	125	120,6	85,1	131,5	120,8	257
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	100	127,8	99,2	119,9	117,8	120,9	115,1	249,5
<b>Итого</b>	<b>100</b>	<b>122</b>	<b>118,6</b>	<b>118,1</b>	<b>91,6</b>	<b>125,7</b>	<b>120,4</b>	<b>237,1</b>

Наиболее устойчивым оказались производство и распределение электроэнергии, газа и воды, а также отрасли обрабатывающих производств, связанных с индивидуальным потреблением населения (производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство, производство обуви и пр.), то есть виды экономической деятельности в промышленности, не зависящие от мировой конъюнктуры, продукция которых имеет постоянный спрос.

Этот вывод в целом соответствует характеристике развития промышленности Российской Федерации, содержащейся в государственной программе Российской Федерации «Разви-

<sup>12</sup> Сопоставимые данные за более ранние годы отсутствуют в связи с изменением Росстатом, начиная с 2005 года, методологии учета в связи с введением новой классификации видов экономической деятельности.

<sup>13</sup> Рассчитано по данным статистического сборника: Промышленность России. 2012 г. [106].

тие промышленности и повышение ее конкурентоспособности» (в новой редакции)<sup>14</sup>: «Трансформация промышленности в период после распада СССР происходила неравномерно. Отрасли, ориентированные на мировые рынки, восстанавливались быстрыми темпами, интегрировались в мировую хозяйственную систему, привлекали капитал для обновления основных фондов и внедряли передовые технологии управления производством и корпоративного менеджмента. Отрасли, ориентированные на внутренний рынок, прошли этап глубокой реструктуризации и в настоящее время развиваются на базе новых производственных возможностей, созданных в последние десять лет в значительной степени при поддержке государства. В большинстве случаев предприятия в этих отраслях формируются на базе современных технологических решений, ориентируются на выпуск конкурентоспособного ассортимента, эффективно конкурируют и кооперируются с международными корпорациями.

Большая группа отраслей, продукция которых ориентирована на инвестиционный спрос (прежде всего, машиностроение), оказалась наиболее уязвимой: закрытый характер советской хозяйственной системы затруднил вывод на мировой рынок продукции машиностроения, поскольку она не была интегрирована в систему международных стандартов и технологических фаз; с другой стороны, длительный инвестиционный цикл в этих отраслях и относительно невысокая рентабельность крайне затрудняла доступ к рынку капитала и препятствовала обновлению технологической базы».<sup>15</sup>

Из этого следует, что при сохраняющейся структуре и состоянии производства российская промышленность существенно зависит от мировой конъюнктуры на продукцию и уязвима при возникновении кризисных явлений. Для преодоления этих явлений требуется существенная модернизация отрасли - техническая, технологическая, организационная и пр.

Данное обстоятельство следует особо учитывать в связи со вступлением Российской Федерации в ВТО, а также с участием России в иных региональных организациях (Евразийский союз, Таможенный союз, БРИКС и др.). Возрастающая интеграция страны в мировую экономическую систему создает новые, более широкие и благоприятные возможности для производителей промышленной продукции, поскольку расширяются рынки сбыта, облегчается доступ к рынку капиталов и инвестиций, к новым технологиям. Однако такая интеграция, естественно, сопровождается ростом конкуренции за потребителя и ресурсы. В этих условиях, как отмечается в упомянутой выше государственной программе Российской Федерации «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности», необходимо:

- стимулировать интенсивный рост, быстрое обновление технологической базы;

---

<sup>14</sup> Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 19 июня 2013 г. № 997-р [1].

<sup>15</sup> Цитируется по тексту государственной программы Российской Федерации «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности», размещенной в информационно-поисковой системе «Консультант».

- ориентировать промышленность на создание новых рынков и отраслей, способных участвовать в мировой технологической гонке на равных с ведущими экономиками мира;

- изменять арсенал инструментов государственной поддержки, развивать институциональные условия,

- выстраивать систему долгосрочных, устойчивых и предсказуемых мер, направленных на повышение эффективности промышленных предприятий, в том числе на выравнивание макроэкономических показателей, влияющих на конкурентоспособность экономики [1].

### *Динамика числа предприятий и организаций промышленности*

Происходившие в 2005-2011 гг. изменения, связанные с входом экономики России в мировой финансовый кризис и последующим преодолением его последствий, прямо отразились на динамике числа предприятий и организаций в промышленности России, различной по видам экономической деятельности (Таблица 3).

Таблица 3 – Число предприятий и организаций по видам экономической деятельности в промышленности России (на конец года)<sup>16</sup>

Виды экономической деятельности	Годы			Темпы роста (снижения) за 2005-2011 гг., %
	2005	2010	2011	
Добыча полезных ископаемых	14 551	17 314	17 240	118,48
Обрабатывающие производства	478 413	402 479	403 942	84,43
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	18 586	30 332	31 191	167,8
<b>Итого</b>	<b>511 550</b>	<b>450 125</b>	<b>452 373</b>	<b>88,4</b>

Как видно из таблицы 3, в анализируемом периоде общее число предприятий и организаций в промышленности России снизилось на 11,6% - главным образом, за счет сокращения в обрабатывающем производстве. При этом число предприятий и организаций, осуществляющих добычу полезных ископаемых, а также производство и распределение электроэнергии, газа и воды не только не снизилось, но наоборот, возросло. Данное изменение подтверждает вывод о неготовности значительной части промышленных предприятий России, особенно обрабатывающего производства, к работе в условиях усиливающейся, в том числе международной, конкуренции.

Сокращение числа промышленных предприятий и организаций происходило в результате их реорганизации - ликвидации, слияний, поглощений, в том числе и в связи с приватизацией, переходом значительной части организаций в частную собственность. Расчеты показывают, что в 2011 году в результате различного рода преобразований организации, находящиеся в частной собственности:

<sup>16</sup> Рассчитано по данным статистического сборника: Промышленность России. 2012 г. [106].

- составляли 83% общего количество действующих организаций в промышленности;
- произвели 53,7% объема отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ и услуг собственными силами;
- концентрировали 61,9% среднегодовой численности работников организаций промышленности.<sup>17</sup>

Одновременно с реструктуризацией предприятий в анализируемом периоде изменялся уровень концентрации промышленного производства, также неравномерно в разрезе видов экономической деятельности (Таблица 4).

Таблица 4 – Концентрация производства по видам экономической деятельности в промышленности России (в процентах)<sup>18</sup>

Годы	Удельный вес объема отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ, услуг собственными силами крупнейших организаций, в общем объеме отгруженных товаров собственного производства, выполненных работ, услуг собственными силами, %		
	Добыча полезных ископаемых	Обрабатывающие производства	Производство и распределение электроэнергии, газа и воды
3 организациями:			
2005	32,1	8,4	16,5
2011	34,3	16,3	16,0
4 организациями:			
2005	36,3	10,9	19,9
2011	40,9	18,1	18,7
6 организациями:			
2005	44,1	15,2	24,2
2011	51,3	21,4	23,8
8 организациями:			
2005	50,6	18,0	24,2
2011	59,6	23,7	28,2

Наиболее высокая концентрация производства была достигнута и возростала в динамике в добыче полезных ископаемых. Второе место, по уровню концентрации производства, занимает производство и распределение электроэнергии, газа и воды, несколько ниже концентрация в обрабатывающих производствах.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что в промышленности России наблюдается все более усиливающаяся концентрация производства, доминирование на товарных рынках соответствующих отраслей промышленности относительно ограниченного количества крупней-

<sup>17</sup> Рассчитано по данным статистического сборника: Промышленность России. 2012 г. [106].

<sup>18</sup> Составлено по данным статистических сборников: Промышленность России – 2008 [108]; Промышленность России – 2012 [106]. Согласно методологии Росстата, концентрация производства - это степень преобладания нескольких независимых хозяйствующих субъектов (товаропроизводителей) в системе производства взаимозаменяемых товаров, поставляемых на один географический товарный рынок. Коэффициент концентрации представляет собой удельный вес (долю) крупнейших предприятий-производителей, ранжированных в порядке убывания, в общем объеме производства по видам экономической деятельности.



ших предприятий-производителей, то есть по существу – растущая монополизация производства.

Эта тенденция не стимулирует выпуск новой конкурентной продукции, модернизацию производства, внедрение новой техники, технологии, повышение уровня квалификации кадров, совершенствование менеджмента предприятий и, в конечном счете – сдерживает рост производительности труда, рентабельности производства, - что чревато утратой бизнеса в условиях международной конкуренции.<sup>19</sup>

### *Динамика численности работников в промышленности*

Изменение объемов промышленного производства и числа промышленных предприятий и организаций в 2005-2011 гг. прямо отразились на сокращении среднегодовой численности работников организаций промышленности Российской Федерации по видам экономической деятельности (Таблица 5).

Таблица 5 – Изменение среднегодовой численности работников организаций промышленности Российской Федерации по видам экономической деятельности, тыс. чел.

Виды экономической деятельности	Индекс изменения численности работников, в % к предыдущему году							2011 г. в % к 2005 г.
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Добыча полезных ископаемых	100	99	99,9	100,1	93,7	98,2	102,2	93,1
Обрабатывающие производства	100	97,1	100,2	98,6	88,9	99,8	99,5	81,7
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	100	100,4	98,7	98,5	101	100,1	100,3	99,1
<b>Итого</b>	<b>100</b>	<b>97,8</b>	<b>99,9</b>	<b>98,7</b>	<b>91,2</b>	<b>97</b>	<b>99,9</b>	<b>85,2</b>

Из данных таблицы 5 видно, что сокращение среднегодовой численности работников организаций промышленности Российской Федерации происходило неравномерно в разрезе видов экономической деятельности. Наиболее значительное снижение отмечается в обрабатывающем производстве, в том числе в производстве машин и оборудования – на 59,8%, в производстве транспортных средств и оборудования – на 26,4%, то есть в отраслях машиностроительного комплекса. При этом происходило также сокращение средней численности работающих в организациях промышленности – с 47,8 человек в 2005 году до 34,8 человек в 2011 году, то есть все большее распространение получали малые и средние предприятия.<sup>20</sup> Последнее обстоятельство

<sup>19</sup> Одним из результатов высокого уровня монополизации в промышленности является, как отмечается в Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года (Утверждена распоряжением Правительства РФ от 8 декабря 2011 г. № 2227-р) [116], «...низкая восприимчивость бизнес-структур к инновациям технологического характера. В 2009 году разработку и внедрение технологических инноваций осуществляли 9,4 % общего количества предприятий российской промышленности, что значительно ниже значений, характерных для Германии (71,8 %), Бельгии (53,6 %), Эстонии (52,8 %), Финляндии (52,5 %) и Швеции (49,6 %). Доля предприятий, инвестирующих в приобретение новых промышленных технологий, составляет 11,8 % в общем количестве предприятий. Доля затрат на технологические инновации в общем объеме затрат на производство отгруженных товаров, выполнение работ, услуг организаций промышленного производства России составляет 1,9 % (аналогичный показатель в Швеции составляет 5,4 %, в Финляндии - 3,9 %, в Германии - 3,4 %)».

представляется важным с позиций определения перспективных направлений развития оценочной деятельности в промышленности России, что потребует овладения менеджментом предприятий технологии определения их стоимости.

Отток работников из промышленности, в свою очередь, создал серьезную социально-экономическую проблему, связанную со способностью кадров к модернизации производства, внедрению новых, современных машин, оборудования, технологий, с обеспечением высокого качества выпускаемых товаров (работ, услуг).

### *Производительность труда в промышленности*

Динамика объемов производства и численности занятых по видам экономической деятельности в анализируемом периоде предопределили соответствующие изменения показателей производительности труда (Таблица 6).

Таблица 6 – Производительность труда по видам экономической деятельности в промышленности России<sup>21</sup>, в процентах к предыдущему году

Виды экономической деятельности	Годы						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Добыча полезных ископаемых	106,3	103,3	103,1	100,9	108,5	100,6	101,2
Обрабатывающие производства	106,0	108,5	108,4	102,6	95,9	108,3	105,9
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	103,7	101,9	97,5	102,1	96,3	99,0	99,9

Как видно, в 2005-2011 гг. темпы роста производительности труда различались в разрезе видов экономической деятельности. Если в добыче полезных ископаемых производительность труда ежегодно увеличивалась, то в обрабатывающем производстве в 2008-2009 годах произошло снижение в связи с международным финансовым кризисом. Динамика производительности труда в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды была крайне нестабильной и не демонстрирует каких-либо тенденций к росту, что объясняется, по мнению автора, высоким уровнем монополизации данного вида экономической деятельности.

Причины отраслевых различий в уровнях и темпах роста производительности труда в различных видах экономической деятельности связаны с действием ряда факторов. Среди них – устаревшая материально-техническая база производства, высокий уровень износа основных фондов, их медленное обновление, ограниченные инвестиции в основной капитал организаций

<sup>20</sup> Рассчитано по данным статистического сборника: Промышленность. 2012 [106].

<sup>21</sup> Приводится по данным статистического сборника: Промышленность. 2012 [106]. Индекс производительности труда рассчитан Росстатом как частное от деления индексов физического объема ВВП (по видам экономической деятельности – индексов физического объема выпуска) и индексов изменения совокупных затрат труда. Индексы изменения совокупных затрат труда определены на основе трудовых затрат на всех видах работ, включая дополнительную работу и производство продукции для собственного потребления, приведенных к условным работникам в эквиваленте полной занятости.

промышленности. Данный вывод подтверждается статистическими данными на примере обрабатывающих производств промышленности Российской Федерации (Таблица 7).

Таблица 7 – Динамика некоторых показателей, характеризующих организации обрабатывающих производств в РФ за 2005-2011 годы<sup>22</sup>

Показатели	Годы		
	2005	2010	2011
Коэффициент обновления основных фондов организаций обрабатывающих производств (по полной учетной стоимости, в %)	12,6	12,6	13,4
Коэффициент выбытия основных фондов организаций обрабатывающих производств (по полной учетной стоимости, в %)	1,2	0,8	0,8
Степень износа основных фондов организаций обрабатывающих производств (на конец года, в %)	44,1	42,2	42,5
Удельный вес полностью изношенных основных фондов в общем объеме основных фондов организаций обрабатывающих производств	17,0	12,8	12,9
Инвестиции в основной капитал в расчете на одну организацию обрабатывающих производств (в фактически действовавших ценах, млн. руб.)	2,79	5,33	5,83

Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации, разработанного Минэкономразвития России на период до 2030 года (март 2013 г.)<sup>23</sup> содержит следующие оценки современного состояния производительности труда в промышленности России:

«В отраслевом разрезе уровень производительности труда определяется структурными особенностями производства, а также степенью модернизации. В экспортоориентированных отраслях отмечается относительно высокая степень внедрения современных технологий и, соответственно, относительно высокий уровень производительности труда. В отраслях, ориентированных на внутренний спрос, уровень производительности труда заметно коррелирует со сложившимся уровнем конкуренции на соответствующих рынках. Высокомонополизированные и закрытые от внешнего рынка отрасли характеризуются низким уровнем производительности (энергетика, ЖКХ и другие).

Оценки UNECE показывают, что в России промышленность отстает по уровню производства добавленной стоимости на одного занятого по сравнению с приведенными в таблице развитыми странами в 2,2-5,9 раза...»

<sup>22</sup> Таблица составлена на основе данных статистических сборников: Промышленность России 2008 [108]; Промышленность России, 2012 [106].

<sup>23</sup> Прогноз долгосрочного социально – экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года. Минэкономразвития России. Март 2013 г. Размещен в сети Интернет по адресу: [http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20130325\\_06](http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20130325_06) [6].

Таблица 8 – Относительный уровень производительности труда по странам в 2010 году, %

Показатель	Россия	Германия	Норвегия	Финляндия	Швеция
Экономика в целом	100	244	316	236	250
Промышленность	100	221	587	285	257

*По данным UNECE*

«Высокий потенциал для роста производительности существует в обрабатывающей промышленности. Так, в высоко- и среднетехнологичных отраслях машиностроения уровень производительности труда в 3-10 раз отстает от ведущих мировых компаний, потенциал роста к 2020 году оценивается в авиастроении в 2,9 раза, в судостроении – в 3,5 раза, в автомобилестроении – в 2,5 раза, в радиоэлектронном комплексе – более чем в 10 раз. Сравнение крупнейших российских компаний с мировыми лидерами по размеру выручки на одного работника свидетельствует о разрыве в 10 и более раз».

Особое место в промышленности Российской Федерации занимает авиационная промышленность, функционирование которой регулируется специальным Федеральным законом от 8 января 1998 года № 10-ФЗ «О государственном регулировании развития авиации» [5]. В соответствии с данным законом государственное регулирование развития авиации осуществляется с помощью системы экономического и правового регулирования, государственной поддержки и защиты российских разработчиков, производителей, эксплуатантов и собственников авиационной техники (статья 1). [5]

Особенностями авиационной промышленности, как следует вышеперечисленных программных, стратегических и иных нормативных правовых актов Российской Федерации являются:

- системообразующая роль авиационной промышленности в экономике Российской Федерации: благодаря тесной связи с другими (обеспечивающими) отраслями ее развитие как одной из наиболее наукоемких и инновационных отраслей экономики способно оказать значительное влияние на темпы перехода страны на инновационные рельсы развития. Кроме того, авиационная промышленность оказывает ключевое влияние на формирование машиностроительного комплекса страны;

- авиационная промышленность является важнейшим элементом обеспечения интересов Российской Федерации в оборонной и военно-политической сферах, важным фактором поддержания суверенитета страны, наращивания боевого потенциала государственной авиации, развития международного военно-технического сотрудничества;<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Цитируется по тексту государственной программы Российской Федерации «Развитие авиационной промышленности на 2013 - 2025 годы» (Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 декабря 2012 г. № 2509-р) [3].

- авиационная промышленность является отраслью экономики, которая позволяет изменить структуру валового внутреннего продукта в сторону увеличения выпуска высокотехнологичной продукции, в сторону опережающего развития экспорта машинно-технической продукции и импортозамещения, а также отхода от сырьевой модели развития экономики страны;

- стабильная работа авиационной промышленности создает предпосылки для сохранения и развития целого ряда других высокотехнологичных отраслей промышленности благодаря широкой кооперации, необходимой для создания современной авиационной техники;

- авиационная промышленность и ее смежные отрасли выполняют важнейшую социальную функцию, обеспечивая сохранение высококвалифицированных рабочих мест в научно-исследовательских институтах, конструкторских бюро, на производстве и в образовательных учреждениях;

- авиапромышленность является отраслью высокотехнологического сектора, которая обладает потенциалом «интеллектуализации» структуры ВВП, отхода от сырьевой модели развития экономики страны, опережающего развития экспорта машино-технической продукции и импортозамещения.<sup>25</sup>

Современное состояние авиационной промышленности России характеризуется следующими данными (Таблица 9).<sup>26</sup> В состав авиационной промышленности в 2011 году входят 248 предприятий. Вклад отрасли в ВВП страны составляет более 1,1%.

Таблица 9 – Некоторые показатели, характеризующие современное состояние авиационной промышленности Российской Федерации

Показатель	Значения показателей (в ценах соответствующих лет)	
	2011	2012
Объем добавленной стоимости отрасли авиастроения, тыс. руб.	191 580 195	219 962 749
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг промышленных предприятий отрасли авиастроения (авиационная выручка), тыс. руб.	390 423 394	458 967 588
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг промышленных предприятий отрасли авиастроения (неавиационная выручка), тыс. руб.	113 735 014	119 881 752
Объем производства гражданской продукции отрасли авиастроения в денежном выражении к уровню 2011 года, %	100	144,5
Производительность труда на предприятиях авиационной промышленности, тыс. руб.	1 542	1 827
Численность занятых в отрасли авиастроения, чел.	326 875	316 806
Производительность труда на предприятиях авиационной промышленности к уровню 2011 года, %	100	118,5

<sup>25</sup> Цитируется по тексту Федеральной целевой программы «Развитие гражданской авиационной техники России на 2002 - 2010 годы и на период до 2015 года» (утверждена постановлением Правительства Российской Федерации от 15 октября 2001 г. № 728) [107].

<sup>26</sup> Здесь и ниже приведены цифровые данные, содержащиеся в государственной программе Российской Федерации «Развитие авиационной промышленности на 2013 - 2025 годы» [3].

Показатель	Значения показателей (в ценах соответствующих лет)	
	2011	2012
Рентабельность продаж промышленных предприятий отрасли авиастроения чистая, %	3,7	3,4
Рентабельность активов промышленных предприятий отрасли авиастроения, %	5,9	5,2

Как следует из результатов обобщения имеющихся открытых материалов, в авиационной промышленности, несмотря на некоторые достигнутые позитивные результаты, сохраняется ряд системных проблем.

В Стратегии развития авиационной промышленности на период до 2015 года <sup>27</sup> отмечается, что важнейшей проблемой отрасли является проблема структурного характера – несоответствие масштаба и структуры существовавшей в стране авиационной промышленности, ее научно-технического и производственного потенциала объему платежеспособного спроса на продукцию отрасли, - как гражданского, так и военного назначения.

«Замедление вследствие указанного структурного несоответствия процессов разработки, производства и сбыта авиационной техники, а во многих случаях и их практическая остановка, привели к неизбежному в таких условиях падению технологического уровня производства и проектирования, устареванию основных производственных фондов и большим кадровым потерям - как в количественном отношении, так и в отношении владения современными конструкторскими и производственными навыками. Аналогичные процессы развивались и в авиационной науке.

... После дезинтеграции СССР и начала рыночных реформ структурные диспропорции приобрели открытые формы. Ни государство, ослабленное общеэкономическим трансформационным кризисом, ни многочисленные и несостоятельные в экономическом отношении авиакомпания, появившиеся в результате распада некогда единого «Аэрофлота», не оказались в состоянии потреблять по экономически оправданным ценам такое количество авиационной техники, на производство которой была рассчитана российская авиационная промышленность. Более того, в этом не было потребности – острота военного противостояния с Западом резко ослабла, а падение авиаперевозок в результате «обвального» снижения уровня реальных доходов населения создало в гражданской авиации существенный избыток провозных мощностей.»

Более развернутый перечень проблем, существующих в авиационной промышленности России, приведен в вышеупомянутом Прогнозе долгосрочного социально – экономического

<sup>27</sup> Цитируется по тексту: Стратегия развития авиационной промышленности на период до 2015 года. Москва, 2005 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.hse.ru/data/2011/09/05/1267117109/Strategiya\\_razvitiya\\_AVIA.doc](http://www.hse.ru/data/2011/09/05/1267117109/Strategiya_razvitiya_AVIA.doc) свободный. - Загл. с экрана [2].

развития Российской Федерации на период до 2030 года, разработанном Минэкономразвития России [6]. К числу этих проблем относятся:

- зависимость эффективности функционирования авиационной промышленности от поставок продукции военного назначения (при этом по ряду позиций существует тенденция сокращения рентабельности продукции, поставляемой по государственному оборонному заказу и военно-промышленному сотрудничеству), что накладывает ограничения на возможности аккумулирования финансовых ресурсов для развития гражданских сегментов данного сектора машиностроения;

- низкий технологический уровень развития производства авиационной техники, ее узлов и агрегатов, отсутствие эффективной системы 1-го и 2-го уровней поставки комплектующих для финальных интеграторов, что приводит к снижению эффективности производственных процессов;

- высокая трудоемкость и низкие объемы производства, что приводит к высокой себестоимости выпускаемой продукции и соответственно, накладывает ограничения на инвестиционную деятельность организаций;

- отсутствие достаточного количества квалифицированного производственного персонала, современных сертифицированных систем управления производственным процессом и контроля качества выпускаемой продукции, что в значительной степени снижает ее технологическую конкурентоспособность;

- низкий уровень развития системы гарантийного и послепродажного обслуживания авиационной техники, что снижает привлекательность российской продукции на внутреннем и внешнем рынках.<sup>28</sup>

Таким образом, характеризуя современное состояние промышленности России в целом, можно констатировать, что наряду с определенными позитивными изменениями, достигнутыми в последнее десятилетие, в отрасли в целом, сохраняется ряд нерешенных проблем, носящих системный характер, требующих решения.

К числу таких общих проблем, сформулированных в государственной программе Российской Федерации «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности», относятся:

- структурные диспропорции промышленного комплекса;
- высокая степень износа основных фондов;

---

<sup>28</sup> Цитируется по материалам вышеуказанного Прогноза долгосрочного социально – экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года, разработанного Минэкономразвития России [6].

- низкая восприимчивость к внедрению инноваций; технологическое отставание в ряде отраслей;
- низкая производительность труда;
- высокая материало- и энергоемкость производимой продукции;
- отсутствие современного оборудования для производства инновационной конкурентоспособной высокотехнологичной продукции; недостаточная доля продукции с высокой долей добавочной стоимости; недостаточное кадровое обеспечение;
- недостаточные финансово-экономические возможности целого ряда отраслей для инновационного развития;
- низкая инновационная активность на уровне отдельной организации или предприятия;
- невысокое качество менеджмента, а также низкие стимулы к реформированию и модернизации [1].

Наличие этих проблем непосредственно сопряжено с неблагоприятным финансовым положением промышленных предприятий, относящихся к обрабатывающим производствам, в том числе машиностроительных предприятий, включая предприятия авиационной промышленности (Таблица 10).

Таблица 10 – Финансовые показатели деятельности организаций обрабатывающих производств Российской Федерации (миллионов рублей) <sup>29</sup>

Показатель	Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг	Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	Валовой доход <sup>1)</sup>	Коммерческие и управленческие расходы	Прибыль (убыток) от продаж <sup>1)</sup>	Сальдо прочих доходов и расходов <sup>2)</sup>	Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток)
<b>2008</b>							
Обрабатывающие производства	15 926 968	12 073 003	3 853 965	1 531 971	2 321 994	-938 161	1 383 833
из них:							
производство машин и оборудования	907 649	752 887	154 762	81 626	73 136	-27 752	45 384
производство транспортных средств и оборудования	1 648 320	1 469 930	178 390	113 180	65 210	-105 900	-40 690
<b>2009</b>							
Обрабатывающие производства	14 186 822	10 911 005	3 275 817	1 596 618	1 679 199	-586 788	1 092 411
из них:							
производство машин и оборудования	767 218	630 299	136 919	78 956	57 963	-32 724	25 239

<sup>29</sup> Приводится по данным статистического ежегодника: Финансы России – 2012 год [114].



Показатель	Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг	Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	Валовой доход <sup>1)</sup>	Коммерческие и управленческие расходы	Прибыль (убыток) от продаж <sup>1)</sup>	Сальдо прочих доходов и расходов <sup>2)</sup>	Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток)
производство транспортных средств и оборудования	1 240 426	1 119 573	120 853	102 054	18 799	-129 536	-110 737
<b>2010</b>							
Обрабатывающие производства	17 553 755	13 433 277	4 120 478	1 863 521	2 256 957	-566 222	1 690 735
из них:							
производство машин и оборудования	924 645	774 433	150 212	90 378	59 834	-23 175	36 659
производство транспортных средств и оборудования	1 731 930	1 527 716	204 214	124 347	79 867	-86 149	-6 282
<b>2011</b>							
Обрабатывающие производства	22 236 192	17 200 566	5 035 626	2 450 231	2 585 395	-572 082	2 013 313
из них:							
производство машин и оборудования	1 136 240	957 752	178 488	107 663	70 825	-38 009	32 816
производство транспортных средств и оборудования	2 535 572	2 232 224	303 348	170 368	132 980	-69 421	63 559

<sup>1)</sup> - Знак (-) означает убыток.

<sup>2)</sup> - Знак (-) означает превышение расходов над доходами.

Данные Росстата показывают также, что в отраслях обрабатывающих производств промышленности Российской Федерации удельный вес прибыльных организаций в 2004-2011 годах колебался в диапазоне 60-74% и не имеет какой либо выраженной тенденции к росту. Аналогичная картина наблюдалась в отношении производства машин и оборудования и производства транспортных средств и оборудования, где до настоящего времени сохраняется значительная (до 22-25%) часть убыточных организаций.

Обращает на себя внимание, что уровень прибыльности/убыточности обрабатывающих производств достаточно быстро восстановился после мирового финансового кризиса.

Таблица 11 – Удельный вес прибыльных организаций в обрабатывающих производствах промышленности Российской Федерации, %<sup>30</sup>

Показатель	Годы							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Обрабатывающие производства - всего	59,8	63,4	67,3	73,8	59,8	63,4	67,3	73,8
из них:								

<sup>30</sup> Составлена по данным статистических сборников: Финансы России: 2008 г. [115]; Финансы России: 2012 г. [114]

Показатель	Годы							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Производство машин и оборудования	60,8	66,9	72,1	78,6	60,8	66,9	72,1	78,6
Производство транспортных средств и оборудования	62,0	66,1	70,6	75,4	62,0	66,1	70,6	75,4

Таким образом, анализ текущего состояния промышленных предприятий Российской Федерации выявил наличие серьезных не только технических и технологических, но и финансовых проблем.

Для решения этих проблем в 2011-2013 годах в стране был принят ряд важных решений.

Принципиально важными, с позиций стимулирования дальнейшей модернизации промышленности Российской Федерации, и, особенно, авиационной промышленности, с учетом тематики настоящей работы, явились Указы Президента Российской Федерации, в соответствии с которыми:

- транспортные и космические системы были отнесены к приоритетным направлениям развития науки, технологий и техники в Российской Федерации, а технологии создания высокоскоростных транспортных средств и интеллектуальных систем управления новыми видами транспорта, технологии создания ракетно-космической и транспортной техники нового поколения – включены в Перечень критических технологий Российской Федерации (Указ Президента Российской Федерации от 7 июля 2011 года № 899). Данное решение имеет важное значение в плане государственной поддержки и финансирования из федерального бюджета соответствующих научно-исследовательских, проектно-конструкторских и иных работ;

- в рамках мер долгосрочной экономической политики Правительству Российской Федерации поручено в области приватизации и совершенствования управления государственным имуществом обеспечить до 1 марта 2013 г. проведение анализа эффективности работы «консолидированных» государством компаний, включая открытое акционерное общество «Объединенная авиастроительная корпорация», открытое акционерное общество «Объединенная судостроительная корпорация» и Государственную корпорацию по содействию разработке, производству и экспорту высокотехнологичной промышленной продукции «Ростехнологии», в целях подготовки предложений по совершенствованию их управления, обеспечения согласованности стратегий их развития с государственными программами развития соответствующих секторов экономики, завоевания передовых позиций в отдельных сегментах мировых рынков авиационной, судостроительной, информационно-коммуникационной и космической техники (Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 года № 596). Данное решение имеет принципиально важное значение, увязывая эффективность деятельности организаций с качеством их управления.

Перспективным шагом является также переход от сметного к проектному (программному) принципу формирования и финансированию из федерального бюджета мероприятий, связанных с развитием отраслей промышленности страны. Осуществление этих мероприятий предполагается в рамках принятых Правительством Российской Федерации в 2012-2013 гг. государственных программ Российской Федерации, в том числе: «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности» [1], «Развитие авиационной промышленности на 2013 - 2025 годы» [3]; «Космическая деятельность России на 2013 - 2020 годы»<sup>31</sup>, «Развитие судостроения на 2013-2030 гг.»<sup>32</sup>, «Развитие электронной и радиоэлектронной промышленности на 2013 - 2025 годы»<sup>33</sup>, ФЦП «Развитие оборонно-промышленного комплекса Российской Федерации на 2011-2020 годы»<sup>34</sup> и др.

Реализация мер, предусмотренных этими программными документами, призвана обеспечить качественный скачок в развитии промышленности России в целом, в том числе авиационной промышленности и добиться достижения прогнозируемых показателей (Таблицы 12, 13<sup>35</sup>).

Таблица 12 – Производство продукции машиностроительного комплекса в период до 2030 года

Вид деятельности	2011 г.* отчет	2020 г.*		2030 г.*		2020 г. к 2011 г., %**		2030 г. к 2011 г., %**	
		1 вар.	2 вар.	1 вар.	2 вар.	1 вар.	2 вар.	1 вар.	2 вар.
Производство машин и оборудования	1,8	4,3	5,0	8,2	10,8	152	169	221	269
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	1,3	3,1	3,6	6,1	8,6	150	166	223	292
Производство транспортных средств и оборудования	2,3	7,1	7,8	14,7	19,3	195	207	311	376

\* В текущих ценах, трлн. рублей.

\*\* В сопоставимых ценах.

Существенный скачок, в случае успешной реализации запланированных мероприятий, прогнозируется в развитии авиационной промышленности России.

<sup>31</sup> Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 28 декабря 2012 г. № 2594-р.

<sup>32</sup> Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 декабря 2012 г. № 2514-р.

<sup>33</sup> Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 15 декабря 2012 г. № 2396-р.

<sup>34</sup> Утверждена постановлением Правительства Российской Федерации от 5 марта 2012 г. №187-4.

<sup>35</sup> По данным прогноза долгосрочного социально – экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года» (март 2013 г.) [6].

Таблица 13 – Прогнозные значения объемов рынков (по данным технологических платформ)

Сегменты рынка	Объем рынка				Доля отечественной продукции			
	Российский рынок		Мировой рынок		Российский рынок		Мировой рынок	
	2011 г.	Прогноз (целевой год)	2011 г.	Прогноз (целевой год)	2011 г.	Прогноз (целевой год)	2011 г.	Прогноз (целевой год)
Транспортные и космические системы								
Авиационные системы	83,5 млрд. руб.	179,6 млрд. руб. (2020 г.)	32,8 млрд. \$	57 млрд. \$ (2020 г.)	19,60%	58% (2020 г.)	1,5%	4,4% (2020г.)
Авиационные двигатели	44 млрд. руб.	64,6 млрд. руб. (2025 г.)	21,9 млрд. \$	33 млрд. \$ (2025 г.)	11,40%	46,9% (2025 г.)	0,9%	6% (2025 г.)
Производство космических аппаратов и их элементов	5,8 млрд. руб.	14 млрд. руб. (2015 г.)	9,2 млрд. \$	11 млрд. \$ (2015 г.)	80%	85% (2015 г.)	6%	7% (2015 г.)

Вместе с тем, проведенное изучение имеющихся в открытом доступе государственных программ Российской Федерации («Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности» [1], «Развитие авиационной промышленности на 2013 - 2025 годы» [3])<sup>36</sup> выявило отсутствие в них каких-либо мероприятий, связанных с необходимостью проведения углубленного анализа хозяйственной деятельности промышленных предприятий и разработкой мер, обеспечивающих повышение эффективности производства.

С позиций определенных этими государственными программами целей создания конкурентной, устойчивой, структурно сбалансированной промышленности и соответствующих задач, обеспечивающих достижение этих целей, на фоне фиксации в программах наличия нерешенных финансовых проблем, подобный подход представляется недостаточно обоснованным.

Это связано, по мнению автора, главным образом, с недооценкой возможностей и перспектив использования для роста конкурентоспособности промышленности концепции управления стоимостью предприятия и такой ее технологии, как оценочная деятельность, получившими широкое распространение и доказавшими свою эффективность, как будет показано далее, в экономически развитых странах. Именно по этой причине автор в рамках диссертационного исследования уделяет особое внимание разработке методических и практических подходов, направленных на расширение масштабов оценочной деятельности в системе управления (особенно внутрифирменного), в интересах повышения эффективности производства.

## 1.2. Роль и функции определения стоимости в системе менеджмента предприятия

Термины «управление предприятием», «руководство предприятием» по своей сути являются аналогами термина «менеджмент предприятия». Менеджмент предприятия – это умное,

<sup>36</sup> Тексты государственных программ размещены на сайте Минпромторга России в сети Интернет по адресу: <http://www.minpromtorg.gov.ru/>.

умелое, рассудительное, компетентное, эффективное ведение хозяйства, заведование, руководство предприятием, умение добиваться целей посредством интеллекта, труда и мотивов поведения людей [7].

По мнению зарубежных специалистов, в условиях конкурентной борьбы между предприятиями главная цель менеджмента состоит в увеличении стоимости для акционеров / собственников [8]. Стоимость для акционеров – это иное название общей стоимости собственного (акционерного) капитала компании или ее «рыночной капитализации».

Исследования показывают, что страны, в которых максимизация стоимости собственного капитала является основной стратегией предприятий, занимают лидирующее положение на мировых рынках по производительности труда и конкурентоспособности товаров и услуг [9]. В странах, экономика которых не ориентирована на максимальное повышение стоимости для собственников, инвесторы получают меньшую отдачу от вложенного капитала, чем в странах, имеющих такую ориентацию [10]; [11]. Дальнейшая глобализация рынка капитала означает, что первая группа будут испытывать отток инвестиций и отставать во всемирной конкуренции. Таким образом, в условиях усиления мобильности капитала система управления предприятием, ориентированная на повышение стоимости, приобретает все больший вес и значение [12].

Стоимость собственного капитала компании, формирующаяся в результате принимаемых менеджерами решений, должна рассматриваться как целевая функция управления и стремиться к максимуму. [13]<sup>37</sup> Увеличение стоимости собственного капитала компании является свидетельством эффективного менеджмента. Следует отметить, что результаты успешной реализации тактики увеличения стоимости собственного капитала может отразиться не только на благосостоянии акционеров (собственников) компании, но и заработных платах, премиальных вознаграждениях наемных рабочих. Большинство крупных компаний уже достаточно давно используют следующие приемы достижения этого соответствия: наделение работников небольшим пакетом акций компании и вознаграждение сотрудников по результатам деятельности компании в целом или отдельного подразделения. [14]

Традиционная российская система менеджмента предприятия является менее эффективной по сравнению с системой, ориентированной на увеличение стоимости собственного капи-

---

<sup>37</sup> Уместно в этой связи процитировать известного американского ученого в области управления Питера Ф. Друкера: «По сути, концепция мотива прибыли не просто бесполезна - она вредна. Именно она стала главной причиной ложного понимания природы прибыли в нашем обществе и глубоко укоренившейся неприязни к успешным, хорошо зарабатывающим предприятиям. Эти явления относятся к наиболее опасным недугам индустриального общества. Именно эта концепция вызвала самые серьезные политические просчеты - не только в Соединенных Штатах Америки, но и в Западной Европе, - которые стали прямым следствием неспособности понять природу, функцию и назначение коммерческого предприятия. И именно из-за этой концепции многие считают, что существует внутреннее противоречие между получением прибыли и способностью компании выполнять свой долг перед обществом». Цит. по: Питер Ф. Друкер. Энциклопедия менеджмента.: Пер. с англ. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2004 [97].

тала. Официальная бухгалтерская отчетность, составленная в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета, выступая информационной основой принятия управленческих решений в рамках менеджмента большинства российских предприятий, характеризуется такими негативными особенностями, как неполнота и неточность информации о состоянии дел на предприятии, а также ориентация на текущие результаты его деятельности.

Несмотря на существующие различия экономической среды, переход к рыночным отношениям, к стратегическому программному управлению, внедряемому в настоящее время в Российской Федерации, объективно потребует от менеджеров российских предприятий внедрения концепции управления стоимостью предприятия, включая такой ее инструмент, как оценочная деятельность.

Следует отметить, что на крупных российских производственных предприятиях постепенно начинает применяться оценка стоимости компании в целом, отдельных проектов, выборочных активов и обязательств. Данные нововведения, как будет показано далее, способствуют не только принятию обоснованных управленческих решений, но и является эффективным инструментом проектного финансирования.

Проведенное исследование выявило недостаточную теоретическую проработку вопроса о месте оценочной деятельности в системе управления предприятием. Между тем, понимание роли оценки стоимости в управлении предприятия важно не только в теоретическом, но и в практическом отношении, поскольку вооружает менеджеров знаниями, позволяющими использовать технологию оценочной деятельности, и принимать на этой основе взвешенные, обоснованные решения, направленные на увеличение стоимости предприятия, повышение эффективности производства.

Анализ основополагающих работ российских специалистов по вопросам определения стоимости предприятий показал, что место оценочной деятельности в системе управления предприятием в них либо вообще не определяется, либо, в отдельных случаях, ограничивается констатацией того, что стоимостная оценка представляет собой «инструмент рыночной экономики». [15] Данный подход отражает распространенную точку зрения, согласно которой оценочная деятельность представляет собой самостоятельный вид деятельности, не связанный с менеджментом предприятия. Акцент при этом делается на технологиях оценочной деятельности – подхода, методах, моделях, но не результатах, с позиций возможного влияния на повышение эффективности производства и управления.

В публикациях российских специалистов по теории управления предприятиями (менеджменту) детально рассматриваются вопросы, характеризующие цели менеджмента (текущие, оперативные, стратегические), виды менеджмента (административные, инвестиционные, финансовые, инновационные, информационные, кадровые и пр.); функции менеджмента (ана-

лиз; планирование; организация; мотивация; контроль); методы менеджмента (экономические, административные, информационные, социально-психологические и пр.).<sup>38</sup> Однако и в этих работах не определяется роль и место оценочной деятельности в системе управления.

Отсутствие представлений о месте и роли деятельности по определению стоимости предприятия в контексте теории управления как в монографических исследованиях, так и в учебных и методических материалах неизбежно порождает мнение о несущественности, мало-значимости данного вида деятельности, его недооценку с позиций эффективного управления предприятиями. Данное обстоятельство - ограниченную информированность специалистов, в том числе менеджеров предприятий об оценочной деятельности - автор рассматривает в качестве одной из причин ограниченных масштабов деятельности по определению стоимости предприятий в промышленности Российской Федерации.

Более углубленно место и роль оценочной деятельности рассматриваются в работах, посвященных управлению предприятием в рамках концепции стоимости (VBM) и стратегического менеджмента.

Так, в работе А.Ю. Харитоновой и А.В. Пластинина отмечается, что «...качественная рыночная оценка стоимости компании определяет не просто стоимость имущества предприятия, а принимает во внимание экономический имидж, положение предприятия на рынке, фактор времени, риски, уровень конкуренции». [16]

А.С. Шайтуров оценку стоимости бизнеса в рамках концепции управления предприятиями на основе их стоимости рассматривает как инструмент анализа эффективности управления предприятием. [17]

Ю. Еленева характеризует оценку стоимости предприятия как «очень действенный инструмент текущего управления». [18]

В.В. Бочаров оценку стоимости предприятия рассматривает как содержание этапов деятельности по управлению стоимостью предприятия. [19]

Важным представляется утверждение А.В. Матвеевой о том, что «Существует мнение, что управление стоимостью являются «дорогим приложением» к и так постоянно возрастающим расходам управления. Однако, предприятия, целенаправленно ведущие политику постоян-

---

<sup>38</sup> А.А.Одинцов. Менеджмент организации. Изд-во «Экзамен». М.: 2004; Б.З. Мильнер. Теория организации. Учебник. Изд-во ИНФРА-М. М.: 2005; Л.И. Кошкин, А.Е. Хачатуров, И.С. Булатов. Менеджмент на промышленном предприятии. «Эколайн», 2000; Г.Я. Гольдштейн. Основы менеджмента. Конспект лекций. Таганрог. ТРТУ, 1997; А.И. Орлов. Менеджмент. Учебник. – М.: «Изумруд», 2003; В.П. Сухинин, М.В.Горшенина. Введение в менеджмент. Учебное пособие, Сызрань, 2010; Производственный менеджмент. Учебник. Под ред. В.А. Козловского. Изд-во ИНФРА-М. М.: 2003; Р.А. Фатхутдинов. Производственный менеджмент. Учебник. Изд-во Питер. СПб.: 2003; О.Л.Данченко. Экономика и менеджмент промышленного производства. Учебное пособие. Екатеринбург: «СибГУТИ», 2008. Дорофеев В.Д., Шмелева А.Н., Шестопап Н.Ю. Менеджмент: Учеб. пособие. - М.: ИНФРА-М, 2008.

ного стоимостного управления, отмечают, что их расходы в совокупности снизились после внедрения системы управления стоимостью в компании». [20]

Однако и в этих исследованиях констатируется важность и эффективность деятельности по оценке стоимости предприятий, но не определяется ее место и роль в системе управления, в том числе в рамках внутрифирменного менеджмента.

Обращает на себя внимание тот факт, что отечественные исследователи ясно представляют себе трудности, связанные с внедрением концепции управления стоимостью, вытекающие из особенностей российской деловой среды, в том числе со сложившимися традициями анализа в управлении (неразвитость систем финансового планирования и разработки прогнозных данных; слабая взаимосвязь между финансовым и маркетинговым планированием; неадекватность систем внутреннего управленческого учета, не позволяющих или затрудняющих выделение данных по сегментам бизнеса, по отдельным уровням управления и центрам ответственности, по отдельным функциям бизнеса; нехватка культуры анализа бизнес процессов, приверженность бухгалтерскому мышлению, рассуждения профессиональных менеджеров о будущем компании в терминах объемов продаж и бухгалтерских прибылей, отвечающих уровню оперативного управления, неразвитость привычки и вкуса к стратегическому управлению даже в традиционных его формах); менталитет самих собственников, многим из которых свойствен наивный, поверхностный взгляд на стоимость бизнеса как на механическую сумму стоимости активов либо как на текущую рыночную капитализацию компании открытого типа, неумение осознать и признать значимость инвестиционной стоимости и для компании закрытого типа, а также отсутствие «видения или чувства стоимости», что выражается в непонимании сочетания и взаимодействия факторов, влияющих на стоимость; наконец, специфика российского рынка капитала. [21] Перечисленные выше проблемы, по мнению автора, в полной мере можно отнести к трудностям, сдерживающим расширение масштабов оценочной деятельности в промышленности Российской Федерации в настоящее время, которые подробно рассматриваются в дальнейших разделах диссертационного исследования.

Для устранения существующего дефицита знаний автором предпринята попытка определить место и роль оценки стоимости предприятий в контексте общей теории управления предприятием. В этих целях проведен сравнительный анализ содержания функций управления предприятием и возможностей реализации этих функций в рамках оценочной деятельности, в том числе посредством использования общепризнанных подходов к оценке и выявления целей оценки, соответствующих функциям управления.

Предприятие (компания), как система, состоит из управляемой и управляющей подсистем, соединенных каналами передачи информации. В качестве управляемой подсистемы предприятия выступает совокупность производственных процессов, реализация которых посредст-



вом производственного персонала обеспечивает изготовление продукции и (или) оказание услуг. Управляющая, или операционная, подсистема предприятия представляет собой совокупность взаимосвязанных методов управления, используемых для обеспечения эффективного функционирования производства. [7]

Роль управляющей подсистемы особо значима в условиях рыночной экономики, требующей постоянной и своевременной адаптации предприятия к изменяющейся экономической ситуации, принятия управленческих решений, обеспечивающих быструю, гибкую и с минимальными потерями перестройку производства на выпуск качественной, необходимой потребителю продукции.

Процесс управления на предприятии выполняется посредством взаимосвязанных функций, сформулированных еще в начале прошлого одним из основоположников менеджмента А. Файолем. Согласно А.Файолю, «Управлять - значит предвидеть, организовывать, распоряжаться, координировать и контролировать»;

- предвидеть, то есть учитывать грядущее и выработать программу действия;
- организовывать, то есть строить двойной - материальный и социальный - организм предприятия;
- распоряжаться, то есть заставлять персонал надлежаще работать;
- координировать, то есть связывать, объединять, гармонизировать все действия и все усилия;
- контролировать, то есть заботиться о том, чтобы все совершалось согласно установленным правилам и отданным распоряжениям».<sup>39</sup>

Современная теория менеджмента рассматривает функции управления<sup>40</sup>, перечень которых во многом близок позиции А. Файоля. Так, по мнению американских исследователей М. Мескона, М. Альберта и Ф. Хедоури под управлением понимается процесс планирования, организации, мотивации и контроля, необходимый для того, чтобы сформулировать и достичь целей организации. [22] Кейт Кинан в число функций управления включает:

- планирование, предполагающее определение целей, прогнозирование и составление графиков с целью выполнить необходимые действия в необходимом порядке;

---

<sup>39</sup> Цитируется по книге: Анри Файоль «Общее и промышленное управление», издание 1916 года, переведена в 1923 году, переводчик Б.В. Бабин-Корень. Размещена в сети Интернет по адресу: <http://avcc.ru/library/informs/books/a.-fajol.-obshhee-i-promyshlennoe-upravlenie,-perevod-1923-g>.

<sup>40</sup> Говоря о функциях управления, автор придерживается определения, согласно которому «Функция управления - вид деятельности, основанный на разделении и кооперации менеджмента и характеризующийся определенной однородностью, сложностью и стабильностью воздействий на объект со стороны субъекта управления. См. Гольдштейн Г.Я. Основы менеджмента: Учебное пособие, изд. 2-е, дополненное и переработанное. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2003.

- организацию, предполагающую определение того, что нужно сделать, и назначение ответственных, а также координацию их усилий;
- руководство, включающее инструктаж, мотивацию и дачу указаний;
- контроль, предусматривающий наблюдение за делами для уверенности, что все идет по плану. [23]

Близкими зарубежным являются и позиции российских исследователей по вопросу о функциях управления. Так, Дорофеев В.Д., Шмелева А.Н., Шестопал Н.Ю. выделяют следующие функции управления:

- организация и управление организационными процессами функционирования и развития в рамках управленческой системы и структуры;
- прогнозирование, планирование и учет в деятельности организации;
- реализация полномочий в целях координации работы подразделений и сотрудников организации и принятие в рамках полномочий управленческих решений;
- разработка системы контроля и выработка стандартов контролируемых объектов;
- мотивация труда и формирование побудительных причин эффективной работы сотрудников. [24]

Г.Я. Гольдштейн к функциям управления относит прогнозирование и планирование; организацию работы; мотивацию; координацию и регулирование; контроль, учет, анализ. [25]

Автор, разделяя вышеизложенные подходы, рассматривает в рамках диссертационной работы перечень функций управления, включающий: анализ; планирование и прогнозирование; организация; мотивация; контроль.<sup>41</sup>

Исходной, в этом перечне функция, является функция анализа производственных и финансовых показателей, показателей использования ресурсов, которыми располагает предприятие (материальных, трудовых, финансовых, информационных и пр.), глубокого, всестороннего анализа текущей хозяйственной ситуации, в которой находится предприятие и перспектив его развития.

Кроме анализа собственных ресурсов предприятия, в условиях возрастающей конкуренции на рынках в рамках аналитической функции менеджменту предприятия важно понять, каков относительный уровень конкуренции, каковы ее движущие силы и какими, при данных условиях, должны быть позиции предприятия. [26]

---

<sup>41</sup> Выделение анализа в качестве самостоятельной функции управления аргументируется автором тем, что реализация аналитической функции является необходимой предпосылкой планирования деятельности предприятия.

Анализ рынков, перспектив их развития призван выявить природу конкуренции и характер потребностей (спроса) на рынке, где действуют предприятия, а, следовательно, - ключевые факторы стоимости, характерные для этих предприятий.

*Проведенное изучение показало, что оценочная деятельность может рассматриваться в качестве инструмента менеджмента предприятия, обеспечивающего повышение эффективности реализации таких функций управления, как анализ, планирование (прогнозирование) и контроль. Доказано наличие обратной связи результатов оценки и управления, достигаемой посредством функции «мотивация».*

В рамках исполнения аналитической функции и (или) функции планирования (прогнозирования) оценочная деятельность позволяет предоставить комплексную, детальную, максимально объективную информацию о текущем положении и перспективах развития предприятия и его конкурентов на соответствующем рынке товаров и услуг, перспективах развития самого рынка. Для менеджмента предприятия результаты оценки стоимости предприятия в рамках аналитической функции и (или) функции планирования (прогнозирования) являются (или могут являться) основой для выработки обоснованных, взвешенных планов развития предприятия, воплощаемых в дальнейшем путем организации производства. Результаты оценки стоимости предприятия в рамках аналитической функции и функции планирования, кроме того, могут быть использованы менеджментом предприятия и при осуществлении контрольной функции.

В рамках функции планирования (прогнозирования) определение стоимости предприятия проводится (может проводиться) при разработке бизнес-планов, средне- и стратегических планов развития предприятия, планов реструктуризации предприятия (ликвидация, слияние, разделение и прочее), что позволяет выработать эффективные модели развития производства.

В рамках функции планирования (прогнозирования) профессиональная оценка проводится также для обоснования сделок купли-продажи предприятия / акций, проведения эмиссий акций, внесения в уставной капитал, для обоснования инвестиционных решений. Результатом таких оценок, с позиций менеджмента предприятия, является экономическое обоснование принимаемых решений о вложении средств или продаже части имущества.

Функция контроля при определении стоимости предприятия реализуется посредством мониторинга за тем, как те или иные решения по внедрению новых / реализаций различных стадий текущих проектов влияют на стоимость предприятия.

Следует отметить, что результаты оценочной деятельности взаимосвязаны с управлением и посредством функции «мотивации» (акционеров / собственников, работников предприятия). При достижении определенных результатов, отражающихся на увеличении стоимости компании, бонусы / премии могут быть получены, как собственниками, так и сотрудниками предприятия, действия которых повлияли на данное изменение стоимости.

Функции менеджмента, эффективно реализуемые на практике, либо способные эффективно реализовываться посредством оценочной деятельности, графически представлены на рисунке 1.

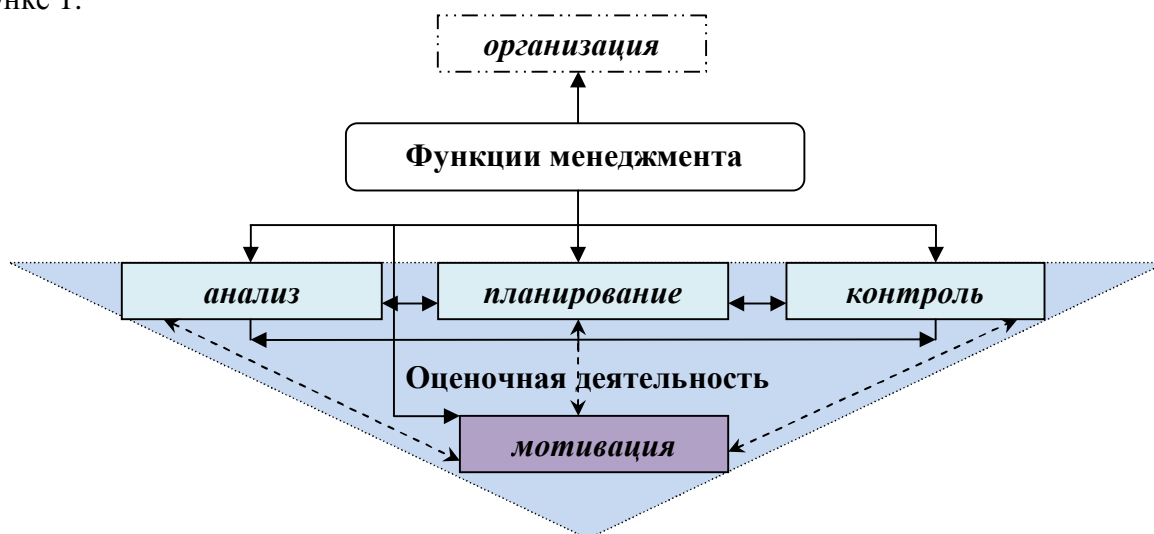


Рисунок 1 – Реализация функций менеджмента посредством оценочной деятельности

*Проведенный анализ показал, что в рамках аналитической, плановой и контрольной функций управления используются (либо могут быть использованы) каждый из общепринятых подходов к определению стоимости предприятий.*

Доходный подход к определению стоимости предприятия применим при реализации функции планирования, так как позволяет определить будущие выгоды от реализации нового/текущего проекта, эффективную стратегию развития предприятия.

Доходный подход позволяет также повысить эффективность выполнения аналитических функций управления, поскольку предоставляет возможность сопоставления фактически достигнутых и будущих показателей рентабельности предприятия с аналогичными показателями отрасли, в которой функционирует предприятие. Данное сопоставление позволяет сделать вывод об оптимальном уровне издержек производства относительно получаемой выгоды и принять решение о необходимости снижении затрат / наличии «запаса прочности» и, например, возможности создания резервного фонда или выплаты бонусов и премий.

В рамках исполнения и повышения эффективности аналитических функций менеджмента предприятия может использоваться также сравнительный подход к оценочной деятельности. Применение данного подхода позволяет выявить основных конкурентов, определить положение предприятия на рынке, сопоставив финансовые и производственные показатели деятельности предприятия с компаниями-аналогами - рассчитать мультипликаторы, на основании которых в будущем можно контролировать стоимость предприятия в различные периоды его развития (ниже по тексту приведена одна из экспресс-методик, базирующаяся на методе отраслевых коэффициентов).

Аналитические и контрольные функции менеджмента предприятия могут быть реализованы и в рамках затратного подхода к определению стоимости предприятия. Результаты затратного подхода наиболее показательны в случае, когда оцениваемое предприятие либо только что образовано, либо находится в стадии банкротства. Затратный подход, как наименее трудоемкий, может быть использован менеджментом предприятия в тех случаях, когда необходимо представление как о стоимости всего предприятия, так и выборочных активов предприятия. Взаимосвязь функций менеджмента и подходов к оценке стоимости предприятия графически представлена на рисунке 2.

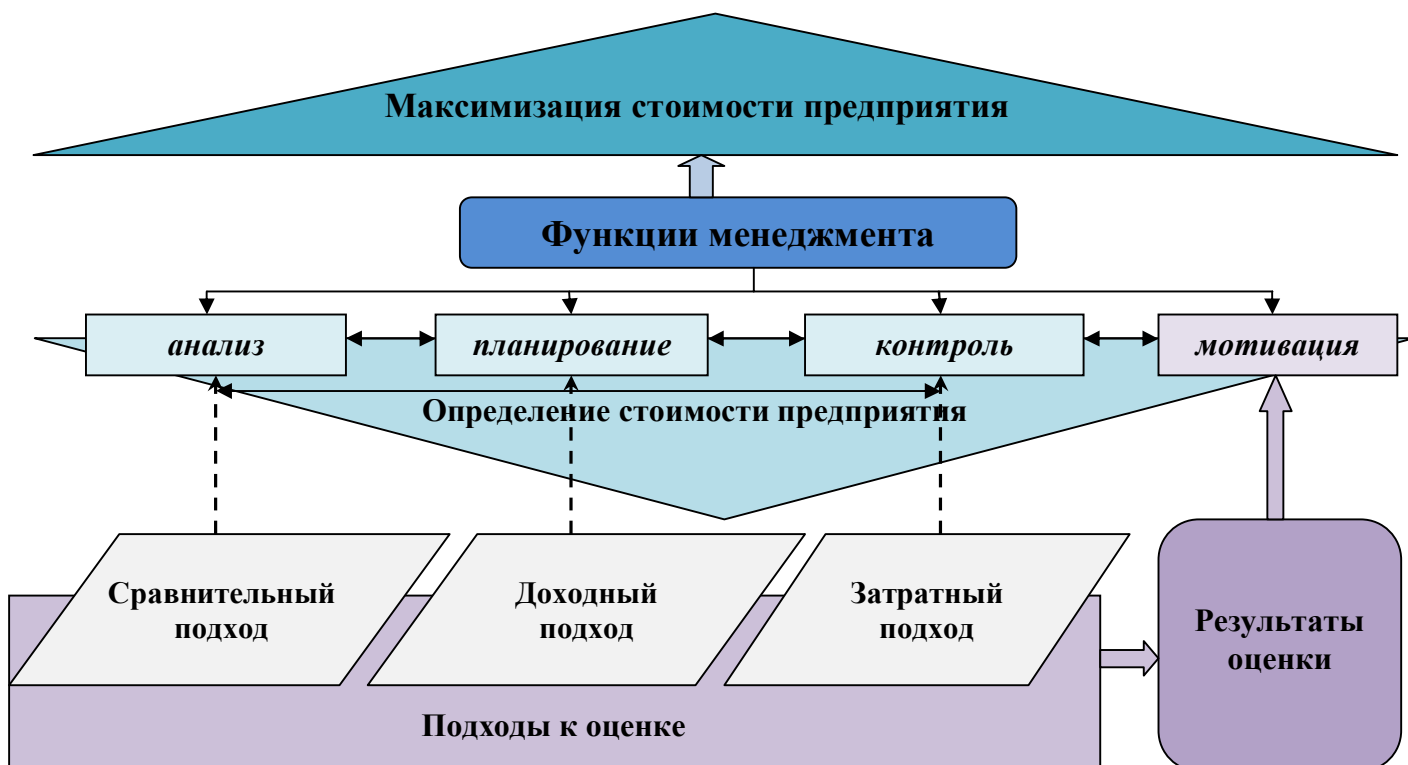


Рисунок 2 – Реализация функций менеджмента посредством различных подходов к оценочной деятельности

Таким образом, внедрение оценочной деятельности и реализация стандартных подходов к оценке объективно способно обеспечить повышение эффективности исполнения аналитической, плановой и контрольной функций управления, а результаты оценки – функции мотивации.

Для реализации функций менеджмента, как показывает проведенное автором исследование, могут быть определены соответствующие цели оценочной деятельности и результаты, обеспечивающие принятие эффективных, обоснованных управленческих решений. Выявленные в этом направлении взаимосвязи представлены в таблице 14.

Таблица 14 – Взаимосвязи функций менеджмента, целей и результатов оценочной деятельности

<b>Функции менеджмента</b>	<b>Цели оценочной деятельности, соответствующие функции менеджмента</b>	<b>Возможные направления использования результатов оценочной деятельности менеджментом</b>
Анализ/контроль	Обоснование сделки купли-продажи предприятия / акций, проведение эмиссий акций, увеличение уставного капитала	Принятие обоснованного решения о вложении средств или продаже части имущества
Планирование/контроль	Обоснование инвестиционного решения	Принятие обоснованного решения о вложении средств в высокорентабельный проект
	Разработка бизнес-плана, планов развития предприятия	Построение модели развития компании (в т.ч. с учетом внедрения нового проекта) и анализ ее эффективности
	Реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, разделение и прочее)	
Анализ / планирование	Получение информации о перспективах развития компании на рынке товаров и услуг	Принятие обоснованных решений на основе результатов детального анализа рынка, на котором функционирует предприятие (анализ конкурентов, текущего и возможного положения компании на рынке)

Таким образом, проведенный анализ позволил автору сделать вывод о том, что определение стоимости предприятий может рассматриваться как самостоятельный инструмент управления, способный обеспечивать менеджмент предприятий информацией, повышающий эффективность реализации аналитических, плановых и контрольных функций управления.

В системе менеджмента предприятия роль определения стоимости предприятия заключается в:

- 1) агрегации данных о финансово-хозяйственной деятельности предприятия;
- 2) анализе рынка и выявлении основных конкурентов, определении положения предприятия на рынке за счет сопоставления текущих результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия и конкурентов;
- 3) обеспечении мониторинга последствий решений по внедрению новых проектов с позиции стоимости предприятия;
- 4) прогнозировании дальнейших путей развития предприятия в рамках стратегического планирования.

Внедрение оценочных подходов и методов в систему менеджмента становится необходимыми и особо актуальным в условиях адаптации промышленного предприятия к изменениям внешней среды, в том числе, в связи с ростом конкуренции на рынках товаров. По этой причине автор полагает необходимым включение полученных в результате диссертационного исследования выводов о месте и роли деятельности по определению стоимости предприятий в контексте общей теории управления предприятием в профильные учебные и методические материалы.

### 1.3. Основные понятия и термины деятельности по определению стоимости промышленных предприятий.

Основные понятия и термины, относящиеся к деятельности по определению стоимости предприятий, закреплены в нормативных правовых актах Российской Федерации.

Под *оценочной деятельностью*, в соответствии со статьей 3 Федерального закона от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (далее - Федеральный закон № 135-ФЗ) понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой или иной стоимости. [4]

При этом *субъектами оценочной деятельности* признаются (статья 4) физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность в соответствии с требованиями Федерального закона № 135-ФЗ (далее - оценщики).<sup>42</sup>

Нужно подчеркнуть, что данная норма законодательства не исключает из субъектов оценочной деятельности менеджмент самих предприятий, то есть специалистов, обладающих соответствующим профессиональным образованием и опытом работы. Это положение важно с позиций легитимности участия в оценочной деятельности собственных специалистов предприятий, позволяющего за счет использования внутренних ресурсов осуществлять оценку стоимости предприятий. Привлечению собственных специалистов предприятия к оценочной деятельности способствует и утвержденная Минтрудом России квалификационная характеристика должности «Оценщик (специалист по оценке имущества)»<sup>43</sup>, требования к которой в полной мере соответствует содержанию оценочной деятельности, определенной Федеральным законом № 135-ФЗ.

К *объектам оценки*, по российскому законодательству [4], относятся отдельные материальные объекты (вещи); совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия); право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;

---

<sup>42</sup> Анализ литературных источников показывает, что ряд авторов, помимо законодательно определенного понятия «субъект оценочной деятельности» использует в качестве аналога термин «субъекты оценки», определяя в качестве последнего также следующих заказчиков оценки: предприятие как юридическое лицо, собственники, кредитные учреждения, страховые компании, фондовые биржи, инвесторы и органы государственной власти. [98] Подобного рода отождествление, по мнению автора, нецелесообразно, исходя из смысла термина «субъект». В этой связи государственные органы, организации, любые юридические или физические лица, в интересах которых и по заказу которых производится оценка предприятия следует, по мнению автора, определять как «субъекты оценки», но не как «субъекты оценочной деятельности».

<sup>43</sup> Постановление Минтруда России от 27 ноября 1996 г. № 11 «Об утверждении квалификационной характеристики по должности «Оценщик (специалист по оценке имущества)».

права требования, обязательства (долги); работы, услуги, информация; иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.<sup>44</sup>

Предприятием, согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации (статья 132), признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности, в состав которого входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности (земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукция), права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (коммерческое обозначение, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором. [27]

Исходя из данного положения Гражданского кодекса, *оценку предприятия можно определить как деятельность по определению стоимости имущественного комплекса, в том числе материальных, нематериальных активов и обязательств коммерческой организации*<sup>45</sup>.

Это определение, соответствующее характеристикам единичного, отдельно взятого предприятия, в то же время, оказывается не применимым к ряду субъектов экономической деятельности, существующих и действующих в Российской Федерации. К таким субъектам относятся, некоммерческие организации, - поскольку они, в отличие от предприятий, не имеют в качестве основной цели деятельности извлечение прибыли и не распределяют полученную прибыль между участниками. [28] В перечень такого рода некоммерческих организаций входят некоторые государственные корпорации (например, госкорпорация «Фонд содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства», госкорпорация по атомной энергии «Росатом»)<sup>46</sup>, выполняющие не производственные, а управленческие функции.

Так, корпорация «Росатом», создана в целях проведения государственной политики, осуществления нормативно-правового регулирования, оказания государственных услуг и управления государственным имуществом в области использования атомной энергии, развития и безопасного функционирования организаций атомного энергопромышленного и ядерного оружейного комплексов Российской Федерации. [29]

---

<sup>44</sup> Федеральный закон № 135-ФЗ, статья 5.

<sup>45</sup> Согласно ст. 50 Гражданского кодекса Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 06.12.2011) коммерческие организации - юридические лица, преследующие извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности.

<sup>46</sup> В соответствии с Федеральным законом «О некоммерческих организациях» (статья 7.1) «Государственной корпорацией признается не имеющая членства некоммерческая организация, учрежденная Российской Федерацией на основе имущественного взноса и созданная для осуществления социальных, управленческих или иных общественно полезных функций».



К предприятиям, с точки зрения российского законодательства, нельзя отнести также финансово-промышленные холдинги и другие интегрированные структуры (банковские и финансовые группы, концерны и ассоциации), поскольку они могут не являться юридическими лицами<sup>47</sup>.

Между тем, в промышленности Российской Федерации (нефтяная, химическая, авиационная, металлургия, машиностроение, лесопромышленный, оборонный комплекс) действуют подобного рода вертикально-интегрированные структуры, объединяющие ряд предприятий и организаций, совместно осуществляющих по единому плану (программе) различные виды экономической деятельности, связанные как с производством товаров, выполнением работ, так и с предоставлением услуг.

Интегрированной структурой в авиационной промышленности России является Открытое акционерное общество «Объединенная Авиастроительная Корпорация» (далее - ОАК), учрежденное в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 20 февраля 2006 г. № 140 с целью сохранения и развития научно-производственного потенциала авиастроительного комплекса Российской Федерации, концентрации интеллектуальных, производственных и финансовых ресурсов для реализации перспективных программ создания авиационной техники.<sup>48</sup>

Использование термина «оценка предприятия» в отношении подобного рода интегрированных структур, объединяющих несколько организаций, каждое из которых является самостоятельным юридическим лицом, с учетом их особого статуса и разнообразия видов деятельности, представляется не вполне корректным. *Более оправдано, в данном случае, по мнению автора, применение такого широко используемого в зарубежной практике термина, как «оценка бизнеса».*

Следует в этой связи указать, что Руководство по применению и исполнению №4, принятое Международным комитетом по стандартам оценки, определяет оценку бизнеса как «акт или процесс выработки заключения или расчета стоимости бизнеса или предприятия либо доли в них». [30]

---

<sup>47</sup> См. например, Федеральный закон от 02 декабря 1990 № 395-1 (ред. от 06.12.2011) «О банках и банковской деятельности» [84].

<sup>48</sup> В рамках ОАК объединены, например, Авиационная холдинговая компания «Сухой», Открытое акционерное общество «Авиационный комплекс имени С.В. Ильюшина», Открытое акционерное общество «Внешнеэкономическое объединение «Авиаэкспорт», Открытое акционерное общество «Воронежское акционерное самолетостроительное общество», Открытое акционерное общество «Ильюшин Финанс Ко.», Финансовая лизинговая компания и др. организации, входящие в ОАК, призванные осуществлять совместно, в рамках общей программы, различные виды деятельности – научно-исследовательские, проектно-конструкторские, производственные, финансовые, сбытовые, образовательные и пр. Причем, как видно из перечня видов деятельности ОАК, далеко не все они имеют предпринимательский характер [99].

Термин «оценка бизнеса», как видно из приведенного определения, охватывает более широкий перечень объектов оценки, чем «оценка стоимости предприятия». Объектами «оценки бизнеса» являются как стоимость единичного предприятия, так и стоимость группы предприятий, входящих в объединение (например, в виде ассоциаций, союзов и т.п.), а также стоимость собственно бизнеса, то есть любого вида инициативной экономической деятельности. [31] При этом в объединения могут входить как коммерческие, так и некоммерческие организации.

Между тем, проведенное изучение показало, что в отечественных публикациях термин «оценка бизнеса» часто используется как аналог термина «оценка стоимости предприятия». При этом содержание термина «оценка бизнеса» трактуется российскими авторами не одинаково, существенно отличаясь, к тому же, от приведенной выше формулировки, используемой в зарубежных стандартах оценочной деятельности (Таблица 15).

Таблица 15 - Определение понятия «оценка бизнеса» в отечественных публикациях

Оценка бизнеса -	оценка действительной рыночной стоимости работающего предприятия [32]
	определение стоимости предприятия в денежном эквиваленте, которая может быть его наиболее вероятной продажной ценой как товара [33]
	оценка бизнеса представляет собой установление действительной (т.е. рыночной) стоимости функционирующего предприятия [34]
	целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении, с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка [15]
	вид независимой оценки активов [35]

Отождествление понятий «оценка предприятия» и «оценка бизнеса» с учетом вышеизложенного, по мнению автора, является не вполне корректным. Помимо изложенных выше оснований, «оценка предприятия» и «оценка бизнеса», как будет показано далее, различаются и с позиций целей (назначений) данных видов деятельности.

В этой связи автором предлагается использовать термины:

- *оценка предприятия* – применительно к оценке стоимости имущественного комплекса, в том числе материальных, нематериальных активов и обязательств коммерческой организации;

- *оценка организации* – применительно к оценке стоимости имущественного комплекса, в том числе материальных, нематериальных активов и обязательств некоммерческой организации<sup>49</sup>;

- *оценка бизнеса* – применительно к оценке стоимости объединения организаций, являющихся юридическими лицами, осуществляющих совместную, скоординированную экономическую деятельность.

<sup>49</sup> Вопросы оценки некоммерческих организаций являются предметом дополнительного исследования.

Оценка предприятия осуществляется в рамках *подходов к оценке*, определенных Федеральным стандартом оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки» (далее - ФСО №1), разработанного с учетом международных стандартов оценки. [36]

*Подход к оценке* представляет собой совокупность методов оценки, объединенных общей методологией (ФСО №1, п. 7).

В соответствии с п. 20 ФСО №1, оценщик при проведении оценки обязан использовать затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке или обосновать отказ от использования того или иного подхода.

*Доходный подход* – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки (ФСО №1, п. 13). Доходный подход применяется, когда существует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые объект оценки способен принести, а также связанные с объектом оценки расходы (ФСО №1, п. 21). [36]

Преимущества доходного подхода, как показало обобщение и анализ литературных источников<sup>50</sup> состоят в том, что только он учитывает будущие ожидания относительно затрат, величины оборота, изменения цен и рыночной конъюнктуры, положения в отрасли и позиционирования компании в своем сегменте. Доходный подход, базируясь на фактически достигнутом уровне развития бизнеса, определяет будущие выгоды от владения активом. Данный подход к оценке отвечает интересам инвесторов, покупателей, отражая стоимость активов с позиций будущих генерируемых ими денежных потоков, учитывает приоритеты развития.

Недостатки/ограничения доходного подхода связаны с наличием доли неопределенности при прогнозировании доходов и расходов предприятия. В случае оценки стоимости капитала предприятия, находящегося на начальной, инвестиционной стадии, результат оценки стоимости его капитала в большей степени соответствует определению инвестиционной стоимости.

*Сравнительный подход* – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах (ФСО №1, п. 14). Сравнительный подход применяется, когда существует достоверная и доступная для анализа информация о ценах и характеристиках объектов-аналогов (ФСО №1, п. 22). [36]

---

<sup>50</sup> Характеристики достоинств и недостатков подходов к оценке, приводимая ниже, приводятся по данным следующих публикаций: Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. - 544 с. [15]; Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега – Л, 2006 – 288 с.: ил., табл. - «Организация и планирование бизнеса» -ISBN 5-365-00213-X [13]; Оценка бизнеса. Схемы и таблицы: Учебное пособие. Попков В.П., Евстафьева Е.В. <http://www.piterpress.ru/attachment.php?barcode=978546901353&at=exc&n=0> [37], а также с учетом материалов, размещенных по адресу: <http://www.euroauditgroup.ru/0,2/biznes/>; cfin.ru, <http://alt-x.narod.ru/0912osc.htm>.

Преимущества сравнительного подхода заключаются в относительной простоте применения (при условии наличия необходимой информации), учете сложившейся конъюнктуры рынка, использовании фактических данных о достигнутых результатах деятельности, а не прогнозных субъективных суждений, имеющих известную неопределенность.

Недостатки/ограничения сравнительного подхода связаны с тем, что для его реализации необходимы:

- подробные сведения об осуществляемых сделках, предметом которых являются компании-аналоги;
- данные о мотивациях продавца/покупателя при осуществлении сделки;
- достоверная, детальная финансовая и рыночная информация о публично торгуемых акциях компаний-аналогов, получение которой зачастую ограничено.

Результаты применения сравнительного подхода также не учитывают будущих ожиданий. Реализация сравнительного подхода ограничена, кроме того, низкой активностью сделок с пакетами акций компаний-аналогов, поскольку большинство рынков уже поделено, низкой ликвидностью фондового рынка и сделками с акциями большинства российских эмитентов (за исключением «голубых фишек»).

Ограниченное использование сравнительного подхода в оценочной деятельности в Российской Федерации вызвано и тем, что отчетность отечественных предприятий зачастую формально отражает стоимость их активов, поскольку российские стандарты не требуют отражения в балансе активов по рыночной стоимости, что отрицательно сказывается на достоверности результатов оценки.

Наконец, различия систем ведения бухгалтерского учета, а также условий хозяйствования ведут к несогласованности и несопоставимости финансовых показателей при использовании зарубежных компаний в качестве аналогов российских предприятий.

*Затратный подход* – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства или замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний (ФСО №1, п. 15). Затратный подход применяется, когда существует возможность заменить объект оценки другим объектом, который либо является точной копией объекта оценки, либо имеет аналогичные полезные свойства (ФСО №1, п. 23). [36]

Преимущества затратного подхода проявляются в тех случаях, когда:

- оцениваемая компания владеет значительными материальными активами;
- большая часть активов оцениваемой компании состоит из ликвидных активов;
- оцениваемая компания либо только что образована, либо находится в стадии банкротства.

Недостатки затратного подхода вызваны следующими причинами:

- подход отражает моментную стоимость активов и обязательств - на фиксированную дату;
- возникает искаженность результатов, обусловленная формированием активов и обязательств предприятия в периоды с различными экономическими условиями;
- стоимость активов не учитывает изменение будущих экономических условий деятельности предприятия;
- не учитывается стоимость нематериальных активов и деловая репутация (goodwill) предприятия.

*Итоговая стоимость объекта оценки* определяется путем расчета стоимости объекта оценка при использовании подходов к оценке и обоснованного оценщиком согласования (обобщения) результатов, полученных в рамках применения различных подходов к оценке (ФСО №1, п. 6). [36]

В рамках подходов к оценке используются соответствующие *методы*.

*Методом оценки* является последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке (ФСО №1, п. 7).

При этом в соответствии с п. 7 ФСО №1, Оценщик вправе самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках каждого из подходов к оценке. [36]

Как отмечается в литературных источниках, наиболее распространенными, чаще всего применяемыми при оценке предприятий, являются следующие методы:

- метод дисконтированных денежных доходов - в рамках доходного подхода;
- метод чистых активов – в рамках затратного подхода;
- метод компании-аналога – в рамках сравнительного подхода, при условии наличия достаточного количества аналогов, чьи акции находятся в свободном обращении на рынке, и характеризуются высокой ликвидностью.

В публикациях, помимо трех описанных выше традиционных подходов к оценке стоимости предприятия, предлагается принципиально иной подход к оценке акций и активов компаний - в рамках теории опционов. [37]

Теория опционов обеспечивает возможность анализа деятельности высокотехнологичных фирм, проблемных фирм, добывающих компаний и т.д.

В теории опционов современные исследователи выделяют различные реальные опционы. Суть понятия «реальный опцион» аналогична понятию «опцион на рынке ценных бумаг», которое представляет собой производную ценную бумагу, дающую ее покупателю право (но не обязательство) продать (колл опцион) или купить (пут опцион) определенные активы по заранее оговоренной цене (цене исполнения) в течение определенного времени или до определен-

ной даты в будущем (дата истечения опциона) [37]. Стоимость опциона зависит от: стоимости активов, лежащих в основе опциона, цены исполнения, даты истечения, изменчивости цены базового актива и уровня безрисковой ставки.

Некоторые аналитики считают, что акционерный капитал компании может быть рассмотрен, как колл опцион [38]<sup>51</sup>, основой которого является стоимость капитала компании, а ценой исполнения – рыночная стоимость заемного капитала компании.

Метод реальных опционов (ROV-метод) не является альтернативой методу дисконтирования денежных потоков, но дополняет его, делая оценку, полученную с использованием метода дисконтирования денежных потоков, более соответствующей неустойчивой и постоянно меняющейся ситуации на рынке.

Метод реальных опционов сравнительно недавно стал использоваться в практике оценки. Продолжаются дискуссии о месте данного метода в системе подходов и методов оценки. С одной стороны, этот метод относится к доходному подходу, поскольку ориентирован на определение будущей доходности предприятия с учетом возможности принятия активных стратегических решений [15]. С другой стороны, этот метод близок к сравнительному подходу, в силу того что он ориентирован на рассмотрение множества вариантов.

Применение опционного подхода в оценке, по мнению специалистов, особенно актуально при наличии трех условий:

1. Высокая неопределенность относительно будущих исходов (когда высока вероятность получения новой информации).
2. Высокая степень влияния проект-менеджеров на принятие и/или изменение решений, обусловленных поступлением новой информации (это, в первую очередь, относится к проектам, связанным с научными разработками и высокими технологиями).
3. Стандартная методика DCF дает оценку, близкую к нулевой [16].

Помимо рассмотренных выше методов оценки стоимости предприятия, применительно к оценке предприятий авиационной промышленности, российскими специалистами предлагается иная - экспресс-методика, базирующаяся на методе отраслевых коэффициентов.

Авторы данного метода предлагают при определении рыночной стоимости (Р) авиационного бизнеса или имущественных комплексов, предназначенных для ведения авиационной деятельности, рассчитывать показатель (мультипликатор) по следующей формуле:

---

<sup>51</sup> В том числе исследование Яковлевой Т.А. Управление стоимостью предприятий химической отрасли: (на примере Самарской области): диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук: специальность 08.00. [Место защиты: Сам. гос. эконом. ун-т].- Тольятти, 2010.- 208 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/2639.

$$P = k * S \pm \Delta, \quad \text{(формула 1)}$$

где:

$S$  – годовой доход (выручка от продажи авиационных перевозок, работ, услуг, без НДС), генерируемый оцениваемым авиационным бизнесом;

$k$  - мультипликатор «Цена / Доход», определяемый статистически и в настоящее время находящийся на уровне 0,75 - 0,80;

$\Delta$  - корректирующие оценку поправки<sup>52</sup> [39].

Статистическая база, являющаяся основой построения мультипликатора ( $k$ ), в основном, включает стоимостные оценки имущества, отчуждаемого в рамках реализации процедур банкротства объединенных авиаотрядов, авиакомпаний, аэропортов. Очевидно, что в этом случае на рыночную стоимость имущества воздействуют два разнонаправленных фактора: неудовлетворительное финансовое состояние бизнеса требует его реорганизации и поэтому ощутимо снижает цену сделки купли / продажи; приобретение бизнеса через процедуру банкротства, как правило, предоставляет покупателю полный контроль над ним, что существенно повышает рыночную стоимость приобретаемого имущества.

Ценовой мультипликатор (формула 1) предложен авторами в качестве дополнительного аналитического инструмента, а не как альтернатива методикам оценки в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов к оценке.

На основе обобщения и анализа литературных источников автором были систематизированы сведения о методах, применяемых в рамках каждого из вышеперечисленных подходов к определению стоимости предприятия, определенных нормативными правовыми актами Российской Федерации, описания этих методов, условия их применения (Таблица 16).

Приведенная в таблице информация удобна для восприятия и практического использования, позволяет сократить затраты времени при выборе методов оценки, с учетом специфики объекта и целей оценки, облегчить, тем самым, деятельность менеджеров предприятия.

---

<sup>52</sup> В числе повышающих факторов авторы относят в воздействие «внеэкономических» (в т.ч. административных) ресурсов, ограничивающих свободу доступа (конкуренцию) покупателей к участию в сделке, и обременение сделки купли/продажи социальными и финансовыми обязательствами, переходящими к покупателю. В числе повышающих факторов авторы отмечают переходящие к покупателю устойчивые конкурентные преимущества бизнеса, связанные с его доминированием на рынке и «раскрученностью», а также наличие высокоэффективной управленческой технологии менеджмента и маркетинга и соответствующей эффективной управленческой команды. [39]

Таблица 16 - Обобщенные характеристики подходов и соответствующих методов определения стоимости предприятия<sup>53</sup>

Подходы к определению стоимости предприятия	Метод оценки в рамках подхода	Описание метода	Условия, при которых возможно применение метода
Доходный подход	Метод капитализации / Метод капитализации прибыли / Метод капитализации денежного потока (CCF – Capitalized Cash Flow <sup>54</sup> ) [40]	Сокращенный вариант метода дисконтированных денежных потоков, где темп прироста и ставка дисконтирования предполагаются неизменными в бесконечной перспективе.	Метод используется в случаях, когда ожидается, что будущие чистые доходы приблизительно будут равны текущим или темпы их роста могут быть спрогнозированы с достаточной степенью достоверности, причем доходы являются достаточно значительными положительными величинами, т.е. предприятие/бизнес будет стабильно развиваться.
	Метод дисконтирования (ных) денежных потоков (DCF – Discounted Cash Flow)	В рамках данного метода операционная стоимость предприятия определяется как сумма приведенной к настоящему моменту стоимости будущих денежных потоков.	Метод используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих, можно обоснованно определить будущие денежные потоки, прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.
	Метод избыточного денежного потока (ECF – Excess Cash Flow)	Метод превышения денежного потока над нормативными значениями - Метод избыточного денежного потока основан на предположении о том, что избыточную прибыль приносят предприятию не отраженные в балансе нематериальные активы, обеспечивающие доходность компании выше среднеотраслевого уровня.	Метод ориентирован, главным образом, на оценку интеллектуальной собственности (а не предприятия/бизнеса в целом) и не является универсальным.
	Метод, основанный на модели Эдвардса-Белла-Ольсона (EBO – Edwards-Bell-Ohlson)	Стоимость определяется текущими активами и сверхдоходами <sup>55</sup> . При этом стоимость акционерного капитала рассматривается как сумма текущей (балансовой) стоимости акционерного капитала и дисконтированной	Модель EBO предназначена для оценки предприятий при следующих условиях [41]: - на предприятиях отсутствуют реинвестиции, направленные на расширение производства (новые капитальные вложения и уве-

<sup>53</sup> Таблица подготовлена с использованием следующих источников: Феррис, Кеннет, Пешеро, Барбара, Пети. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 256 с.: ил. – Парал. тит. англ. [118]; Джеймс Р. Хитчнер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / Под научн. Ред. В.М. Рутгайзера. – М. Маросейка, 2008. – 304 с. – (Серия «Финансовое оценивание. Области применения и модели») [40]; Стратегии бизнеса: Аналитический справочник. Айвазян С.А., Балкинд О.Я., Баснина Т.Д. и др. / Под ред. Г.Б. Клейнера. – М. КОНСЭКО, 1998 [109]; Ушаков Е.П., Охрименко С.Е. Рыночная стоимость фирмы: принципы и методы оценки. / Предпринт # WP/97/029. М.: ЦЭМИ РАН, 1997. – 68 с. (рус.) [110]; «Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега – Л, 2006 – 288 с.: ил., табл. - «Организация и планирование бизнеса» - ISBN 5-365-00213-X [13]; Трошин А.Н., Никулина Е.Н., Тарасова Е.В., Фомкина В.И. Теоретические основы управления капиталом компаний. - М.: Изд-во МАИ-ПРИНТ, 2008. – 228 с.: ил. [119].

<sup>54</sup> Метод CCF также называют dividend discount model, известным как Gordon Growth Model.

<sup>55</sup> Суть данной концепции схожа с методом экономической добавленной стоимости (EVA - Economic Value Added), учитывающей при расчетах стоимость всех активов компании (метод EBO учитывает стоимость акционерного капитала).



Подходы к определению стоимости предприятия	Метод оценки в рамках подхода	Описание метода	Условия, при которых возможно применение метода
		стоимости генерируемой им сверхприбыли.	личение оборотного капитала); - как следствие этого, объем прибыли не растет; - ожидания относительно будущих потоков основываются на сопоставлении результатов деятельности предприятия в течение двух лет.
Сравнительный подход	Метод компании-аналога (рынка капитала)	Метод базируется на ценах, реально выплаченных за акции сходных компаний на фондовых рынках.	Метод применим при наличии финансовой информации о предприятиях-аналогах, акции которых обращаются на фондовом рынке.
	Метод сделок (частный случай - Метод предыдущих сделок с объектом оценки)	Метод является частным случаем метода рынка капитала. Основан на ценах приобретения целых аналогичных предприятий.	Метод применим при наличии информации о сделках с участием компаний-аналогов.
	Метод отраслевых коэффициентов	Метод основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой бизнеса предприятия и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи различных действующих предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В результате многолетних обобщений, в странах с развитой рыночной экономикой разработаны достаточно простые формулы определения стоимости предприятия.	Метод отраслевых коэффициентов не получил достаточного распространения в российской практике оценки стоимости предприятия в связи с отсутствием необходимой информации, сбор и обобщение которой требуют длительного периода времени и определенной экономической стабильности. В странах с развитой экономикой метод используется как вспомогательный - для перепроверки результатов, полученных другими методами.
Затратный подход / Подход на основе активов <sup>56</sup>	Метод чистых активов	Предприятие оценивается с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим и у него имеются значительные материальные активы.	Метод используется для: - оценки новых (только что образованных компаний); - оценки компаний с большой долей материальных активов; - оценки предприятий, не приносящих доход.
	Метод ликвидационной стоимости	Определение стоимости предприятия при ускоренной ликвидации (в экстремальных условиях). Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия, отдельной распродаже его активов и после расчетов с кредиторами.	Метод применяется, когда предприятие находится в ситуации банкротства или ликвидации, либо есть серьезные сомнения в способности предприятия оставаться действующим.

<sup>56</sup> Согласно Международному глоссарию терминов по оценке стоимости бизнеса (International Glossary of Business Valuation Terms, as subscriber to by the American Institute of Certified Public Accountants, American Society of Appraisers, Canadian Institute of Chartered Business Valuators, National Association of Certified Valuation Analysts and Institute of Business Appraisers.

В рамках разработанной автором и описываемой далее технологии определения стоимости промышленного предприятия как инструмента эффективного внутрифирменного управления в качестве базовых показателей, определяющих результаты оценки по трем наиболее распространенным подходам и методам (метод дисконтированных будущих доходов - в рамках доходного подхода; метод компании-аналога (рынка капитала) - в рамках сравнительного подхода; метод чистых активов – в рамках затратного подхода), автором выбраны следующие показатели: величина денежного потока, размер рыночной капитализации, величина чистых активов. Выбор данных показателей аргументируется следующими причинами.

*Величина денежного потока*, определенная, как чистая прибыль плюс расходы, не связанные с движением денежных средств (т.е. амортизация), и минус увеличение оборотного капитала и капитальные вложения, является базой реализации метода дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода к оценке. Учитывая нестабильное финансовое состояние большинства российских предприятий (особенно предприятий авиационной промышленности) на практике чаще всего реализуется именно метод дисконтирования денежных потоков.

*Размер (рыночной) капитализации*, определяемый как произведение рыночной цены акции на их количество в обращении, отражает результаты реализации метода рынка капитала на основе сделок с акциями компании в рамках сравнительного подхода к оценке. Сравнительный подход оценки (в т.ч. метод рынка капитала) позволяет выявить основные ценообразующие факторы, действующие на рынке, отражая конъюнктуру рынка.

В процессе оценки стоимости компании в рамках затратного подхода наиболее часто используется метод (скорректированных) чистых активов<sup>57</sup>. В рамках данного метода осуществляется корректировка, как активной, так и пассивной части баланса предприятия. Потому, по мнению автора, *балансовая стоимость чистых активов*, с определенным корректирующим коэффициентом может быть сопоставлена с результатами оценки стоимости (собственного капитала) компании в рамках затратного подхода к оценке.

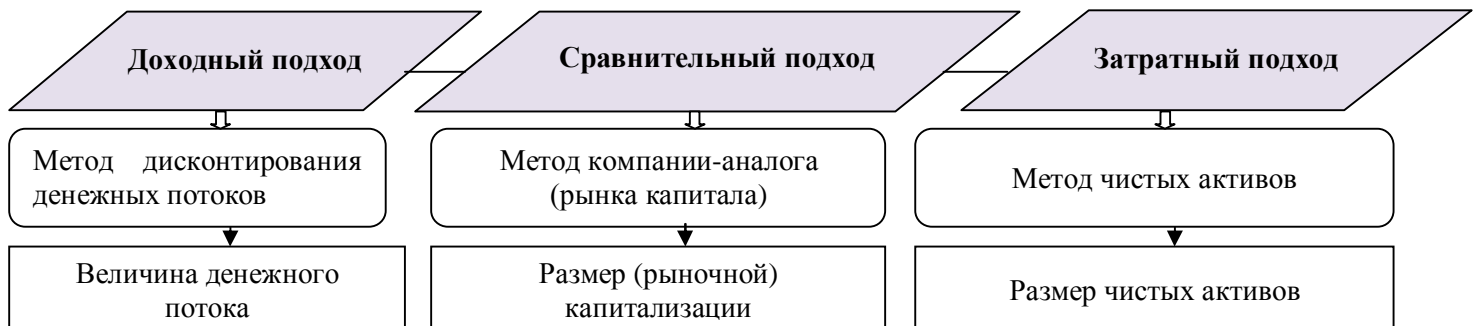


Рисунок 3 – Базовые показатели, определяющие результаты оценки

<sup>57</sup> Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия в результате воздействия инфляции, изменения конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. Поэтому возникает необходимость корректировки отдельных статей баланса предприятия с целью приближения балансовой стоимости к рыночной.

При разработке технологии определения стоимости предприятия автором были обобщены публикации российских специалистов в области оценки – ученых и практиков, в которых определяются *цели оценки*, приведенные в Приложении 1.

Анализ данных Приложения 1 позволяет сделать вывод о том, что, во-первых, отечественными специалистами при описании целей оценки предприятий далеко не во всех случаях используется единообразная, к тому же – не всегда корректная терминология (например, «оценка стоимости ... в целях оценки текущей рыночной стоимости компании/бизнеса», либо «оценка стоимости ... в целях выявления реальной рыночной стоимости имущества компании» и т.п.). При этом цели оценки предприятия авторами отождествляются с целями оценки бизнеса, что, как отмечено выше, недостаточно корректно.

Во-вторых, перечень целей оценки предприятий не одинаков у авторов публикаций. Число целей в различных публикациях изменяется в широком диапазоне – от 5 до 21, что отражает, по-видимому, индивидуальный опыт оценочной деятельности специалистов.

На основе информации, содержащейся в Приложении 1, автором разработан унифицированный перечень целей деятельности по определению стоимости предприятий.

Исходя из этого унифицированного перечня можно сделать вывод о том, наиболее распространенными целями деятельности по определению стоимости предприятий в Российской Федерации являются:

- определение кредитоспособности предприятия и стоимости залогового обеспечения при кредитовании;
- обоснование налогооблагаемой базы предприятия;
- обоснование инвестиционных решений;
- реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, разделение, реорганизация, банкротство и прочее);
- повышение эффективности менеджмента предприятия;
- разработка планов развития предприятия;
- определение стоимости ценных бумаг (акций, облигаций) в случае проведения с ними различных операций (купля-продажа акций, проведение эмиссий акций, внесение в уставной капитал и др.);
- обоснование судебных решений и нотариальных действий;
- определение стоимости предприятия при осуществлении страховых операций (страховые взносы, страховые выплаты).

Различия целей деятельности по определению стоимости предприятий отражают дифференциацию интересов, существующих у субъектов оценки – собственников, инвесторов, кредиторов, инвесторов, страховщиков, акционеров, государства<sup>58</sup>.

Сопоставление перечней целей деятельности по определению стоимости предприятий в России и США свидетельствует о сходстве ряда положений, вытекающем из общих условий функционирования рыночной экономики (оценки в связи со слияниями, поглощениями и пр.). Вместе с тем, налицо различия, обусловленные дифференциацией уровней развития рыночных отношений и особенностями их правового регулирования в России и США.<sup>59</sup>

Важной характеристикой процесса оценки предприятия являются *этапы оценки*. Согласно п. 16 ФСО №1, проведение оценки включает следующие этапы:

- а) заключение договора на проведение оценки, включающего задание на оценку;
- б) сбор и анализ информации, необходимой для проведения оценки;
- в) применение подходов к оценке, включая выбор методов оценки и осуществление необходимых расчетов;
- г) согласование (обобщение) результатов применения подходов к оценке и определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- д) составление отчета об оценке. [36]

В литературе проводятся и несколько иные формулировки этапов оценки. Так, А.П. Ларченко предлагает более широкий, более развернутый перечень этапов оценки предприятия, уточняющий и конкретизирующий положения ФСО №1 [42]:

- определение объекта оценки;
- формулировка целей и задач оценки;
- определение вида определяемой стоимости;

<sup>58</sup> Так, оценка предприятия с целью разработки планов развития, либо в связи с повышением эффективности менеджмента, важна для предприятия (юридического лица) или собственника, но не для органов государственной власти (управления). В то же время, оценка предприятия для целей обоснования налогооблагаемой базы важна для государственных органов и в меньшей мере для страховых, либо кредитных организаций. Оценка предприятия с целью обоснования инвестиционных решений может представлять интерес, в первую очередь, для инвестора и в меньшей мере – для страховых организаций и т.д. По этой причине определение общих для всех субъектов оценки целей оценки предприятия не представляется возможным.

<sup>59</sup> Так, в США к целям оценки бизнеса / предприятия относят [79]: сделки (или потенциальные сделки), такие, как приобретение, слияние, выкуп контрольного пакета акций за счет кредитов, IPO, программы передачи служащим акций их компании и др.; судебные процессы (или предстоящие судебные процессы) в связи с разводом, банкротством, контрактными и хозяйственными спорами, несогласием акционеров, нарушением прав акционеров - миноритариев, трудовыми спорами, спорами по вопросам интеллектуальной собственности; переговоры с целью достижения соглашений по вопросам: финансовой отчетности, а также налогообложения, относящегося к реорганизации, преобразованию корпорации, доходам, налогам на наследство и дарение; лимитам закупочных цен, благотворительным взносам; планируемые обязательства, связанные с подоходным налогом, налогами на наследство и дарение, слияниями и поглощениями, индивидуальным финансовым планированием.

- формулировка допущений и ограничений, на которых должна основываться оценка;
- заключение договора на выполнение работ по оценке;
- сбор и анализ информации об объекте оценки и о его окружении;
- установление количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- обзор социально-экономической ситуации в стране и регионе, в котором расположена рассматриваемая компания;
- анализ рынка, к которому относится объект оценки;
- финансовый анализ оцениваемого предприятия;
- выбор методологии оценки: обоснование метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и осуществление необходимых расчетов;
- согласование результатов применения к оценке рыночной стоимости собственного капитала компании методов доходного, сравнительного и затратного подходов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке, определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- составление отчета об оценке.

Н. Кибиткина описывает более упрощенный алгоритм этапов оценки [43]:

- сбор информации об объекте оценки;
- анализ и изучение ниши рынка, в которой ведет свою деятельность объект оценки, поиск компании-аналога;
- проведение расчетов на основании подходящих подходов и методов оценки;
- согласование результатов, полученных путем проведения оценки различными подходами и методами;
- составление отчета об оценке.

Встречается и иная классификация этапов оценки [44]:

- сбор информации, анализ достоверности и документальное подтверждение всех собранных данных;
- анализ и изучение рынка, на котором работает бизнес. Рассмотрение аналогичных имущественных комплексов, способных приносить доход;
- проведение расчетов с помощью подходящих для поставленной цели подходов и методов по оценке бизнеса;
- согласование результатов, полученных путем проведения различных подходов и методов;
- составление отчета об оценке бизнеса.

При имеющихся различиях все рассмотренные выше варианты выделяют, с учетом их значимости для получения конечного результата, два этапа оценки стоимости предприятия, а именно:

- сбор необходимой информации;
- проведение расчетов.

Учитывая упоминаемую в литературе важность, значимость работ, выполняемых на этих этапах оценочной деятельности, а также отсутствие, как показывает многолетний опыт автора в качестве практикующего оценщика, необходимых эффективных инструментов для их выполнения, в последующих разделах диссертационной работы эти этапы оценки стоимости предприятия рассмотрены детально.

Проведенное исследование позволило, таким образом, определить место и функции деятельности по определению стоимости в системе управления предприятием, сформулировать предложения по уточнению понятийного аппарата оценочной деятельности и выявить этапы оценочной деятельности, нуждающиеся во внедрении новых, более совершенных технологий.

#### **1.4. Состояние и перспективы развития деятельности по определению стоимости предприятий авиационной промышленности России**

Как отмечалось выше, определение стоимости предприятия может осуществляться как собственным персоналом компании, так и привлеченными оценщиками. Соответственно, в качестве субъектов оценочной деятельности можно выделить внутренних и внешних оценщиков. В соответствии с требованиями Федерального закона от 26 июня 2006 г. №135-ФЗ «О защите конкуренции» [45] в случаях проведения обязательной оценки (при вовлечении в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям) необходимо привлечение внешних оценщиков.

Внешние оценщики привлекаются также в случаях, когда предприятие заинтересовано в получении независимых достоверных выводов (результатов), либо не располагает собственными квалифицированными специалистами и (или) исчерпывающей необходимой информацией (что характерно, в первую очередь, для малых и средних предприятий).

Во всех остальных случаях, в том числе в рамках оперативного, тактического и стратегического управления могут использоваться внутренние оценщики - специалисты предприятия, обладающие соответствующими знаниями и навыками. Информационная база работы внутренней оценки может быть гораздо глубже, поскольку персонал предприятия располагает сведениями, носящими «инсайдерский», внутренний характер, далеко не всегда распространяемыми за его пределы, «вовне». Вместе с тем, внутренняя оценка носит более субъективный характер,

поскольку производится подчиненными, зависимыми от своих руководителей, вынужденными учитывать их мнения, далеко не всегда объективными. Кроме того, предприятия не всегда полагают специалистами, обладающими высокой профессиональной подготовкой и квалификацией, необходимой для проведения качественной, достоверной оценки.

Основные различия внутренней и внешней оценочной деятельности, выявленные автором, приведены в таблице 17.

Таблица 17 – Различия внутренней и внешней оценочной деятельности

	<b>Субъекты оценочной деятельности</b>	
	<b>Внешняя оценка</b> осуществляется профессиональными независимыми оценщиками, не являющимися сотрудниками предприятия.	<b>Внутренняя оценка</b> осуществляется специалистами предприятия, обладающими соответствующими квалификационными характеристиками.
<b>Наиболее распространенные цели оценочной деятельности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– разработка планов развития предприятия;</li> <li>– реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, разделение, реорганизация, банкротство и прочее);</li> <li>– операции с ценными бумагами (купля-продажа акций, проведение эмиссий акций, внесение в уставной капитал и др.);</li> <li>– обоснование сделки купли-продажи бизнеса или его доли;</li> <li>– определение стоимости залогового обеспечения по кредиту.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– изучение конъюнктуры рынка, анализ конкурентов, текущего и возможного положения предприятия на рынке;</li> <li>– разработка планов развития предприятия (эффективной стратегии, бизнес-плана, бюджета);</li> <li>– повышение качества и эффективности принимаемых управленческих решений;</li> <li>– построение эффективной системы материального стимулирования сотрудников предприятия.</li> </ul>
<b>Задача оценочной деятельности</b>	Определение реальной стоимости объекта оценки в соответствии с требованиями Заказчика.	Получение информации о стоимости объекта оценки, необходимой для принятия управленческих решений, направленных на максимизацию стоимости бизнеса.
<b>Информационная база оценочной деятельности</b>	Внешняя (полученная из доступных источников) и внутренняя информация (предоставленная Заказчиком).	Внешняя и внутренняя информация. При этом внутренняя информация является более полной и содержательной относительно информации, предоставляемой «внешним» оценщикам, поскольку персонал предприятия располагает сведениями, носящими «инсайдерский» характер, не распространяемыми за его пределы.
<b>Периодичность осуществления оценочной деятельности</b>	Периодичность проведения внешней оценки обусловлена потребностями Заказчика. В соответствии с законодательством РФ, отчет об оценке должен быть актуален либо на дату совершения сделки с объектом оценки, либо на дату представления публичной оферты <sup>60</sup> .	Периодичность проведения внутренней оценки обусловлена изменениями внешней и/или внутренней среды, а также требованиями руководства.

<sup>60</sup> Согласно п. 26 ФСО №1, итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, может быть рекомендуемой для целей совершения сделки с объектами оценки, если с даты составления

Оценочная деятельность представляет собой быстро развивающийся рынок услуг. По данным рейтингового агентства «Эксперт РА» объем выручки оценочных компаний-участников этого рынка вырос за 2005-2010 годы практически в три раза - с 3,1 до 9 млрд. рублей и имеет тенденцию к дальнейшему росту.<sup>61</sup> Удельный вес оценки бизнеса и ценных бумаг в структуре рынка оценочных услуг за этот период практически не изменился и составляет 28%. Удельный вес предприятий машиностроения и металлообработки в структуре оценочных услуг при этом сохраняется на уровне 7%. Для сравнения, в валовом внутреннем продукте (ВВП) в Российской Федерации доля машиностроения и металлообработки в 2010 году составила 3,5%. [46] Из сопоставления двух последних показателей можно сделать вывод о достаточно активной оценочной деятельности в сфере машиностроения и металлообработки.

Наиболее распространенными целями оценки предприятий в Российской Федерации, судя по данным рейтингового агентства «Эксперт РА» за 2010 год, являются: привлечение инвестиций, сделки и размещение акций на зарубежных рынках, повышение уровня управленческих решений, укрупнение и реструктуризация крупных компаний, переход на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). [47]

В процессе исследования автором была обобщена и проанализирована информация, характеризующая состояние рынка услуг по определению стоимости (оценке) предприятий авиационной промышленности России. Изучение показало, что в открытых источниках содержатся крайне ограниченные сведения по данному вопросу.

В опубликованном Счетной палатой Российской Федерации отчете о результатах контрольного мероприятия «Проверка деятельности открытого акционерного общества «Объединенная авиастроительная корпорация» по реализации Стратегии развития авиационной промышленности до 2015 года» [48] отмечается, что «Оценка основной деятельности ОАО «Туполев» и ОАО «Опытно-конструкторское бюро им. А.С.Яковлева» основывается на максимально пессимистическом прогнозе, сформированном по данным, представленным Некоммерческим партнерством «Объединенный авиастроительный консорциум»...Практически была определена минимально возможная цена бизнеса ОАО «Туполев», связанного с проектированием воздушных судов» (с.137).

---

отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более 6 месяцев. [36]

<sup>61</sup> Для сравнения можно указать, что в США прогнозируется достижение в 2016 году объемов выручки фирм, осуществляющих оценочную деятельность, в размере 3,1 млрд. долларов США, с ежегодным ростом, по сравнению с 2011 годом, в 3,9%. Информация приведена по адресу: <http://www.ibisworld.com/industry/business-valuation-firms.html?partnerid=prweb>.



Из вышеупомянутого отчета также следует, что в 2006-2007 годах ООО «Эрнст энд Янг – Стоимостное консультирование» производились оценки акций ОАО «Туполев» и ЗАО «Авиа-стар – СП», в результате которой стоимости акций этих предприятий были понижены.

Судя по приведенным данным, оценивались лишь два предприятия, входящих в ОАК, но не их совокупность.

Компания «Российская оценка» сообщила в 2009 году о победе в открытом конкурсе<sup>62</sup> на право заключения государственных контрактов на оказание услуг по оценке рыночной стоимости находящейся в федеральной собственности акций акционерных обществ, доли участия Российской Федерации в совместных предприятиях в авиастроительной отрасли (ОАО «Воронежское акционерное самолетостроительное общество», ОАО «Казанское авиационное производственное объединение им. С.П.Горбунова», ОАО «Российская самолетостроительная корпорация МиГ», ОАО «Авиационная холдинговая компания «Сухой»)<sup>63</sup>. Как видно из этого перечня, проводилась оценка акций лишь части предприятий, входящих в Корпорацию, причем материалы по результатам проведенной работы, в том числе отчет об оценке, не были опубликованы.

Компания «Broker Credit Service» (BCS) разместила на своем сайте информацию об итогах проведения в 2011 году оценки целевой акции НПО «Сатурн» - разработчика и производителя газотурбинных двигателей для военной и гражданской авиации, содержащую результаты анализа и прогноза финансовых и производственных показателей, расчета сравнительных финансовых коэффициентов аэрокосмических компаний и производителей авиадвигателей.<sup>64</sup>

Оценочная компания «Лаборатория инвестиций «Лабрейт» разместила на портале «Appraiser.ru. Вестник оценщика» информацию об участии в оценке объектов для ОАО «Авиастроительная холдинговая компания «Туполев»<sup>65</sup>. Однако результаты данной работы компанией также не опубликованы.

---

<sup>62</sup> Конкурс № ОЦ-РИ05-02/2009 на право заключения государственных контрактов на оказание услуг по оценке рыночной стоимости находящихся в федеральной собственности акций акционерных обществ, доли участия Российской Федерации в совместных предприятиях в порядке исполнения Указов Президента Российской Федерации от 20.02.2006 № 140 «Об открытом акционерном обществе «Объединенная авиастроительная корпорация» и от 19.01.2009 № 69 «Вопросы открытого акционерного общества «Объединенная авиастроительная корпорация» проводился Росимуществом (Приказ Росимущества от 10 апреля 2009 г. № 97).

<sup>63</sup> Информация приведена на сайте по адресу: [http://www.rosocenka.com/n\\_avia\\_faugi\\_05\\_09.html](http://www.rosocenka.com/n_avia_faugi_05_09.html).

<sup>64</sup> Информация приведена на сайте по адресу: [http://bcs-express.ru/show\\_res\\_ru.asp?id=5370](http://bcs-express.ru/show_res_ru.asp?id=5370).

<sup>65</sup> Информация приведена на сайте по адресу: <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=72>.

На официальном сайте Российской Федерации для размещения информации о размещении заказов автору не удалось найти сведений о проведении в 2007-2011 гг. иных конкурсов по оценке авиационных предприятий Российской Федерации.<sup>66</sup>

Как следует из приведенных выше данных, качественная оценка авиационных предприятий Российской Федерации, в том числе в рамках ОАК, далеко не всегда достигается, а масштабы оценочной деятельности в отрасли ограничены.<sup>67</sup>

Между тем, Правительством Российской Федерации принят ряд программных документов по развитию авиационной промышленности, достижение целей которых объективно предполагает широкое применение такого инструмента управления, как оценка стоимости предприятия.

Стратегия развития авиационной промышленности до 2015 года [2] предусматривает, в частности:

- формирование в авиапромышленности эффективных рыночно-ориентированных, обладающих потенциалом саморазвития бизнес-структур нового поколения;
- повышение инновационной активности и уровня обновляемости фондов предприятий авиапромышленности и смежных отраслей;
- облегчение доступа предприятий отрасли на финансовые рынки, расширение использования рынка ценных бумаг для привлечения финансовых ресурсов.

Для эффективного решения этих задач необходима оценка стоимости авиастроительных предприятий Российской Федерации.

Государственная программа развития авиационной промышленности до 2025 года предусматривает, как отмечалось выше, поэтапное развитие отрасли с переводом в режим самодостаточности, при котором отрасль будет создавать такой поток доходов, который позволит привлекать кредитные ресурсы, и давать положительную бюджетную эффективность.<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> Анализировалась информация, размещенная на сайте по адресу: <http://zakupki.gov.ru/wps/portal/base/topmain/home/>.

<sup>67</sup> Можно предположить, что эта ситуация отражает специфику отрасли, связанную с ограничениями режимного характера. Однако, судя по имеющимся публикациям, в настоящее время в связи с ориентацией на зарубежные рынки, переходом на МСФО, открытость, доступность информации о деятельности предприятий авиационной промышленности России повышается, в том числе и для зарубежных консалтинговых (аудиторских, оценочных организаций). Так, ОАО «ОАК» опубликовало консолидированную финансовую отчетность за 2009 – 2010 гг., подготовленную в соответствии с МСФО, заверенную независимым аудитором - ЗАО «КПМГ». Приведена на сайте по адресу: <http://www.uacrussia.ru/ru/press/news/index.php?id4=844>.

<sup>68</sup> Здесь и ниже приводятся материалы, размещенные на сайте по адресу: [http://mgoprofavia.ru/index.php?option=com\\_content&task=view&id=261&Itemid=87](http://mgoprofavia.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=261&Itemid=87).

Выход на самодостаточность авиастроительной отрасли в целом предполагает масштабы производства не менее чем 25% от объема производства ведущих мировых компаний-лидеров отрасли, в частности в гражданском самолетостроении - Airbus и Boeing.<sup>69</sup>

В этих условиях для решения задач Госпрограммы также потребуются оценка предприятий авиационной промышленности Российской Федерации.

Рассмотренная в мае 2011 г. Советом директоров новая Стратегия развития ОАК до 2025 года в качестве основной цели первого этапа Стратегии определяет финансовую стабилизацию и оздоровление наиболее проблемных компаний Группы. Для ее достижения ОАО «ОАК» продолжит реструктуризацию внешней задолженности и проведение масштабных мероприятий по реструктуризации производственной структуры Группы и отдельных производственных площадок, по выводу непрофильных активов, созданию центров компетенции и внедрению современных систем управления. Достижение этой цели без проведения оценки стоимости проблемных компаний Группы представляется проблематичным.

Как следует из выступления одного из руководителей Минпромторга России, для реализации проекта «Самолет 2020» министерство в рамках направления «Стратегический маркетинг» планирует проведение ряда оценок, в том числе потребителей (сегменты рынка: грузы / пассажиры, авиалинии / чартеры / логистические компании / другие клиенты); ключевых факторов роста; сценариев спроса на мировом рынке авиалайнеров по сегментам мирового рынка; оценку конкурентной среды.

Обобщая вышеизложенное можно сделать вывод о том, что для эффективного решения стратегических задач Правительства Российской Федерации в области развития авиационной промышленности страны объективно потребуется расширение масштабов деятельности по определению стоимости предприятий отрасли.

Потребность в расширении сферы этой деятельности, как отмечалось выше, характерна не только для авиационной промышленности, но и для промышленности страны в целом.

В этой связи автором проведено изучение публикаций, посвященных анализу современного рынка деятельности по оценке стоимости предприятий в Российской Федерации, показавшее, что ограниченность сферы применения оценки стоимости предприятий связана с действием ряда объективных и субъективных причин.

В числе этих причин, по мнению И.В. Ивашковской, - медленное внедрение концепции управления стоимостью, вытекающее из особенностей российской деловой среды, менталитета

---

<sup>69</sup> Между тем, современное финансовое состояние предприятий авиационной отрасли далеко от оптимального. По ОАО «ОАК» рентабельность по чистой прибыли хотя и возросла с -28,1% в 2009 году до -14,3% в 2010 году, но носит отрицательный характер. По итогам 2010 г. внешняя задолженность Корпорации составила 163 млрд. руб. Как будет показано далее, значения основных финансовых коэффициентов предприятий, входящих в Корпорацию, далеки от мировых стандартов.

собственников, не понимающих сочетания и взаимодействия факторов, влияющих на стоимость, специфика российского рынка капитала.<sup>70</sup>

Р.Чиби́сов, Е.Масленникова к причинам, ограничивающим сферу применения оценки стоимости предприятий в России, относят:

- отсутствие управленческого учета, соответствующего стандартам, существующим в странах с развитой рыночной экономикой, не позволяющего учитывать его данные в рамках оценки стоимости компании;

- недостаточность имеющейся (и используемой) оценщиками при подготовке отчетов информации, характеризующей макроэкономическую ситуацию, состояние рынков и прогнозы их развития.<sup>71</sup>

Более развернутый перечень причин ограниченности сферы применения оценочной деятельности в России, сформулированный А. Котелкиным и М. Мусиным, включает следующие причины:

1. Наличие ограничений научно-методического характера и организационного характера, в том числе связанных с определением экономических и юридических границ объектов оценки, ограниченным внедрением международных стандартов финансовой отчетности, несовершенством системы регистрации сделок, непрозрачностью сведений об условиях совершения сделок и пр.;

2. Информационный вакуум: недостаток информации об объектах оценки и их рыночном окружении;

3. Недостатки традиционных подходов к оценке стоимости предприятий, в том числе:

- высокая стоимость работ по оценке (требуют использования одновременно нескольких методов оценки, продолжительной работы высокооплачиваемых аналитиков);

- низкая оперативность работ по оценке, быстрая утрата ценности оценки (большой временной, количественным и качественным отрыв оценки стоимости акций/предприятия на рынке от оценки стоимости компании традиционными методами анализа хозяйственной деятельности, эксперты оперируют множеством переменных, значения которых динамично меняются);

- высокая субъективность (высокая зависимость оценки от мнений экспертов и аналитиков, часто «привязанных» к динамике котировок акций компаний, результатом, ограниченности

---

<sup>70</sup> И.В. Ивашковская. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. Российский журнал менеджмента. №4, 2004.

<sup>71</sup> Р.Чиби́сов, Е.Масленникова. Сравнение рынка оценочных услуг. Россия и зарубежье. Статья размещена на сайте в сети Интернет по адресу: <http://www.rway.ru/Bulletines/Item.aspx?id=1397>.

данными только публичных компаний, акции которых котируются на ведущих фондовых биржах);

- недоучет факторов более важных в долгосрочном аспекте, чем данные бухгалтерской отчетности и котировки (реальные внешние и внутренние условия, в которых принимаются управленческие решения; личностные и профессиональные характеристики ключевых участников бизнес-процессов).<sup>72</sup>

По мнению С. Чемрикина, к числу недостатков в организации деятельности по определению стоимости предприятий можно отнести отсутствие необходимой информации в открытом доступе (о сделках, коэффициентах конвертации посетителей в покупатели и пр.), вынуждающая российских оценщиков основываться на результатах опроса других специалистов; ограниченным использованием распространенных на Западе программных продуктов для расчета финансовых моделей, недоверие потребителей оценщикам, к результатам их расчетов.<sup>73</sup>

К причинам, ограничивающим масштабы оценочной деятельности в России, специалисты компании «Swiss Appraisal» относят недоверие к этой деятельности, связанное с высоким уровнем коррумпированности и мошенничества на рынке оценки, отсутствие детальной нормативной базы, низкий уровень стандартов оценочной деятельности, невысокий профессиональный уровень компаний.<sup>74</sup>

При определенных различиях вышеприведенных позиций специалистов в области оценки ситуации на рынке услуг по определению стоимости предприятий в Российской Федерации и сдерживающих их причин можно выделить, по крайней мере, две группы общих причин, отмеченных всеми экспертами, а именно:

- методологические причины, связанные с достоверностью и оперативностью расчетов показателей, в том числе финансовых, используемых при определении стоимости предприятий;
- нормативно-правовые и организационные причины, связанные с информационным обеспечением деятельности по определению стоимости предприятий.

Наличие этих причин, признание их значимости специалистами, а также собственный практический опыт послужили основанием для проведения автором их углубленного анализа, результаты которого и предложения, направленные на преодоление сложившейся ситуации, изложены в последующих главах диссертационной работы.

---

<sup>72</sup> А. Котелкин, М. Мусин. Оценка в России: структура рынка 65 компаний-оценщиков, проблемы и решения. Журнал «Экономические стратегии», № 3, 2004. Размещено на сайте в сети Интернет по адресу: <http://www.appraiser.ru/UserFiles/File/Articles/file06.pdf>.

<sup>73</sup> С. Чемыркин. Европейские инструменты на российском рынке оценки недвижимости. Материал размещен в сети Интернет по адресу: <http://www.estetline.ru/interviews/581/>.

<sup>74</sup> Статья от 16.01.2008 «2/3 сделок на рынке оценки России – мошенничество». Размещена в сети Интернет по адресу: <http://homeweek.ru/news/1147>.

## ГЛАВА 2. РАЗРАБОТКА ТЕХНОЛОГИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ В РАМКАХ ВНУТРИФИРМЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ

### 2.1. Состав финансово-экономических показателей, используемых при реализации технологии определения стоимости промышленного предприятия

Анализ хозяйственной деятельности предприятия регулярно проводится практически на каждом российском предприятии, поэтому его результаты могут служить базой реализации технологии определения стоимости промышленного предприятия в рамках внутрифирменного управления. При этом анализ является одной из основополагающих функций управления.

#### 2.1.1. Роль анализа хозяйственной деятельности в определении стоимости предприятия

Анализ хозяйственной деятельности может проводиться самостоятельно, как один из этапов финансовой диагностики деятельности предприятия, либо учитываться при выборе метода определения стоимости предприятия.

Результаты анализа хозяйственной деятельности предприятия при выборе метода определения стоимости предприятия учитываются следующим образом<sup>75</sup>:

✓ в случае «нормального» финансового состояния (при оптимальной и сбалансированной структуре элементов активов и пассивов организации, при которой достигается их эффективное использование) при *затратном подходе* применяется метод чистых активов. Если платежеспособность предприятия «не подлежит восстановлению», динамика финансовых коэффициентов устойчиво негативна на протяжении продолжительного периода времени, а структура баланса не удовлетворительна, то в рамках *затратного подхода* обоснованным является применение метода ликвидационной стоимости.

✓ в случае, если динамика финансовых показателей положительна, доходы предприятия носят стабильный характер (примерно одинаковы по годам) и при этом не ожидается каких-либо существенных скачков величины денежного потока компании в среднесрочной перспективе, в рамках *доходного подхода* применяется метод капитализации.

✓ в случаях, когда у компании в ближайшие годы ожидается значительное изменение прибыли из-за освоения новых производств, привлечения дополнительных инвестиций, технической модернизации, всплеска спроса на продукцию и других причин, в рамках *доходного подхода* применяется метод дисконтирования денежных потоков.

---

<sup>75</sup> При написании данного параграфа автором использованы материалы, приведенные в работе «Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега – Л, 2006 – 288 с.: ил., табл. - «Организация и планирование бизнеса» -ISBN 5-365-00213-X [13].

✓ в случае сопоставимости финансового состояния оцениваемого предприятия с аналогичными компаниями в рамках *сравнительного подхода* применяется метод рынка капитала / метод сделок (в противном случае – метод предыдущих сделок с объектом оценки).

При расчете ставки дисконтирования в рамках *доходного подхода* учитывается финансовая структура предприятия (например, значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств), прогнозируемость доходов (помимо наличия информации за несколько последних лет, учитывается также динамика финансовых показателей - положительная, негативная, стабильная). Если предприятие находится в неустойчивом финансовом положении, то результаты прогнозирования могут оказаться слишком приближенными, риск ошибки прогнозирования будет высоким, а «вес» доходного подхода в итоговом согласовании наоборот, низким [13].

Показатели оборачиваемости, рассчитываемые при проведении финансового анализа, используются также при расчете собственного оборотного капитала промышленного предприятия в рамках *доходного подхода*.

В рамках *сравнительного подхода* финансовый анализ позволяет оценщику:

- принять решение о сопоставимости и включении тех или иных фирм в список компаний-аналогов;
- определить место или ранг оцениваемой компании среди аналогов;
- выработать основу для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих нужное сходство оцениваемой компании с аналогами;
- обосновать степень доверия к конкретному виду ценового мультипликаторов в их общем числе и в конечном счете определяет значимость каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины [15].

Выбор и обоснование исходных показателей финансово-хозяйственной деятельности оценки предприятий должны осуществляться в соответствии с положениями теории финансов предприятия, исходить из целей оценки стоимости предприятия и потребностей субъектов управления в оценке [49].

Проведенный анализ позволил автору разработать и представить, с целью более полного и четкого понимания, в том числе с позиций практического применения, схему существующих взаимосвязей основных направлений анализа хозяйственной деятельности предприятия с существующими с подходами к оценке стоимости предприятия (затратный, доходный и сравнительный подходы) (Рисунок 4).

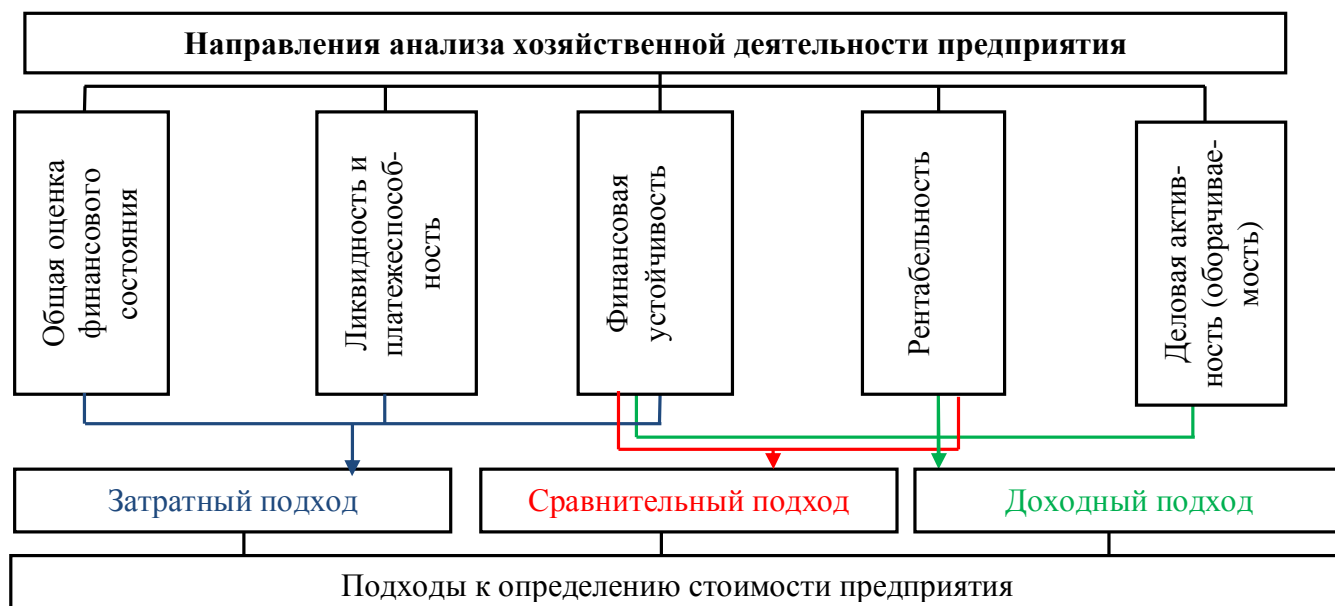


Рисунок 4 – Применение результатов анализа хозяйственной деятельности в рамках определения стоимости предприятия

Учитывая значение результатов анализа хозяйственной деятельности при оценке стоимости промышленного предприятия, автор, на основе материалов публикаций ведущих отечественных и зарубежных специалистов – ученых и практиков, обобщил и детально проанализировал современные методологические подходы к его проведению. При этом рассматривался весь комплекс вопросов, связанных с проведением анализа хозяйственной деятельности: этапы и процедуры; направления проведения; используемые показатели/коэффициенты, методики их расчетов.

Ниже излагаются результаты проведенного автором изучения методологических подходов к проведению анализа хозяйственной деятельности/финансового анализа применительно к оценке стоимости промышленного предприятия.

### **2.1.2. Результаты исследования методологии анализа хозяйственной деятельности промышленного предприятия**

*В результате проведенного изучения на основе обобщения анализа литературных источников<sup>76</sup> установлено наличие унифицированных подходов к определению этапов проведения анализа хозяйственной деятельности/финансового анализа промышленных предприятий для целей оценки промышленного предприятия. В настоящее время практически всеми специалистами – как отечественными, так и зарубежными, предлагается, по существу, единый, общий алгоритм поэтапного проведения данного анализа, включающий, как правило, следующие этапы:*

<sup>76</sup> Список источников приведен в библиографическом списке: [50] – [62].



- сбор необходимой информации, объем которой зависит от перечня поставленных задач и видов финансового анализа;
- определение надежности информации<sup>77</sup>;
- первичная обработка информации (составление аналитических таблиц и агрегированных форм отчетности);
- углубленный анализ информации путем применения методик, обеспечивающих получение комплексных, достоверных результатов, интерпретация полученных результатов и подготовка заключения на ее основе.

*Проведенное изучение выявило отсутствие единых, унифицированных терминологических и методических подходов, определяющих направления (области проведения) анализа хозяйственной деятельности при определении стоимости промышленных предприятий.*

Это связано, в первую очередь, с отсутствием в Российской Федерации нормативно - правовых актов, устанавливающих унифицированные, стандартные, конкретные требования (классификацию) направлений (областей проведения) анализа хозяйственной деятельности/ финансового анализа.<sup>78</sup>

Единственным ведомственным нормативным правовым актом, установленным автором, в котором определены конкретные направления финансового анализа, является «Методика комплексного анализа финансово-хозяйственной деятельности подведомственных Минобрнауки России, федеральным службам, федеральным агентствам организаций образования и науки, а также отдельных наиболее значимых бюджетных учреждений образования и науки» [50] (далее также – Методика). Данной Методикой финансовый анализ предусматривает исследование динамики абсолютных и относительных финансовых показателей в следующих направлениях: структурный анализ активов и пассивов; анализ финансовой устойчивости; анализ ликвидности и платежеспособности; факторный анализ ликвидности и управление финансовой устойчивостью организации.

---

<sup>77</sup> Вопросы информационного обеспечения оценочной деятельности рассматриваются автором в параграфе 2.2 настоящего исследования.

<sup>78</sup> Эти требования лишь в наиболее общем виде изложены в федеральных правилах (стандартах) аудиторской деятельности, утвержденных Постановлением Правительства Российской Федерации от 23 сентября 2002 г. № 696, где Правило (стандарт) № 33 «Обзорная проверка финансовой (бухгалтерской) отчетности» устанавливает, что «7. Обзорная проверка представляет собой совокупность обзорных процедур, проведение которых целесообразно при данных обстоятельствах для достижения цели, установленной настоящим федеральным правилом (стандартом) аудиторской деятельности. Процедуры, необходимые при проведении обзорной проверки, определяются исполнителем с учетом требований законодательства Российской Федерации, настоящего федерального правила (стандарта) аудиторской деятельности, других федеральных правил (стандартов) аудиторской деятельности, нормативных правовых актов Министерства финансов Российской Федерации и с учетом условий договора оказания услуг по обзорной проверке.»

На основе обобщения и анализа автором составлена сравнительная таблица направлений (областей проведения) анализа хозяйственной деятельности/финансового анализа, предлагаемых к использованию при определении стоимости предприятия (Приложение 2).

Из Приложения 2 видно, что среди отечественных специалистов в настоящее время отсутствует единство мнений относительно направлений (областей проведения) анализа хозяйственной деятельности/финансового анализа, необходимых при определении стоимости предприятия. Отсутствует и унифицированная терминология для обозначения этих направлений.

Так, например, А.Д. Шеремет и Р.С. Сайфулин [51] выделяют 3 направления финансового анализа:

- анализ показателей ликвидности и рыночной устойчивости;
- анализ показателей прибыльности хозяйственной деятельности;
- анализ показателей деловой активности.

А.Г.Грязнова и М.А.Федотова [52] предлагают проводить финансовый анализ в 5 направлениях:

- анализ показателей структуры баланса предприятия;
- анализ показателей ликвидности;
- анализ показателей рентабельности;
- анализ показателей оборачиваемости активов (деловой активности);
- анализ инвестиционных показателей.

Л.В. Донцова и Н.А. Никифорова [53] также выделяют 5 направлений финансового анализа, но отличающихся по названию от вышеприведенных (за исключением направления «Анализ показателей рентабельности»):

- анализ показателей финансовой устойчивости;
- анализ показателей ликвидности и платежеспособности;
- анализ показателей рентабельности;
- анализ показателей оборачиваемости;
- анализ показателей управления активами.

П. Боровков [54] определяет 7 направлений финансового анализа, большая часть наименований которых не совпадает с вышеприведенными:

- анализ показателей имущественного положения;
- анализ показателей финансовой устойчивости;
- анализ показателей ликвидности и платежеспособности;
- анализ показателей рентабельности;
- анализ показателей эффективности использования активов;
- маржинальный анализ;

- анализ показателей «Золотое» правило экономики предприятия.

Отмеченное не единообразие подходов к определению направлений финансового анализа, по мнению автора, нельзя признать оправданным с методологической точки зрения, поскольку тем самым существенно осложняется возможность сопоставления, сравнения взглядов, оценки позиций специалистов. Неоправданно оно и с точки зрения практики, например, при организации подготовки в высшей школе специалистов в области финансового анализа с позиций формирования соответствующего образовательного стандарта. Осложняется также работа практиков в ходе проведения оценки предприятия, поскольку затрудняется выбор необходимых направлений финансового анализа, а результаты, полученные на основе применения одних классификаций, могут быть подвергнуты критике сторонниками другой научной «школы».

В этих условиях, по мнению автора, необходимо выработать и закрепить в отечественных нормативных правовых, методических и учебно-педагогических документах единые, унифицированные требования к определению (классификации) направлений финансового анализа, в том числе применительно к определению стоимости предприятия.

Для разработки такого рода требований на основе данных Приложения 2 автором проведено изучение распространенности в специальной литературе направлений финансового анализа, предлагаемых различными специалистами, то есть, по существу, проведен анализ уровня их общепризнанности. Целью анализа являлось определение степени универсальности, общности тех или иных направлений финансового анализа, предлагаемых для практического использования в научных, учебных или иных практических целях.

Расчет проводился путем деления количества публикаций, в которых упоминается данная группа направлений финансового анализа, на общее число проанализированных автором публикаций, в процентах. Результаты расчетов, представленные в таблице 18, показывают следующее.

Таблица 18 - Степень использования направлений финансового анализа, предлагаемых различными авторами (в % к общему числу изученных источников)

<b>Направления финансового анализа</b>	<b>% авторов, предлагающих использование данного направления</b>
Анализ показателей ликвидности (бухгалтерского баланса), рыночной устойчивости, платежеспособности и кредитоспособности предприятия.	100
Анализ показателей рентабельности (прибыльности хозяйственной деятельности)	70
Анализ показателей оборачиваемости активов (деловой активности / управления активами)	60
Анализ показателей финансовой устойчивости и финансовой независимости	40
Анализ показателей структуры баланса и имущественного положения	30
Анализ показателей эффективности использования активов	10
Маржинальный анализ	10

Направления финансового анализа	% авторов, предлагающих использование данного направления
«Золотое» правило экономики предприятия	10
Анализ показателей самофинансирования	10
Анализ инвестиционных показателей	10
Анализ показателей финансового «рычага»	10
Анализ показателей рыночной стоимости	10
Анализ показателей обеспеченности собственными оборотными средствами	10

Из таблицы 18 следует, что с позиций степени использования/распространенности, можно выделить, по крайней мере, 4-е группы направлений финансового анализа, которые могут использоваться для целей определения стоимости предприятия.

Наиболее общим направлением, упоминаемыми во всех публикациях, является анализ показателей ликвидности (бухгалтерского баланса), рыночной устойчивости, платежеспособности и кредитоспособности предприятия. Данное направление, по мнению автора, можно назвать «универсальным».

Значения этой группы показателей играют решающую роль для предприятий промышленности, поскольку для производства продукции им необходимо иметь большие по величине оборотные активы. Вместе с тем многие собственники предприятий в Российской Федерации стремятся к их финансированию за счет привлечения заемных средств. Зависимость предприятий от внешних источников финансирования в этих условиях характеризуется коэффициентами платежеспособности. Индикаторами низкой платежеспособности являются неудовлетворительные показатели ликвидности.

На основе анализа текущих активов и пассивов компании, с точки зрения оценки возможности отвечать по своим обязательствам, т. е. поддерживать высокую платежеспособность, принимаются решения о предоставлении кредитов, в особенности краткосрочных (при обосновании возможности долгосрочного кредитования наряду с анализом платежеспособности и финансовой устойчивости потенциального заемщика на всех этапах кредитования проводится глубокое исследование производственных, технологических, маркетинговых и финансовых аспектов намеченного к реализации проекта). Текущее состояние ликвидности может повлиять и на отношение предприятия с клиентами и поставщиками и привести к потере связей с ними.

Во вторую группу направлений финансового анализа, предлагаемых более чем 2/3 авторов проанализированных публикаций, входят два направления: анализ показателей рентабельности (прибыльности хозяйственной деятельности), а также анализ показателей оборачиваемости активов (деловой активности / управления активами).

Показатели рентабельности и деловой активности позволяют отразить «качество» финансового состояния организации, степень интенсивности текущей производственной деятельности, эффективности использования ресурсов и перспективы развития предприятия.

Среднее положение (предлагаемое 30 - 40 % специалистов) занимают такие направления финансового анализа, как анализ показателей структуры баланса и имущественного положения, а также анализ показателей финансовой устойчивости и финансовой независимости.

Имущественное положение предприятия характеризует сумму средств, которыми располагает предприятие, доля основного и, соответственно, оборотного капиталов в общей сумме активов, доли введенных в эксплуатацию и выведенных из использования основных средств. Такие показатели, как доля основных средств, коэффициенты выбытия или обновления наиболее важны для промышленных предприятий, основу деятельности которых составляет использование станков и иного тяжелого оборудования. Для предприятий сферы торговли и услуг величины данных коэффициентов, как правило, невысоки и не содержат важной информации. [54]

В рамках анализа финансовой устойчивости оценивается структура источников финансирования с точки зрения собственности на них (собственные или заемные), степени доступности и риска пользования ими. Прежде всего, показатели финансовой устойчивости характеризуют зависимость предприятия от внешних контрагентов (кредиторов, инвесторов). Данная группа показателей важна для предприятий, широко использующих банковские кредиты, облигации, венчурные инвестиции и иные формы долгосрочного привлечения средств. [54]

Наконец, в четвертую группу входят направления финансового анализа, наиболее редко упоминаемые специалистами (не более 10%). К числу этих направлений относятся: анализ показателей эффективности использования активов; маржинальный анализ; «золотое» правило экономики предприятия; анализ показателей самофинансирования; анализ инвестиционных показателей; анализ показателей финансового «рычага»; анализ показателей рыночной стоимости; анализ показателей обеспеченности собственными оборотными средствами. Направления анализа, входящие в эту группу можно охарактеризовать как специфические, предназначенные для решения особых задач в ходе оценки стоимости промышленных предприятий.

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что для целей определения стоимости промышленных предприятий, по общему правилу, необходимо и достаточно использование первых двух групп направлений. Тем самым, будет обеспечиваться, с одной стороны, получение полной и достоверной картины, характеризующей бизнес предприятий, с другой стороны – значительно сократится трудоемкость деятельности по определению стоимости предприятия и стоимость затрат на ее проведение.

Однако в конкретных ситуациях, применительно к целям оценки стоимости промышленных предприятий, потребуется применение специфических направлений финансового анализа. Например, оценка финансового состояния предприятия в случаях:

- процедуры банкротства с принудительной продажей предприятия (или его части) / страхование имущества компании, где основной акцент делается на анализе коэффициентов ликвидности;

- совершение сделки купли-продажи, при котором помимо коэффициентов ликвидности особое внимание уделяется показателям рентабельности.

*Исследование выявило значительное число различных показателей (коэффициентов), предлагаемых для проведения анализа хозяйственной деятельности предприятия при определении стоимости предприятия.*

Это, по мнению автора, является следствием отсутствия единых, стандартных требований к перечню, составу показателей (коэффициентов) для проведения анализа хозяйственной деятельности предприятия в нормативных правовых актах Российской Федерации.

Правилами проведения арбитражным управляющим финансового анализа, разработанными в связи с Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» от 8 января 1998 г. № 6-ФЗ, утвержденными Постановлением Правительства Российской Федерации от 25 июня 2003 г. № 367 [55], определяется набор показателей<sup>79</sup> и рассчитываемых на их основе коэффициентов финансово-хозяйственной деятельности предприятий-должников. К числу этих коэффициентов по соответствующим направлениям относятся:

1. Коэффициенты, характеризующие, платежеспособность должника:

- коэффициент абсолютной ликвидности;
- коэффициент текущей ликвидности;
- показатель обеспеченности обязательств должника его активами;
- степень платежеспособности по текущим обязательствам.

2. Коэффициенты, характеризующие финансовую устойчивость должника:

- коэффициент автономии (финансовой независимости);
- коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами (доля собственных оборотных средств в оборотных активах);
- доля просроченной кредиторской задолженности в пассивах;
- показатель отношения дебиторской задолженности к совокупным активам.

---

<sup>79</sup> К числу этих показателей отнесены: а) совокупные активы (пассивы); б) скорректированные внеоборотные активы; в) оборотные активы; г) долгосрочная дебиторская; д) ликвидные активы; е) наиболее ликвидные оборотные; ж) краткосрочная дебиторская задолженность; з) потенциальные оборотные активы; и) собственные средства; к) обязательства должника; л) долгосрочные обязательства; м) текущие обязательства; н) выручка нетто; о) валовая выручка; п) среднемесячная; р) чистая прибыль (убыток).

3. Коэффициенты, характеризующие деловую активность должника:

- рентабельность активов;
- норма чистой прибыли.

Однако, как следует из приведенного перечня, они носят специализированный, не всеобъемлющий характер, исходя из специфических целей финансового анализа – в данном случае – оценки состояния предприятий – должников. Данный перечень недостаточен для проведения финансового анализа предприятий, не являющихся должниками.

Единственным установленным в ходе исследования ведомственным актом, который определяет показатели и коэффициенты для проведения комплексного финансового анализа предприятий, является вышеупомянутый приказ Минобрнауки России от 30 декабря 2005 г. № 326, которым утверждена «Методика комплексного анализа финансово-хозяйственной деятельности подведомственных Минобрнауки России, федеральным службам, федеральным агентствам организаций образования и науки, а также отдельных наиболее значимых бюджетных учреждений образования и науки».

Вышеупомянутой Методикой структурный анализ предлагается проводить с помощью следующих показателей:

- коэффициент соотношения оборотных и внеоборотных активов;
- коэффициент автономии;
- коэффициент соотношения заемных и собственных средств.

При анализе финансовой устойчивости и обеспеченности запасов источниками их формирования Методикой предлагается применять следующие показатели:

- абсолютный показатель ликвидности;
- нормальной текущей ликвидности;
- коэффициент маневренности;
- коэффициент автономии источников формирования запасов
- коэффициент обеспеченности запасов собственными источниками

Анализ ликвидности и платежеспособности организации, в соответствии с Методикой, должен проводиться путем применения следующих показателей:

- коэффициент общей платежеспособности;
- коэффициент покрытия;
- коэффициент общей платежеспособности;
- коэффициент абсолютной ликвидности;
- коэффициент восстановления (утраты) платежеспособности;
- коэффициент утраты платежеспособности;
- степень платежеспособности по текущим обязательствам;

- степень платежеспособности общая;
- коэффициент задолженности.

Обращает на себя внимание и заслуживает позитивной оценки то обстоятельство, что Методикой определен не только перечень показателей финансового анализа, но и формулы их расчетов, а также нормативные значения (ограничения) каждого показателя, сравнения с которыми позволяют оценить финансовое состояние предприятия/организации по соответствующему направлению.

Помимо анализа имеющихся нормативных правовых документов, в процессе исследования автором обобщена информация, характеризующая показатели (коэффициенты), предлагаемые российскими и зарубежными специалистами для проведения финансового анализа. Группировка этих показателей в разрезе направлений финансового анализа приведена в Приложении 3.

Данные, приведенные в Приложении 3, позволяют сделать вывод о том, что для проведения финансового анализа по конкретным направлениям финансового анализа и их совокупности различными специалистами, в первую очередь - отечественными, предлагается использовать большое число показателей (коэффициентов), что не всегда оправдано.

Так, для анализа ликвидности и платежеспособности/ кредитоспособности предприятия, а также анализа рентабельности (прибыльности хозяйственной деятельности) каждым отечественным исследователем предлагается использовать, соответственно, в среднем 7 показателей.

Анализ финансовой устойчивости и финансовой независимости предлагается производить с помощью, в среднем, 6-ти показателей, анализ оборачиваемости активов (деловой активности / управления активами) - 4-х показателей и т.д.

По расчетам автора, исходя из результатов изучения публикаций, для проведения финансового анализа промышленного предприятия в связи с оценкой бизнеса специалистами предлагается использовать в сумме порядка 40-50 показателей. Учитывая, что эти показатели, как правило, должны рассматриваться в динамике, объем обобщаемой, обрабатываемой и анализируемой информации возрастает кратно. Соответственно, увеличивается трудоемкость и стоимость выполняемых аналитических работ, не всегда оправданная, как будет показано далее. В этой связи возникает вопрос об определении оптимального набора коэффициентов (системы независимых показателей) финансового анализа, который может использоваться при определении стоимости предприятия.

*Исследование выявило различие числа и состава показателей (финансовых коэффициентов), предлагаемых отечественными и зарубежными специалистами для проведения расчетов по одноименным направлениям анализа хозяйственной деятельности в рамках определения стоимости промышленных предприятий.*



Приводимые в Приложениях 3 и 4 данные позволили автору сделать вывод о том, что даже по одноименным направлениям финансового анализа специалистами предлагаются показатели (коэффициенты), различающиеся по количеству и составу.

Так, число показателей, посредством которых предлагается оценивать ликвидность и платежеспособность предприятий, колеблется от 2-3-х (Э. Боди, Р.Мертон [56]; А.Г.Грязнова, М.А.Федотова [52]) до 15 показателей (В.Б.Акулов [57]).

Значителен диапазон «разброса» количества показателей, посредством которых предлагается оценивать рентабельность предприятий - от 2-х (А.Г.Грязнова, М.А.Федотова [52]) до 12 показателей (В.Б.Акулов [57]).<sup>80</sup>

Различается число показателей, предлагаемых специалистами для оценки деловой активности - от 3-х (Э. Боди, Р.Мертон [56]) до 6 показателей (В.И. Бариленко [58] и др.) и т.д.

Столь значительный диапазон числа показателей, предлагаемых различными специалистами для проведения финансового анализа по соответствующим направлениям, свидетельствует о недостаточной, с методологической точки зрения, проработке данного вопроса.

В этой связи обращает на себя внимание и может расцениваться позитивно с позиций рациональности тот факт, что зарубежные специалисты предлагают значительно более ограниченное, чем российские, количество показателей для проведения финансового анализа по конкретным направлениям. Учитывая, что за рубежом накоплен значительно больший, чем в современной России, опыт определения стоимости бизнеса / предприятий в условиях рыночной экономики, это свидетельствует о реальной методологической и практической возможности значительного сокращения числа показателей (финансовых коэффициентов) для проведения финансового анализа, по сравнению с предложениями российских специалистов.

Анализ данных Приложения 3 позволил установить наличие ряда иных различий методологических и методических подходов к проведению финансового анализа в рамках определения стоимости предприятия, предлагаемых российскими и зарубежными специалистами.

К их числу относятся:

- терминологические различия определений как собственно показателей (коэффициентов) финансового анализа, в том числе рассчитываемых по идентичным методикам/формулам, так и показателей, используемых в этих формулах (Таблица 19).

---

<sup>80</sup> Пример различия в наборе коэффициентов рентабельности, предлагаемых специалистами для проведения финансового анализа в рамках оценки рентабельности, приведен в Приложении 4.

Таблица 19 - Примеры терминологических различий в определении показателей (коэффициентов) финансового анализа

Наименование показателя	Формула расчета	Источник
Коэффициент финансовой независимости (автономии)	Собственный капитал / Валюта баланса	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с. [53]
Коэффициент платежеспособности	Собственный капитал / Валюта баланса (общие пассивы)	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfina/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfina/analyst/056.asp</a> [59]
Соотношение собственных и привлеченных средств	(Долгосрочные обязательства + Текущие обязательства) / Собственный капитал	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/finance_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/finance_analysis.shtml</a> [54]
Коэффициент капитализации (плечо финансового рычага)	(Заемный капитал / Собственный капитал)	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с. [53]
Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы / Текущие обязательства	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с. [53] Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/finance_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/finance_analysis.shtml</a> [54]
Коэффициент покрытия	Текущие активы / Текущие обязательства	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., переаб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил., стр. 140 -148 [52]
Общий коэффициент покрытия	Оборотные активы / Краткосрочные пассивы	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a> [57]
Коэффициент покрытия баланса	Сумма трех групп ликвидных средств <sup>81</sup> / Сумма текущих обязательств <sup>82</sup>	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с., стр. 48-51, 53, 64-66, 103-105 [58]
Коэффициент покрытия текущих обязательств оборотными активами	Отношение стоимости всех оборотных средств в виде запасов, дебиторской задолженности, краткосрочных финансовых вложений, денежных средств и прочих оборотных активов к текущим обязательствам организации	Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций [60]

<sup>81</sup> Первая группа – денежные средства и краткосрочные ценные бумаги (раздел II актива баланса). Вторая группа – легкореализуемые требования: расчеты с дебиторами в пределах допустимой дебиторской задолженности, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев с отчетной даты. Третья группа – легкореализуемые элементы запасов (остатки производственных запасов, незавершенное производство, расходы будущих периодов, товары отгруженные, готовая продукция и товары для перепродажи, прочие запасы и затраты (без НДС).

<sup>82</sup> Для расчета коэффициента покрытия целесообразно использовать среднегодовые величины ликвидных средств и обязательств.

- Различие методик расчета одноименных показателей, предлагаемых для проведения финансового анализа, в том числе по одним и тем же направлениям (Таблица 20).

Таблица 20 - Примеры различий методик расчета одноименных показателей, предлагаемых для проведения финансового анализа

Наименование показателя	Формула расчета	Источник
Коэффициент автономии (финансовой независимости)	Собственный капитал / Валюта баланса	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с. [53]
	Собственный капитал / Заемный капитал	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfina/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfina/analyst/056.asp</a> [59]

- различия формул расчетов, предлагаемых для проведения финансового анализа по идентичным показателям (Таблица 21).

Таблица 21 - Примеры различий формул расчетов

Наименование показателя	Формула расчета	Источник
Коэффициент абсолютной ликвидности	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения) / Текущие обязательства	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с. [53]
	Первая группа ликвидных средств / Сумма текущих обязательств	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с. [58]
	(Оборотные средства в деньгах + Краткосрочные финансовые вложения) / Краткосрочные пассивы	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a> [57]
	Денежные средства + Легкорреализуемые ценные бумаги) / Текущие обязательства	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил. [52]

- Использование одноименных показателей для проведения различных направлений финансового анализа. Так, например, «коэффициент автономии», рассчитываемый как отношение собственного капитала к заемному капиталу, ИКФ «Альт» [59] рассматривает как показатель анализа финансовой устойчивости предприятия, а А.Г. Грязнова и М.А. Федотова [52] – как показатель анализа структуры баланса. Коэффициент «норма доходности акционерного капитала», рассчитываемый как отношение чистой прибыли к акционерному капиталу Э. Боди и Р. Мертон [56] предлагают использовать как показатель анализа рентабельности предприятия. Этот же показатель, рассчитываемый по аналогичной формуле В.И. Бариленко, С.И. Кузнецова,

Л.К. Плотникова, О.И. Кайро [58] рекомендуют для анализа оборачиваемости активов (деловой активности).

Таким образом, как следует из вышеизложенного, в результате проведенного автором исследования установлено терминологическое и методическое не единообразие предлагаемых подходов к проведению финансового анализа применительно к определению стоимости предприятия, множественность, избыточность предлагаемых показателей.

Кроме того, анализ данных Приложения 3 позволяет сделать вывод о том, что многие показатели, предлагаемые отечественными исследователями для проведения финансового анализа, находятся в функциональной связи/зависимости.

Таблица 22 - Примеры функционально взаимосвязанных показателей/коэффициентов, предлагаемых для проведения финансового анализа

Наименование показателя	Формула расчета	Источник
Соотношение собственных и привлеченных средств	$\frac{\text{долгосрочные обязательства} + \text{текущие обязательства}}{\text{собственный капитал}}$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a> [54]
Коэффициент финансирования	$\frac{\text{собственные источники}}{\text{долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы}}$	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a> [57]

Такого рода примеры не единичны.

Выводы автора по данному вопросу совпадают с результатами исследования тесноты корреляционной зависимости основных финансовых коэффициентов, используемых при финансовом анализе, полученными Е.В. Лисициной [61].

Как следует из результатов расчетов, проведенных Е.В. Лисициной, и изложенных в цитируемой работе, наиболее тесной взаимосвязью обладают коэффициенты покрытия и обеспеченности собственными оборотными средствами, коэффициенты оборачиваемости суммарного и собственного капитала. Данные корреляционного анализа указывают на высокую взаимосвязь между коэффициентами рентабельности продаж и рентабельности капитала (коэффициент корреляции 0,83) и умеренную между коэффициентами рентабельности капитала и оборачиваемости капитала. Заметна взаимосвязь, по данным Е.В.Лисициной, коэффициента оборачиваемости кредиторской задолженности с большинством коэффициентов оборачиваемости - по суммарному капиталу, собственному капиталу и дебиторской задолженности (коэффициент корреляции 0,6-0,8). Это свидетельствует, по мнению Е.В. Лисициной, об определенном дублировании информации об эффективности использования данных элементов капитала.

Автором было проведено самостоятельное исследование корреляционных зависимостей между основными финансовыми показателями, предлагаемыми российскими специалистами в

интересах определения стоимости предприятий, с целью выявления существующих между ними взаимосвязей. В качестве информационной базы были использованы доступные данные бухгалтерской отчетности за 2005-2010 гг. (представленной в информационной базе СПАРК-Интерфакс<sup>83</sup>) 17 предприятий, входящих в корпорацию ОАО «ОАК»<sup>84</sup>.

Результаты расчетов коэффициентов парной корреляции, проведенных автором, представлены в таблице 23.

---

<sup>83</sup> <http://spark.interfax.ru/Front/index.aspx>.

<sup>84</sup> В их числе: ОАО «Авиационная холдинговая компания «Сухой»; ОАО «Комсомольское-на-Амуре авиационное производственное объединение им. Ю.А. Гагарина»; ОАО «Новосибирское авиационное производственное объединение им. В.П. Чкалова»; ОАО «Российская самолетостроительная корпорация «МиГ»; ОАО «ОАК - Транспортные самолёты»; ОАО «Авиационный комплекс им. С. В. Ильюшина»; ОАО «Воронежское акционерное самолётостроительное общество»; ОАО «Ильюшин Финанс Ко.»; ОАО «Туполев»; ОАО «Казанское авиационное производственное объединение им. С.П. Горбунова»; ЗАО «Авиастар-СП»; ОАО «Научно-производственная корпорация «Иркут»; ОАО «Опытно-конструкторское бюро им. А.С. Яковлева»; ОАО «Таганрогский авиационный научно-технический комплекс им. Г.М. Бериева»; ОАО «Финансовая Лизинговая Компания»; ОАО «Нижегородский авиастроительный завод «Сокол»; ОАО «Таганрогская авиация».

Таблица 23 - Таблица значений коэффициентов парной корреляции показателей (финансовых коэффициентов), используемых в финансовом анализе предприятий, входящих в корпорацию ОАО «ОАК»<sup>85</sup>

Наименование коэффициента	Кп	Кб л	Ка л	Ко б	Кавт	Кфз	Км	Кзе /сс	Км об	Кфу	Коб сиф	Кф ин	Рп р	Рк	Рс к	Мп	Ро сн	Ра кт	Об ск	Ф	Об мо с	Об гп	Об дз	Об кз
Коэффициент покрытия Кп	1,0																							
Коэффициент быстрой ликвидности Кбл	0,9	1,0																						
Коэффициент абсолютной ликвидности Кал	0,6	0,6	1,0																					
Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками формирования Коб	0,9	0,8	0,6	1,0																				
Коэффициент автономии Кавт	0,5	0,4	0,3	0,6	1,0																			
Противоположное значение коэффициента финансовой независимости (автономии) Кфз	-0,2	0,0	0,2	0,0	-1,0	1,0																		
Коэффициент маневренности Км	0,5	0,4	0,5	0,5	-0,1	0,6	1,0																	

<sup>85</sup> Названия коэффициентов приводятся в соответствии с классификацией, предложенной Е.В. Лисициной в цитируемой выше работе.



Наименование коэффициента	Кп	Кб л	Ка л	Коб	Кавт	Кфз	Км	Кзс /сс	Км об	Кфу	Коб сиф	Кфин	Рп р	Рк	Рс к	Мп	Ро сн	Ра кт	Об ск	Ф	Об мос	Об гп	Об дз	Об кз
Маржа прибыли (Чистая рентабельность) Мп	0,1	0,3	0,3	0,3	0,6	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,6	0,8	0,9	0,8	1,0								
Затратоотдача (рентабельность основной деятельности) Росн	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,2	1,0	0,6	0,5	0,8	1,0							
Рентабельность активов Ракт	0,2	0,3	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,1	-0,1	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	1,0	1,0	0,9	0,7	1,0						
Коэффициент отдачи собственного капитала Обск	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,3	0,3	0,1	0,3	0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,4	0,5	-0,1	0,1	0,4	0,5	1,0					
Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача) Ф	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,5	-0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,3	0,5	0,4	0,7	1,0	1,0				
Коэффициент оборачиваемости мобильных (оборотных) средств Обмос	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0			
Оборачиваемость товарно-материальных запасов Обгп	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	1,0	1,0		
Оборачиваемость дебиторской задолженности Обдз	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	
Оборачиваемость кредиторской задолженности Обкз	0,2	0,3	0,0	0,2	0,5	-0,5	0,3	-0,5	-0,3	0,4	0,3	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,8	0,9	0,8	0,9	1,0



Тесной корреляционной зависимостью (на уровне функциональной связи) обладают финансовые коэффициенты, объединяемые в одну группу при проведении оценки финансового состояния предприятия и рассчитываемые на основе одних и тех же статей баланса. К таким коэффициентам относятся:

- коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками формирования, коэффициент быстрой ликвидности и коэффициент покрытия из группы коэффициентов ликвидности;

- коэффициенты структуры капитала: коэффициент соотношения заемных и собственных средств / коэффициент капитализации (финансовый рычаг), коэффициент финансовой устойчивости и коэффициент автономии / противоположное значение коэффициента финансовой независимости (автономии); коэффициент автономии и коэффициент финансирования;

- рентабельность собственного капитала, маржа прибыли (чистая рентабельность) и рентабельность инвестированного капитала, рентабельность активов; затратноотдача (рентабельность основной деятельности) и рентабельность продаж.

Слабая корреляционная зависимость прослеживается между показателями структуры капитала и эффективности его использования.

Таблица 24 – Величина коэффициентов корреляции между финансовыми коэффициентами, используемыми в финансовом анализе предприятий, входящих в корпорацию ОАО «ОАК»

Величина коэффициента корреляции					
>0,9		0,9		от 0,8 до 0,7	
Коэффициент автономии	Коэффициент финансирования	Коэффициент покрытия	Коэффициент быстрой ликвидности	Коэффициент быстрой ликвидности	Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками формирования
Рентабельность продаж	Затратоотдача (рентабельность основной деятельности)	Коэффициент покрытия	Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками формирования	Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными средствами	Коэффициент финансовой устойчивости
Рентабельность инвестированного капитала	Рентабельность собственного капитала	Коэффициент покрытия	Коэффициент финансовой устойчивости	Коэффициент автономии	Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования
Рентабельность инвестированного капитала	Рентабельность активов	Коэффициент автономии	Коэффициент финансовой устойчивости	Коэффициент финансовой зависимости	Коэффициент соотношения заемных и собственных средств
Рентабельность собственного капитала	Рентабельность активов	Рентабельность инвестированного капитала	Маржа прибыли (Чистая рентабельность)	Коэффициент финансовой устойчивости	Коэффициент финансирования
Коэффициент отдачи собственного капитала	Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача)	Маржа прибыли (Чистая рентабельность)	Рентабельность активов	Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	Коэффициент финансирования
Коэффициент автономии	Коэффициент финансовой зависимости	Коэффициент отдачи собственного капитала	Коэффициент оборачиваемости мобильных (оборотных) средств	Рентабельность продаж	Маржа прибыли (Чистая рентабельность)
Коэффициент автономии	Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача)	Коэффициент оборачиваемости мобильных (оборотных) средств	Рентабельность собственного капитала	Маржа прибыли (Чистая рентабельность)

Величина коэффициента корреляции				
>0,9	0,9		от 0,8 до 0,7	
	Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача)	Оборачиваемость товарно-материальных запасов	Маржа прибыли (Чистая рентабельность)	Затратоотдача (рентабельность основной деятельности)
	Коэффициент оборачиваемости мобильных (оборотных) средств	Оборачиваемость дебиторской задолженности	Коэффициент отдачи собственного капитала	Оборачиваемость дебиторской задолженности
	Коэффициент оборачиваемости мобильных (оборотных) средств	Оборачиваемость кредиторской задолженности	Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача)	Оборачиваемость дебиторской задолженности
	Оборачиваемость товарно-материальных запасов	Оборачиваемость дебиторской задолженности	Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача)	Оборачиваемость кредиторской задолженности
	Оборачиваемость дебиторской задолженности	Оборачиваемость кредиторской задолженности	Оборачиваемость товарно-материальных запасов	Оборачиваемость кредиторской задолженности
	Коэффициент финансовой зависимости	Коэффициент финансирования	Коэффициент покрытия	Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования
	Коэффициент соотношения заемных собственных средств	Коэффициент финансирования	Коэффициент быстрой ликвидности	Коэффициент финансовой устойчивости
			Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными средствами	Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования
			Коэффициент маневренности	Коэффициент мобильности всех средств предприятия

Величина коэффициента корреляции		
>0,9	0,9	от 0,8 до 0,7
		Коэффициент финансирования
		Рентабельность инвестированного капитала
		Коэффициент финансирования
		Рентабельность активов
		Рентабельность продаж
		Рентабельность активов
		Рентабельность продаж
		Оборачиваемость дебиторской задолженности
		Рентабельность инвестированного капитала
		Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача)
		Рентабельность инвестированного капитала
		Коэффициент оборачиваемости мобильных (оборотных) средств
		Затратоотдача (рентабельность основной деятельности)
		Рентабельность активов
		Коэффициент оборачиваемости общего капитала (ресурсоотдача)
		Рентабельность активов
		Коэффициент оборачиваемости мобильных (оборотных) средств
		Коэффициент отдачи собственного капитала
		Оборачиваемость товарно-материальных запасов
		Коэффициент автономии
		Коэффициент мобильности всех средств предприятия
		Коэффициент финансирования
		Коэффициент финансовой зависимости
		Коэффициент финансовой устойчивости
		Коэффициент соотношения заемных собственных средств
		Коэффициент финансовой устойчивости

Проведенные автором расчеты позволяют сделать вывод о наличии тесной корреляционной, а в ряде случаев - функциональной связи ряда финансовых показателей (коэффициентов), рекомендуемых в литературе для проведения финансового анализа в рамках определения стоимости предприятия. Использование таких показателей, по мнению автора, не оправданно ни методологически, поскольку не обеспечивает повышения надежности, точности, достоверности результатов, ни практически, с точки зрения необоснованного увеличения трудоемкости и стоимости работ.

Многие из перечисленных методологических недостатков, присущих в настоящее время отечественной науке и практике, могли бы быть устранены в случае более последовательного изучения и адаптации к российской действительности подходов к финансовому анализу, существующему в зарубежных странах.

Судя по литературным источникам, в мировой практике разработана и применяется в качестве общепризнанной система стандартов основных финансовых коэффициентов [62], определяющих не только перечень показателей, но и их нормативное значение (Таблица 25):

Таблица 25 - Мировые стандарты основных финансовых коэффициентов

Показатель	Нормативное значение
Коэффициент автономии	0,5-0,7
Коэффициент маневренности	0,05-0,10
Коэффициент покрытия запасов	1,0-1,5
Коэффициент текущей ликвидности	1,0-2,0
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,1-0,2
Коэффициент быстрой ликвидности	0,8-1,5
Соотношение дебиторской и кредиторской задолженности	1
Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками финансирования	0,6-0,8
Рентабельность общая	0,05-0,15
Рентабельность оборота	0,05-0,15

Как видно из таблицы 25, число используемых в зарубежной практике стандартных коэффициентов финансового анализа достаточно ограничено, кратно ниже, чем предлагается российскими специалистами. Более того, за рубежом определены нормативные значения этих показателей/коэффициентов, что существенно облегчает проведение финансового анализа предприятий и повышает точность оценок полученных результатов<sup>86</sup>.

<sup>86</sup> По вопросу необходимости внедрения в отечественную практику нормативных значений показателей/коэффициентов финансового анализа см. также материалы Е.Горюнова, размещенные в сети Интернет по адресу: [www.birzhaplus.ru/print.php?19088](http://www.birzhaplus.ru/print.php?19088).

С учетом вышеизложенных результатов исследования, проведенного автором, с целью совершенствования методологии анализа хозяйственной деятельности применительно к целям определения стоимости промышленного предприятия представляется целесообразным:

- разработка единых требований к определению направлений финансового анализа, к методам расчета соответствующих показателей, а также унификация используемой в данной области терминологии;

- подготовка на этой основе и публикация учебно-педагогических, методических пособий и соответствующих образовательных стандартов для учреждений высшего профессионального образования, осуществляющих подготовку и реализующих программы дополнительного профессионального образования специалистов в области финансового анализа, оценочной деятельности;

- учет при разработке системы показателей (финансовых коэффициентов) для определения стоимости промышленных предприятий следующих требований, направленных на обеспечение корректности и качества конечных результатов:

- ✓ соответствие используемых показателей (финансовых коэффициентов) целям определения стоимости предприятия;
- ✓ независимость используемых показателей (финансовых коэффициентов);
- ✓ наличие достоверной и полной информации для расчета показателей (финансовых коэффициентов), в том числе долгосрочной ретроспективной информации, повышающей точность расчетов, позволяющей выявлять и проанализировать основные тенденции, а также оценивать перспективы развития.

На основе проведенного изучения, опыта практической работы и с учетом вышеизложенных методических требований автором разработана и представлена в таблице 26 система независимых показателей (финансовых коэффициентов) финансового анализа, предлагаемая для целей оценки стоимости промышленных предприятий.

Таблица 26 - Предлагаемая для целей определения стоимости промышленных предприятий система независимых показателей (финансовых коэффициентов) финансового анализа

№ п.п.	Наименование групп направлений финансового анализа	Общая методология анализа и предлагаемые показатели (финансовые коэффициенты)	Область применения показателей для оценки стоимости промышленных предприятий
1.	Общая оценка финансового состояния и его изменение за отчетный период	Анализ агрегированного бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.	<p>Общая оценка финансового положения предприятия характеризует размещение и использование средств (активов) и источников их формирования (собственного капитала и обязательств, т.е. пассивов).</p> <p>Анализ Ф. № 2 «Отчет о прибылях и убытках» рассматривает, какой объем выручки и чистой прибыли приносит анализируемое предприятие, и какова динамика данных показателей.</p>
2.	Ликвидность и платежеспособность	<p>1. Анализ ликвидности баланса посредством сравнения средств по активу, сгруппированных по степени их ликвидности, с обязательствами по пассиву, сгруппированными по срокам их погашения и расположенными в порядке возрастания сроков.</p> <p>2. Расчет показателей ликвидности:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>Коэффициент абсолютной ликвидности</u> = (краткосрочные финансовые вложения + денежные средства) / (краткосрочные заемные средства + кредиторская задолженность + расчеты по дивидендам + прочие краткосрочные пассивы);</li> <li>- <u>Коэффициент быстрой ликвидности</u> = (краткосрочные финансовые вложения + денежные средства + краткосрочная дебиторская задолженность + прочие оборотные активы) / (краткосрочные заемные средства + кредиторская задолженность + расчеты по дивидендам + прочие краткосрочные</li> </ul>	<p>Ликвидность баланса определяется как степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежную форму соответствует сроку погашения обязательств.</p> <p>Рыночные условия обязывают предприятие быть платежеспособным, т.е. своевременно погашать свои обязательства. По этой причине отдельным пунктом анализа является выявление состояния платежеспособности предприятия, которое проводится путем сопоставления долгосрочных и краткосрочных обязательств с его общими активами.</p> <p>Анализ абсолютных показателей ликвидности баланса не дает представления о возможности погашения краткосрочных обязательств предприятия. В связи с этим для оценки платежеспособности предприятия применяются три относительных показателя ликвидности. В ряде случаев количество данных показателей ликвидности может</p>

№ п.п.	Наименование групп направлений финансового анализа	Общая методология анализа и предлагаемые показатели (финансовые коэффициенты)	Область применения показателей для оценки стоимости промышленных предприятий
		<p>пассивы);</p> <p>- <u>Коэффициент текущей ликвидности</u> = (Итого оборотные активы - расходы будущих периодов) / (краткосрочные заемные средства + кредиторская задолженность + расчеты по дивидендам + прочие краткосрочные пассивы);</p>	<p>быть сокращено до двух (см. приводимые ниже результаты анализа финансового состояния ОАО «ЧМК»).</p>
3.	Финансовая устойчивость	<p>Расчет показателей, характеризующих финансовую устойчивость предприятия:</p> <p>- <u>Коэффициент финансовой независимости (автономии)</u> = Собственный капитал / Валюта баланса;</p> <p>- <u>Коэффициент капитализации (финансовый рычаг)</u> = Заемный капитал (долгосрочные и краткосрочные заемные средства) / Собственный капитал;</p> <p>- <u>Коэффициент финансовой устойчивости</u> = (Собственный капитал + Долгосрочные пассивы) / Валюта баланса;</p> <p>- <u>Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования</u> = (Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Оборотные активы</p>	<p>Задачей анализа финансовой устойчивости предприятия является оценка степени независимости от заемных источников финансирования;</p> <p>Суть анализа финансовой устойчивости предприятия заключается в оценке обеспеченности запасов и затрат (материальных оборотных средств) источником их формирования.</p> <p>Анализ показателей финансовой устойчивости позволяет как сопоставить предприятие с его потенциальными аналогами, так и в рамках доходного подхода (при расчете средневзвешенной стоимости капитала) сделать предположение о будущей структуре капитала предприятия.</p>
4.	Рентабельность	<p>Расчет показателей, рентабельности:</p> <p>- <u>Маржа чистой прибыли</u> = (Чистая прибыль / Выручка от продаж) * 100%;</p> <p>- <u>Рентабельность продаж</u> = (Прибыль от продаж / Выручка от продаж) * 100%;</p> <p>- <u>Рентабельность собственного капитала</u> = (Чистая прибыль / Средняя стоимость собственного капитала) * 100%.</p>	<p>Рентабельность предприятия отражает степень прибыльности его деятельности.</p> <p>Анализ показателей рентабельности промышленного предприятий используется как для сопоставления эффективности деятельности анализируемого предприятия с его конкурентами на данном, конкретном рынке, так и для анализа рентабельности текущих и будущих денежных потоков.</p>



№ п.п.	Наименование групп направлений финансового анализа	Общая методология анализа и предлагаемые показатели (финансовые коэффициенты)	Область применения показателей для оценки стоимости промышленных предприятий
5.	Деловая активность (оборачиваемость)	<p>Расчет показателей деловой активности:</p> <p><u>Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности</u> = Выручка от продаж за год / Средняя сумма дебиторской задолженности;</p> <p><u>Коэффициент оборачиваемости запасов</u> = (Себестоимость реализованной продукции - Амортизация) / Средняя стоимость запасов;</p> <p><u>Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности</u> = (Себестоимость реализованной продукции – Амортизация + Коммерческие и управленческие расходы + Капитальные вложения + Налоговые отчисления) / Средняя стоимость кредиторской задолженности</p>	<p>Деловая активность проявляется в скорости оборота средств предприятия и их источников. Показатели деловой активности характеризуют результаты, эффективность и степень интенсивности деятельности предприятия.</p> <p>Анализ показателей оборачиваемости может быть использован и при прогнозировании величины собственного оборотного капитала в рамках применения доходного подхода. Таким образом, база расчета коэффициентов оборачиваемости должна быть одинаковой (для финансового анализа и доходного подхода).</p>

Проведенное автором исследование позволяет также сделать вывод о возможности сокращения количества используемых в рамках финансового анализа в целях определения стоимости предприятия показателей/коэффициентов без ущерба для результатов оценки.

Автором предлагается использовать для этих целей только те показатели/коэффициенты, которые влияют на методологию оценки, а также непосредственно задействованы в расчетных операциях затратного, сравнительного и доходного подхода к оценке (Рисунок 5).

Разработанная автором система показателей (финансовых коэффициентов), предлагаемая для целей оценки стоимости, и используемая в работе в качестве основы при реализации технологии определения стоимости промышленного предприятия в рамках внутрифирменного управления более компактна, по сравнению с перечнями показателей, рекомендуемых в имеющейся литературе, включает значительно меньшее число показателей (12 вместо 127).

Применение предлагаемой системы показателей не снижает качества оценки. В то же время предлагаемая система показателей, непосредственно связанная с функциями менеджмента, позволяет получить целостное представление о финансовом состоянии силами собственных специалистов предприятия, не привлекая для этого, без необходимости, внешних консультантов.

Постоянный мониторинг на основе предлагаемых показателей/коэффициентов позволяет осуществлять текущий анализ финансового состояния предприятия на соответствующем этапе его развития, и, в зависимости от результатов финансового состояния, применять соответствующие подходы к определению стоимости предприятия, реализуя при этом основные функции менеджмента.

Внедрение данной процедуры в практику менеджмента предприятия повышает его эффективность, поскольку способствует принятию взвешенных, обоснованных управленческих решений, будь то ликвидация/продажа компании или замораживание проекта (в случае не эффективной работы), или наоборот, развитие проекта и дополнительное инвестирование средств.

# Направления и показатели анализа хозяйственной деятельности предприятия

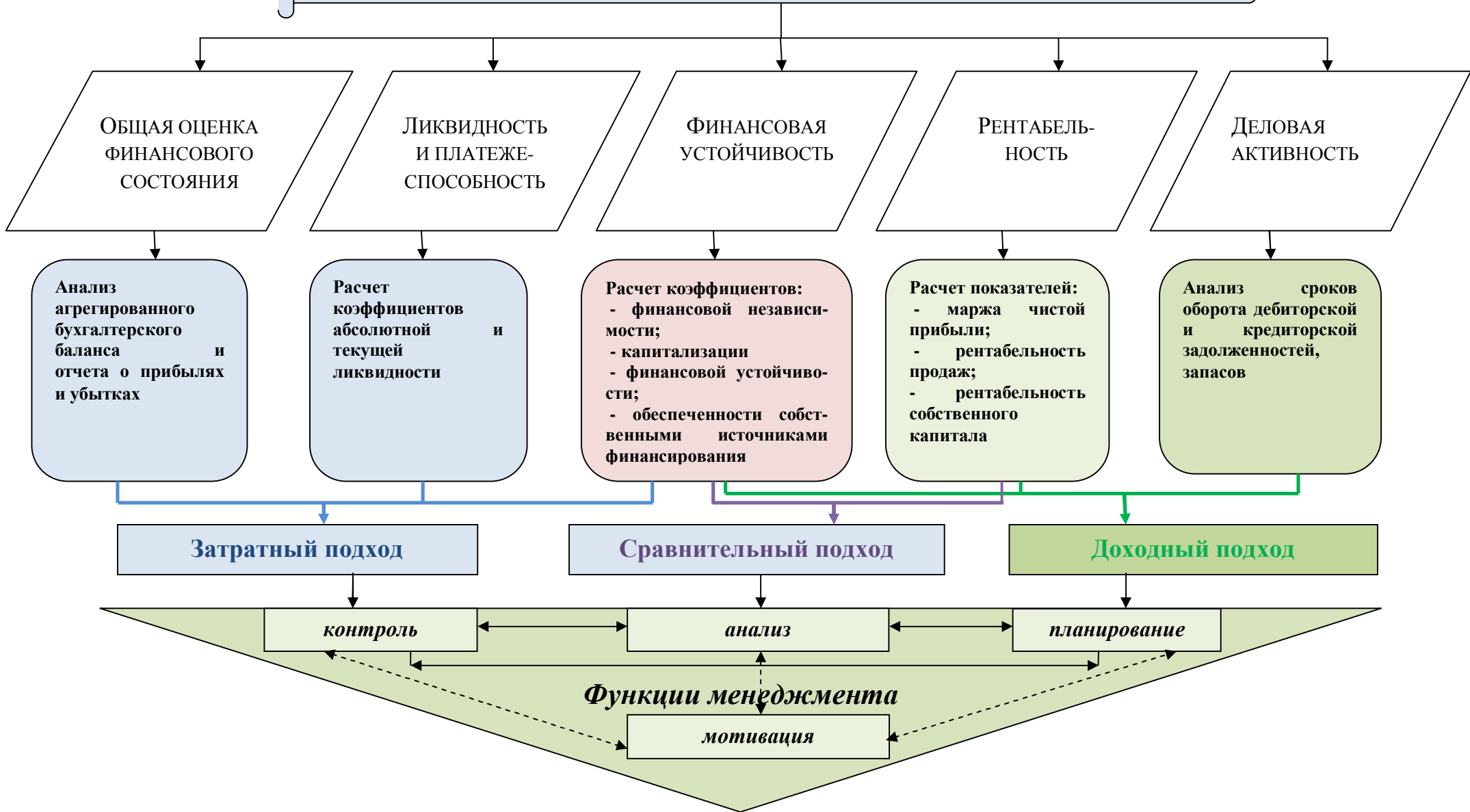


Рисунок 5 – Взаимосвязь предлагаемой системы финансовых показателей и функций менеджмента

## **2.2. Механизм информационного обеспечения деятельности по определению стоимости предприятий**

В предыдущих разделах диссертационной работы подчеркивалось важное значение информации в осуществлении деятельности по определению стоимости предприятия, необходимость наличия достоверных, полных, долгосрочных ретроспективных исходных данных для проведения расчетов.

В связи с описанием технологии определения стоимости промышленного предприятия в данном параграфе излагаются результаты анализа правовых, методических и практических вопросов информационного обеспечения оценочной деятельности, как одного из исходных этапов определения стоимости промышленного предприятия, а также разработанные на основе проведенного анализа рекомендации по его совершенствованию. Автор уделяет данному вопросу особое внимание, учитывая трудности поиска нужной информации, требующие известной квалификации, временных, а иногда и материальных затрат, что усложняет работу не только внешних экспертов, но и, в первую очередь, специалистов аналитических / финансовых служб предприятия.

Правовое регулирование информационного обеспечения деятельности по определению стоимости предприятий осуществляется в рамках:

- базовых федеральных законов, регулирующих отношения в области сбора, распространения и получения информации;<sup>87</sup>
- федеральных законов и иных нормативных правовых актов, непосредственно относящиеся к информационному обеспечению оценочной деятельности;<sup>88</sup>
- федеральных законов, регламентирующих условия доступа к финансовой информации, ее предоставления и распространения в Российской Федерации, необходимой для расчета финансовых показателей предприятий в связи с оценкой их стоимости.<sup>89</sup>

---

<sup>87</sup> К ним относятся: Федеральный закон от 27 июля 2006 года № 149-ФЗ «Об информации, информационных технологиях и о защите информации» [80], Федеральный закон от 21 июля 1993 года № 5485-1 «О государственной тайне» [81] и Федеральный закон от 29 июля 2004 года № 98-ФЗ «О коммерческой тайне» [101]

<sup>88</sup> Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»; приказы Минэкономразвития России, утверждающие федеральный стандарты оценки (далее – ФСО): ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы и требования», утвержденным приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 256 (в ред. приказа Минэкономразвития РФ от 22 октября 2010 № 509); ФСО № 3 «Требования к отчету об оценке» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 254) [100].

<sup>89</sup> Федеральный закон от 21 октября 1996 года № 129-ФЗ «О бухгалтерском учете» [82]; Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 6 декабря 2011 года № 402-ФЗ [96]; Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» [83]; Федеральным законом от 27 июля 2010 года № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности» [85]; Федеральный закон от 3 ноября 2006 года № 174-ФЗ «Об автономных учреждениях» [86]; Федеральном законе от 22 апреля 1996 года № 39-

Проведенный анализ первой и второй группы нормативных правовых актов позволяет сделать вывод о том, что федеральное законодательство, а также ФСО №1 и №3 содержат нормы, создающие основу информационного обеспечения оценки стоимости предприятий в Российской Федерации, определяющие:

- назначение информации;
- содержание информации, в том числе информации внутренней, характеризующей финансово-экономическое, технологическое и иное состояние предприятия, и информации внешней, характеризующей состояние рынка, в рамках которого функционирует предприятие;
- общие требования к используемой информации;
- права и обязанности оценщиков относительно использования предоставляемой им заказчиками информации.

В то же время, исследование показало, что в настоящее время в федеральном законодательстве, в федеральных стандартах оценочной деятельности отсутствуют общие нормы прямого действия, обязывающие заказчиков, иные организации обеспечивать доступность для оценщиков информации, необходимой для оценки стоимости предприятий, а также определяющие содержание, состав и способы распространения этой информации.

Отсутствие таких норм, по мнению автора, базирующемся, в том числе, на собственной практике, осложняет получение исчерпывающей, достоверной и оперативной информации, необходимой для оценки стоимости предприятия. Кроме того, это ограничивает применение всех предусмотренных законодательством подходов к оценке, осложняет использование эффективных методов оценки, приводит к дефициту информации при подготовке отчетов об оценке, негативно отражающемуся на качестве оценочной деятельности [63].

Все это, в конечном счете, «сужает» возможности использования результатов оценочной деятельности для повышения эффективности управления промышленными предприятиями Российской Федерации, сдерживает расширение масштабов оценки стоимости предприятий в стране, в том числе в авиационной промышленности.

По этой причине, в рамках совершенствования организации информационного обеспечения оценки стоимости предприятий автором предлагается зафиксировать требование «доступности информации» в Федеральном законе № 135-ФЗ и в ФСО №1.

В процессе исследования автором были также обобщены и проанализированы федеральные законы, регламентирующие условия доступа к финансовой информации, необходимой для расчета финансовых показателей предприятий в связи с определением их стоимости.

Проведенное обобщение показало, что законодательство Российской Федерации устанавливает нормы, регламентирующие порядок предоставления бухгалтерской отчетности в ряде сфер экономической деятельности (секторах экономики), а также организациями различных форм собственности.

Однако, изменения законодательства в области бухгалтерского учета<sup>90</sup> снизили открытость, доступность соответствующей информации, сохранив ее лишь в отношении предприятий, относящихся к отдельным видам экономической деятельности и организационно-правовых форм. В результате получение информации, необходимой для оценки стоимости предприятий, оказалось еще более затрудненным.

С учетом действующих норм российского законодательства автором проведен количественный анализ уровня «открытости» предприятий Российской Федерации, с позиций доступности информации, необходимой для определения стоимости предприятия, в первую очередь – бухгалтерской отчетности, используемой при проведении финансового анализа.

Расчеты, проведенные на основе Центральной базы статистических данных Росстата (Статрегистр) [64], показали, что удельный вес организаций, относящихся к субъектам естественных монополий (транспортировка нефти и нефтепродуктов по магистральным трубопроводам, транспортировка газа по трубопроводам и пр.)<sup>91</sup> составил в 2010 году 2,04% общего числа предприятий и организаций, учтенных в Статрегистре.

В промышленности Российской Федерации удельный вес предприятий, относящихся к открытым акционерным обществам (ОАО) в общей численности промышленных предприятий (организаций) в 2009 году составил 15,6%. [65] По отношению к общему числу коммерческих организаций в стране их доля не превышала 0,3%.

Полученные на основе проведенного анализа данные, далеко не исчерпывающие,<sup>92</sup> позволяют сделать вывод о том, что современное российское законодательство не создает условия для широкого распространения промышленными предприятиями общедоступной информации

---

<sup>90</sup> В новой версии Федерального закона «О бухгалтерском учете» от 6 декабря 2011 года № 402-ФЗ [96] норма о публичности бухгалтерской отчетности исключена, что освободило открытые акционерные общества в промышленности от обязанности ее широкого открытого распространения. При этом изменения, внесенные в Федеральный закон «О бухгалтерском учете», не были отражены в Федеральном законе от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» [83], статья 92 которого, по-прежнему содержит норму, обязывающую открытое общество раскрывать годовой отчет общества, годовую бухгалтерскую отчетность; проспект ценных бумаг общества в случаях, предусмотренных правовыми актами Российской Федерации.

<sup>91</sup> Федеральным законом от 17 августа 1995 года № 147-ФЗ (ред. от 25 декабря 2008) «О естественных монополиях» [88] установлена обязанность субъектов естественных монополий обеспечивать свободный доступ к информации о своей деятельности (статья 8).

<sup>92</sup> В связи с дефицитом данных, в расчетах не учитывалось число ОАО в других отраслях экономики (строительство, сельское хозяйство и пр.).

о собственной деятельности, в том числе бухгалтерской отчетности. В целом по Российской Федерации эту информацию раскрывает не более 3% общего числа хозяйствующих субъектов, являющихся коммерческими организациями.

Как следствие, при определении стоимости предприятий в промышленности России специалисты сталкиваются с трудностями информационного обеспечения. На поиск достаточной, достоверной и существенной информации, отвечающей требованиям федеральных стандартов оценки, затрачивается значительное время и средства. В первую очередь это относится к оценке предприятий реального сектора экономики, в том числе – предприятий авиационной промышленности, в отношении которых действуют к тому же законодательные ограничения на доступ и распространение информации об экономической деятельности.

В результате осложняется определение достоверной рыночной стоимости предприятий и принятие, на основе оценки, обоснованных управленческих решений – как оперативного, так и стратегического характера.

Для сравнения автором была изучена практика нормативного правового регулирования информационного обеспечения оценочной деятельности в США – страны, имеющей многолетний опыт оценки предприятий / бизнеса в условиях развитой рыночной экономики.<sup>93</sup>

Анализ показал, что в США требования к содержанию информационного обеспечения оценки стоимости предприятия / бизнеса зафиксированы в стандартах оценочной деятельности, утвержденных как правительственными структурами, так и профессиональными сообществами оценщиков (ассоциаций, обществ, институтов и пр.).

Стандарты, используемые этими структурами, включают в различных комбинациях: а) общие требования к содержанию информации, используемой при проведении оценки стоимости предприятия и/или; б) требования к содержанию экономической информации, используемой при проведении оценки стоимости предприятия и/или; в) требования к содержанию финансовой информации, используемой при проведении оценки стоимости предприятия.

Общие требования к содержанию информации, определенные действующими в США стандартами оценки, в целом весьма сходны, а в ряде документов и одинаковы. Так, стандарты Департамента внутренних доходов Министерства финансов США (Business Valuation Standards, The Internal Revenue Service, 2006) [66] и Национальной ассоциации сертифицированных оцен-

---

<sup>93</sup> Автором изучены стандарты 5-ти ведущих структур США, специализирующихся в области оценки стоимости предприятий / бизнеса, с позиций отражения в них требования к содержанию информации, используемой для оценки: Департамент внутренних доходов Министерства финансов США (The Internal Revenue Service, USA); Институт оценщиков бизнеса (The Institute of Business Appraisers); Американский институт сертифицированных бухгалтеров (American Institute of Certified Public Accountants); Американское общество оценщиков (American Society of Appraisers); Национальная ассоциация сертифицированных оценщиков - аналитиков (National Association of Certified Valuation Analysts).

щиков-аналитиков (NACVA Professional Standards, National Association of Certified Valuation Analysts 2008) [67] определено, что оценщик должен анализировать информацию, характеризующую:

- природу и историю бизнеса с момента создания компании (предприятия);
- обзор современной ситуации в экономике и, особенно, в соответствующей отрасли экономики;
- балансовую стоимость ценных бумаг (акций) компании (предприятия) или доли в бизнесе, а также финансовые условия бизнеса компании (предприятия);
- способность компании (предприятия) получать доходы;
- способность компании (предприятия) выплачивать дивиденды;
- наличие или отсутствие у компании (предприятия) «гудвилла» или иных нематериальных активов;
- объем продаж компанией (предприятием) акций или иных ценных бумаг;
- рыночную стоимость акций или иных ценных бумаг корпораций или предприятий, действующих в сходных сферах бизнеса;
- иную соответствующую информацию.

Стандарт Института оценщиков бизнеса (Business Appraisal Standards, The Institute of Business Appraisers 2001) [68] предусматривает, что помимо вышеперечисленных сведений, оценщик должен анализировать также информацию о перспективах развития бизнеса / предприятия, соответствующей отрасли экономики и экономики в целом.

Стандартом Американского общества оценщиков (ASA Business Valuation Standards, 2009) [69] установлено, кроме того, что оценщик должен собрать и проанализировать следующую информацию: об оцениваемых материальных и/или нематериальных активах и пассивах компании (предприятия); об экономических факторах, влияющих на бизнес компании (предприятия); о рынках капитала, в т.ч. доступные данные о нормах прибыли/рентабельности, ставках дохода на альтернативные вложения; данные фондовых бирж, данные о слияниях и приобретениях.

Стандарт Американского института сертифицированных бухгалтеров (AICPA Statement on Standards for Valuation Services, American Institute of Certified Public Accountants, 2007) [70] предусматривает, что в дополнение к вышеперечисленным видам информации, оценщик должен анализировать также сведения, характеризующие законодательство, регулирующее бизнес компании (предприятия); организационную структуру бизнеса / компании (предприятия); менеджмент компании (предприятия); продукцию и/или услуги, производимые компанией (предприятием); основных покупателей и поставщиков; конкурентную среду на соответствующем



рынке товаров и/или услуг; риски бизнеса / предприятия на соответствующем рынке товаров и/или услуг.

Из вышеизложенного видно, что зафиксированные в стандартах оценочной деятельности США требования к информации, которую обязан предоставлять заказчик и которую обязан анализировать оценщик, значительно более конкретны и исчерпывающи, по сравнению с аналогичными требованиями отечественных стандартов ФСО №№1 и 3.

С учетом этих требований в США государственными структурами и неправительственными организациями (коммерческими и некоммерческими) создана информационная база, обеспечивающая надежность и достоверность результатов оценки стоимости бизнеса / предприятий. Аналогичная информационная база создана и в других экономически развитых странах. В ходе подготовке диссертации сведения об этих источниках информации были проанализированы, обобщены и приведены в Приложениях 9 и 10.

Опыт США может быть рекомендован для использования в Российской Федерации в целях совершенствования нормативной правовой базы, обеспечивающей деятельность по оценке стоимости предприятий в Российской Федерации доступной, достаточной и достоверной информацией.

Обобщение и анализ имеющихся отечественных публикаций, проведенный автором, показал, что в настоящее время в Российской Федерации многие методологические вопросы информационного обеспечения деятельности по оценке стоимости предприятий недостаточно проработаны.

Это относится, в первую очередь, к терминологии информационного обеспечения оценочной деятельности. Так, в имеющихся публикациях российских специалистов термин «организация информационного обеспечения оценочной деятельности» используется как в официальных документах,<sup>94</sup> так и в работах отдельных авторов<sup>95</sup>. Однако содержание самого термина при этом не раскрывается.

В этой связи применительно к целям настоящего исследования «организацию информационного обеспечения оценочной деятельности» автор предлагает определять как совокупность действий заинтересованных сторон (физических и/или юридических лиц) по сбо-

---

<sup>94</sup> В соответствии с Федеральным законом № 135-ФЗ (статья 22.1) в перечень функций саморегулируемых организации оценщиков входит «организация информационного и методического обеспечения своих членов».

<sup>95</sup> См. об этом, например, статью «Содержание локального информационного обеспечения при проведении оценочной деятельности». Размещена в сети Интернет по адресу: <http://msd.com.ua/ocenka-stoimosti-oborudovaniya/soderzhanie-localnogo-informaci>.

ру/предоставлению, обобщению и систематизации данных (сведений, сообщений), необходимых для подготовки отчета о результатах проведенной работы<sup>96</sup>.

Анализ, проведенный в рамках настоящего исследования, выявил также не единообразие используемых в литературе перечней требований к информации, используемой в оценочной деятельности, а также далеко не полное их соответствие положениям федерального стандарта ФСО №1.<sup>97</sup> В то же время, обращает на себя внимание отсутствие в этих перечнях требования доступности.

Между тем, доступность информации, как отмечалось выше, является важным показателем ее качества, определяющим, наряду с достаточностью и достоверностью, возможность использования в оценочной деятельности. Доступность информации обеспечивается наличием соответствующих процедур ее получения и преобразования в удобной для восприятия пользователя форме.<sup>98</sup>

С учетом вышеизложенного автор предлагает расширить перечень обязательных требований к информации, используемой в оценочной деятельности, включив в него требования достоверности, достаточности и доступности информации.

Важной, с позиций организации, является классификация видов информационного обеспечения деятельности по оценке стоимости предприятий. В отечественной литературе приводятся классификации видов информационного обеспечения предприятия базирующихся на различных критериях: внутренняя и внешняя информация<sup>99</sup>; обычная и специфическая информация; финансовая, правовая, управленческая, технико-технологическая, хозяйственно-экономическая<sup>100</sup>; информация, относящаяся к имуществу предприятия и информация, содер-

<sup>96</sup> Под отчетом о результатах проведенной работы подразумевается: отчет об оценке объекта оценки в соответствии с требованиями законодательных и иных нормативных правовых актов Российской Федерации – в случае внешней оценки; резюмирующий документ, отражающий основные этапы и результаты оценки, - в рамках внутренней оценки.

<sup>97</sup> Цитируется по данным: <http://www.ma-na-ger.ru/theory/121-2010-01-02-13-12-10/746-2010-01-02-13-22-24/>; Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. М.: Интерреклама, 2003 [15]; публикация, размещенная в сети Интернет по адресу: [http://www.appraiser.ru/UserFiles/File/Guidance\\_materials/Business/General/bus/g04.pdf](http://www.appraiser.ru/UserFiles/File/Guidance_materials/Business/General/bus/g04.pdf); Система информации. Статья размещена по адресу: <http://www.biznes-ocenka.com>; Информационное обеспечение оценки. Статья размещена по адресу: <http://www.mabico.ru/lib/698.html>.

<sup>98</sup> См. об этом, например, материал, размещенный в сети Интернет по адресу: <http://imcs.dvgu.ru/lib/eastprog/information.html>.

<sup>99</sup> Информационное обеспечение оценки. Материал размещен по адресу: <http://www.mabico.ru/lib/698.html>. Аналогичная классификация предлагается и другими авторами: Оценка стоимости предприятия (бизнеса), Щербаков В.А., Щербакова Н.А. Адрес в сети Интернет: <http://vernikov.ru/component/k2/item/131.html#31>; <http://rojnov.narod.ru/inform.htm>.

<sup>100</sup> Оценка стоимости предприятия (бизнеса) /А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: Интерреклама, 2003 [15].

жащая характеристики предприятия как бизнеса; публичная и конфиденциальная информация и пр. Встречается иная, многокритериальная классификация видов информации, используемой при оценке стоимости предприятия [71].

Рассматривая предлагаемые классификации видов информационного обеспечения оценки стоимости предприятия, автор исходил из того, что любая классификация предполагает решение, по крайней мере, двух основных задач. Она должна быть представлена в надежном и удобном для обозрения и распознавания виде, заключать в себе максимально полную информацию о ее объектах [72], упорядочивать, систематизировать их совокупность, облегчать ее восприятие. В то же время, классификация должна служить основой для определенных последующих практических действий.

Этим требованиям существующие классификации отвечают не в полной мере, поскольку в них, в том числе, не определены такие важные, с точки зрения теории и практики оценочной деятельности, критерии, как источники получения необходимой для целей оценки информации и формы ее распространения/получения.

В этой связи автором разработана оригинальная классификация видов информационного обеспечения, используемой для определения стоимости предприятий, учитывающая отмеченные выше недостатки (рисунок 6). Она, по мнению автора, удобна в восприятии, структурирована, проста и может быть рекомендована для практического использования специалистами, осуществляющими оценочную деятельность.

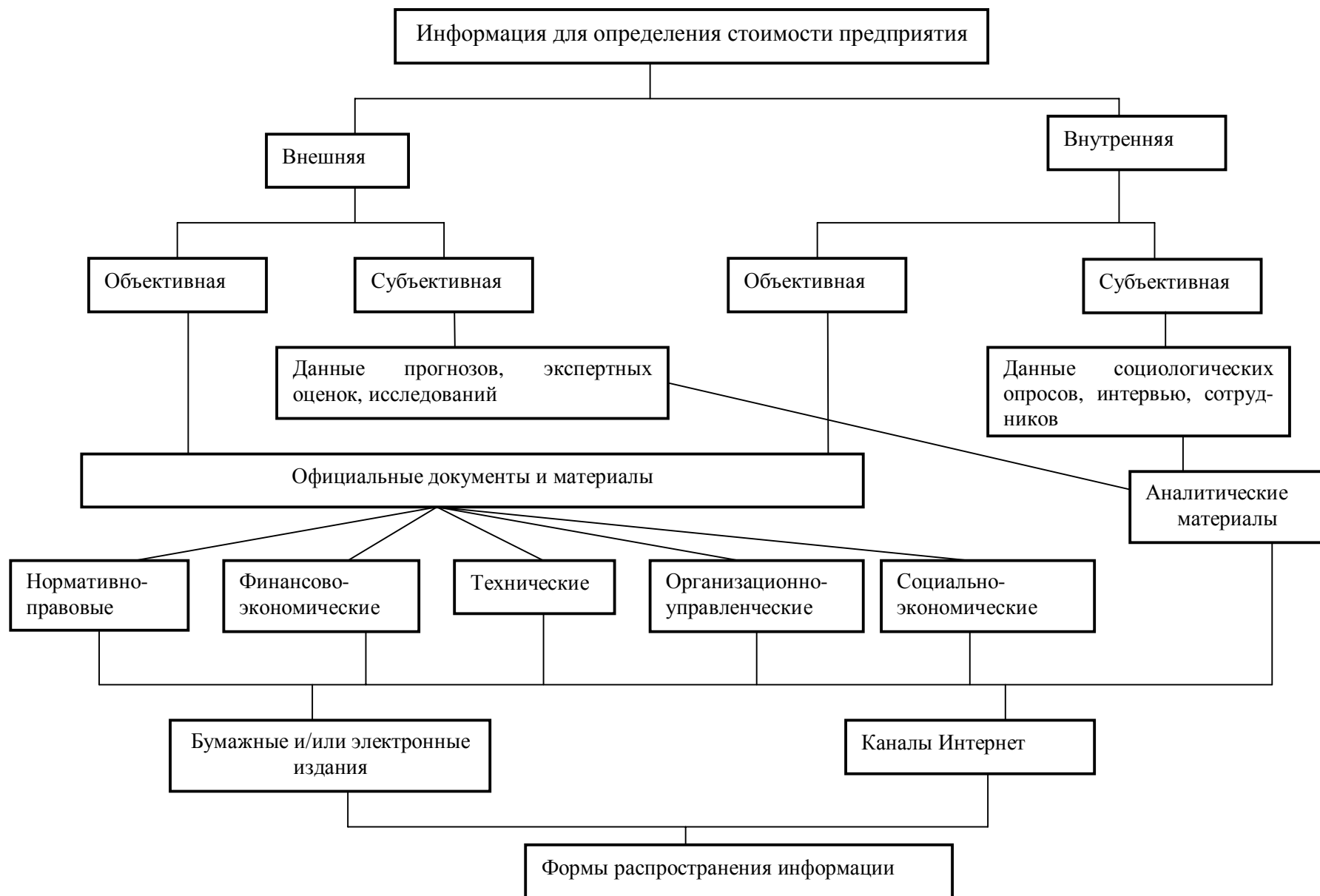


Рисунок 6 - Предлагаемая классификация видов информации, используемой для определения стоимости предприятий

Отсутствует в современных отечественных публикациях также классификация субъектов информационного обеспечения оценочной деятельности.

Исходя из приведенного выше определения, а также с учетом собственного практического опыта автор предлагает для использования в литературе и учебных материалах следующий перечень субъектов организации информационного обеспечения оценочной деятельности:

а) Потребители информации:

- оценщики (физические и/или юридические лица);
- саморегулируемые организации оценщиков (СРО);
- органы государственной власти;
- иные заинтересованные организации;

б) Поставщики информации:

- заказчики, заключившие договор с оценщиком на проведение оценки объекта оценки;
- органы государственной власти и органы местного самоуправления, обязанные распространять информацию о своей деятельности в соответствии с требованиями федеральных и региональных законов, нормативных правовых актов органов местного самоуправления<sup>101</sup>;

- иные обладатели информации - юридические и физические лица, самостоятельно создающие информацию, либо имеющие на основании закона или договора право на ее распространение (передачу). К иным обладателям информации относятся ассоциации (объединения) товаропроизводителей; информационно-аналитические агентства; исследовательские, консалтинговые, маркетинговые фирмы; издательские дома; службы бизнес-информации и т.п.;

- операторы информационных систем - юридические и физические лица, осуществляющие деятельность по эксплуатации информационных систем (баз данных).

Направления и характер взаимодействия субъектов организации информационного обеспечения оценочной деятельности в Российской Федерации представлены схематично на рисунке 7.

Проведенная автором оценка организации информационного обеспечения оценочной деятельности посредством предложенной схемы позволила сделать вывод о том, что в Российской Федерации организация информационного обеспечения оценочной деятельности носит в настоящее время, в основном, неформализованный характер, недостаточно регламентирована нормативными правовыми актами, не обеспечена ни методически, ни технически.

Как видно из рисунка 7, в преобладающем большинстве случаев информационное взаимодействие между субъектами носит необязательный характер и осуществляется по запросам оценщиков и СРО.

---

<sup>101</sup> Здесь и ниже использованы понятия, определенные Федеральным законом от 27 июля 2006 № 149-ФЗ «Об информации, информационных технологиях и о защите информации» [80].

Обязательность представления информации, относящейся к оценочной деятельности в Российской Федерации в настоящее время носит ограниченный характер – только во взаимоотношениях оценщиков и СРО, - поскольку последним Федеральным законом № 135-ФЗ вменена в обязанность организация информационного обеспечения своих членов.

Однако на практике эта обязанность реализуется СРО в ограниченных масштабах, что подтверждается результатами проведенного автором изучения материалов официальных сайтов ведущих российских СРО, с целью выявления на них сведений о проводимой работе по информационному обеспечению оценщиков.

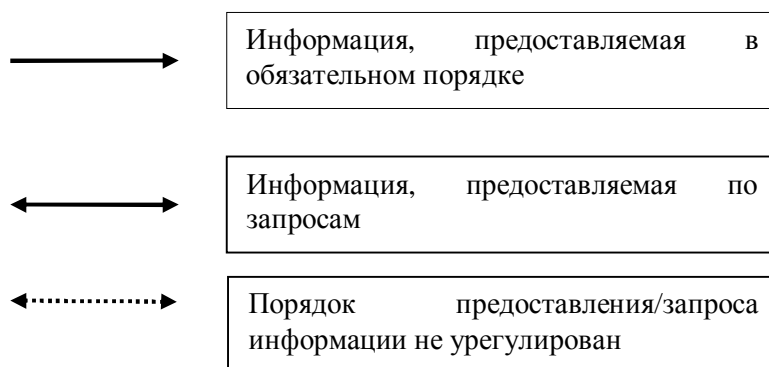


Рисунок 7 - Схема взаимодействия субъектов организации информационного обеспечения деятельности по определению стоимости предприятия

Из полученных в процессе исследования данных видно (Приложение 6), что состав информации, предоставляемой СРО оценщикам, не унифицирован, не систематизирован, информация не носит оперативный характер. Приводимые на сайтах СРО сведения в значительной мере ограничиваются ссылками на базы данных других организаций. Третья часть СРО вообще не размещает на своих сайтах какую-либо информацию, необходимую для оценщиков. Содержащиеся на сайтах СРО сведения имеют ограниченную практическую ценность с позиций наличия данных, которые могут быть использованы для подготовки отчетов об оценочной деятельности. Тем самым, осложняется деятельность оценщиков, что вынуждает их заниматься самостоятельным поиском требуемой информации. Отсутствуют в настоящее время унифицированные механизмы информационного взаимодействия СРО с иными обладателями информации и операторами информационных систем.

Из вышеизложенного следует необходимость выработки практических инструментов информационного обеспечения оценщиков силами СРО с целью повышения эффективности организации информационного обеспечения оценочной деятельности. Для этого, по мнению автора, необходима разработка сопоставимого программного обеспечения и установление обязанности СРО вести соответствующие базы данных на основе единой методологии.

В литературе имеются и иные предложения, связанные с совершенствованием организации информационного обеспечения деятельности по оценке стоимости предприятий, заслуживающие, по мнению автора, практического внедрения [73]:

- регламентация нормативным правовым актом Правительства России предоставления государственными, региональными и муниципальными органами власти имеющейся у них информации/баз данных субъектам оценочной деятельности;

- разработка силами СРО классификации видов информации, необходимой для оценочной деятельности, в зависимости от типа оцениваемого объекта собственности, вида определяемой стоимости, стандартных оценочных подходов (методов оценки); определение требований к составу информационных баз, требований к формам представления данных (электронные базы данных, каталоги, справочники, периодические издания, интернет-сайты с доступом к базе данных в режиме «онлайн» и т. п.) и их актуализации; разработка методических рекомендаций (руководства) по интерпретации данных информационных баз по типовым объектам (недвижимости, оборудования) для целей оценки.

Вопросы обеспечения оценочной деятельности необходимой информацией рассматриваются в ряде публикаций отечественных и зарубежных специалистов - в учебниках и учебных

пособиях по оценке бизнеса<sup>102</sup>; в специальных публикациях оценщиков - практиков, а также специалистов в области Интернет - технологий<sup>103</sup>. Перечень баз данных, рекомендуемых для проведения оценки бизнеса, размещен на сайте фонда «Институт экономики города» [74]. КATALOGИ электронных и бумажных носителей информации, рекомендуемой для оценки бизнеса, приведены в сети Интернет<sup>104</sup>. Однако, как показало проведенное исследование, вопросы оптимизации поиска информации, необходимой для оценки стоимости предприятий, в том числе предприятий авиационной промышленности России, в этих работах не рассматриваются.<sup>105</sup>

Между тем, как показало проведенное автором исследование (Приложение 7), перечни, виды, источники информации, необходимые для оценки стоимости предприятий, крайне многочисленны, различаются в разрезе секторов экономики и целей оценки. Поиск и нахождение нужных данных в этих условиях требует известной квалификации и затрат времени.

По этой причине, в целях оптимизации процесса поиска информации, необходимой для оценки стоимости предприятий, на основе обобщения имеющихся в Российской Федерации и за рубежом материалов автором сформирован перечень источников информации, рекомендуемый для использования при оценке стоимости предприятий, в том числе предприятий авиационной

---

<sup>102</sup> Бариленко В.И., Кузнецов С.И., Плотникова Л.К., Кайро О.В. Анализ финансовой отчетности: учебное пособие. 3-е изд.- М.: КНОРУС, 2010 [58]; Г.Б.Поляк, И.А. Акодис, Т.А.Краева и др. Финансовый менеджмент. Учебник для вузов, – М., Финансы, ЮНИТИ, 1997 [111]; Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехов В.В. Оценка бизнеса. Учебное пособие. 2-е изд. – СПб.: ИД «Питер», 2008 [112]; Оценка бизнеса. Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. Учебник. 2-е изд. – М.: «Финансы и статистика», 2008 [52]; Оценка бизнеса. Электронный учебный курс. Составитель - А.В. Зайцев. ФГОУ ВПО «Кубанский аграрный университет». (размещен в сети Интернет по адресу: <http://ozenka-biznesa.narod.ru/main.htm>) [117].

<sup>103</sup> А.Арустамов. Анализ бизнес-информации – основные принципы. 2010. Размещено в сети Интернет по адресу: <http://www.basegroup.ru/library/methodology/analysisbusinessdata/>; Информационное обеспечение оценки бизнеса. Размещено в сети Интернет по адресу: <http://rojnov.narod.ru/inform.html>; Основные принципы алгоритма работы поисковых систем. Алгоритм поиска информации по сайтам. 2009. Размещено в сети Интернет по адресу: <http://own-site.ru/poiskovaya-sistema/76-2009=11-05-53-24?1a79dd74df95ba041f>.

<sup>104</sup> См. например: <http://www.assessor.ru/links/index.html>.

<sup>105</sup> Характерно, что в работах всемирно известных зарубежных специалистов в области оценки – А. Дамодарана, Шеннона П. Пратта, публикациях других авторитетных зарубежных профессиональных оценщиков вопросы поиска и получения информации для проведения оценки бизнеса вообще не рассматриваются – в связи с тем, что в связи с условиями правового обеспечения эти вопросы для них не являются проблемой. Лаконично вопросы информационного обеспечения оценочной деятельности излагаются в публикациях иных иностранных авторов. Так, Джеймс Р.Хитчнер упоминает о возможности получения платной информации в базах данных Интернет (BIZCOMPS, Done Deals, Mergerstat, Pratt's Stats) [91]. Американские экономисты У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли приводят перечень периодических изданий, публикуемых в бумажном виде, а также размещаемых в сети Интернет, рекомендуемых практикуемым оценщикам [92]. Лайза Д.Джонсон детально описывает конкретные веб-сайты в сети Интернет, содержащие аналитические отчеты и справочники (например, Standard & Poor's), рекомендуемые оценщикам, предлагает использовать для поиска возможности различных систем (Yahoo, Alta Vista, Excite, HotBot, Infoseek, Lycos) и специальных метасистемных поисковых программ (SavvySearch, MetaCrawler, All-in-One и пр.) [95].



промышленности России, подготовке отчетов об оценке в соответствии с требованиями федеральных стандартов.

Отечественными источниками информации, характеризующей авиационные предприятия России, являются:

- периодические издания - журналы «Авиационная промышленность», «Авиаиндустрия», «Авиаинформ», «Авиационный рынок», «Авиапанорама», «Авиация», «Авиация и космонавтика», «Авиация общего назначения», «Вестник авиационного флота», «Авиатранспортное обозрение». В сети Интернет размещены электронные версии этих изданий;

- информационные аналитические обзоры/аналитические исследования, подготавливаемые по заказам клиентов российскими отраслевым научно-исследовательскими институтами и консалтинговыми фирмами<sup>106</sup>;

- базы данных предприятий авиационно-космической промышленности. База данных НИИЭАП, например, содержит сведения об инфраструктуре авиапрома, о предприятиях - производителях авиационных и ракетных двигателей, агрегатов и оборудования летательных аппаратов (ЛА), беспилотных ЛА и воздушных мишеней, бортового ракетного вооружения, бортовой электроники и связи, наземного оборудования, самолетов и вертолетов<sup>107</sup>;

- сайты предприятий авиационной промышленности России. Перечень сайтов приведен на портале Интернет объединения предприятий российской промышленности РОСПРОМ.<sup>108</sup> Используя электронные адреса конкретных авиационных предприятий, можно получить тексты уставных и иных внутренних документов, годовые отчеты, в том числе бухгалтерские отчеты, списки аффилированных лиц и иные данные, необходимые для проведения оценки и подготовки отчета об оценке.

Значительный объем информации, характеризующей современное состояние и перспективы развития авиационную промышленность в мире, содержится в зарубежных источниках, в том числе размещен на специализированных сайтах в сети Интернет. Автором составлен перечень таких сайтов, их адреса в сети Интернет, краткая характеристика содержания информации и условия получения приведены в Приложении 8.

---

<sup>106</sup> В качестве примера комплексного аналитического исследования можно привести обзор, содержащий прогноз состояния авиационной промышленности России до 2015 года, подготовленный Консалтинговая компания BIMMACON (Материал размещен на сайте компании в сети Интернет по адресу: <http://www.bimmacon.ru/macro/review/detail.php?ID=2190>). ОАО «Научно-исследовательский институт экономики авиационной промышленности» (НИИЭАП) также готовит информационно-аналитические отчеты, характеризующие производственную деятельность, финансовое состояние и иные характеристики компаний [102].

<sup>107</sup> Материал размещен на сайте компании в сети Интернет по адресу: <http://www.avias.com>.

<sup>108</sup> Адрес портала РОСПРОМ в сети Интернет: <http://www.rospprom.org/>

В целях оптимизации поиска требуемых при оценке стоимости предприятий данных автором разработан и предлагается алгоритм поиска информации (Рисунок 8), позволяющий сократить время поиска и увеличить объем информации, необходимой для обеспечения оценщиков достоверными и полными данными для определения стоимости предприятий.

Использование данного алгоритма предполагает:

1. Организацию параллельного (во времени) поиска внутренней и внешней информации на основе единого информационного запроса, вытекающего из определенных целей оценки, согласованных с заказчиком. Тем самым, создается возможность экономии времени на сбор и получение необходимых сведений.

2. Ориентацию при получении внешней информации на материалы, размещаемые в специализированных печатных изданиях и/или в сети Интернет. Тем самым, помимо экономии времени и средств достигается также максимально возможная полнота охвата имеющейся информации, относящейся к объекту оценки и целям оценки.

3. Организацию, при необходимости, повторного запроса о предоставлении внутренней и внешней информации. Тем самым, обеспечивается получение полных и достоверных данных, соответствующих требованиям ФСО.

Реализация вышеизложенных предложений позволит, по мнению автора, повысить методологический уровень и эффективность организации информационного обеспечения деятельности по определению стоимости предприятий в Российской Федерации, упростит деятельность внутренних оценщиков, что будет способствовать расширению масштабов оценочной деятельности и повышению ее роли в эффективном управлении и производстве.

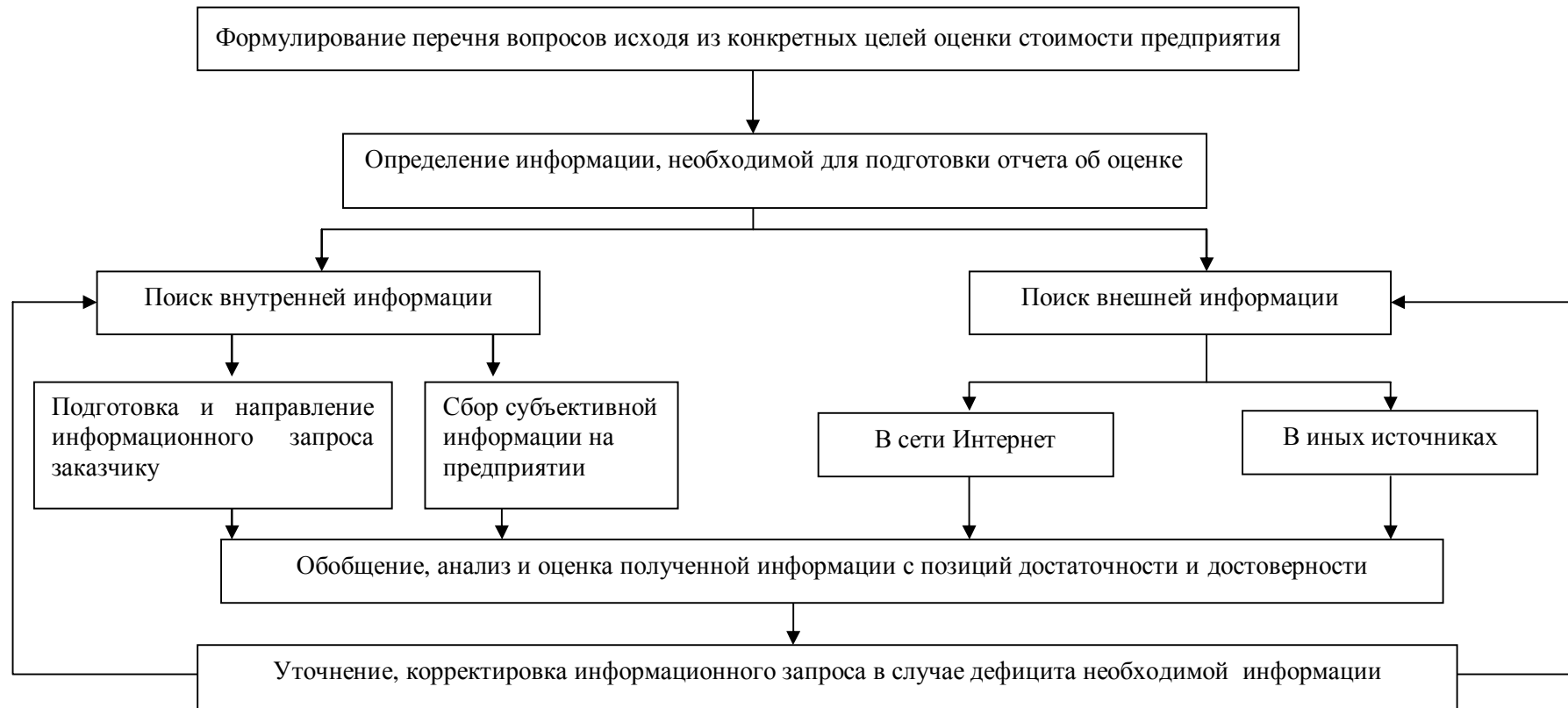


Рисунок 8 - Алгоритм поиска информации для определения стоимости промышленного предприятия

### **2.3. Технология определения стоимости промышленного предприятия как инструмента внутрифирменного управления**

Как показал проведенный анализ, развитие промышленных предприятий в Российской Федерации происходит под все более усиливающимся влиянием внешней среды. Это влияние является следствием как развития рыночных отношений в экономике страны, так и все более активном и широком участии России в мировой экономике, в том числе вследствие участия в ВТО и иных межгосударственных организациях.

Повышение эффективности промышленного производства, в том числе в авиационной промышленности России, в этих условиях может и должно обеспечиваться, как отмечалось в Главе I, путем последовательного внедрения на всех уровнях стратегического программного (проектного) управления на основе концепции управления стоимостью.

Данный подход предполагает проведение менеджментом перманентного анализа текущей, в том числе хозяйственной деятельности предприятий, и разработку проектов (планов, программ) развития на среднесрочную и долгосрочную перспективы в интересах повышения стоимости предприятий, учитывающих как показатели собственной деятельности, так и параметры соответствующих рынков промышленного производства (российского и зарубежного).

Подобный подход позволяет уже на стадии проектной разработки определить место, занимаемое предприятием на рынке, выявить существующие проблемы и обосновать решения (действия), которые должны быть реализованы менеджментом в перспективе для повышения рыночной стоимости предприятия.

Переход от исключительно оперативного, текущего управления производством к стратегическому программному (проектному) управлению, ориентированному на повышение стоимости предприятия, предполагает необходимость овладения и использования менеджментом новыми методами и технологиями управления.

Одним из таких методов, как обосновывается в диссертационной работе, является осуществление оценочной деятельности в рамках внутрифирменного менеджмента.

Внедрение оценочной деятельности в рамках внутрифирменного менеджмента в настоящее время сдерживается, как отмечалось выше, рядом причин (сложившиеся стереотипы мышления, недостаточная осведомленность о возможностях оценочной деятельности с позиций повышения эффективности производства и управления, доминирование пропаганды эффективности «внешней» оценки, отсутствие методик проведения оценочной деятельности силами специалистов предприятий, дефицит необходимой информации, недостаточная квалификация персонала и пр.).

В результате действия совокупности этих факторов промышленные предприятия, в том числе малые и средние, составляющие преобладающую часть предприятий страны, либо вооб-

ще не используют оценочную деятельность в интересах повышения стоимости, эффективности производства и управления, либо вынуждены, при необходимости, затрачивать значительные средства на привлечение внешних оценщиков.

В этих условиях очевидна необходимость разработки и внедрения технологии определения стоимости предприятия, которая может быть реализована силами специалистов предприятий в рамках внутрифирменного менеджмента.

Данная технология призвана в рамках действующего законодательства, регулирующего оценочную деятельность:

- повысить оперативность, облегчить и упростить проведение всего объема работ, связанных с определением стоимости предприятия силами собственных специалистов, при сохранении на достаточном уровне, надежности и достоверности полученных результатов;
- обеспечить менеджмент предприятия информацией, позволяющей рассматривать альтернативы решений и выбор вариантов стратегий развития в рамках разрабатываемых проектов (программ) в интересах максимизации стоимости предприятия.

Как было отмечено выше в разделе 1.3. диссертационной работы, в общем виде алгоритм определения стоимости предприятия включает следующие этапы:

- сбор информации об объекте оценки и о его окружении (в т.ч. обзор общеэкономической ситуации; анализ рынка, к которому относится объект оценки);
- анализ показателей хозяйственной деятельности (финансовый анализ);
- применение подходов к оценке, включая выбор методов и осуществление необходимых расчетов;
- согласование результатов применения подходов к оценке и определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- составление отчета об оценке.

Предлагаемая автором технология определения стоимости промышленного предприятия, как инструмента эффективного внутрифирменного управления, ориентированного на повышение стоимости предприятия, предполагает последовательное осуществление 9 этапов работ:

1. поиск информации, необходимой для оценки;
2. финансовый анализ;
3. выбор и обоснование методологии оценки;
4. определение текущей стоимости предприятия;
5. корреляционно-регрессионный анализ зависимостей между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности, и независимыми финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы;
6. определение скорректированной текущей стоимости (диапазона стоимости) промышленного предприятия на основании полученных зависимостей;
7. сопоставление результатов, полученных на предыдущих этапах;

8. анализ вариантов развития с целью максимизации стоимости промышленного предприятия;

9. формирование наиболее оптимального варианта развития предприятия в условиях изменения внешней среды.

Таким образом, предложенная технология дополняет стандартные этапы оценки блоком экспресс-оценки (этапы 5, 6), направленным на определение как текущей, так и диапазона будущей стоимости предприятия, а также возможностью формирования наиболее оптимального варианта развития и максимизации стоимости промышленного предприятия в условиях изменения внешней среды.

Предлагаемая автором технология дополняет и упрощает стандартную процедуру оценочной деятельности (ориентированную на повышение стоимости предприятий), позволяет осуществлять ее на систематической основе специалистами самих предприятий за счет следующих положений<sup>109</sup>:

- сбор необходимой информации ускоряется и упрощается посредством разработанного автором алгоритма и сформированного перечня источников данных;

- проведение анализа хозяйственной деятельности предприятия реализуется посредством формирования и применения ограниченного числа независимых финансовых показателей, необходимых и достаточных для определения стоимости предприятия в рамках внутрифирменного менеджмента;

- использование экспресс-оценки, основанной на методе корреляционно-регрессионного анализа<sup>110</sup>, позволяет определить основные драйверы роста стоимости компании, повышает оперативность, сокращает трудоемкость и стоимость стандартных оценочных работ.

Схема этапов реализации предлагаемой технологии представлена на рисунке 9.

---

<sup>109</sup> Предложения автора по упрощению этапов сбора информации и финансового анализа могут применяться не только в ходе реализации технологии, но и при осуществлении оценочной деятельности «внешними» оценщиками.

<sup>110</sup> Как было отмечено выше, методы корреляционного и регрессионного анализа использовались автором не только в ходе разработки технологии оценки стоимости промышленного предприятия, но и для определения набора коэффициентов, необходимых и достаточных для получения достоверных, надежных результатов анализа хозяйственной деятельности для целей определения стоимости промышленных предприятий.

Основная задача корреляционного анализа – выявление связи между случайными переменными путем точечной и интервальной оценки парных коэффициентов корреляции, вычисления и проверки значимости множественных коэффициентов корреляции и детерминации, оценки частных коэффициентов корреляции. Корреляционный анализ позволяет также оценить функцию регрессии одной случайной переменной на другую.

Применение корреляционного анализа позволяет решить следующие задачи:

1. Определить изменение результативного показателя под воздействием одного или нескольких факторов (в абсолютном измерении), т. е. выяснить, на сколько единиц изменяется величина результативного показателя при изменении факторного на единицу.
2. Установить относительную степень зависимости результативного показателя от каждого фактора [104], [105].

Этап I: Поиск информации, необходимой для оценки, посредством предложенного автором алгоритма и перечня источников данных

Этап II: БЛОК ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА

Финансовая диагностика текущей деятельности предприятия

Проведение *перманентного* анализа хозяйственной деятельности предприятия

Создание информационной базы системы финансовых коэффициентов

Анализ избыточности финансовых коэффициентов

Формирование системы независимых финансовых коэффициентов

Выбор методологии оценки в рамках затратного, сравнительного и доходного подхода к оценке

В рамках сравнительного подхода к оценке: анализ сопоставимости оцениваемого и аналогичных предприятий

В рамках доходного подхода: при расчетах собственного оборотного капитала, ставки дисконтирования, анализе показателей рентабельности

Применение коэффициентов финансового анализа в последующих оценочных расчетах

Этап III: Выбор и обоснование методологии оценки, базируясь в т.ч. на результатах анализа хозяйственной деятельности и полученной информации

Этап IV: Самостоятельная (силами специалистов компании) или посредством привлечения внешних оценщиков определение текущей стоимости предприятия  $C = \sum_{j=1}^3 k_j \times C_j$ , где:

C – итоговая стоимость промышленного предприятия; j- количество подходов, используемых при определении рыночной стоимости предприятия; C<sub>j</sub> - рыночная стоимость предприятия, определенная доходным, затратным или сравнительным подходами; K<sub>j</sub> – коэффициент, характеризующий уровень значимости (удельный вес) подхода для оценки.

БЛОК ЭКСПРЕСС-ОЦЕНКИ

Этап V: Выявление показателей, определяющих результаты оценочной деятельности. Корреляционно-регрессионный анализ по выявлению зависимостей C<sub>j</sub>(N) между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности (например, капитализация, величина денежного потока), и независимыми финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы.

Этап VI: Определение скорректированной текущей стоимости (диапазона стоимости) промышленного предприятия на основании полученных зависимостей по формуле:  $C_{кор} = \sum_{j=1}^3 k_j \times C_j(N)$ , где:

C<sub>кор</sub> – скорректированная стоимость промышленного предприятия; j- количество подходов, используемых при определении рыночной стоимости предприятия; C<sub>j</sub>(N) - рыночная стоимость предприятия, определяемая доходным, затратным или сравнительным подходами, в т.ч. как функция зависимости от соответствующего финансового показателя; K<sub>j</sub> – коэффициент, характеризующий уровень значимости (удельный вес) подхода для оценки стоимость предприятия.

Этап VII: Сопоставление результатов Этапа IV и Этапа VI. Последующая реализация технологии в случае не существенной погрешности расчетов (отклонение не более 15%).

Этап VIII: Анализ вариантов развития с целью максимизации стоимости промышленного предприятия. Целевая функция:  $Скор(C) \rightarrow \max$

Этап XI: Формирование наиболее оптимального варианта развития предприятия в условиях изменения внешней среды

Рисунок 9. – Основные этапы технологии определения стоимости промышленного предприятия как инструмента эффективного внутрифирменного управления

Далее более подробно остановимся на каждом из обозначенных выше этапов.

**Этап I. Поиск информации**, необходимой для оценки, посредством предложенного автором алгоритма и перечня источников данных.

Процесс сбора информации об оцениваемом предприятии; его потенциальных конкурентах; рынке, на котором функционирует данная компания; макроэкономическом окружении в стране и регионе осуществляется (должен осуществляться) не только внешними экспертами в ходе проведения оценки, но и специалистами аналитических / финансовых служб предприятия. Данная информация важна как в ходе определения стоимости предприятия, так и при определении места (позиционировании) компании на конкурентом рынке.

Следует отметить, что в связи с частыми изменениями, происходящими во внешней среде, посредством предложенного алгоритма и перечня источников данных автором рекомендуется создание перманентно обновляемых (не менее 1 раза в месяц) баз данных, отслеживающих изменения нижеприведенных параметров:

- текущие и прогнозные макроэкономические показатели: налоговое окружение; курсы валют; уровень инфляции; стоимость нефти/газа; тарифы на тепло/электро – энергию; железнодорожные тарифы и др. (в т.ч. параметры, позволяющие спрогнозировать будущую стоимость основного сырья и конечной продукции (услуг), реализуемых предприятием);

- информация об основных конкурентах (как на российском, так и зарубежных рынках), в т.ч.: о сделках по их купле/продаже; об их производственной и финансово-экономической деятельности; инвестиционных программах; ценовой политике и ее изменениях; рынках сбыта и др.;

- информация фондовых рынков, включая зарубежные торговые площадки, о стоимости акций компаний-аналогов и количестве их акций в обращении; индексах фондовых рынков;

- информация о сделках с крупными объектами движимого и недвижимого имущества, аналогичных / идентичных тем, которыми владеет оцениваемое предприятие.

Ведение и обновление предлагаемых баз данных существенно сократит сроки проведения оценочных работ. При этом актуализацией данной информации на предприятии могут заниматься специалисты, обладающие аналитическими способностями и владеющие навыками поиска информации в сети Интернет.

## **Этап II: Блок финансового анализа.**

Анализ хозяйственной деятельности осуществляется на любом предприятии по той или иной методике расчета, с использованием различных программных продуктов специалистами финансовых служб (либо привлеченными специалистами: аудиторами / оценщиками).

В предлагаемой автором технологии в рамках данного блока, основываясь на данных бухгалтерской отчетности и возможностей Microsoft Excel, предполагается создание информа-



ционной базы с целью последующего формирования системы независимых финансовых коэффициентов. Разработанная для целей определения стоимости промышленных предприятий система независимых показателей приведена в таблице 26. Апробация данной системы осуществлена автором на примере ОАО «Челябинский металлургический комбинат» и 17 предприятий, входящих в ОАО «ОАК». Вместе с тем в ходе реализации технологии на предприятии, выступающем в качестве объекта оценки, для подтверждения сделанных выводов, автор рекомендует проведение аналогичных работ по исследованию корреляционных зависимостей между основными финансовыми показателями, входящими в систему. В случае, если анализ корреляционной зависимости между показателями отражает высокую степень факторной связи (более 70%), то один из коэффициентов можно исключить (если он непосредственно не задействован в оценочных процедурах). При этом работы по созданию системы независимых коэффициентов могут осуществляться единовременно, но расширение исследуемого временного периода оказывает влияние на точность расчетов. Расчет независимых финансовых коэффициентов, входящих в сформированную систему, должен производиться не реже 1 раза в квартал.

Независимые финансовые коэффициенты используются в оценочных работах, а также влияют на выбор методологии оценки.

Так в рамках доходного подхода при расчете ставки дисконтирования учитывается финансовая структура предприятия (коэффициент капитализации (финансовый рычаг)); при расчете собственного оборотного капитала (СОК) предприятия и анализе сроков оборота его составляющих – показатели деловой активности (коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности; коэффициент оборачиваемости запасов; коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности); в ходе анализа результатов деятельности предприятия осуществляется сопоставление показателей рентабельности (рентабельность продаж и маржи чистой прибыли) в различные временные периоды. Пример применения финансовых коэффициентов в доходном подходе к оценке приведен на рисунке 10.

Если доходы предприятия носят стабильный характер и не ожидается существенных скачков величины денежного потока компании, то применяется метод капитализации (в противном случае - метод дисконтирования денежных потоков) в рамках доходного подхода.

При сравнительном подходе в условиях сопоставимости финансового состояния оцениваемого предприятия с аналогичными компаниями применяется метод рынка капитала / метод сделок, в противном случае – метод предыдущих сделок с объектом оценки.

В случае «нормального» финансового состояния при реализации затратного подхода применяется метод стоимости чистых активов (в противном случае - метод оценки ликвидационной стоимости).

Реализация метода дисконтирования денежных потоков	
<p>Расчет стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков (C):</p> $C = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^{(t-0,5)}} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$	<p><math>CF_t</math> – денежный поток в t-й год прогнозного периода;  <math>TV</math> – терминальная стоимость компании;  <math>WACC</math> – ставка дисконтирования;  <math>n</math> – последний год прогнозного периода.  Для получения окончательной величины стоимости вносятся поправки на:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- недостаток/излишек собственных оборотных средств предприятия,</li> <li>- стоимость неоперационных активов, не участвовавших в формировании денежного потока;</li> <li>- величину чистого долга</li> </ul>
<p>Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC):</p> $WACC = W_e \times R_e + W_d \times R_d \times (1-T)$	<p><math>W_e</math> – доля собственного капитала в структуре инвестированного капитала компании;  <math>R_e</math> – стоимость привлечения собственного капитала;  <math>W_d</math> – доля заемного капитала в структуре инвестированного капитала компании;  <math>R_d</math> – стоимость привлечения заемного капитала;  <math>T</math> – эффективная ставка налога на прибыль.</p>
<p>Расчет ставки доходности для собственного капитала (<math>R_e</math>):</p> $R_e = R_f + \beta_{relevered} \times (R_m - R_f) + S_1 + S_2$ <p>Расчет коэффициента бета (<math>\beta_{relevered}</math>):</p> $\beta_{relevered} = \beta_{unlevered} \times (1 + (1-T) \times \frac{D}{E})$	<p><math>R_f</math> – норма дохода по безрисковым вложениям;  <math>(R_m - R_f)</math> – премия за риск долгосрочного вложения в акции;  <math>R_m</math> – среднерыночная норма доходности;  <math>S_1</math> – премия за страновой риск;  <math>S_2</math> – премия за малую капитализацию.</p>
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;"> <p>Для расчета <math>W_e</math> и <math>W_d</math>, D/E необходим анализ (в т.ч. по компаниям-аналогам) коэффициента капитализации</p> </div>	
Расчет CFt	Финансовые коэффициенты, используемые для расчета
<p>Выручка от реализации  (-) Операционные расходы</p> <hr style="border-top: 1px dashed black;"/> <p><i>Gross margin, %</i></p> <p>(-) Коммерческие и управленческие расходы  (+/-) Прочие доходы и расходы:</p>	<p><b>Анализ рентабельности продаж, %</b> = (Прибыль от продаж / Выручка от продаж)</p>
<p><b>ЕБИТДА</b></p> <p>(-) Амортизационные отчисления  (-) Налог на прибыль</p>	
<p><b>ЕБИТ*(1-t)</b></p>	
<p><i>% margin</i></p> <p>(+) Амортизационные отчисления  (-) Капитальные вложения</p> <p>(+/-) Изменение СОК</p>	<p><b>Анализ маржи чистой прибыли, %</b> = (Чистая прибыль / Выручка от продаж)</p> <p><b>Анализ сроков оборота дебиторской и кредиторской задолженностей, запасов для расчета составляющих СОК:</b>  <u>Коэффициенты оборачиваемости дебиторской задолженности; запасов; кредиторской задолженности</u></p>
<b>Расчетный денежный поток (CFt)</b>	

Рисунок 10. – Пример применения финансовых коэффициентов в доходном подходе к оценке

### **Этапы III - IV: Выбор и обоснование методологии оценки. Самостоятельная (силами специалистов компании) или посредством привлечения внешних оценщиков определение текущей стоимости предприятия**

Процесс оценки предусматривает анализ методики оценки (см. раздел 1.3. диссертационной работы), возможности применения или отказа от использования подходов к оценке, базируясь в т.ч. на результатах анализа хозяйственной деятельности и полученной информации.

Выбор уровня значимости (удельного вес-  $K_j$ ) подхода для оценки осуществляется экспертным путем, индивидуально в каждом конкретном случае, на основании анализа преимуществ и недостатков каждого из примененного подходов и методов, достоверности и полноты использованной для определения стоимости информации. Обычно наибольший вес присваивается доходному или сравнительному подходу к оценке.

Пример определения рыночной стоимости акционерного капитала предприятия, выполненного посредством привлечения внешних оценщиков с непосредственным участием автора приведен в Приложении 5.

В рамках описываемой технологии в случае успешной реализации блока экспресс-оценки возможно разовое осуществление трудоемкого и дорогостоящего Этапа IV (в случае, если отсутствует необходимость проведения независимой оценки в соответствии с требованиями законодательства).

### **Этапы V-VII: Блок экспресс-оценки**

Предлагаемая методика экспресс-оценки существенно снижает стоимость оценочных действий, позволяет проводить ее с минимальными затратами силами специалистов предприятия, формируя представление об ориентировочном диапазоне текущей и будущей стоимости предприятия.

Методика экспресс-оценки не является альтернативой стандартной, традиционной оценки стоимости предприятий в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов, а представляет собой дополнительный аналитический инструмент, предназначенный для использования менеджментом предприятий.

Целью экспресс-оценки является упрощение стандартной процедуры оценки текущей стоимости предприятия, в том числе посредством выявления корреляционных зависимостей между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности, и независимыми финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы (определенных на Этапе II). Экспресс-оценка позволяет также определить основные драйверы, факторы роста стоимости компании, базируясь на результатах корреляционно-регрессионного анализа, и использовать их при обосновании стратегий (программ, планов) развития производства.

На Этапе V проводится расчет показателей, определяющих результаты оценки, на основании данных бухгалтерской отчетности и информации фондового рынка. В качестве базовых показателей, определяющих результаты оценки по трем наиболее распространенным методам (метод чистых активов; метод компании-аналога (рынка капитала); метод дисконтированных будущих доходов), предлагается использовать, соответственно, следующие показатели: балансовая стоимость чистых активов предприятия; размер рыночной капитализации; величина денежного потока<sup>111</sup>. Обоснование и методика расчета предлагаемых показателей, определяющих результаты оценки, используемых автором в качестве базиса расчета диапазона текущей и будущей стоимости предприятия, приведено в разделе 1.3. диссертационной работы.

Описание реализации каждого из подходов к оценке (затратного, сравнительного и доходного) в рамках экспресс-оценки приводится ниже:

### **1. Затратный подход (ЗП<sub>экс</sub>)**

➤ В случае «нормального» финансового состояния предприятия, выявленного на Этапе 2, расчет балансовой стоимости чистых активов (в рамках реализации метода (скорректированных) чистых активов) осуществляется на основании Приказа Минфина РФ № 10н, ФКЦБ РФ № 03-6/пз от 29.01.2003 «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ». Согласно данному документу, величина чистых активов определяется по состоянию на определенную дату и представляет собой разницу между суммой активов, принимаемых к расчету, и суммой обязательств как краткосрочного, так и долгосрочного характера.

Далее в рамках экспресс-оценки балансовая стоимость чистых активов (ЧА<sub>баланс экс</sub>) корректируется на коэффициент переоценки, полученный как соотношение рыночной (ЧА<sub>рын внеш</sub>) и балансовой стоимости на дату проведения «внешней» оценки (ЧА<sub>баланс внеш</sub>) - Этап IV. Следует отметить, что результаты данного расчета не будут показательны, если с момента проведения «внешней» оценки произошли существенные изменения в структуре активов, условиях кредитования, изменения макроэкономических условий, создание объекта (ов) интеллектуальной собственности и т.д. В таком случае требуется проведение полноценной корректировки отдельных статей баланса предприятия с целью приближения балансовой стоимости к рыночной.

$$ЗП_{экс} = ЧА_{баланс экс} * \frac{ЧА_{рын внеш}}{ЧА_{баланс внеш}} \quad (\text{формула 2})$$

➤ Если по результатам финансового анализа, либо если у менеджмента предприятия существуют весомые основания для сомнений в способности дальнейшего существования

<sup>111</sup> В случае реализации метода капитализации (прибыли) в качестве базового показателя может выступать чистая прибыль компании.

предприятия, а также, если по окончании второго или каждого последующего финансового года стоимость чистых активов ОАО (ООО) становится меньше определенного законом минимального размера уставного капитала (и в соответствии с п. 4 ст. 90, 99 ГК РФ, общество подлежит ликвидации), то необходимо осуществить расчет ликвидационной стоимости предприятия.

В рамках экспресс-оценки расчет ликвидационной стоимости (диапазона) возможен по нижеследующей формуле [75]:

$$C_{л} = C_{к} \times (1 - K_{б}) \times (1 - K_{л}), \text{ где:} \quad (\text{формула 3})$$

$C_{л}$  - ликвидационная стоимость предприятия;

$C_{к}$  - стоимость рыночной капитализации;

$K_{б}$  - коэффициент, характеризующий различные стадии несостоятельности (банкротства);

$K_{л}$  - коэффициент, характеризующий время ликвидации (реорганизации).

## **2. Сравнительный подход (СП<sub>экс</sub>)**

➤ В случае, если акции оцениваемого предприятия котируются на фондовом рынке, то в рамках экспресс-оценки целесообразно применение метода рынка капитала на основе сделок с акциями компании. На результаты данного подхода традиционно ориентируются и потенциальные инвесторы.

$$СП_{экс} = Ц \times N \times (1 + ПК), \text{ где} \quad (\text{формула 4})$$

$Ц$  - цена акции на дату проведения экспресс-оценки;

$N$  - количество акций в обращении;

$ПК$  - премия за контроль - превышение стоимости акции в составе контрольного пакета над стоимостью акции в составе неконтрольного пакета.

В случае если акции не котируются (либо оценивается ООО), то в рамках экспресс-оценки возможна реализация следующих вариантов расчета текущей стоимости:

### **1. Метод рынка капитала на основе сделок с акциями компаний-аналогов.**

Проведение финансового анализа (Этап II) и сопоставление текущего положения оцениваемого предприятия и компаний-аналогов. В случае, если отобранные в рамках «внешней» оценки компании-аналоги сопоставимы с оцениваемым, то возможна реализация метода рынка капитала силами специалистов компании, или корректировка предыдущих результатов «внешней» оценки на основе сопоставления индекса фондового рынка на дату проведения экспресс- и «внешней» оценки.

### **2. Метод сделок.**

Реализация метода сделок силами специалистов компании.

С целью анализа прогнозного значения СП<sub>ЭКС</sub>, автор предлагает проведение корреляционно-регрессионного анализа по выявлению зависимости между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности (например, размер капитализации) от независимых финансовых коэффициентов, входящих в состав системы.

В случае выявления тесной корреляционной зависимости (величина коэффициента корреляции  $\geq 0,7$ ) между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности от независимых финансовых коэффициентов, входящих в состав системы, возможно определение скорректированной будущей стоимости (диапазона стоимости) промышленного предприятия на основании полученных зависимостей и прогнозного значения фактора, влияющего на стоимость. По мнению автора, корреляционно-регрессионный анализ по выявлению зависимостей следует проводить ежегодно. При этом точность и надежность расчетов обеспечивается путем увеличения числа ретроспективных показателей, определяющих результаты оценочной деятельности, и финансовых коэффициентов, соответственно.

Поскольку на изменение капитализации влияют, как результаты деятельности оцениваемой компании, так и активность рынка, то в расчетах помимо независимых финансовых коэффициентов, входящих в систему, возможен учет дополнительного фактора рыночной среды (например, индекса ММВБ - индекса российского фондового рынка, рассчитываемого ЗАО «ФБ ММВБ» на основе цен сделок, совершаемых с наиболее ликвидными и капитализированными ценными бумагами, допущенными к обращению на бирже<sup>112</sup>).

### 3. Доходный подход (ДП<sub>ЭКС</sub>)

➤ Метод дисконтирования денежных потоков является одним из самых трудоемких, поэтому его реализация в рамках экспресс-оценки предлагается посредством выявления зависимости между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности (например, величина денежного потока) от независимых финансовых коэффициентов, входящих в состав системы. В случае выявления тесной корреляционной зависимости (величина коэффициента корреляции  $\geq 0,7$ ) между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности от независимых финансовых коэффициентов, входящих в состав системы, возможно определение, как текущей, так будущей стоимости (диапазона стоимости) промышленного предприятия на основании полученных зависимостей и прогнозного значения фактора, влияющего на стоимость.

$$ДП_{ЭКС} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+R)^{(t-0,5)}} + \frac{TV}{(1+R)^n}, \text{ где:} \quad (\text{формула 5})$$

<sup>112</sup> Источник: <http://moex.com>.

- $CF_t$  – денежный поток в  $t$ -й год прогнозного периода, рассчитанный на основании выявленной зависимости с финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы;
- $TV$  – терминальная стоимость компании, определяемая по модели Гордона;
- $R$  – ставка дисконтирования;
- $n$  – последний год прогнозного периода.

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{(R - g)}, \text{ где:} \quad (\text{формула 6})$$

$CF_{n+1}$  – денежный поток в первый год постпрогнозного периода (терминальный год);

$g$  – долгосрочный темп роста доходов предприятия в постпрогнозном периоде.

В терминальном периоде возможно допущение о равномерном росте составляющих денежного потока в соответствии со среднеожидаемыми долгосрочными темпами инфляции в России (или долгосрочными темпами инфляции в США, если денежный поток рассчитывается в долларах США), используемыми в качестве долгосрочного темпа роста. Капитальные вложения в постпрогнозном периоде прогнозируются в размере амортизационных отчислений, что соответствует минимальному объему инвестиций, необходимых для замещения основных фондов.

$$CF_{n+1} = CF_n \times (1 + g) \quad (\text{формула 7})$$

➤ Метод капитализации используется в случаях, когда ожидается, что будущие чистые доходы приблизительно будут равны текущим или темпы их роста будут постоянными.

В рамках экспресс-оценки предполагаем, что «Чистая прибыль (убыток)» Формы №2 бухгалтерской отчетности (ЧП), приведенная с помощью коэффициента капитализации, - сопоставима с результатами оценки в рамках доходного подхода. Коэффициент капитализации компании рассчитывается путем вычитания ожидаемого среднегодового темпа роста денежного потока из ставки дисконтирования этой компании:  $K_{\text{кап}} = R - g$ .

$$ДП_{\text{экс}} = \frac{ЧП}{K_{\text{кап}}} \quad (\text{формула 8})$$

Схема реализации блока экспресс-оценки приведена на нижеследующем рисунке.

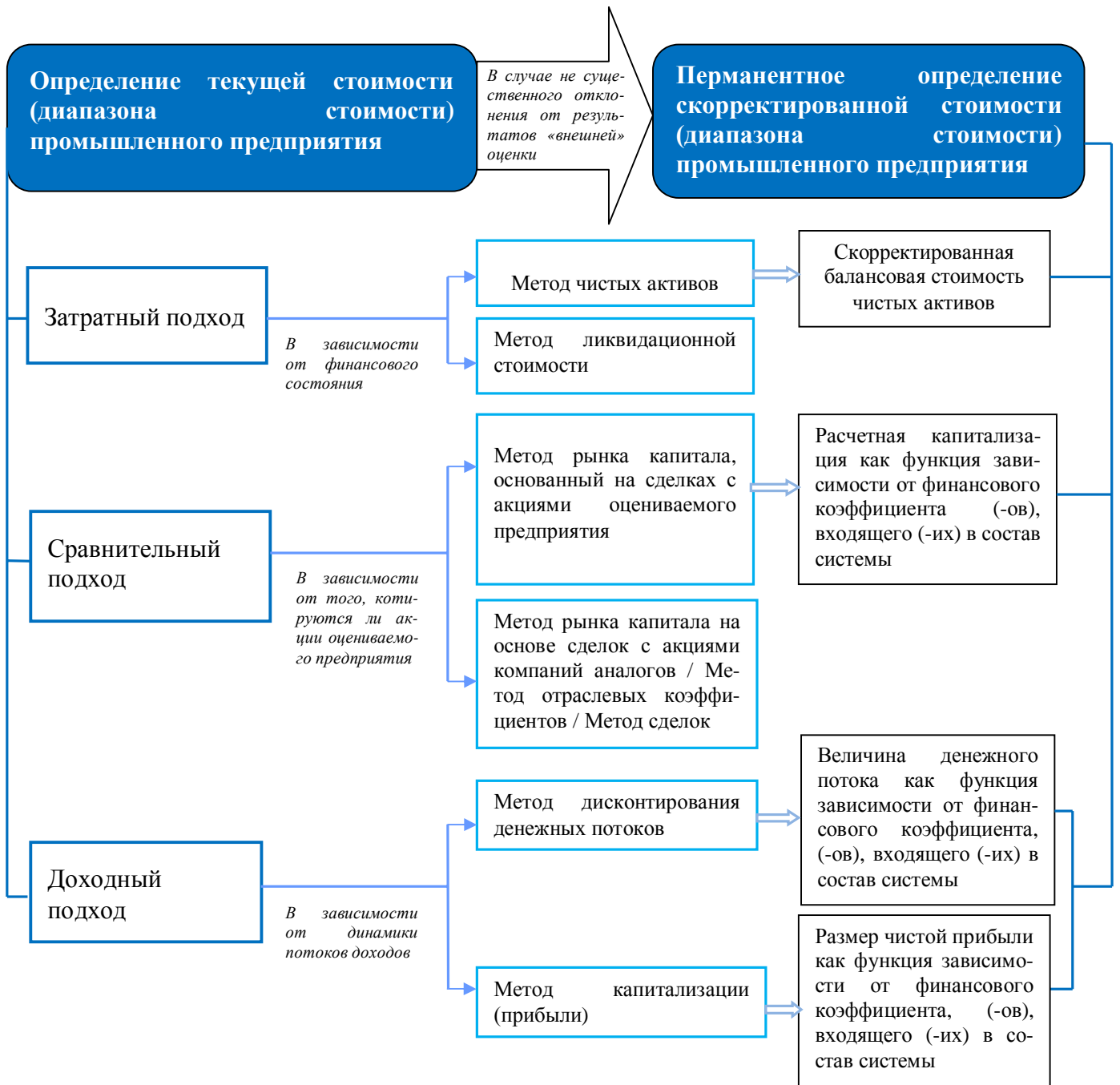


Рисунок 11. Схема реализации блока экспресс-оценки



**Этапы VIII – IX. Анализ вариантов развития с целью максимизации стоимости промышленного предприятия. Формирование наиболее оптимального варианта развития предприятия в условиях изменения внешней среды**

В ходе реализации Этапа VIII (в случае не реализации блока экспресс-оценки) необходимо перманентное повторение Этапа IV с целью выявления базовых параметров, влияющих на стоимость предприятия (например, ставка дисконтирования, стоимость материальных и нематериальных активов, цена и объемы реализации и др.).

При этом выявленные зависимости  $C_j(N)$  между текущими показателями, определяющими результаты оценочной деятельности от независимых финансовых коэффициентов, входящих в состав системы (Этап V - VII), позволяют не только определить текущий диапазон, но и спрогнозировать будущую стоимость промышленного предприятия.

Обеспечение темпов роста совокупной доходности собственников предприятия, превышающих уровень инфляции, позволяет не допустить снижения благосостояния собственников. Однако для задачи планирования роста стоимости предприятия данное условие должно использоваться как ограничение, а не целевая функция. Стоимость предприятия является показателем, зависящим от большого числа факторов как внутренних, так и внешних (в т.ч. региональных). При благоприятных региональных условиях возможные темпы роста стоимости компании могут значительно превосходить темпы инфляции и менеджмент не должен упускать возможности максимизировать благосостояние акционеров и увеличить вклад в социально-экономическое развитие региона.

В этой связи задача планирования устойчивого развития предприятия заключается в планировании такого воздействия объекта управления (промышленного предприятия, в т.ч. предприятия авиационной отрасли) на субъект управления (подсистемы предприятия), при котором достигается максимум скорректированной рыночной стоимости промышленного предприятия для акционеров (собственников). При этом могут вводиться ограничения по региональным факторам активности региона, структуре капитала, на темпы роста совокупной доходности акционеров, на качество активов и др.

### **ГЛАВА 3. РЕЗУЛЬТАТЫ ПРАКТИЧЕСКОЙ АПРОБАЦИИ ПРЕДЛАГАЕМОЙ ТЕХНОЛОГИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ИНСТРУМЕНТА ВНУТРИФИРМЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Апробация предлагаемой технологии производилась на примере ОАО «Челябинский металлургический комбинат» (далее ОАО «ЧМК» - также Предприятие, Компания, Общество) путем:

- поиска информации, необходимой для оценки, посредством предложенного автором алгоритма и перечня источников данных;
- анализа хозяйственной деятельности для целей оценки и формирования системы независимых финансовых коэффициентов;
- определения рыночной стоимости акционерного капитала предприятия, выполненного посредством привлечения внешних оценщиков с непосредственным участием автора (Приложение 5<sup>113</sup>);
- выявления показателей, определяющих результаты оценочной деятельности (величина денежного потока, размер рыночной капитализации, величина чистых активов) и анализа их взаимосвязи с финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы независимых показателей;
- определения скорректированной текущей стоимости (диапазона стоимости) промышленного предприятия на основании полученных зависимостей;
- сопоставления результатов данной экспресс-оценки с оценкой стоимости акционерного капитала, выполненной внешними оценщиками с непосредственным участием автора;
- анализа динамики показателей, определяющих результаты оценочной деятельности, и внесения предложений по оптимизации финансово-экономического положения промышленного предприятия и максимизации его стоимости.

Ниже излагаются результаты апробации, проведенной на основе информации, приведенной в Приложениях 7 и 10.

---

<sup>113</sup> В рамках данного Приложения отражено также, как те или иные коэффициенты анализа хозяйственной деятельности применяются в оценочных расчетах и при выборе методологии оценки.

### 3.1. Диагностика финансово-хозяйственной деятельности при определении стоимости Предприятия.

В связи с созданием 100% дочернего общества ООО «Мечел-Кокс» и соответствующим изменением структуры ОАО «ЧМК», с 1 июля 2006 г. на Предприятии было прекращено производство и реализация коксохимической продукции. 10 апреля 2006 г. было создано дочернее общество ОАО «ЧМК» - ООО «Спецсталь», которому на праве аренды перешли производственные мощности комбината по производству специальных сталей и сплавов. Поэтому в данном финансовом анализе особое внимание было уделено показателям 2007 - 2012 гг.

Анализ проводился по данным официальной бухгалтерской отчетности Компании за период с 2001 по 2012 гг., правильность составления которой не проверялась автором.

#### Анализ бухгалтерского баланса

Для целей финансового анализа на основании данных бухгалтерского баланса Компании Оценщиком был сформирован сравнительный агрегированный баланс. Агрегированный баланс Компании за период с 01.01.2002 по 01.04.2013 приведен в таблице ниже.

Таблица 27- Агрегированный баланс ОАО «ЧМК» на 01.01.2002 г. – 01.04.2013 г., тыс. руб.

Наименование	Код строки	Агрегированный баланс												
		01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05	01.01.06	01.01.07	01.01.08	01.01.09	01.01.10	01.01.11	01.01.12	01.01.13	01.04.13
<b>АКТИВ</b>														
<b>ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>														
Нематериальные активы	110	173	901	880	756	1 379	2 214	1 722	4 728	5 829	2 129	3 009	2 043	1 988
Основные средства	120	5 190 396	5 505 418	5 522 137	8 159 537	11 943 443	13 378 324	18 467 122	19 554 709	19 614 212	19 176 222	37 506 378	44 508 349	44 781 791
Незавершенное строительство	130	1 328 660	1 382 350	2 653 169	4 517 643	6 204 360	7 848 305	3 444 285	4 069 683	4 624 361	6 655 925	0	0	0
Долгосрочные финансовые вложения	140	135 780	189 960	182 365	53 620	53 353	79 689	6 827	6 603 783	8 307 026	6 826	6 826	6 826	6 826
Прочие внеоборотные активы	135+145+150	0	39 702	64 674	115 313	122 519	188 269	489 937	342 724	896 409	2 958 504	3 525 971	3 385 996	3 330 941
<i>Итого внеоборотные активы</i>	<i>190</i>	<i>6 655 009</i>	<i>7 118 331</i>	<i>8 423 225</i>	<i>12 846 869</i>	<i>18 325 054</i>	<i>21 496 801</i>	<i>22 409 893</i>	<i>30 575 627</i>	<i>33 447 837</i>	<i>28 799 606</i>	<i>41 042 184</i>	<i>47 903 214</i>	<i>48 121 546</i>
<b>ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>														
Запасы и НДС	210+220	3 840 037	3 903 139	5 286 676	8 270 721	8 584 761	8 903 682	8 586 384	9 379 439	7 917 834	12 108 520	16 175 776	11 715 104	10 142 371
Дебиторская задолженность	230+240	1 958 072	1 597 737	2 365 572	1 880 107	2 436 113	3 729 332	5 386 893	13 743 464	33 712 112	35 142 975	18 599 427	14 233 471	16 484 682
Краткосрочные финансовые вложения	250	328 485	210 460	145 011	11	0	0	27 524 811	26 588 060	7 505 701	0	0	0	0
Денежные средства	260	61 818	13 943	19 660	6 848	424 693	34 957	321 183	833 763	527 521	146 507	1 309 109	193 885	97 715
Прочие оборотные активы	270	0	0	347 596	0	0	41 337	44 831	7 216	3 587	143 593	102 405	294 912	284 072
<i>Итого оборотные активы</i>	<i>290</i>	<i>6 188 412</i>	<i>5 725 279</i>	<i>8 164 515</i>	<i>10 157 687</i>	<i>11 445 567</i>	<i>12 709 308</i>	<i>41 864 102</i>	<i>50 551 942</i>	<i>49 666 755</i>	<i>47 541 595</i>	<i>36 186 717</i>	<i>26 437 372</i>	<i>27 008 840</i>

Наименование	Код строки	Агрегированный баланс												
		01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05	01.01.06	01.01.07	01.01.08	01.01.09	01.01.10	01.01.11	01.01.12	01.01.13	01.04.13
<b>БАЛАНС</b>	<b>300</b>	<b>12 843 421</b>	<b>12 843 610</b>	<b>16 587 740</b>	<b>23 004 556</b>	<b>29 770 621</b>	<b>34 206 109</b>	<b>64 273 995</b>	<b>81 127 569</b>	<b>83 114 592</b>	<b>76 341 201</b>	<b>77 228 901</b>	<b>74 340 586</b>	<b>75 130 386</b>
<b>ПАССИВ</b>														
<b>КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>														
Уставный капитал	410	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162	3 162
<i>Собственные акции, выкупленные у акционеров</i>	411	6 395 421	6 798 354	-	-	-	-	-	115 370	-	-	-	-	-
Добавочный капитал	420	0	0	6 777 116	6 676 123	6 658 194	5 498 907	5 477 483	5 423 233	5 252 630	5 035 088	4 854 032	4 821 298	4 818 944
Резервный капитал	430	0	790	790	790	790	790	790	790	790	0	0	0	0
Целевые финансирования и поступления	450	538	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	465+470	-2 892 995	-3 486 265	-2 664 417	1 004 423	2 102 265	6 501 680	11 458 790	15 104 737	12 307 054	12 027 736	12 018 441	11 615 615	10 100 462
<i>Итого собственный капитал</i>	490	3 506 126	3 316 041	4 116 651	7 684 498	8 764 411	12 004 539	16 940 225	20 416 552	17 563 636	17 065 986	16 875 635	16 440 075	14 922 568
<b>ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>														
Заемные средства	510	100 562	318 291	1 540 677	1 454 175	6 486 185	9 397 729	32 886 873	27 571 958	30 799 644	20 209 880	23 784 041	30 586 060	28 831 233
Прочие долгосрочные пассивы	515+520	1 498 583	2 024 560	1 622 606	1 332 275	616 215	534 958	972 204	1 229 457	1 136 449	1 684 123	2 553 010	2 626 684	2 556 821
<i>Итого долгосрочные обязательства</i>	590	1 599 145	2 342 851	3 163 283	2 786 450	7 102 400	9 932 687	33 859 077	28 801 415	31 936 093	21 894 003	26 337 051	33 212 744	31 388 054
<b>КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>														
Заемные средства	610	1 689 318	1 600 265	1 852 512	3 409 957	2 621 006	1 799 592	7 341 840	24 201 328	24 238 058	24 374 384	21 947 965	7 396 267	9 157 381
Кредиторская задолженность	620	6 048 701	5 584 347	7 455 213	9 123 040	11 279 105	10 465 610	6 113 605	7 689 260	9 349 240	12 488 770	11 600 270	17 270 217	19 606 574
Доходы будущих периодов	640	131	106	81	611	3 699	3 681	19 248	19 014	19 841	457 092	11 647	0	0
Резервы предстоящих резервов и платежей	650	0	0	0	0	0	0	0	0	7 724	60 966	456 333	21 283	55 809
<i>Итого краткосрочные обязательства</i>	690	7 738 150	7 184 718	9 307 806	12 533 608	13 903 810	12 268 883	13 474 693	31 909 602	33 614 863	37 381 212	34 016 215	24 687 767	28 819 764
<b>БАЛАНС</b>	<b>700</b>	<b>12 843 421</b>	<b>12 843 610</b>	<b>16 587 740</b>	<b>23 004 556</b>	<b>29 770 621</b>	<b>34 206 109</b>	<b>64 273 995</b>	<b>81 127 569</b>	<b>83 114 592</b>	<b>76 341 201</b>	<b>77 228 901</b>	<b>74 340 586</b>	<b>75 130 386</b>
<b>ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>														
Нематериальные активы	110	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Основные средства	120	40,41%	42,87%	33,29%	35,47%	40,12%	39,11%	28,73%	24,10%	23,60%	25,12%	48,57%	59,87%	59,61%
Незавершенное строительство	130	10,35%	10,76%	15,99%	19,64%	20,84%	22,94%	5,36%	5,02%	5,56%	8,72%	0,00%	0,00%	0,00%
Долгосрочные финансовые вложения	140	1,06%	1,48%	1,10%	0,23%	0,18%	0,23%	0,01%	8,14%	9,99%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Прочие внеоборотные активы	135+145+150	0,00%	0,31%	0,39%	0,50%	0,41%	0,55%	0,76%	0,42%	1,08%	3,88%	4,57%	4,55%	4,43%
<i>Итого внеоборотные активы</i>	190	51,82%	55,42%	50,78%	55,84%	61,55%	62,84%	34,87%	37,69%	40,24%	37,72%	53,14%	64,44%	64,05%
<b>ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>														
Запасы	210+220	29,90%	30,39%	31,87%	35,95%	28,84%	26,03%	13,36%	11,56%	9,53%	15,86%	20,95%	15,76%	13,50%
Дебиторская задолженность	230+240	15,25%	12,44%	14,26%	8,17%	8,18%	10,90%	8,38%	16,94%	40,56%	46,03%	24,08%	19,15%	21,94%

Наименование	Код строки	Агрегированный баланс												
		01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05	01.01.06	01.01.07	01.01.08	01.01.09	01.01.10	01.01.11	01.01.12	01.01.13	01.04.13
Краткосрочные финансовые вложения	250	2,56%	1,64%	0,87%	0,00%	0,00%	0,00%	42,82%	32,77%	9,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Денежные средства	260	0,48%	0,11%	0,12%	0,03%	1,43%	0,10%	0,50%	1,03%	0,63%	0,19%	1,70%	0,26%	0,13%
Прочие оборотные активы	270	0,00%	0,00%	2,10%	0,00%	0,00%	0,12%	0,07%	0,01%	0,00%	0,19%	0,13%	0,40%	0,38%
<i>Итого оборотные активы</i>	290	<i>48,18%</i>	<i>44,58%</i>	<i>49,22%</i>	<i>44,16%</i>	<i>38,45%</i>	<i>37,16%</i>	<i>65,13%</i>	<i>62,31%</i>	<i>59,76%</i>	<i>62,28%</i>	<i>46,86%</i>	<i>35,56%</i>	<i>35,95%</i>
<b>БАЛАНС</b>	<b>300</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>ПАССИВ</b>														
<b>КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>														
Уставный капитал	410	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Собственные акции, выкупленные у акционеров</i>	411	49,80%	52,93%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Добавочный капитал	420	0,00%	0,00%	40,86%	29,02%	22,36%	16,08%	8,52%	6,68%	6,32%	6,60%	6,29%	6,49%	6,41%
Резервный капитал	430	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Фонд социальной сферы	450	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	465+470	-22,53%	-27,14%	-16,06%	4,37%	7,06%	19,01%	17,83%	18,62%	14,81%	15,76%	15,56%	15,62%	13,44%
<i>Итого собственный капитал</i>	490	<i>27,30%</i>	<i>25,82%</i>	<i>24,82%</i>	<i>33,40%</i>	<i>29,44%</i>	<i>35,09%</i>	<i>26,36%</i>	<i>25,17%</i>	<i>21,13%</i>	<i>22,35%</i>	<i>21,85%</i>	<i>22,11%</i>	<i>19,86%</i>
<b>ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>														
Заемные средства	510	0,78%	2,48%	9,29%	6,32%	21,79%	27,47%	51,17%	33,99%	37,06%	26,47%	30,80%	41,14%	38,37%
Прочие долгосрочные пассивы	515+520	11,67%	15,76%	9,78%	5,79%	2,07%	1,56%	1,51%	1,52%	1,37%	2,21%	3,31%	3,53%	3,40%
<i>Итого долгосрочные обязательства</i>	590	<i>12,45%</i>	<i>18,24%</i>	<i>19,07%</i>	<i>12,11%</i>	<i>23,86%</i>	<i>29,04%</i>	<i>52,68%</i>	<i>35,50%</i>	<i>38,42%</i>	<i>28,68%</i>	<i>34,10%</i>	<i>44,68%</i>	<i>41,78%</i>
<b>КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>														
Заемные средства	610	13,15%	12,46%	11,17%	14,82%	8,80%	5,26%	11,42%	29,83%	29,16%	31,93%	28,42%	9,95%	12,19%
Кредиторская задолженность	620	47,10%	43,48%	44,94%	39,66%	37,89%	30,60%	9,51%	9,48%	11,25%	16,36%	15,02%	23,23%	26,10%
Доходы будущих периодов	640	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,03%	0,02%	0,02%	0,60%	0,02%	0,00%	0,00%
Резервы предстоящих резервов и платежей	650	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,08%	0,59%	0,03%	0,07%
<i>Итого краткосрочные обязательства</i>	690	<i>60,25%</i>	<i>55,94%</i>	<i>56,11%</i>	<i>54,48%</i>	<i>46,70%</i>	<i>35,87%</i>	<i>20,96%</i>	<i>39,33%</i>	<i>40,44%</i>	<i>48,97%</i>	<i>44,05%</i>	<i>33,21%</i>	<i>38,36%</i>
<b>БАЛАНС</b>	<b>700</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

*Источник: данные Госкомстат (Росстат), расчеты автора*

На протяжении анализируемого периода (за исключением данных на 01.01.2011 и на 01.01.2013) наблюдается рост валюты баланса Компании. Данное изменение обусловлено как ростом стоимости внеоборотных активов, величина которых выросла в 7,2 раз, так и ростом стоимости оборотных активов в 4,4 раза.

По состоянию на последнюю отчетную дату валюта баланса Компании выросла на 485% по сравнению с уровнем на 01.01.2002, что было обусловлено, прежде всего, значительным увеличением валюты баланса в 2007 г., произошедшим в результате осуществления Компанией краткосрочных финансовых вложений, и ростом нераспределенной прибыли в результате благоприятной ценовой конъюнктуры на рынке и роста объемов реализации продукции Общества.

По состоянию на 01.04.2013 валюта баланса возросла относительно уровня на 01.01.2013 на 1,06%, что обусловлено увеличением основных средств и дебиторской задолженности в составе активов Компании. В пассиве Компании выросли, как кредиторская задолженность, так и краткосрочные заемные средства.

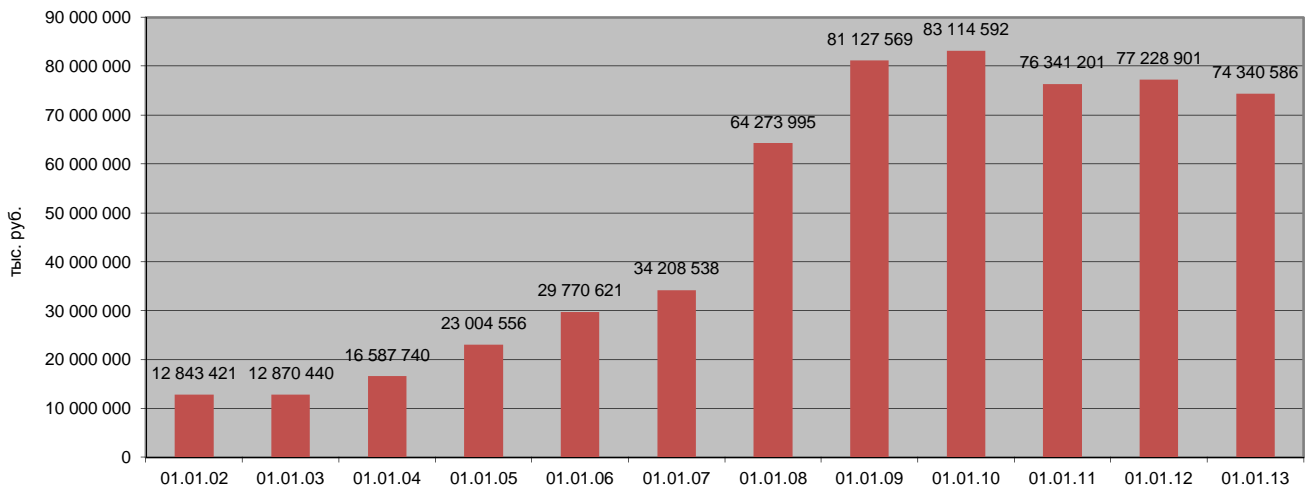


Диаграмма 1 - Динамика валюты баланса ОАО «ЧМК»

*Источник: данные Госкомстат (Росстат), исследование автора*

На протяжении анализируемого периода структура активов Компании претерпела ряд существенных изменений. Так, если в период 01.01.2002 – 01.01.2007 более 50% финансовых ресурсов Компании представлены внеоборотными активами, то в период 01.01.2008 – 01.01.2011 на их долю пришлось порядка 38%, а затем - в период 01.01.2012 – 01.04.2013 доля внеоборотных активов составляет более 60% валюты баланса. Увеличение доли внеоборотных активов в структуре баланса обусловлено существенным ростом основных средств, что, возможно, связано с изменением структуры ОАО «ЧМК».

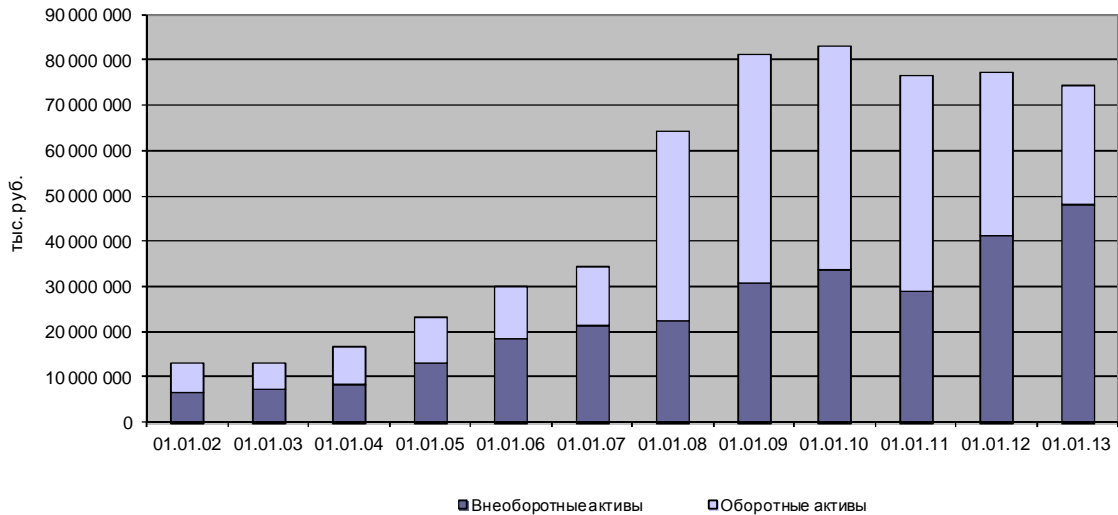


Диаграмма 2 - Динамика укрупненных статей актива ОАО «ЧМК»

*Источник: данные Госкомстат (Росстат), исследование автора*

В течение всего анализируемого периода в структуре внеоборотных активов ОАО «ЧМК» преобладают основные средства. По состоянию на 01.04.2013 доля основных средств составляет 59,61% валюты баланса Компании (или 93,06% внеоборотных активов), что свидетельствует о «тяжелой» структуре актива баланса Общества, характерной для предприятий промышленности.

Положительным моментом является снижение доли незавершенного строительства в валюте баланса.

По состоянию на последнюю отчетную дату нематериальные активы на балансе Компании составляют незначительную величину - 0,003% валюты баланса, что свидетельствует о том, что стратегия Компании не носит инновационного характера, затраты Компании на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы, то есть средства в интеллектуальную собственность направляются в ограниченном объеме. Вместе с тем ОАО «ЧМК» обладает исключительными правами на патенты на изобретения.

Доля дебиторской задолженности Компании в валюте баланса в течение анализируемого периода существенно увеличилась с 15,25% на 01.01.2002 до 21,94% на 01.04.2013. По состоянию на последнюю отчетную дату в структуре дебиторской задолженности преобладает краткосрочная дебиторская задолженность – 99,70%.

Доля запасов в валюте баланса Компании в течение анализируемого периода изменялась неоднозначно. За период 2001 – 2006 гг. доля запасов в валюте баланса изменяется незначительно, составляя в среднем 30,5%, при этом, начиная с 01.01.2008 и до 01.01.2010, доля запасов сокращается, что, возможно, является последствием изменением структуры ОАО «ЧМК». На протяжении 01.01.2010-01.04.2013 средняя доля запасов в валюте баланса составляет 16,5%. По

состоянию на 01.04.2013 доля запасов в валюте баланса сократилась относительно предыдущего периода на 2,3%, составив 13,5% в валюте баланса.

Доля денежных средств и прочих оборотных активов в валюте баланса - незначительны, по состоянию на 01.04.2013 их доля не превышает 1%.

Основные изменения, которые произошли в структуре пассивов Компании, связаны с увеличением доли долгосрочных обязательств и снижением доли собственного капитала и краткосрочных обязательств в валюте баланса. Таким образом, на 01.01.2008, а также начиная с 01.01.2013, основным источником формирования активов ОАО «ЧМК» являются долгосрочные заемные средства. Уменьшение доли собственного капитала в имуществе предприятия за анализируемый период свидетельствует о снижении финансовой независимости Компании от внешних источников финансирования. Вместе с тем, изменение структуры капитала в данный временной период может являться и последствием изменения организационной структуры ОАО «ЧМК».

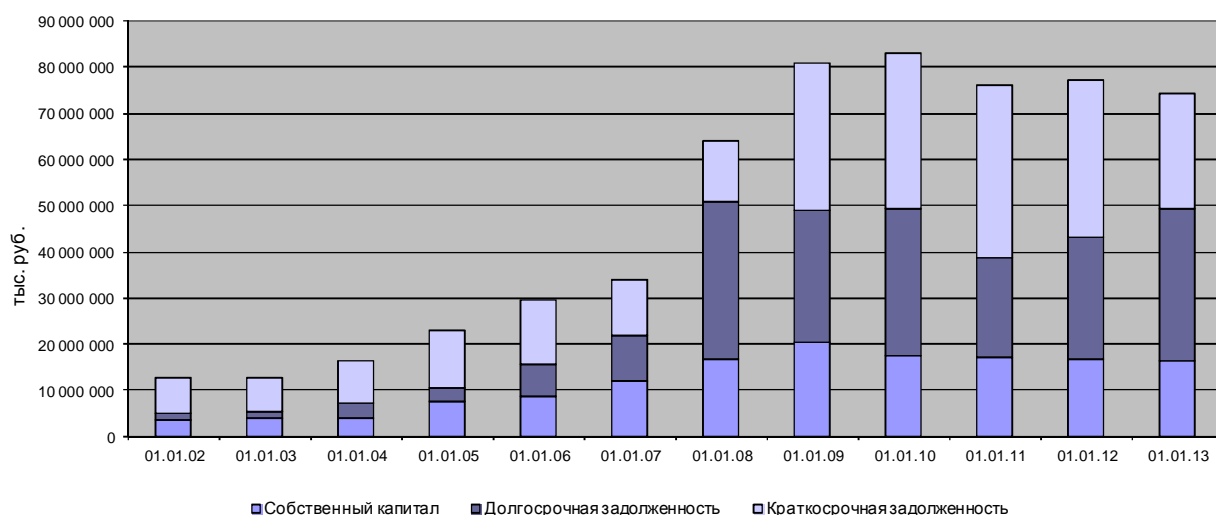


Диаграмма 3 - Динамика укрупненных статей пассива баланса ОАО «ЧМК»

*Источник: данные Госкомстат (Росстат), исследование автора*

На протяжении анализируемого периода собственный капитал Компании сформирован главным образом за счет добавочного капитала и нераспределенной прибыли. Положительным изменением является увеличение доли нераспределенной прибыли в источниках формирования ресурсов Компании. Так, если в начале анализируемого периода (на 01.01.2001) Компания имела убыток, то в конце периода (01.04.2013) доля нераспределенной прибыли в структуре пассивов составила 13,44%. Рост нераспределенной прибыли в течение анализируемого периода обусловил прирост собственного капитала Компании. Рост нераспределенной прибыли, в свою очередь, был обусловлен увеличением объемов реализации, ростом рыночных цен на продукцию Общества. Что касается доли уставного капитала, то она незначительна на протяжении всего анализируемого периода.



Состав краткосрочных обязательств изменился в сторону увеличения доли заемных средств и уменьшения доли кредиторской задолженности. Так, по состоянию на 01.01.2002 Компания имела краткосрочные обязательства преимущественно в виде кредиторской задолженности – 78,17% в структуре краткосрочных обязательств (или 47,10% в валюте баланса), по состоянию на 01.04.2013 доля кредиторской задолженности в составе краткосрочных обязательств Компании составляет – 68,03% (или 26,10% в валюте баланса). По состоянию на 01.04.2013 доля краткосрочных заемных средств в составе краткосрочных обязательств ОАО «ЧМК» составляет 31,77% (или 12,19% в валюте баланса).

### ***Анализ отчета о прибылях и убытках***

В данном разделе автор оценивает объем, динамику выручки и чистой прибыли анализируемой Компании.

В течение 2001-2008 гг. деятельность ОАО «ЧМК» является прибыльной. При этом начиная с 2009 г. ОАО «ЧМК» несет убытки, что обусловлено значительной величиной процентов к уплате и прочих операционных расходов в данный временной период. Показатели отчета о прибылях и убытках Компании за 2001 – 2012 гг. приведены в таблице 28.



В течение анализируемого периода (за исключением кризисного 2009 года и 2012 года) наблюдается устойчивый рост выручки от реализации – на 470%. При этом себестоимость реализованной продукции также увеличилась – на 473%. Таким образом, наблюдается незначительное превышение темпа роста себестоимости над темпами роста выручки от реализации, что является отрицательным моментом в деятельности Компании.

Валовая прибыль Компании является положительной на протяжении 2001-2012 гг. Вместе с тем, начиная с 2009 г. деятельность Компании является убыточной. За 2012 г. убыток составил 435 560 тыс. руб. По мнению автора, убыточная деятельность ОАО «ЧМК» обусловлена как последствием кризисных явлений, так и значительными заимствованиями Компании (существенна величина процентов к уплате), превышением величины прочих операционных расходов над прочими операционными доходами.

### *Анализ ликвидности*

Ликвидность баланса определяется как степень покрытия обязательств Компании ее активами, срок превращения которых в деньги соответствует сроку погашения обязательств. Ликвидность активов определяется как величина, обратная времени, необходимому для превращения их в денежные средства. Чем меньше время, которое потребуется, чтобы данный вид активов превратился в деньги, тем выше их ликвидность. [51]; [76]

Анализ ликвидности баланса заключается в сравнении средств по активу, сгруппированных по степени их ликвидности, с обязательствами по пассиву, сгруппированными по срокам их погашения и расположенными в порядке возрастания сроков. [51]; [76]

В зависимости от степени ликвидности активы предприятия делятся на следующие группы [76]:

А1	Наиболее ликвидные активы	Денежные средства предприятия и краткосрочные финансовые вложения (ценные бумаги)
А2	Быстро реализуемые активы	Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты, и прочие оборотные активы
А3	Медленно реализуемые активы	Прочие статьи II раздела актива баланса: запасы, НДС, дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты, и прочие оборотные активы
А4	Трудно реализуемые активы	Внеоборотные активы.

Пассивы баланса группируются по степени срочности их оплаты [51]; [76]:

П1	Наиболее срочные обязательства	Кредиторская задолженность
П2	Краткосрочные пассивы	Краткосрочные заемные средства, прочие краткосрочные пассивы, расчеты по дивидендам.
П3	Долгосрочные пассивы	Все статьи IV раздела пассива баланса: долгосрочные кредиты и займы и прочие долгосрочные пассивы.
П4	Постоянные (устойчивые) пассивы	Прочие статьи V раздела пассива баланса: доходы будущих периодов, резервы предстоящих расходов и платежей. Все статьи III раздела пассива баланса (собственный капитал).

Баланс считается абсолютно ликвидным, если выполняются следующие условия:

$$A1 \geq П1 \quad A3 \geq П3$$

$$A2 \geq П2 \quad A4 \leq П4$$

В случае, когда одно или несколько неравенств системы имеют противоположный знак от зафиксированного в оптимальном варианте, ликвидность баланса в большей или меньшей степени отличается от абсолютной. При этом недостаток средств по одной группе активов компенсируется их избытком по другой группе в стоимостной оценке. [51]; [76]

Таблица 29 - Анализ ликвидности баланса

Группа	Показатель	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012	01.01.2013
A1	наиболее ликвидные активы	390 303	224 403	164 671	6 859	424 693	34 957	27 845 994	27 421 823	8 033 222	146 507	1 309 109	193 885
П1	наиболее срочные обязательства	6 048 701	5 584 347	7 455 213	9 123 040	11 279 105	10 465 610	6 113 605	7 689 260	9 349 240	12 488 770	12 056 603	17 291 500
-	Платежный излишек/недостаток	-5 658 398	-5 359 944	-7 290 542	-9 116 181	-10 854 412	-10 430 653	21 732 389	19 732 563	-1 316 018	-12 342 263	-10 747 494	-17 097 615
A2	быстро реализуемые активы	1 958 072	1 588 082	2 703 513	1 880 107	2 436 113	3 770 669	5 431 724	11 786 478	23 860 724	35 072 285	18 701 832	14 477 319
П2	краткосрочные пассивы	1 689 318	1 600 265	1 852 512	3 409 957	2 621 006	1 799 592	7 341 840	24 201 328	24 238 058	24 374 384	21 947 965	7 396 267
-	Платежный излишек/недостаток	268 754	-12 183	851 001	-1 529 850	-184 893	1 971 077	-1 910 116	-12 414 850	-377 334	10 697 901	-3 246 133	7 081 052
A3	медленно реализуемые активы	3 809 169	3 909 872	5 286 182	8 263 767	8 581 428	8 899 712	8 550 665	11 303 075	16 638 314	12 200 663	16 175 776	11 766 168
П3	долгосрочные пассивы	1 599 145	2 342 851	3 163 283	2 786 450	7 102 400	9 932 687	33 859 077	28 801 415	31 936 093	21 894 003	26 337 051	33 212 744
-	Платежный излишек/недостаток	2 210 024	1 567 021	2 122 899	5 477 317	1 479 028	-1 032 975	-25 308 412	-17 498 340	-15 297 779	-9 693 340	-10 161 275	-21 446 576
A4	трудно реализуемые активы	6 685 877	7 121 253	8 433 374	12 853 823	18 328 387	21 500 771	22 445 612	30 616 193	34 582 332	28 921 746	41 042 184	47 903 214
П4	постоянные пассивы	3 506 257	3 316 147	4 116 732	7 685 109	8 768 110	12 008 220	16 959 473	20 435 566	17 591 201	17 584 044	16 887 282	16 440 075
-	Платежный излишек/недостаток	-3 179 620	-3 805 106	-4 316 642	-5 168 714	-9 560 277	-9 492 551	-5 486 139	-10 180 627	-16 991 131	-11 337 702	-24 154 902	-31 463 139

Источник: данные Госкомстат (Росстат), расчеты автора

Анализ результатов показал, что за весь анализируемый период баланс Предприятия нельзя признать абсолютно ликвидным, так как соотношения групп активов и пассивов не соответствуют условиям абсолютной ликвидности.

На протяжении всего анализируемого периода (за исключением 01.01.2008-01.01.2009) не выполняется первое неравенство, что свидетельствует о недостатке денежных средств для погашения наиболее срочных обязательств. Причиной невысокой ликвидности баланса на 01.01.2013 является резкое сокращение денежных средств, за счет которых, при необходимости, могут быть погашены наиболее срочные обязательства Компании, наряду с увеличением кредиторской задолженности. В результате недостаток денежных средств по состоянию на 01.01.2013 составил 17 097 615 тыс. руб.

Второе неравенство не выполняется по состоянию на 01.01.2003, 01.01.2005, 01.01.2006, 01.01.2008 – 01.01.2010, 01.01.2012, что связано с наличием у Компании значительной суммы краткосрочных заемных средств в данных отчетных периодах. Однако, по состоянию на 01.01.2002, 01.01.2004, 01.01.2007, 01.01.2011, 01.01.2013 быстро реализуемые активы покрывают краткосрочные пассивы, что говорит о том, что при необходимости Компания сможет погасить свои краткосрочные обязательства. По состоянию на 01.01.2013 у Компании имеется из-

лишек быстро реализуемых активов в размере 7 081 052 тыс. руб., связанный с существенной величиной краткосрочной дебиторской задолженности.

Третье неравенство не выполняется, начиная с 01.01.2007, что обусловлено увеличением доли долгосрочных обязательств в структуре капитала Компании. На 01.01.2013 платежный недостаток составлял 21 446 576 тыс. руб.

Четвертое неравенство не выполняется в течение всего анализируемого периода, что свидетельствует о том, что у Предприятия наблюдается недостаток собственного оборотного капитала.

По итогам анализа ликвидность баланса Компании оценивается как недостаточная, что связано с нехваткой средств для покрытия, как долгосрочных, так и краткосрочных обязательств Компании, что, в свою очередь, вызвано высокой долей заемных средств в структуре капитала Компании.

Анализ абсолютных показателей ликвидности баланса не дает представления о возможности погашения краткосрочных обязательств Компании. Поэтому для оценки платежеспособности Компании используются три относительных показателя ликвидности, различающихся набором ликвидных средств, рассматриваемых в качестве покрытия краткосрочных обязательств:

- коэффициент абсолютной ликвидности – показывает, какую часть краткосрочной задолженности Компания может погасить в ближайшее время;

- коэффициент быстрой ликвидности (промежуточный коэффициент покрытия) – отражает прогнозируемые платежные возможности Компании при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами, т.е. характеризует его платежеспособность на период, равный средней продолжительности одного оборота дебиторской задолженности;

- коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия) – показывает платежные возможности Компании, оцениваемые при условии не только своевременных расчетов с дебиторами, но и продажи в случае нужды прочих элементов материальных оборотных средств. Другими словами, он характеризует ожидаемую платежеспособность на период, равный средней продолжительности одного оборота всех оборотных средств. [51]

Таблица 30- Относительные показатели ликвидности баланса ОАО «ЧМК»

Наименование показателя	Формула расчета	Нормативное значение	01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05	01.01.06	01.01.07
1. Коэф-т абсолютной-ликвидности (коэф-т срочности)	$Ка.л. = A1/(П1+П2)$	$0,5 > Ка.л. > 0,2$	0,05	0,03	0,02	0,00	0,03	0,00
2. Коэф-т критической (быстрой) ликвидности	$Кк.л. = (A1+A2)/(П1+П2)$	$1 > Кк.л. > 0,8$	0,30	0,25	0,31	0,15	0,21	0,31

Наименование показателя	Формула расчета	Нормативное значение	01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05	01.01.06	01.01.07
3. Коэф-т покрытия (текущей ликвидности)	$K_{п} (Кт.л.) = (A1+A2+A3) / (П1+П2)$	$K_{п} > 2$	0,80	0,80	0,88	0,81	0,82	1,04

Наименование показателя	01.01.08	01.01.09	01.01.10	01.01.11	01.01.12	01.01.13	Коэффициент корреляции	
1. Коэф-т абсолютной ликвидности (коэф-т срочности)	2,07	0,86	0,24	0,004	0,04	0,01	93,05%	К а.л. / К к.л.
2. Коэф-т критической (быстрой) ликвидности	2,47	1,23	0,95	0,96	0,59	0,59	98,38%	К к.л. / К п.
3. Коэф-т покрытия (текущей ликвидности)	3,11	1,58	1,44	1,29	1,06	1,07	95,72%	К а.л. / К п.

*Источник: данные Госкомстат (Росстат), расчеты автора*

Коэффициент абсолютной ликвидности не попадал в рамки нормативных значений в течение всего анализируемого периода (за исключением 01.01.2010). На 01.01.2013 значение коэффициента составляло 0,01.

Значение коэффициента критической ликвидности на протяжении всего исследуемого периода (за исключением 01.01.2010 – 01.01.2011) не удовлетворяло нормативному значению. По состоянию на 01.01.2013 коэффициент критической ликвидности составил 0,59, что в первую очередь обусловлено увеличением превышением кредиторской задолженности над краткосрочной дебиторской задолженностью.

В течение всего анализируемого периода коэффициент текущей ликвидности не попадал в рамки нормативных значений (за исключением величины на 01.01.2008). По состоянию на 01.01.2013 данный коэффициент составил 1,07.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что по состоянию на 01.01.2013 нормативным значениям не соответствует ни один коэффициент ликвидности.

Анализ корреляционной зависимости между показателями ликвидности показывает высокую степень зависимости (более 93%) всех трех показателей, представленных выше. Таким образом, при проведении финансового анализа предприятия автор рекомендует использовать один или два показателя ликвидности (коэффициент покрытия и абсолютной ликвидности).

Данный вывод согласуется с результатами исследования, основанного на данных бухгалтерской отчетности за 2005-2010 гг. (представленной в информационной базе СПАРК-Интерфакс) предприятий, входящих в корпорацию ОАО «ОАК»: коэффициент корреляции между показателями критической ликвидности и покрытия составляет 0,9.

### Анализ финансовой устойчивости

Задачей анализа финансовой устойчивости предприятия является оценка степени независимости от заемных источников финансирования.

Таблица 31 - Показатели финансовой устойчивости ОАО «ЧМК»

Показатель	Нормальное ограничение	Формула расчета (№ стр. ф.1)	01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05	01.01.06	01.01.07
Коэффициент финансовой независимости (автономии)	$0,4 \leq \text{Кф.н.} \leq 0,6$	$490/700$	0,27	0,26	0,25	0,33	0,29	0,35
Коэффициент капитализации (финансовый рычаг)	$\text{Кк} \leq 1,5$	$(510+610)/490$	0,51	0,58	0,82	0,63	1,04	0,93
Коэффициент финансовой устойчивости	$\text{Кф.у.} \geq 0,6$	$(490+590)/700$	0,40	0,44	0,44	0,46	0,53	0,64
Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	$\text{Кобсиф} > 0,1$ , опт. $\text{Кобсиф} > 0,5$	$(490-190)/290$	-0,51	-0,66	-0,53	-0,51	-0,84	-0,75
Коэффициент финансирования	$\text{Кфин.} \geq 0,7$ , опт. $\text{Кфин.} = 1,5$	$490/(590+690)$	0,38	0,35	0,33	0,50	0,42	0,54

Показатель	01.01.08	01.01.09	01.01.10	01.01.11	01.01.12	01.01.13	Коэффициент корреляции <sup>114</sup>	
Коэффициент финансовой независимости (автономии)	0,26	0,25	0,21	0,22	0,22	0,22	-78,93%	Кф.н. / Кк.
Коэффициент капитализации (финансовый рычаг)	2,37	2,54	3,13	2,61	2,71	2,31	61,14%	Кк. / Кф.у.
Коэффициент финансовой устойчивости	0,79	0,61	0,60	0,51	0,56	0,67	3,62%	Кф.у. / Коб.
Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	-0,13	-0,20	-0,32	-0,25	-0,67	-1,19	-12,01%	Коб. / Кфин.
Коэффициент финансирования	0,36	0,34	0,27	0,29	0,28	0,28	99,86%	Кфин./К ф.н.

Источник: данные Госкомстат (Росстат), расчеты автора

В течение анализируемого периода все показатели финансовой устойчивости ОАО «ЧМК», за исключением финансового рычага (до 01.01.2007 г.) и коэффициента финансовой устойчивости, находятся за пределами нормативных ограничений, что свидетельствует о преобладании заемного капитала в структуре финансирования Компании и, как следствие, - неустойчивом финансовом состоянии Общества.

Начиная с 01.01.2007 г. (за исключением 01.01.2011 г.) коэффициент финансовой устойчивости соответствует нормативному ограничению, что объясняется как ростом долгосрочных заемных средств компании, так и за увеличением нераспределенной прибыли.

Следует отметить, что наиболее тесной взаимосвязью обладают: коэффициенты финансирования и финансовой независимости (99,86%), а также коэффициент капитализации и фи-

<sup>114</sup> Кф.н./Кф.у. = - 20,20%; Кф.н./Коб. = -10,69%; Кк. / Коб. = 25,62%; Кк. / Кфин. = - 77,28%; Кф.у. / Кфин. = -19,12%.

нансирования. Очевидно, что коэффициент капитализации и финансирования находятся в функциональной зависимости. Для устранения избыточной информации в рамках проведения финансового анализа промышленного предприятия в целях оценки, предлагается не рассматривать коэффициент финансирования. По мнению автора, исключение данного коэффициента не приведет к снижению информативности анализа.

Данный вывод согласуется с результатами исследования, основанного на данных бухгалтерской отчетности за 2005-2010 гг. предприятий, входящих в корпорацию ОАО «ОАК»: коэффициент корреляции между показателями финансирования и капитализации составляет 0,9.

### *Анализ рентабельности*

Показатели рентабельности являются наиболее обобщенной характеристикой эффективности хозяйственной деятельности Компании и позволяют оценить качество управления Компанией, соотнося прибыль с величиной активов в целом, оборотных активов, собственного капитала и объемом продаж. [77]

Таблица 32 - Показатели рентабельности ОАО «ЧМК»

Наименование показателя	Обозначение	Норматив	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Маржа чистой прибыли	Мп	> 0%	3,17%	3,14%	8,03%	2,47%	6,85%	7,81%	4,17%	-5,33%	-0,52%	-0,19%	-0,47%
Рентабельность продаж	Рпр	> 0%	7,06%	5,43%	11,90%	4,69%	10,76%	13,81%	14,83%	2,23%	4,70%	2,52%	2,89%
Рентабельность основной деятельности	Рос	> 0%	7,59%	5,74%	13,50%	4,93%	12,05%	16,03%	17,41%	2,28%	4,93%	2,58%	2,97%
Рентабельность активов	ROA	> 0%	4,60%	5,47%	18,02%	4,09%	10,19%	10,02%	4,94%	-3,83%	-0,62%	-0,24%	-0,57%
Рентабельность собственного капитала	ROE	> 0%	17,32%	21,66%	60,47%	13,13%	31,38%	34,10%	19,23%	-16,58%	-2,87%	-1,12%	-2,61%
Рентабельность инвестированного капитала	Рик	> 0%	10,97%	12,44%	40,20%	8,20%	17,24%	13,57%	7,18%	-6,38%	-1,12%	-0,44%	-0,87%

*Источник: данные Госкомстат, расчеты автора*

В течение анализируемого периода наблюдается разнонаправленная динамика показателей рентабельности, что объясняется как изменением рыночной ситуации, так и реструктуризацией предприятия (выделением производства коксохимической продукции и комбината по производству специальных сталей и сплавов).

Таблица 33 - Анализ корреляционной зависимости коэффициентов рентабельности

Показатель	Величина
Мп/Рпр	83,7%
Рпр/Рос	99,9%
Рос/ROA	75,6%
ROA/ROE	99,4%



Показатель	Величина
ROE/Рик	96,9%
Рик/Мп	86,1%
Мп/Рос	82,4%
Мп/ROA	94,8%
Мп/ROE	95,9%
Рпр/ROA	77,1%
Рпр/ROE	75,8%
Рпр/Рик	65,7%
Рос/Рик	64,1%
ROE/Рос	74,3%
ROA/Рик	97,0%

*Источник: данные Госкомстат, расчеты автора*

Учитывая значительную корреляцию между основными показателями рентабельности, автор полагает, что показатели рентабельности основной деятельности, рентабельности активов и рентабельности инвестированного капитала являются излишними при проведении финансового анализа в рамках оценки стоимости промышленного предприятия. Таким образом, автор полагает, что в рамках проведения анализа рентабельности предприятия достаточно использовать следующие показатели: маржа чистой прибыли, рентабельность продаж, рентабельность собственного капитала.

Данный вывод согласуется с результатами исследования, основанного на данных бухгалтерской отчетности за 2005-2010 гг. предприятий, входящих в корпорацию ОАО «ОАК»: коэффициенты корреляции между показателями рентабельности продаж и основной деятельности составляет 1, между показателями рентабельности активов и собственного/инвестированного капитала - 1, между маржой прибыли и рентабельностью собственного/инвестированного капитала – 0,8 и 0,9, соответственно.

### ***Анализ показателей деловой активности***

Показатели деловой активности рассчитываются в оборотах за период и в количестве дней, на которые активы отвлечены в оборот. Базой для расчета служит выручка от реализации.

Таблица 34 - Показатели деловой активности ОАО «ЧМК», ед. изм. - дни

Наименование показателя	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Срок оборота дебиторской задолженности	36	29	18	19	25	27	41	147	133	99	65
Срок оборота товарно-материальных запасов	77	69	58	71	68	51	39	54	39	53	56
Срок оборота кредиторской задолженности	115	93	69	86	84	48	30	53	43	45	57
Операционный цикл	113	98	76	90	93	78	80	201	172	152	121

*Источник: данные Госкомстат, расчеты автора*

Период оборота дебиторской задолженности в 2012 г. увеличился до 65 дней (против 35 дней в 2002 г.). Время оборота кредиторской задолженности в 2012 г. увеличилось на 12 дней относительно 2011 г., составив 57 дней по результатам деятельности Компании в 2012 г. Данные изменения связаны, со снижением в 2012 г., как выручки Компании, так и дебиторской задолженности, одновременно с увеличением кредиторской задолженности.

По итогам 2012 г. продолжительность оборота запасов составила 56 дней (в 2002 г. – 77 дней). Данное увеличение скорости оборота запасов в анализируемом периоде обусловлено уменьшением доли запасов в стоимости имущества Компании одновременно с ростом выручки от реализации.

Продолжительность операционного цикла снизилась в 2012 г. относительно уровня 2011 г. на 31 дня, составив 121 день. Уменьшение продолжительности операционного цикла является неблагоприятным явлением, т.к. свидетельствует о сокращении времени, когда финансовые ресурсы находятся в дебиторской задолженности и запасах.

Следует отметить, что в рамках определения рыночной стоимости собственного капитала ОАО «ЧМК» доходным подходом (см. Приложение 5) прогноз составляющих собственного оборотного капитала осуществлялся исходя из периодов их оборачиваемости, рассчитанных на основании индивидуальных баз.

В связи с этим показатели оборачиваемости активов и обязательств Компании были также рассчитаны к индивидуальным базам. При этом базой для расчета оборачиваемости запасов являлся размер операционных расходов Компании (за минусом амортизации); краткосрочной дебиторской задолженности – выручка от реализации продукции; кредиторской задолженности – совокупный размер операционных, управленческих затрат (за минусом амортизации).

Таблица 35 - Показатели деловой активности ОАО «ЧМК», рассчитанные к индивидуальным базам, ед. изм. - дни

Наименование показателя	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Срок оборота дебиторской задолженности	36	29	18	19	25	27	41	147	133	99	65
Срок оборота товарно-материальных запасов	90	78	69	80	83	65	49	60	44	58	62
Срок оборота кредиторской задолженности	127	98	72	82	89	56	34	55	45	44	57

*Источник: данные Госкомстат, расчеты автора*

Учитывая схожую динамику показателей оборачиваемости, рассчитанных к различным базам, предлагается в дальнейшем использовать только те показатели, которые применяются при расчете собственного оборотного капитала в рамках доходного подхода.

### ***Выводы по результатам анализа финансового состояния ОАО «ЧМК»***

По результатам анализа финансового состояния ОАО «ЧМК» за период с 2001 – 2012 гг., I кв. 2013 г. можно сделать следующие выводы.

На протяжении анализируемого периода (за исключением данных на 01.01.2011 и на 01.01.2013) наблюдается рост валюты баланса Компании. Данное изменение обусловлено как ростом стоимости внеоборотных активов, величина которых выросла в 7,2 раз, так и ростом стоимости оборотных активов в 4,4 раза.

По состоянию на 01.04.2013 валюта баланса увеличилась относительно уровня на 01.01.2013 на 1,06%, что обусловлено увеличением основных средств и дебиторской задолженности в составе активов Компании. В пассиве Компании выросли, как кредиторская задолженность, так и краткосрочные заемные средства.

В течение анализируемого периода (за исключением кризисного 2009 года и 2012 года) наблюдается устойчивый рост выручки от реализации – на 470%. При этом себестоимость реализованной продукции также увеличилась – на 473%. Таким образом, наблюдается незначительное превышение темпа роста себестоимости над темпами роста выручки от реализации, что является отрицательным моментом в деятельности Компании.

Валовая прибыль Компании является положительной на протяжении 2001-2012 гг. Вместе с тем, начиная с 2009 г. деятельность Компании является убыточной. За 2012 г. убыток составил 435 560 тыс. руб. По мнению автора, убыточная деятельность ОАО «ЧМК» обусловлена как последствием кризисных явлений, так и значительными заимствованиями Компании (существенна величина процентов к уплате), превышением величины прочих операционных расходов над прочими операционными доходами.

Ликвидность баланса Общества можно охарактеризовать как низкую, что свидетельствует о преобладании заемного капитала в структуре финансирования Компании и высокой степени зависимости от заемных источников финансирования. Рассчитанные в динамике значения коэффициентов текущей, абсолютной ликвидности не соответствуют нормативным значениям.

В течение анализируемого периода наблюдается разнонаправленная динамика показателей рентабельности, что объясняется как изменением рыночной ситуации, так и реструктуризацией предприятия (выделением производства коксохимической продукции и комбината по производству специальных сталей и сплавов).

### 3.2. Анализ взаимосвязи показателей, определяющих результаты оценочной деятельности, и финансовых коэффициентов, входящих в состав системы независимых показателей. Расчет текущей стоимости предприятия

#### *Анализ взаимосвязи показателей*

В рамках диссертационной работы на основании квартальной и годовой бухгалтерской отчетности ОАО «ЧМК» за 2002-2012 гг., I кв. 2013 г. было проведено исследование корреляционной зависимости величины годового денежного потока, размера (рыночной) капитализации Компании<sup>115</sup> и основных финансовых коэффициентов, входящих в состав разработанной автором системы независимых финансовых показателей/коэффициентов (далее – система показателей).

Результаты расчета капитализации и денежных потоков ОАО «ЧМК» приводится ниже.

Капитализация Компании рассчитана как средневзвешенная цена акций с учетом объемов по сделкам на ММВБ на дату составления отчетности (01.01.2010 – 01.04.2013<sup>116</sup>). В случае, если по состоянию на дату составления отчетности сделок с акциями общества не осуществлялось, использовалась информация о последней сделке, произошедшей максимально приближенно по времени к дате составления отчетности.

Таблица 36 - Рыночная информация об ОАО «ЧМК»

Показатель	01.01.10	01.04.10	01.07.10	01.10.10	30.12.10	01.04.11	01.07.11	30.09.11	30.12.11	30.03.12	29.06.12	01.10.12	28.12.12	01.04.13
Тикер	СНМК													
Цена средневзвешенная, руб.	5 051	8 240	9 250	8 454	7 107	3 889	2 538	2 681	2 388	2 289	1 826	1 902	8 240	9 250
Количество акций в обращении, шт.	3 161 965													
<b>Рыночная капитализация, млн. руб.</b>	<b>15 971</b>	<b>25 660</b>	<b>21 444</b>	<b>26 056</b>	<b>29 248</b>	<b>26 731</b>	<b>22 472</b>	<b>12 297</b>	<b>8 025</b>	<b>8 477</b>	<b>7 551</b>	<b>7 238</b>	<b>5 774</b>	<b>6 014</b>

*Источник: данные ММВБ (<http://moex.com/>), расчеты автора*

<sup>115</sup> Акции ОАО «ЧМК» и ОАО «ОАК» включены в число ценных бумаг, допущенных к обращению в основной российской торговой системе - ММВБ.

<sup>116</sup> В рамках данного анализа автором избран посткризисный временной период. В случае, если по состоянию на дату составления отчетности сделки с акциями общества не осуществлялись, то использовалась информация о последней сделке, произошедшей максимально приближенной по времени к дате составления отчетности.

В рамках настоящего анализа денежный поток строился для инвестированного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат» в соответствии со следующим алгоритмом:

Формула расчета		Источник
Чистая прибыль до уплаты процентов, за вычетом налога на прибыль		Отчет о прибылях и убытках (форма 2)
+ (плюс):	Амортизация	Приложение к бухгалтерскому балансу (форма 5)
- (минус)	Увеличение оборотного капитала	Расчет на основании периодов оборачиваемости
- (минус)	Капитальные вложения	Отчет о движении денежных средств (форма 4)
<b>Итого</b>	<b>Денежный поток для инвестированного капитала</b>	

Таблица 37 – Расчет денежного потока на инвестированный капитал ОАО «ЧМК», ед. изм. – тыс. руб.

Наименование показателя	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Чистая прибыль после налогообложения	545 701	590 647	805 043	3 567 847	1 079 913	3 258 948	4 935 787	3 591 697	(3 148 327)	(496 621)	(190 351)	(435 560)
Амортизация основных средств	251 629	283 747	310 786	399 609	647 972	871 385	1 218 192	1 470 145	1 539 350	1 580 482	1 732 874	1 732 874
Капитальные вложения	(251 629)	(251 629)	(761 839)	(3 935 669)	(5 434 652)	(4 348 483)	(2 461 884)	(5 109 834)	(1 881 598)	(3 737 738)	(9 307 849)	(6 290 110)
Изменение оборотного капитала	-	28 612	(393 208)	(654 069)	387 279	(495 049)	(1 532 819)	(1 253 737)	1 373 551	(2 335 442)	871 047	(203 960)
<b>Денежный поток на инвестированный капитал</b>	<b>545 701</b>	<b>651 377</b>	<b>(39 218)</b>	<b>(622 282)</b>	<b>(3 319 488)</b>	<b>(713 199)</b>	<b>2 159 276</b>	<b>(1 301 729)</b>	<b>(2 117 024)</b>	<b>(4 989 319)</b>	<b>(6 894 279)</b>	<b>(5 196 756)</b>

*Источник: данные бухгалтерской отчетности, расчеты автора*

Собственный оборотный капитал рассчитывался как разница между стоимостью текущих активов и текущих обязательств. Прогноз составляющих собственного оборотного капитала осуществлялся исходя из периодов их оборачиваемости на основании ретроспективных данных. При прогнозировании собственного оборотного капитала использовались округленные средние значения периодов оборачиваемости по итогам 2002-2008 гг., 2012 г., приведенные выше при анализе хозяйственной деятельности ОАО «ЧМК».

Таблица 38 – Расчет периодов оборачиваемости, дней

Показатель	База расчета	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2012	Среднее
Текущая дебиторская задолженность	Выручка от реализации	36	29	18	19	25	27	41	65	<b>33</b>
Запасы	Операционные расходы	90	78	69	80	83	65	49	62	<b>72</b>
Текущая кредиторская задолженность	Операционные расходы + Управленческие расходы + Капитальные вложения	127	98	72	82	89	56	34	57	<b>77</b>

*Источник: данные бухгалтерской отчетности, расчеты автора*

Таблица 39 – Расчет изменения собственного оборотного капитала ОАО «ЧМК», ед. изм. – тыс. руб.

База:	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Операционные расходы (без амортизации)	14 779 207	15 901 553	22 648 593	36 934 457	38 656 257	38 589 414	49 657 782	67 734 768	52 810 977	84 594 505	90 684 349	84 411 699
Выручка от реализации	16 421 465	18 616 172	25 678 265	44 421 863	43 653 248	47 557 559	63 221 165	86 170 320	59 068 964	94 860 920	99 203 163	93 567 611
Операционные расходы (без амортизации) + Управленческие расходы + Капитальные вложения	15 030 836	17 087 595	24 489 675	42 308 570	45 755 499	44 759 856	54 171 741	75 058 470	56 656 525	90 497 848	102 161 624	92 867 957
Текущий налог на прибыль к уплате <sup>117</sup>	0	147 941	252 689	1 172 913	413 250	1 027 240	1 844 069	1 185 225	0	0	0	0
<b>Собственный оборотный капитал:</b>	<b>1 215 124</b>	<b>1 186 512</b>	<b>1 579 719</b>	<b>2 233 788</b>	<b>1 846 510</b>	<b>2 341 559</b>	<b>3 874 378</b>	<b>5 128 115</b>	<b>3 754 564</b>	<b>6 090 006</b>	<b>5 218 959</b>	<b>5 422 919</b>
Запасы	2 923 360	3 145 362	4 479 941	7 285 701	7 646 293	7 633 071	9 822 418	13 361 379	10 446 127	16 732 979	17 937 564	16 651 075
Текущая дебиторская задолженность	1 466 202	1 662 158	2 292 702	3 955 371	3 897 611	4 246 211	5 644 747	7 672 700	5 274 015	8 469 725	8 857 425	8 331 363
Текущая кредиторская задолженность	3 174 438	3 608 816	5 172 098	8 910 880	9 663 335	9 453 060	11 440 804	15 808 548	11 965 578	19 112 698	21 576 030	19 559 518
Налоговые обязательства	-	12 193	20 826	96 404	34 059	84 663	151 984	97 416	-	-	-	-
<b>Изменение собственного оборотного капитала</b>		<b>28 612</b>	<b>(393 208)</b>	<b>(654 069)</b>	<b>387 279</b>	<b>(495 049)</b>	<b>(1 532 819)</b>	<b>(1 253 737)</b>	<b>1 373 551</b>	<b>(2 335 442)</b>	<b>871 047</b>	<b>(203 960)</b>

*Источник: данные бухгалтерской отчетности, расчеты автора*

Результаты расчета коэффициентов корреляции между величиной годового денежного потока, размером капитализации ОАО «ЧМК», и основными финансовыми коэффициентами, входящими в предложенную систему независимых показателей, отражены в следующей таблице.

<sup>117</sup> Период оборачиваемости налога на прибыль к уплате был принят равным 30 дням в соответствии со ст. 287, 289 НК РФ, согласно которым налог на прибыль, подлежащий уплате по истечении налогового периода, уплачивается не позднее срока, установленного для подачи налоговой декларации, которая предоставляется не позднее 28 календарных дней со дня окончания соответствующего налогового периода.

Таблица 40 – Величина коэффициентов корреляции между финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы, с капитализацией и денежным потоком ОАО «ЧМК»

Взаимосвязь капитализации с:	Значение коэффициентов парной корреляции
Коэффициентом покрытия	0,4
Коэффициентом быстрой ликвидности	0,4
Коэффициентом абсолютной ликвидности	0,1
Коэффициентом автономии	0,3
Коэффициентом капитализации	-0,3
Коэффициентом финансовой устойчивости	0,6
<b>Коэффициентом обеспеченности собственными источниками финансирования</b>	<b><u>0,9</u></b>
Рентабельностью продаж	0,5
Рентабельностью собственного капитала	0,0
Чистой рентабельностью	0,2
Оборачиваемостью товарно-материальных запасов	-0,5
Оборачиваемостью дебиторской задолженности	0,6
Оборачиваемостью кредиторской задолженности	-0,5

Взаимосвязь денежного потока с:	Значение коэффициентов парной корреляции
Коэффициентом покрытия	0,4
Коэффициентом быстрой ликвидности	0,3
Коэффициентом абсолютной ликвидности	0,5
Коэффициентом автономии	0,5
Коэффициентом капитализации	-0,6
Коэффициентом финансовой устойчивости	0,1
Коэффициентом обеспеченности собственными источниками финансирования	0,5
<b>Рентабельностью продаж</b>	<b><u>0,7</u></b>
Рентабельностью собственного капитала	0,6
Чистой рентабельностью	0,6
Оборачиваемостью товарно-материальных запасов	0,3
Оборачиваемостью дебиторской задолженности	-0,4
Оборачиваемостью кредиторской задолженности	0,4

Источник: данные бухгалтерской отчетности, ММВБ (<http://moex.com/>), расчеты автора

Данное исследование подтвердило наличие тесной корреляционной зависимости (величина коэффициента корреляции  $\geq 0,7$ ) размера капитализации с коэффициентом обеспеченности собственными источниками финансирования, а также годовой величины денежного потока с показателем рентабельности продаж.

При этом величина денежного потока непосредственно не задействована в расчете рентабельности продаж, т.к. помимо величины нераспределенной прибыли (убытка), которая может быть сформирована главным образом за счет операционной деятельности предприятия (и в таком случае прибыль (убыток) от реализации сопоставимы с величиной чистой прибыли (убытка)), на размер денежного потока также оказывают влияние размер амортизационных отчислений, капитальных вложений и изменение оборотного капитала.

Для подтверждения данного вывода автором дополнительно был проведен анализ взаимосвязи аналогичных финансовых коэффициентов, входящих в систему независимых показателей, с показателями капитализации/денежного потока предприятия авиационной промышленности – ОАО «ОАК» и металлургическим предприятием – ОАО «ГМК «Норильский никель». Результаты данного исследования, приводимые в таблице 41, подтвердили наличие тесной связи между капитализацией компании и коэффициентом обеспеченности собственными источниками финансирования, а также между годовой величиной денежного потока и рентабельностью продаж.

Таблица 41 – Величина коэффициентов корреляции между финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы, капитализацией и денежным потоком ОАО «ОАК» и ОАО «ГМК «Норильский никель»

Наименование предприятия	ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация»		
<b>Взаимосвязь капитализации с:</b>	Коэффициентом автономии	Коэффициентом капитализации	<b>Коэффициентом обеспеченности собственными источниками финансирования</b>
Значение коэффициентов парной корреляции:	0,7	-0,7	<b>0,8</b>
<b>Взаимосвязь денежного потока с:</b>	<b>Рентабельностью продаж</b>	Чистой рентабельностью	Коэффициентом финансовой устойчивости
Значение коэффициентов парной корреляции:	<b>0,9</b>	0,7	0,8

*Источник: данные бухгалтерской отчетности, ММВБ (<http://moex.com/>), расчеты автора*

Наименование предприятия	ОАО «ГМК «Норильский никель»						
<b>Взаимосвязь капитализации с:</b>	Коэффициент покрытия	Коэффициент быстрой ликвидности	Коэффициент абсолютной ликвидности	Коэффициентом автономии	Коэффициентом капитализации	<b>Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования</b>	Коэффициент финансовой устойчивости
Значение коэффициентов парной корреляции:	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	<b>0,9</b>	0,7



Наименование предприятия	ОАО «ГМК «Норильский никель»						
Взаимосвязь денежного потока с:	Рентабельностью продаж	Оборачиваемостью кредиторской задолженности	-	-	-	-	-
Значение коэффициентов парной корреляции:	<b>0,8</b>	-0,7	-	-	-	-	-

Источник: данные бухгалтерской отчетности, ММВБ (<http://moex.com/>), расчеты автора

В итоге автором выведены зависимости следующих показателей от величины финансовых коэффициентов:

1. капитализация – коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования;
2. денежный поток – рентабельность продаж.

Между коэффициентом обеспеченности собственными источниками финансирования и размером капитализации ОАО «ЧМК», как видно из представленного ниже графика, прослеживается тесная взаимосвязь, которую можно описать уравнением линейной регрессии<sup>118</sup>.

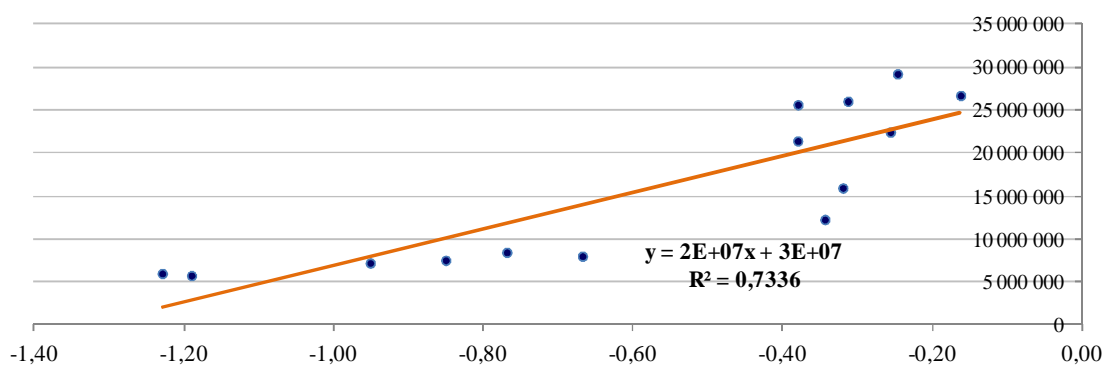


Диаграмма 4 - Зависимость капитализации от величины коэффициента обеспеченности собственными источниками финансирования

Параметры линейной регрессии, приведены ниже в таблице. Коэффициент детерминации, близкий к 0,7, свидетельствует о высокой степени корреляции и значимости полученных результатов.

Таблица 42 - Параметры линейной регрессии, используемые для прогноза размера рыночной капитализации ОАО «ЧМК»

Показатель	Значение
У-пересечение (коэффициент а)	21 137 402
Наклон (коэффициент b)	28 095 212
Коэффициент детерминации (R <sup>2</sup> )	0,733638517

<sup>118</sup> Уравнение линейной регрессии в общем виде описывается формулой:  $y = ax + b$ , где  $y$  – зависимая переменная (показатель собственного капитала/чистой прибыли/капитализации),  $x$  – независимая переменная (финансовый коэффициент),  $a$  и  $b$  – параметры регрессии.

Аналогичным образом была исследована зависимость между денежным потоком и рентабельностью продаж ОАО «ЧМК».

Таблица 43 - Параметры линейной регрессии, используемые для расчета текущего уровня и прогноза размера денежного потока ОАО «ЧМК»

Показатель	Значение
Y-пересечение (коэффициент a)	40 566 386
Наклон (коэффициент b)	-5 015 119
Коэффициент детерминации ( $R^2$ )	0,881166714

Выявленные в результате расчетов взаимосвязи показателей могут быть использованы специалистами финансовых служб при проведении «внутренней» экспресс-оценки промышленных предприятий. При этом результаты данной оценки могут использоваться как для понимания текущей стоимости предприятия (при реализации сравнительного и доходного подходов к оценке), так и для анализа наиболее эффективных путей развития промышленного предприятия посредством выявления основных драйверов роста.

#### ***Расчет текущей стоимости предприятия в рамках экспресс-оценки***

При реализации Этапа VII предложенной технологии с целью обеспечения точности результатов «внешней» (стандартной) и экспресс - оценки, дата определения скорректированной текущей стоимости (диапазона стоимости) ОАО «ЧМК» определена автором, как наиболее приближенная к дате оценки, приведенной в Приложении 5, - 01.01.2008.

#### **Затратный подход**

В связи с тем, что по результатам финансового анализа ОАО «ЧМК», состояние Компании признано относительно нормальным (несмотря на отражаемый в отчетности убыток), в рамках экспресс-оценки определяется балансовая стоимость чистых активов ( $ЧА_{\text{баланс экс}}$ ), скорректированная на коэффициент переоценки, полученный как соотношение рыночной и балансовой стоимости на дату проведения «внешней» оценки.

Таблица 44 – Реализация затратного подхода в рамках экспресс-оценки ОАО «ЧМК»

Показатель	Ед. изм.	Значение
<b>Результаты «внешней» оценки</b>		
Балансовая стоимость ЧА на дату проведения «внешней» (стандартной) оценки	тыс. руб.	15 246 434
Скорректированная стоимость ЧА по результатам «внешней» (стандартной) оценки	тыс. руб.	50 200 258
Коэффициент переоценки	-	3,29
<b>Затратный подход в рамках экспресс-оценки</b>		
Балансовая стоимость ЧА на дату проведения экспресс-оценки	тыс. руб.	16 959 473
Коэффициент переоценки	-	3,29
<b>Скорректированная стоимость ЧА на дату проведения экспресс-оценки (ЗП<sub>экс</sub>)</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>55 840 593</b>

*Источник: результаты «внешней» (стандартной) оценки, данные бухгалтерской отчетности, расчеты автора*

### Сравнительный подход

Поскольку обыкновенные именные акции ОАО «ЧМК» включены в число ценных бумаг, допущенных к обращению, и котируются на российской бирже ОАО «ММВБ-РТС», автор посчитал целесообразным применение метода рынка капитала на основе сделок с акциями Компании.

Стоимость собственного капитала, полученная в рамках сравнительного подхода, отражает стоимость капитала с позиции миноритарных акционеров, поскольку в основе расчета лежат данные о сделках с единичными акциями. Поэтому для сопоставимости результатов, полученных в рамках других подходов, при реализации сравнительного подхода необходимо внесение соответствующей корректировки на степень контроля путем применения премии к величине капитализации.

Медианная и средняя премия за контроль для стран с развитым фондовым рынком находится в диапазоне 30-40 %<sup>119</sup>.

Таблица 45 – Реализация сравнительного подхода в рамках экспресс-оценки ОАО «ЧМК»

Показатель	Ед. изм.	Значение
Цена средневзвешенная (Ц)	руб.	9 451,78
Количество акций в обращении (N)	шт.	3 161 965
<b>Рыночная капитализация (КАП)</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>29 886 183</b>
Премия за контроль	%	35%
<b>Стоимость 100% пакета акций на дату проведения экспресс-оценки (СП<sub>ЭК</sub>)</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>40 346 347</b>

*Источник: данные ММВБ (<http://moex.com/>), расчеты автора*

### Доходный подход

В связи с тем, что начиная с 2009 г. ОАО «ЧМК» несет убытки, осуществляя при этом значительные капитальные вложения, денежные потоки Компании, начиная с 2008 г. носят отрицательный характер. Расчет денежных потоков по установленной зависимости отражает аналогичный результат. Следует отметить, что подобная ситуация свойственна и для большинства предприятий авиационной промышленности. Данный факт не позволяет применить метод дисконтирования денежных потоков в рамках экспресс-оценки.

Вместе с тем, если в будущем ситуация на предприятиях изменится в лучшую сторону, то посредством подстановки в уравнение значений рентабельности продаж, может быть построен прогноз денежных потоков компании, а далее определена расчетная величина стоимости предприятия в рамках доходного подхода к оценке. Подробная процедура данного расчета приведена в Приложении 5. Ниже приводится сводная таблица с расчетами.

<sup>119</sup> Источник: [http://smao.ru/files/magazine/2008/01/1\\_67-71.pdf](http://smao.ru/files/magazine/2008/01/1_67-71.pdf).

Таблица 46 – Пример расчета стоимости инвестированного капитала ОАО «ЧМК» в рамках доходного подхода

Наименование показателя	Ед. изм.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Постпрогноз
Денежный поток на инвестированный капитал (расчет на основании зависимости с рентабельностью продаж)	тыс. руб.	1 587 936	(1 000 472)	(3 110 083)	(4 108 211)	(5 993 925)	(5 843 288)	-
Денежный поток на инвестированный капитал (фактическое значение)	тыс. руб.	2 159 276	(1 301 729)	(2 117 024)	(4 989 319)	(6 894 279)	(5 196 756)	1 232 638
Номинальный обменный курс	руб./\$	25,58	24,86	31,72	30,37	29,39	31,09	30,87
Денежный поток на инвестированный капитал	тыс. \$	84 423	(52 372)	(66 734)	(164 289)	(234 600)	(167 136)	39 930
Период дисконтирования (середина года)	лет	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	-
Фактор текущей стоимости	-	0,94	0,83	0,74	0,65	0,58	0,51	0,51
Дисконтированный денежный поток на инвестированный капитал	тыс. \$	79 418	(43 600)	(49 165)	(107 111)	(135 355)	(85 337)	-
<b>Суммарный денежный поток</b>	<b>тыс. \$</b>	<b>(341 150)</b>						
<b>Дисконтированная терминальная стоимость</b>	<b>тыс. \$</b>	<b>193 093</b>						

Источник: данные бухгалтерской отчетности, расчеты автора

Следует отметить, что данный вариант расчета может быть использован в случае, если в будущем не ожидается резких скачков показателей рентабельности. Если менеджмент предприятия ожидает повышения прибыльности (например, до уровня, сопоставимого с компаниями-аналогами), то при расчете будущих денежных потоков может быть заложен равномерный рост показателей рентабельности, предусматривающий достижение прогнозируемых менеджментом значений.

### Согласование полученных результатов

В рамках экспресс-оценки было использовано два подхода для определения текущей стоимости собственного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат». Окончательная величина стоимости предприятия, рассчитывается с учетом весов, установленных для каждого из используемых подходов оценки стоимости.

Сравнительный подход предполагает, что ценность собственного капитала компании определяется тем, за сколько она может быть продана при наличии достаточно сформированного рынка [78], позволяя при этом выявить основные ценообразующие факторы, действующие на рынке.

Затратный подход базируется на текущей стоимости реальных активов, которыми компания владеет в фиксированный момент времени. Данная оценка основывается на фактических данных прошедших периодов и не отражает перспективы и будущие ожидания от бизнеса.

В рамках настоящего расчета при определении итоговой стоимости результату, полученному в рамках затратного подхода, был присвоен удельный вес в размере 0,2; удельный вес результатов сравнительного подхода составил 0,8.

Таблица 47 - Стоимость 100% пакета акций ОАО «Челябинский металлургический комбинат», тыс. рублей

Подход	Рыночная стоимость в рамках подхода	Удельный вес подхода	Стоимость с учетом удельного веса
Затратный подход (ЗП <sub>ЭКС</sub> )	55 840 593	0,2	11 168 119
Сравнительный подход (СП <sub>ЭКС</sub> )	40 346 347	0,8	32 277 078
<b>Рыночная стоимость акционерного капитала с позиции контролирующего акционера (С<sub>КОР</sub>)</b>			<b>43 445 196</b>

Автор сопоставил результаты данной экспресс-оценки с оценкой стоимости акционерного капитала, выполненной внешними оценщиками на основании трех подходов к оценке (см. Приложение 5). Погрешность расчетов составила 11%, что, по мнению автора, является допустимым. Вместе с тем, данная экспресс-оценка существенно снижает, как трудозатраты, так и позволяет внедрять оценку в систему управления промышленным предприятием. При этом автор отмечает, что количество наблюдений повышает точность расчетов, поэтому при появлении дополнительных вводных данных анализ может быть расширен и скорректирован.

Следует отметить, что аналогичным образом автором проведена экспресс-оценка ОАО «ОАК» на 01.01.2012, результаты которой сопоставлены с результатами оценки, выполненной в 2011 г. специалистами ИФК Метрополь<sup>120</sup>.

Таблица 48 - Стоимость 100% пакета акций ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация», тыс. рублей

Подход	Рыночная стоимость в рамках подхода	Удельный вес подхода	Стоимость с учетом удельного веса
Затратный подход (ЗП <sub>ЭКС</sub> )	176 319 961	0,5	88 159 981
Сравнительный подход (СП <sub>ЭКС</sub> )	50 425 557	0,5 <sup>121</sup>	25 212 779
<b>Рыночная стоимость акционерного капитала с позиции контролирующего акционера (С<sub>КОР</sub>)</b>			<b>113 372 759</b>

При сопоставлении результатов экспресс-оценки с оценкой стоимости акционерного капитала, выполненной специалистами ИФК Метрополь, погрешность расчетов составила 8%.

Результаты расчета диапазона стоимости ОАО «Челябинский металлургический комбинат» и ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация», базирующиеся, в том числе, на зависимости показателей, определяющих результаты оценочной деятельности (*рыночная капита-*

<sup>120</sup> Результаты оценки размещены в Интернете по следующему адресу: [http://data.investfunds.ru/stocks\\_comments/15965/METROPOL\\_Review\\_270411.pdf](http://data.investfunds.ru/stocks_comments/15965/METROPOL_Review_270411.pdf).

<sup>121</sup> Вес подхода определен нерегулярным характером сделок с акциями компании.

лизация - результаты реализации метода рынка капитала на основе сделок с акциями компании в рамках сравнительного подхода; величина денежного потока – база реализации метода дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода) от независимых финансовых коэффициентов, входящих в состав системы, могут быть описаны нижеследующими уравнениями:

$$C_{КОР} = ЗП_{ЭКС} \times K_{ЗП} + СП_{ЭКС} \times K_{СП} + ДП_{ЭКС} \times K_{ДП}, \text{ где:} \quad (\text{формула 9})$$

-  $C_{КОР}$  – скорректированная стоимость компании в рамках экспресс-оценки;  
 -  $K_{ЗП}$ ,  $K_{СП}$ ,  $K_{ДП}$ , – удельные веса затратного, сравнительного и доходного подходов в рамках экспресс-оценки;  $K_{ЗП} + K_{СП} + K_{ДП} = 100\%$ <sup>122</sup>.

-  $ЗП_{ЭКС}$  – результаты реализации затратного подхода в рамках экспресс-оценки: балансовая стоимость чистых активов, скорректированная на коэффициент переоценки, при этом  $ЗП_{ЭКС} \geq 0$ <sup>123</sup>;

-  $СП_{ЭКС}$  - результаты сравнительного подхода в рамках экспресс-оценки: реализация метода рынка капитала на основе сделок с акциями Компании,  $СП_{ЭКС} \geq 0$ ;

$$СП_{ЭКС} = КАП * (1 + ПК), \text{ где} \quad (\text{формула 10})$$

- КАП – рыночная капитализация;  
 - ПК – премия за контроль.  
 -  $ДП_{ЭКС}$  - результаты реализации доходного подхода в рамках экспресс-оценки, при этом  $ДП_{ЭКС} \geq 0$ ;

Стоимость компании, рассчитанная в рамках доходного подхода, может быть описана следующим уравнением:

$$ДП_{ЭКС} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+R)^{(t-0,5)}} + \frac{TV}{(1+R)^n}, \text{ где:} \quad (\text{формула 11})$$

-  $CF_t$  – денежный поток в t-й год прогнозного периода, рассчитанный на основании выявленной зависимости с рентабельностью продаж ( $R_{пр}$ ) = (Прибыль от продаж / Выручка от продаж) \* 100%:

$$\frac{CF_t}{CF_{t-1}} = \frac{(a \times R_{прt} + b)}{(a \times R_{прt-1} + b)}, \text{ где:} \quad (\text{формула 12})$$

<sup>122</sup> Выбор значений весовых коэффициентов (удельный вес) осуществляется экспертным путем, индивидуально в каждом конкретном случае.

<sup>123</sup> Если результаты затратного, сравнительного или доходного подходов составляют отрицательное значение, то в рамках данного расчета используется ноль.

- $a$  и  $b$  – параметры линейной регрессии;
- TV – терминальная стоимость компании, определяемая по модели Гордона;
- R – ставка дисконтирования;
- $n$  – последний год прогнозного периода.

При этом размер рыночной капитализации (КАП), определенный через коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования ( $K_{\text{обсиф}}$ ) при реализации упрощенной расчетной процедуры определения будущей стоимости компании, может быть описан следующими уравнениями линейной регрессии:

$$\frac{КАП_t}{КАП_{t-1}} = \frac{(a_1 \times K_{\text{обсиф}_t} + b_1)}{(a_1 \times K_{\text{обсиф}_{t-1}} + b_1)}, \text{ где:} \quad (\text{формула 13})$$

- $a_1$  и  $b_1$  параметры линейной регрессии;
- коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования ( $K_{\text{обсиф}}$ ) = (Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Оборотные активы.

Таким образом, учитывая общность следующих параметров ОАО «ОАК» и ОАО «ЧМК»: идентичность организационно-правовой формы; прямая зависимость металлопотребляющей авиастроительной отрасли от состояния черной металлургии; схожесть финансового состояния, можно предложить менеджменту данных предприятий едины подходы к выходу из сложившейся ситуации.

### **3.3. Анализ динамики показателей и предложения по оптимизации финансово-экономического положения промышленного предприятия**

Учитывая объем имеющейся информации, а также текущее финансовое состояние ОАО «ЧМК», основными подходами, с помощью которых возможно упрощенное определение стоимости Компании, являются сравнительный и затратный. По этой причине автором был проведен анализ возможной динамики факторов, оказывающих существенное влияние на результаты данных подходов к оценке, и рассмотрено их воздействие на соответствующее изменение стоимости промышленного предприятия.

#### **Анализ динамики чистых активов Компании**

Таблица 49 – Сведения о величине собственного капитала и чистых активов ОАО «ЧМК» согласно данным бухгалтерской отчетности, млн. руб.

Показатель	01.01.03	01.04.03	30.06.03	01.10.03	01.01.04	01.04.04	30.06.04	01.10.04	01.01.05	01.04.05
<b>Собственный капитал</b>	<b>4 097</b>	<b>4 349</b>	<b>4 634</b>	<b>4 570</b>	<b>4 117</b>	<b>4 233</b>	<b>5 818</b>	<b>6 408</b>	<b>7 684</b>	<b>7 797</b>
<i>Темп роста, %</i>	-	6,2%	6,5%	-1,4%	-9,9%	2,8%	37,4%	10,1%	19,9%	1,5%
<b>Чистые активы</b>	<b>4 097</b>	<b>4 349</b>	<b>4 634</b>	<b>4 570</b>	<b>4 117</b>	<b>4 233</b>	<b>5 818</b>	<b>6 408</b>	<b>7 685</b>	<b>7 800</b>
<i>Темп роста, %</i>	-	6,2%	6,5%	-1,4%	-9,9%	2,8%	37,4%	10,1%	19,9%	1,5%

Показатель	30.06.05	01.10.05	01.01.06	01.04.06	30.06.06	30.09.06	01.01.07	01.04.07	30.06.07	30.09.07
<b>Собственный капитал</b>	<b>7 729</b>	<b>8 065</b>	<b>8 764</b>	<b>8 630</b>	<b>9 237</b>	<b>9 237</b>	<b>12 005</b>	<b>13 133</b>	<b>15 233</b>	<b>16 831</b>
<i>Темп роста, %</i>	-0,9%	4,3%	8,7%	-1,5%	7,0%	0,0%	30,0%	9,4%	16,0%	10,5%
<b>Чистые активы</b>	<b>7 733</b>	<b>8 069</b>	<b>8 768</b>	<b>8 634</b>	<b>9 241</b>	<b>9 241</b>	<b>12 008</b>	<b>13 144</b>	<b>15 246</b>	<b>16 831</b>
<i>Темп роста, %</i>	-0,9%	4,3%	8,7%	-1,5%	7,0%	0,0%	29,9%	9,5%	16,0%	10,4%

Показатель	01.01.08	01.04.08	30.06.08	30.09.08	01.01.09	01.04.09	30.06.09	30.09.09	01.01.10	01.04.10
<b>Собственный капитал</b>	<b>16 940</b>	<b>19 238</b>	<b>23 767</b>	<b>27 339</b>	<b>20 417</b>	<b>14 166</b>	<b>16 279</b>	<b>18 090</b>	<b>17 564</b>	<b>17 610</b>
<i>Темп роста, %</i>	0,7%	13,6%	23,5%	15,0%	-25,3%	-30,6%	14,9%	11,1%	-2,9%	0,3%
<b>Чистые активы</b>	<b>16 959</b>	<b>19 258</b>	<b>23 786</b>	<b>27 358</b>	<b>20 436</b>	<b>14 189</b>	<b>16 301</b>	<b>18 111</b>	<b>17 583</b>	<b>17 630</b>
<i>Темп роста, %</i>	0,8%	13,6%	23,5%	15,0%	-25,3%	-30,6%	14,9%	11,1%	-2,9%	0,3%

Показатель	30.06.10	30.09.10	01.01.11	01.04.11	30.06.11	30.09.11	01.01.12	01.04.12	30.06.12	30.10.12	01.01.13	01.04.13
<b>Собственный капитал</b>	<b>15 241</b>	<b>15 600</b>	<b>17 066</b>	<b>18 917</b>	<b>18 438</b>	<b>17 212</b>	<b>16 876</b>	<b>16 772</b>	<b>16 432</b>	<b>16 991</b>	<b>16 440</b>	<b>14 923</b>
<i>Темп роста, %</i>	-13,5%	2,4%	9,4%	10,8%	-2,5%	-6,6%	-2,0%	-0,6%	-2,0%	3,4%	-3,2%	-9,2%
<b>Чистые активы</b>	<b>15 260</b>	<b>15 622</b>	<b>17 523</b>	<b>18 944</b>	<b>18 465</b>	<b>17 234</b>	<b>16 887</b>	<b>16 785</b>	<b>16 448</b>	<b>17 002</b>	<b>16 440</b>	<b>14 923</b>
<i>Темп роста, %</i>	-13,4%	2,4%	12,2%	8,1%	-2,5%	-6,7%	-2,0%	-0,6%	-2,0%	3,4%	-3,3%	-9,2%

Средний темп роста балансовой стоимости чистых активов и собственного капитала (Итого по разделу III формы 1 бухгалтерской отчетности) ОАО «ЧМК» в период 01.01.2003 – 01.04.2013 гг. составляет 4%.

При этом разница балансовой стоимости чистых активов и собственного капитала на протяжении анализируемого периода - не существенна и образована за счет суммы доходов будущих периодов (стр. 640 формы 1 бухгалтерской отчетности). По состоянию на 01.04.2013 г. величина чистых активов соответствует балансовой оценке собственного капитала Компании.

Предполагая, что начиная с 2014 года чистые активы (и собственный капитал, соответственно) Компании будут увеличиваться на 4% в год относительно уровня на 01.04.2013 г. (что является достаточно пессимистичным прогнозом, учитывая, что в ретроспективном периоде 2002-2012 гг. среднегодовая величина темпа роста данного показателя составляет 18%), автор рассмотрел динамику чистых активов / собственного капитала в период 2014 – 2018 гг.

Таблица 50 – Прогнозная величина чистых активов / собственного капитала ОАО «ЧМК», тыс. руб.

Показатель	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Чистые активы / Собственный капитал</b>	<b>15 519 471</b>	<b>16 140 250</b>	<b>16 785 860</b>	<b>17 457 294</b>	<b>18 155 586</b>
<i>Темп роста, %</i>	4%	4%	4%	4%	4%

Следует отметить, что изменение собственного капитала оказывает непосредственное влияние и на коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования.

### ***Анализ динамики капитализации Компании***

Учитывая выявленную ранее зависимость капитализации Компании от размера коэффициента обеспеченности собственными источниками финансирования, на величину которого



собственник (акционер) предприятия может оказать влияние (в отличие от индекса ММВБ), далее будут рассмотрены составляющие коэффициента обеспеченности собственными источниками финансирования (собственный капитал, величина внеоборотных и оборотных активов).

В прогнозах автор предполагает, что величина внеоборотных активов в 2014 – 2018 гг. сохранится на уровне 01.04.2013 г., при этом величина оборотных активов будет увеличиваться в соответствии с темпами роста собственного капитала Компании.

Таблица 51 – Прогнозная величина коэффициента обеспеченности собственными источниками финансирования ОАО «ЧМК»

Показатель	2014	2015	2016	2017	2018
Собственный капитал, тыс. руб.	15 519 471	16 140 250	16 785 860	17 457 294	18 155 586
Итого оборотные активы, тыс. руб.	28 089 194	29 212 761	30 381 272	31 596 523	32 860 384
Темп роста, %	4%	4%	4%	4%	4%
Итого внеоборотные активы, тыс. руб.	48 121 546	48 121 546	48 121 546	48 121 546	48 121 546
<b>Коэффициента обеспеченности собственными источниками финансирования</b>	<b>-1,16</b>	<b>-1,09</b>	<b>-1,03</b>	<b>-0,97</b>	<b>-0,91</b>

Таким образом, показатель финансовой устойчивости ОАО «ЧМК» - коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования в прогнозном периоде находится за пределами нормативного ограничения, что свидетельствует о преобладании заемного капитала в структуре финансирования Компании. При этом динамика данного коэффициента положительна, т.е. увеличивается размер оборотных активов, финансируемых за счет собственных источников.

Ниже приведен результат подстановки в рассмотренные ранее уравнения линейной регрессии прогнозных значений коэффициента обеспеченности собственными источниками финансирования ОАО «ЧМК» и расчет капитализации Компании.

Таблица 52 – Прогнозная величина рыночной капитализации ОАО «ЧМК», исходя из коэффициента обеспеченности собственными источниками финансирования

Наименование показателя	2014	2015	2016	2017	2018
Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	-1,16	-1,09	-1,03	-0,97	-0,91
<b>Прогноз размера рыночной капитализации по зависимости, тыс. руб.</b>	<b>10 136 071</b>	<b>14 099 546</b>	<b>17 910 580</b>	<b>21 575 035</b>	<b>25 098 549</b>

Таблица 53 – Прогнозная стоимость 100% пакета акций ОАО «ЧМК» в рамках сравнительного подхода

Показатель	2014	2015	2016	2017	2018
Расчетная капитализация	10 136 071	14 099 546	17 910 580	21 575 035	25 098 549
Премия за контроль	35%	35%	35%	35%	35%
<b>Стоимость 100% акций, тыс. руб.</b>	<b>13 683 696</b>	<b>19 034 387</b>	<b>24 179 282</b>	<b>29 126 297</b>	<b>33 883 042</b>

Таблица 54 – Прогнозная стоимость 100% пакета акций ОАО «Челябинский металлургический комбинат», тыс. рублей

Подход	Удельный вес	Стоимость с учетом удельного веса подхода				
		2014	2015	2016	2017	2018
Затратный подход	0,2	15 519 471	16 140 250	16 785 860	17 457 294	18 155 586
Сравнительный подход	0,8	13 683 696	19 034 387	24 179 282	29 126 297	33 883 042
<b>Рыночная стоимость акционерного капитала с позиции контролирующего акционера</b>	<b>1,00</b>	<b>14 050 851</b>	<b>18 455 560</b>	<b>22 700 598</b>	<b>26 792 496</b>	<b>30 737 551</b>

Поскольку прогнозная стоимость определена на основании гипотетических значений коэффициентов, то сопоставление с определенной ранее стоимостью собственного капитала ОАО «ЧМК» на 01.01.2008 г. – не представляется автору необходимым.

Ниже проанализирован темп роста стоимости ОАО «ЧМК» в 2014 – 2018 гг. в соотношении с инфляцией в России в данный временной период.

Инфляция в России прогнозировалась на основе прогнозов Economist Intelligence Unit (EIU)<sup>124</sup>, актуальных на март 2013 г.

Таблица 55 – Анализ динамики стоимости 100% пакета акций ОАО «Челябинский металлургический комбинат»

Показатель	2014	2015	2016	2017	2018
Рыночная стоимость акционерного капитала, тыс. руб.	14 050 851	18 455 560	22 700 598	26 792 496	30 737 551
Темп роста, %	-	31,3%	23,0%	18,0%	14,7%
Инфляция в России, %	6,20%	5,70%	5,10%	5,00%	5,20%

Как видно из приведенной выше таблицы, темпы роста 100% пакета акций ОАО «Челябинский металлургический комбинат» значительно превышают темпы инфляции в России. Таким образом, менеджменту Компании необходимо стремиться к максимизации величины собственного капитала, в первую очередь за счет увеличения величины нераспределенной прибыли. Следует также обратить внимание на структуру активов и соотношение внеоборотных и оборотных активов.

Применение предложений по оптимизации финансово-экономического положения, направленных на максимизацию стоимости промышленного предприятия, повысит, в конечном счете, эффективность управления. Результаты данных предложений могут оказать влияние на материальное состояние как собственников, так и работников предприятия путем реализации менеджментом компании управленческой функции «мотивация».

<sup>124</sup> Аналитический раздел журнала «Экономист» (Британия), официальный интернет - сайт EIU: <http://www.eiu.com>. Источник: Bureau Van DIJK <https://eiu.bvdep.com>.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как отмечалось выше в стратегических документах Российской Федерации, авиационная промышленность является отраслью высокотехнологического сектора, обладающей потенциалом «интеллектуализации» структуры ВВП, опережающего развития экспорта продукции машиностроительного комплекса и импортозамещения, отхода экономики страны от сырьевой модели развития. Несмотря на значимость авиационной индустрии для экономики страны, ее текущее состояние можно охарактеризовать как кризисное.

Вывод отрасли из этого состояния предполагает совершенствование менеджмента, формирование в авиационной промышленности Российской Федерации эффективных предприятий (бизнес-структур), способных конкурировать с международными компаниями.

Несмотря на существующие отличия экономической среды, переход к рыночным отношениям, к стратегическому программному управлению, внедряемому в настоящее время в Российской Федерации, требует от менеджеров российских предприятий освоения современных инструментов управления, в т.ч. - управления стоимостью предприятия.

В настоящем исследовании автор акцентирует внимание на вопросах определения стоимости предприятия на основе информации корреляционно-регрессионного анализа в системе эффективного управления, обосновывая актуальность темы диссертационного исследования во введении.

**В первой главе диссертационной работы** «Определение стоимости промышленного предприятия в Российской Федерации как инструмент управления в условиях изменения внешней среды» приводятся характеристики современного состояния и перспектив развития промышленных предприятий в России. Автор анализирует факторы, оказывающие влияние на текущую и будущую деятельность промышленных предприятий в стране, делая вывод о необходимости внедрения в систему менеджмента предприятия такой технологии, как оценка стоимости, получившей широкое распространение и доказавшей свою эффективность, в экономически развитых странах.

Развитие рыночных отношений в экономике, необходимость обеспечения в этой связи конкурентоспособности предприятий, особенно в условиях вступления России в ВТО и иные региональные организации, требует от менеджеров российских предприятий осваивать широко используемые на Западе инструменты управления стоимостью предприятия, в том числе - технологию определения их стоимости.

В главе изложены результаты исследования рынка услуг по оценке стоимости предприятий авиационной промышленности России, свидетельствующие о том, что в настоящее время эта деятельность носит не систематический характер, ее масштабы ограничены, охватывают

лишь единичные, наиболее крупные предприятия. Излагаются причины, сдерживающие развитие рынка услуг по оценке стоимости предприятий, снижающие эффективность менеджмента в отрасли и, как следствие – низкие финансово-экономические показатели ее работы, в том числе методологические причины, связанные с достоверностью и оперативностью работ по оценке стоимости предприятий; нормативно-правовые и организационные причины, связанные с информационным обеспечением оценки предприятий.

На основе изучения литературных источников, а также результатов собственной практической деятельности автором систематизированы применяемые в российской и зарубежной практике подходы к оценке стоимости предприятий (в том числе предприятий авиационной промышленности), раскрыты условия их применения, достоинства и недостатки, в рамках каждого подхода выделены основные показатели, определяющие результаты оценки (чистые активы; величина денежного потока; капитализация).

На основе обобщения и анализа российского и зарубежного понятийного аппарата автором сделаны выводы об отсутствии единообразной терминологии, используемой в области оценки стоимости промышленных предприятий. В этой связи разработаны и изложены в диссертации предложения по унификации базовой терминологии, используемой при оценке. Сформулированы авторские трактовки таких понятий, как «оценка предприятия», «оценка организации», «оценка бизнеса», «организация информационного обеспечения оценочной деятельности».

Автором определено место и роль оценки в системе менеджмента предприятия, не установленное ранее в публикациях российских специалистов по теории управления (менеджменту), обоснованы основные возможные направления повышения эффективности производства и управления на основе определения стоимости предприятий при реализации таких функций управления как анализ, планирование, контроль и мотивация.

**Во второй главе диссертационной работы «Разработка технологии определения стоимости промышленного предприятия в рамках внутрифирменного управления»** автор уделяет особое внимание вопросам финансового анализа, поскольку, являясь одним из начальных этапов оценки, данный вид деятельности менее трудоемок и регулярно проводится практически на каждом российском предприятии. При этом, как показано в работе, результаты анализа могут служить базисом расчетов при реализации технологии определения стоимости промышленного предприятия в рамках внутрифирменного управления.

Изучение имеющихся публикаций показало, что для проведения финансового анализа применительно к целям определения стоимости предприятия отечественными специалистами предлагаются десятки показателей. Учитывая, что эти показатели, как правило, должны рас-

смагиваться в динамике, объем обобщаемой, обрабатываемой и анализируемой информации возрастает кратно. Соответственно, увеличивается сложность, трудоемкость и стоимость аналитических работ.

Между тем, зарубежный опыт свидетельствует о реальной практической возможности проведения анализа хозяйственной деятельности предприятия с использованием значительно меньшего числа показателей (финансовых коэффициентов), по сравнению с предлагаемыми российскими специалистами.

В целях определения набора коэффициентов, необходимых и достаточных для получения достоверных, надежных результатов финансового анализа для целей определения стоимости промышленных предприятий (системы показателей), автором было проведено исследование корреляционной зависимости между основными финансовыми показателями, используемыми в ходе анализа хозяйственной деятельности предприятия. В качестве информационной базы использовались данные бухгалтерской отчетности 17 предприятий, входящих в корпорацию ОАО «ОАК» за 2005-2010 гг., представленной в информационной базе СПАРК-Интерфакс<sup>125</sup>. На основе исходных данных были рассчитаны основные финансовые показатели и коэффициенты корреляции между этими показателями.

Проведенные расчеты выявили наличие тесной корреляционной, а по ряду позиций и функциональной зависимости показателей (коэффициентов), рекомендуемых в литературе для проведения финансового анализа. К таким коэффициентам относятся, например:

- коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками формирования, коэффициент быстрой ликвидности и коэффициент покрытия из группы коэффициентов ликвидности;

- коэффициенты структуры капитала: коэффициент соотношения заемных и собственных средств / коэффициент капитализации (финансовый рычаг), коэффициент финансовой устойчивости и коэффициент автономии / противоположное значение коэффициента финансовой независимости (автономии); коэффициент автономии и коэффициент финансирования;

- рентабельность собственного капитала, маржа прибыли (чистая рентабельность) и рентабельность инвестированного капитала, рентабельность активов; затратноотдача (рентабельность основной деятельности) и рентабельность продаж.

Использование при проведении финансового анализа для целей определения стоимости промышленных предприятий взаимосвязанных показателей (коэффициентов) представляется, по мнению автора, не оправданным ни с методологической, ни с практической точки зрения,

---

<sup>125</sup> <http://spark.interfax.ru/Front/index.aspx>.

поскольку не обеспечивает повышения точности и достоверности результатов, но увеличивает трудоемкость и стоимость их получения.

С учетом результатов проведенного исследования автором сформулирован ряд предложений по совершенствованию подходов к проведению финансового анализа применительно к целям оценки стоимости промышленного предприятия, в том числе обоснована необходимость в:

- разработке единых требований к определению направлений финансового анализа, к методам расчета соответствующих показателей, а также унификация используемой в данной области терминологии;

- подготовке на этой основе и публикации учебно-педагогических, методических пособий для образовательных учреждений высшего профессионального образования, осуществляющих подготовку и дополнительное профессиональное образование специалистов в области финансового анализа, оценочной деятельности и соответствующих образовательных стандартов;

- учете при разработке системы показателей (финансовых коэффициентов) для определения стоимости промышленных предприятий следующих требований, направленных на обеспечение корректности и качества конечных результатов:

- ✓ соответствие используемых показателей (финансовых коэффициентов) целям определения стоимости предприятия;

- ✓ независимость используемых показателей (финансовых коэффициентов);

- ✓ наличие достоверной и полной информации для расчета показателей (финансовых коэффициентов), в том числе долгосрочной ретроспективной информации, повышающей точность расчетов, позволяющей выявлять и анализировать основные тенденции, а также оценивать перспективы развития.

С учетом вышеизложенных требований автором разработана система показателей (финансовых коэффициентов), предлагаемая для целей оценки стоимости промышленных предприятий, и являющаяся основой реализации технологии определения стоимости промышленного предприятия для целей внутрифирменного управления.

Разработанная система коэффициентов более компактна, по сравнению с рекомендуемой в специальной литературе, включает значительно меньшее число показателей (12 вместо 127). Применение предлагаемой системы показателей не снижает качества оценки, в то же время позволяет специалистам предприятия на основе постоянного мониторинга финансового состояния предприятия, в рамках оценочных процедур, принимать обоснованные управленческие решения.

В связи с разработкой технологии определения стоимости промышленного предприятия автором рассматриваются правовые, методические и практические вопросы информационного обеспечения оценочной деятельности, как одного из исходных этапов определения стоимости промышленного предприятия. Особое внимание, уделяемое данному вопросу, вызвано существующими трудностями поиска требуемой информации, необходимостью привлечения значительных интеллектуальных, временных и финансовых ресурсов.

Проведенный автором анализ нормативных правовых актов Российской Федерации, а также количественная оценка доступности информации, необходимой для оценки стоимости предприятия, в первую очередь бухгалтерской отчетности, показали, что действующее законодательство не обеспечивает условия для широкого распространения предприятиями общедоступной информации о собственной деятельности, в том числе бухгалтерской отчетности: в целом по Российской Федерации эту информацию раскрывает не более 5% общего числа хозяйствующих субъектов, являющихся коммерческими организациями.

Как следствие, при проведении оценки стоимости предприятий специалисты сталкиваются с трудностями информационного обеспечения. Кроме того, современная нормативная правовая база ограничивает возможности более широкого применения в оценочной деятельности сравнительного подхода. Изучение зарубежного опыта, в том числе США, показало возможность и направления усовершенствования нормативной правовой базы России, регламентирующей информационное обеспечение оценочной деятельности.

Обобщение и анализ публикаций российских специалистов, проведенный автором, показал, что в настоящее время в Российской Федерации многие теоретические положения, относящиеся к информационному обеспечению оценочной деятельности, либо вообще отсутствуют, либо трактуются по-разному. Это порождает их не единообразное понимание и, как следствие, - различия при использовании на практике. В этой связи применительно к целям настоящего исследования автором сформулировано определение организации информационного обеспечения и разработана оригинальная классификация видов информационного обеспечения оценки стоимости предприятия.

Анализ литературных источников и собственный практический опыт автора показывает, что в настоящее время для получения внешней информации об объекте оценки (предприятия) имеются различные источники информации, предоставляемой как на бумажных носителях, так и в электронной форме, в том числе в режиме «он-лайн». В целях оптимизации процесса сбора этой информации, на основе обобщения и анализа имеющихся в Российской Федерации и за рубежом источников информации сформирован перечень источников данных, рекомендуемых

для использования при оценке стоимости предприятий авиационной промышленности России, Предложен алгоритм, обеспечивающий упрощение и ускорение ее поиска.

Одним из этапов предлагаемой технологии является проведение экспресс-оценки стоимости предприятия, основанной на использовании корреляционно-регрессионных зависимостей между показателями, определяющими результаты оценочной деятельности (величина денежного потока - база реализации метода дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода; рыночная капитализация, отражающая результаты реализации метода рынка капитала на основе сделок с акциями компании в рамках сравнительного подхода), и независимыми финансовыми коэффициентами, входящими в состав системы показателей.

Разработанная автором технология определения стоимости промышленного предприятия, как инструмента эффективного внутрифирменного управления, дополняет и упрощает стандартную процедуру оценочной деятельности, позволяет осуществлять ее на систематической основе специалистами самих предприятий за счет следующих положений:

- сбор необходимой информации ускоряется и упрощается посредством разработанного автором алгоритма и сформированного перечня источников данных;

- проведение анализа хозяйственной деятельности предприятия реализуется посредством формирования и применения ограниченного числа независимых финансовых показателей, необходимых и достаточных для определения стоимости предприятия в рамках внутрифирменного менеджмента;

- использование экспресс-оценки, основанной на методе корреляционно-регрессионного анализа, позволяет определить основные драйверы роста стоимости компании, повышает оперативность, сокращает трудоемкость и стоимость стандартных оценочных работ.

**В третьей главе диссертационной работы** «Результаты практической апробации предлагаемой технологии определения стоимости промышленного предприятия как инструмента внутрифирменного управления» на примере ОАО «Челябинский металлургический комбинат» проведена экспериментальная апробация предложенных автором подходов. Сопоставление результатов, полученных по предлагаемой автором методике экспресс-оценки с величиной акционерного капитала компании, определенной внешними оценщиками (при участии автора) на 01.01.2008 г., показало погрешность расчетов в 11%, что, по мнению автора, является допустимым. Вместе с тем предложенная технология существенно снижает трудозатраты, упрощает ее применение силами менеджмента предприятия.

На основе проведенных расчетов автором сформулированы предложения по оптимизации финансово-экономического положения ОАО «Челябинский металлургический комбинат». Так за счет увеличения величины собственного капитала, в первую очередь за счет роста нерас-



пределенной прибыли, и оптимального соотношения внеоборотных и оборотных активов, темпы роста стоимости ОАО «Челябинский металлургический комбинат» значительно превысят темпы инфляции в России. Следует отметить, что при благоприятных региональных условиях возможные темпы роста стоимости могут значительно превосходить темпы инфляции.

Расчеты на примере ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» подтвердили результативность предлагаемой автором технологии экономико-математического анализа, позволяющей разрабатывать комплекс управленческих мероприятий для планирования перспектив развития промышленного предприятия. Так, в рамках экспресс-оценки стоимость 100% пакета акций ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» составляет 113 372 759 тыс. рублей, что на 8% отличается от оценки, выполненной специалистами ИФК Метрополь.

По мнению автора, решение выявленных в рамках настоящего исследования проблем, может привести к увеличению стоимости промышленного предприятия посредством повышения эффективности менеджмента.

Предложенная система коэффициентов финансового анализа, используемая в рамках процедуры определения стоимости, а также подходы к оптимизации поиска информации, необходимой для оценки стоимости промышленных предприятий, способствуют упрощению процедур, создают предпосылки для расширения масштабов оценочной деятельности. Предлагаемая технология анализа перспектив развития предприятия, реализация которой возможна собственными специалистами компании, позволяет получать данные для принятия управленческих решений, обеспечивающих устойчивое развитие промышленного предприятия.

Выводы и предложения, разработанные автором, могут способствовать повышению стоимости промышленных предприятий России, в том числе, предприятий авиационной промышленности, посредством повышения эффективности управления производством, за счет усовершенствования технологии определения стоимости предприятий.

**СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 19 июня 2013 г. № 997-р г. Москва. Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности» (в новой редакции).
2. Стратегия развития авиационной промышленности на период до 2015 года. Москва, 2005 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.hse.ru/data/2011/09/05/1267117109/Strategiya\\_razvitiya\\_AVIA.doc](http://www.hse.ru/data/2011/09/05/1267117109/Strategiya_razvitiya_AVIA.doc) свободный. - Загл. с экрана.
3. Государственная программа Российской Федерации «Развитие авиационной промышленности на 2013 - 2025 годы» (Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 24 декабря 2012 г. №2509-р).
4. Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
5. Федеральный закон от 8 января 1998 г. №10-ФЗ «О государственном регулировании развития авиации».
6. Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года. Минэкономразвития России. Март 2013 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20130325\\_06](http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20130325_06) свободный. - Загл. с экрана.
7. Организация производства и управление предприятием: Учебник / О.Г. Туровец, М.И. Бухалков, В.Б. Родинов и др.; Под ред. О.Г. Турцова. – 3изд. – М.: ИНФРА-М, 2011. – 506 с. – (Высшее образование).
8. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2001. – 360 с. ISBN 0273 62 197 1 (англ.). ISBN 5-215-00802 (русс.).
9. Овечкина Е.И. Оценка бизнеса в системе финансового менеджмента предприятия. Автореферат. Москва-2006.
10. Егерев И.А. Стоимость бизнеса. Искусство управления. М.: Дело, 2003.
11. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
12. Садовская Т.Г., Дадонов В.А., Дроговоз П.А. Анализ бизнеса: В 4 ч. Ч. 4. Организационно-экономический анализ бизнеса / Под ред. Т.Г. Садовской. – М.: Изд-во МГТУ им.Н.Э. Баумана, 2006. – 288 с.: ил.
13. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега – Л, 2006 – 288 с.: ил., табл. - «Организация и планирование бизнеса» -ISBN 5-365-00213-Х.

14. Наумов О. И. Концепция управления на основе стоимости и стратегия компании в крупнейших компаниях России. Итоги исследования. Журнал «Управление экономическими системами: электронный научный журнал», 8/2011.
15. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. - 544 с.
16. А.Ю. Харитонов, А.В. Пластинин. Эффективное управление предприятием на основе его стоимости. Монография. Архангельск. 2009.
17. А.С. Шайтуров. Методы, механизмы и инструменты управления предприятиями на основе их стоимости. Журнал «Вестник». Серия экономическая, №4, 2009 г. Размещена на сайте по адресу: [www.vestnik-mgou.ru/2009/econ/4/st11.pdf](http://www.vestnik-mgou.ru/2009/econ/4/st11.pdf).
18. Еленева Ю. Стоимостной подход как основа современного управления бизнесом. Журнал «Проблемы теории и практики управления», № 3, 2002 г.
19. В.В. Бочаров, И.Н. Самсонова, В.А. Макарова. Управление стоимостью бизнеса: Учебное пособие.- СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009.
20. Матвеева А.В. Система управления стоимостью на предприятии: существенные преимущества. // Современные научные исследования и инновации. – Декабрь, 2012 [Электронный ресурс]. URL: <http://web.snauka.ru/issues/2012/12/19346>.
21. И.В. Ивашковская. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. Российский журнал менеджмента. №4, 2004.
22. М. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. Основы менеджмента. Пер. с английского. АНХ при Правительстве РФ. М.: Изд-во «Дело», 1997.
23. Кейт Кинан. «Эффективное управление»: ЭКСМО; Москва; 2006.
24. Дорофеев В.Д., Шмелева А.Н., Шестопап Н.Ю. Менеджмент: Учеб. пособие. - М.: ИНФРА-М, 2008.
25. Гольдштейн Г.Я. Основы менеджмента: Учебное пособие, изд. 2-е, дополненное и переработанное. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2003.
26. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 432 с.: ил.
27. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 № 51-ФЗ (ред. от 06.12.2011).
28. Федеральный закон от 12 января 1996 № 7-ФЗ (ред. от 16.11.2011) «О некоммерческих организациях», статья 2.
29. Федеральный закон от 1 декабря 2007 года № 317-ФЗ «О Государственной корпорации по атомной энергии «Росатом».

30. Руководство по применению и исполнению №4, принятое Международным комитетом по стандартам оценки [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.74rif.ru/osenka.html> свободный. - Загл. с экрана.
31. А.Б. Борисов. Большой экономический словарь. 2003, М.: Книжный мир.
32. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.termin.bposd.ru/publ/16-1-0-129921> свободный. - Загл. с экрана.
33. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.euroauditgroup.ru/0,2/biznes/> свободный. - Загл. с экрана.
34. Н. Кибиткина. Оценка бизнеса как инструмент планирования. Журнал «Консультант», № 17, 2011 год.
35. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://мосрегионоценка.рф/osenka\\_stoimosti\\_biznesa/](http://мосрегионоценка.рф/osenka_stoimosti_biznesa/) свободный. - Загл. с экрана.
36. Федеральный стандарт оценки. Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1). Утвержден приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 256.
37. Оценка бизнеса. Схемы и таблицы: Учебное пособие. Попков В.П., Евстафьева Е.В. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.piterpress.ru/attachment.php?barcode=978546901353&at=exс&n=0> свободный. - Загл. с экрана.
38. А.В. Тюменева. Природа опционной составляющей стоимости компании и способы ее оценки. Журнал «Управление экономическими системами: электронный научный журнал», 10/2011. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.uecs.ru/uecs-34-342011/item/733-2011-10-29-06-38-44> свободный. - Загл. с экрана.
39. Статья А. Фридлянда, Т. Чубукова «Сколько стоит Российский авиационный бизнес?», журнал «Авиаглобус», № 2 (46), февраль 2003, стр. 34-35. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://torgprice.ru/post/1000/55/71810.php> свободный.
40. Джеймс Р. Хитчнер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / Под научн. Ред. В.М. Рутгайзера. – М. Маросейка, 2008. – 304 с. – (Серия «Финансовое оценивание. Области применения и модели»), стр. 69.
41. Оценка компании. Анализ различных методов при использовании доходного подхода Автор: Л.А. Лейфер, С.В. Вожик, Приволжский центр финансового консалтинга и оценки, 2004 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.pcfko.ru/> свободный. - Загл. с экрана.
42. Ларченко А.П. Оценка бизнеса. Подходы и методы. Санкт-Петербург. 2008 год. Учебник: Бизнес. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://moу-vybor.ru/osenka\\_biz.pdf](http://moу-vybor.ru/osenka_biz.pdf) свободный. - Загл. с экрана.
43. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.cfin.ru/appraisal/business/intro/plan.shtml> свободный. - Загл. с экрана.

44. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.euroauditgroup.ru/0,2/biznes/> свободный. - Загл. с экрана.
45. Федеральный закон от 26.07.2006 №135-ФЗ (ред. от 28.12.2013) «О защите конкуренции».
46. [Электронный ресурс] Режим доступа: [www.rosstat.ru/](http://www.rosstat.ru/) свободный. - Загл. с экрана.
47. Интернет-сайт рейтингового агентства «Эксперт РА» [Электронный ресурс] Режим доступа: [www.raexpert.ru/](http://www.raexpert.ru/) свободный. - Загл. с экрана.
48. Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации № 4 (136) за 2009 год. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.ach.gov.ru/ru/bulletin/342/> свободный. - Загл. с экрана.
49. Басовский Л.Е., Басовская Е.Н. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности: Учебное пособие- (Высшее образование) (ГРИФ), Инфра-М, 2009. [http://www.cfin.ru/finanalysis/value/business\\_evaluation.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/value/business_evaluation.shtml).
50. Методика комплексного анализа финансово-хозяйственной деятельности подведомственных Минобрнауки России, федеральным службам, федеральным агентствам организаций образования и науки, а также отдельных наиболее значимых бюджетных учреждений образования. и науки (утверждена приказом Минобрнауки России от 30 декабря 2005 г. № 326).
51. Шеремет А. Д., Сайфулин Р.С. Финансы предприятий. М.: ИНФРАМ, 1998. - 343 с.
52. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – 2-е изд, перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.
53. Анализ финансовой отчетности: учебник / Л. В. Донцова, Н. А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
54. Павел Боровков. Финансово-экономический анализ. Финансовый менеджер № 12-2008, [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec\\_analysis.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml) свободный. - Загл. с экрана.
55. Правила проведения арбитражным управляющим финансового анализа, разработанные в соответствии с федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)) от 8 января 1998 г. № 6-ФЗ, утвержденные Постановлением Правительства Российской Федерации, от 25 июня 2003 г.
56. Э. Боди, Р. Мертон. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.
57. В.Б. Акулов. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002 , [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.aup.ru/books/m148/> свободный. - Загл. с экрана.
58. Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В. И. Бариленко, С. И. Кузнецов, Л. К. Плотникова, О. В. Кайро; под общ. ред. В. И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНО-РУС, 2010 432 с.

59. ИКФ «Альт». Анализ финансового состояния компании. Основные подходы к проведению анализа финансового состояния предприятия. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.gaap.ru/biblio/corpfina/analyst/056.asp> свободный. - Загл. с экрана.
60. Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций. Приложение к приказу ФСФО России от 23 января 2001 г. № 16.
61. Лисицина Е.В. Статистический подход к коэффициентному методу в финансовом экспресс-анализе предприятия. Журнал «Финансовый менеджмент» №1, 2001 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.finman.ru/articles/2001/1/551.html> свободный. - Загл. с экрана.
62. Андрей Синягин. Специфика финансового анализа в российских условиях. Журнал «Рынок ценных бумаг» №16, 1999 г.
63. Лейфер Л.А., Кашникова З.А. Информационное обеспечение российской оценки. Стратегия выхода из тупика. Доклад на конференции РОО, июнь 2006 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://pefko.ru/research30.html> свободный - Загл. с экрана.
64. Центральная база статистических данных Росстата. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.gks.ru/dbscripts/Cbsd/DBInet.cgi> свободный. - Загл. с экрана.
65. Промышленность России. 2010: Стат. сб./Росстат – М., 2010, с. 52.
66. Business Valuation Standards, The Internal Revenue Service, 2006. [Электронный ресурс] Режим доступа: [www.irs.gov](http://www.irs.gov) свободный. - Загл. с экрана.
67. NACVA Professional Standards, National Association of Certified Valuation Analysts 2008. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.nacva.com/PDF/NACVA\\_Standards.pdf](http://www.nacva.com/PDF/NACVA_Standards.pdf) свободный. - Загл. с экрана.
68. Business Appraisal Standards, The Institute of Business Appraisers 2001. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.go-iba.org/pdfs/Business\\_Appraisal\\_Standards.pdf](http://www.go-iba.org/pdfs/Business_Appraisal_Standards.pdf) свободный. - Загл. с экрана.
69. ASA Business Valuation Standards, 2009. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.asabv.org> свободный. - Загл. с экрана.
70. AICPA Statement on Standards for Valuation Services, American Institute of Certified Public Accountants [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.aicpa.org/InterestAreas/ForensicAndValuation/DownloadableDocuments/SSVS\\_Full\\_Version.pdf](http://www.aicpa.org/InterestAreas/ForensicAndValuation/DownloadableDocuments/SSVS_Full_Version.pdf) свободный.-Загл. с экрана.
71. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.ma-na-ger.ru/theory/121-2010-01-02-13-12-10/746-2010-01-02-13-22-24> свободный.
72. Статья «Классификация». Новая философская энциклопедия в 4 т./Ин-т философии РАН; 2-ое изд. исправленное и дополненное. – М.: Мысль, 2010.

73. Палочкин Е.Л. Информационное обеспечение оценочной деятельности. Тезисы выступления на конгрессе. Москва, 2003 год.[Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionID=331> свободный - Загл. с экрана.
74. [Электронный ресурс] Режим доступа: Адрес: [http://www.urbanrconomics.ru/texts.php?folder\\_id=52&mat\\_id=5&page\\_id=4](http://www.urbanrconomics.ru/texts.php?folder_id=52&mat_id=5&page_id=4) свободный.
75. Трошин А.Н., Москвичева Н.В., Никулина Е.Н., Тарасова Е.В., Фомкина В.И. Вопросы оценки стоимости предприятий авиационной промышленности. Монография под ред. профессора, д.э.н. А.Н. Трошина. - М.: Изд-во МАИ, 2011 – 204 с.: ил. ISBN 978-5-4316-0006-7.
76. Б.И. Герасимов, Т.М. Коновалова, С.П. Спиридонов. Экономический анализ: 2 часть, 2008. [Электронный ресурс] Режим доступа: Адрес: [http://knigi-uchebniki.com/ekonomicheskij-analiz\\_726/41analiz-otsenka-likvidnosti.html](http://knigi-uchebniki.com/ekonomicheskij-analiz_726/41analiz-otsenka-likvidnosti.html) свободный.
77. Шеремет, А.Д. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия / Е.В. Негашев. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 267 с.
78. Ларченко А.П. Оценка бизнеса. Подходы и методы.- СПб.: «PRTeam», 2008. - 59 с. [Электронный ресурс] Режим доступа: Адрес [http://lit.lib.ru/l/larchenko\\_a\\_p/text\\_0010.shtml](http://lit.lib.ru/l/larchenko_a_p/text_0010.shtml) свободный.
79. Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset . Copyright © 2007 by American Institute of Certified Public Accountants, Inc. New York, NY 10036-8775.
80. Федеральный закон от 27 июля 2006 г. № 149-ФЗ «Об информации, информационных технологиях и о защите информации».
81. Закон Российской Федерации от 21 июля 1993 года № 5485-1 «О государственной тайне».
82. Федеральный закон от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ «О бухгалтерском учете». Принят Государственной Думой 23 февраля 1996 года. Одобрен Советом Федерации 20 марта 1996 года.
83. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах». Принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года.
84. Федеральный закон от 02 декабря 1990 года № 395-1 «О банках и банковской деятельности».
85. Федеральный закон от 27 июля 2010 года № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности». Принят Государственной Думой 7 июля 2010 года. Одобрен Советом Федерации 14 июля 2010 года.
86. Федеральный закон от 3 ноября 2006 года № 174-ФЗ «Об автономных учреждениях». Принят Государственной Думой 11 октября 2006 года. Одобрен Советом Федерации 27 октября 2006 года.
87. Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ (ред. от 07 февраля 2011) «О рынке ценных бумаг». Принят Государственной Думой 20 марта 1996 года. Одобрен Советом Федерации 11 апреля 1996 года.

88. Федеральный закон от 17 августа 1995 года № 147-ФЗ (ред. от 25 декабря 2008) «О естественных монополиях». Принят Государственной Думой 19 июля 1995 года.
89. Закон РФ от 20 февраля 1992 г. № 2383-1 «О товарных биржах и биржевой торговле».
90. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://items.dvgu.ru/lib/eastprog/information.html> свободный.
91. Джеймс Р.Хитчнер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса. М.: Маросейка, 2008.
92. У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 1999.
93. Управление финансами предприятия / В.П. Савчук. – 2 с изд. – М.: БИНОМ. Лаборатория знаний. 2011. – 480 с.: ил. ISBN 978-5-94774-201-5.
94. В.Я. Горфинкеля, профессора В.А. Швандара. ЭКОНОМИКА ПРЕДПРИЯТИЯ, 2007. Механизм управления предприятием.
95. Джеффри Д.Джонс, Томас Л. Уэст. Пособие по оценке бизнеса. М.: Квинто-Консалтинг, 2003 – 746 с. ISBN 5-93746-003-0.
96. Федеральный закон № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете» от 6 декабря 2011 года. Российская Федерация. Принят Государственной Думой 22 ноября 2011 года. Одобрен Советом Федерации 29 ноября 2011 года.
97. Питер Ф. Друкер. Энциклопедия менеджмента.: Пер. с англ. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2004.
98. Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А. Управление стоимостью бизнеса: Учебное пособие.– СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009.
99. Устав ОАК. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.uacrussia.ru/ru/> свободный. - Загл. с экрана.
100. Федеральный стандарт оценки № 3 «Требования к отчету об оценке (ФСО N 3)» (утв. приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. № 254).
101. Федеральный закон от 29 июля 2004 № 98-ФЗ «О коммерческой тайне». Принят Государственной Думой 9 июля 2004 года. Одобрен Советом Федерации 15 июля 2004 года.
102. [Электронный ресурс] Режим доступа: Адрес: <http://www.avias.com> свободный.
103. Н.Г. Агеева, А.И. Канащенков, Э.С. Минаев. Методы и модели стратегического управления.- М.: Издательство «Доброе слово», 2012 - 184 с., ил., табл.
104. Математическая статистика: Учебник / Иванова В.М., Калинина В.Н., Нешумова Л.А. и др. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Высш. школа, 1981 - 371 с., ил.
105. Гмурман В.Е. Теория вероятностей и математическая статистика. Изд. 4-е, доп. Учеб. пособие для вузов. М., «Высш. школа», 1972.
106. Промышленность России. 2012: Статистический сборник/Росстат - М.



107. Постановление Правительства Российской Федерации от 15 октября 2001 г. № 728 «О федеральной целевой программе «Развитие гражданской авиационной техники России на 2002 - 2010 годы и на период до 2015 года».
108. Промышленность России. 2008: Статистический сборник/Росстат - М.
109. Стратегии бизнеса: Аналитический справочник. Айвазян С.А., Балкинд О.Я., Баснина Т.Д. и др. / Под ред. Г.Б. Клейнера. – М. КОНСЭКО, 1998.
110. Ушаков Е.П., Охрименко С.Е. Рыночная стоимость фирмы: принципы и методы оценки. / Предпринт # WP/97/029. М.: ЦЭМИ РАН, 1997. – 68 с. (рус.)
111. Г.Б.Поляк, И.А. Акодис, Т.А.Краева и др. Финансовый менеджмент. Учебник для вузов, – М., Финансы, ЮНИТИ, 1997.
112. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехов В.В. Оценка бизнеса. Учебное пособие. 2-е изд. – СПб.: ИД «Питер», 2008.
113. Крейнина М.Н., Финансовый менеджмент: Учебное пособие. – 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Издательство «Дело и Сервис», 2001. – 400 с.
114. Финансы России-2012: Статистический сборник/Росстат - М.
115. Финансы России-2008: Статистический сборник/Росстат - М.
116. Стратегия инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года (Утверждена распоряжением Правительства РФ от 8 декабря 2011 г. №2227-р).
117. Оценка бизнеса. Электронный учебный курс. Составитель - А.В. Зайцев. ФГОУ ВПО «Кубанский аграрный университет». [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://ozenka-biznesa.narod.ru/main.htm> свободный. - Загл. с экрана.
118. Феррис, Кеннет, Пешеро, Барбара, Пети. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 256 с.: ил. – Парал. тит. англ.
119. Трошин А.Н., Никулина Е.Н., Тарасова Е.В., Фомкина В.И. Теоретические основы управления капиталом компаний. - М.: Изд-во МАИ-ПРИНТ, 2008. – 228 с.: ил. ISBN 978-5-7035-2008-6.
120. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. - Олимп-бизнес, 2000.
121. Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К., ред. В.М. Ругайзера. Руководство по оценке стоимости бизнеса. – М.: 2000 г.
122. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004. -332 с.
123. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. М.: ИНФРА-М, 2000 - 208 с.
124. Мельник М.В., Бердников В.В. Финансовый анализ. Система показателей и методика проведения. Учебное пособие. Экономистъ, мягкая обложка, 2006 – 159 с.

125. Мельник М.В. Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Издательство: «ФОРУМ» 2008-192 ст.
126. Ионова А.Ф., Селезнева Н.Н. Финансовый анализ. Издательство: Проспект, 2006 – 623 с.
127. Джамай Е. В., Калачанов В. В. Экономический механизм выбора корпоративных информационных систем при организации производства авиационной техники. Журнал «Вестник Московского авиационного института» № 6, 2008 г., т. 15.
128. Панагушин В.П. Диагностика банкротства: возможна ли оценка платежеспособности по двум показателям? / В.П. Панагушин, В.И. Лапенков, Е.В. Лютер // Финансы. - 1995. - № 7. - С. 23-26.
129. Лапенков Владимир Иванович. Методология управления текущей ликвидностью производственного предприятия: Диссертация доктора экон. наук: 08.00.05: Москва, 2001 329 с. РГБ ОД, 71:02-8/313-8.
130. Шишкова Т.В., Николаева О.Е. Классический управленческий учет. Издательство ЛКИ, твердый переплет, 2010. ISBN: 978-5-382-01012-0. 400 с.
131. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. М.: Финансы и статистика, 2002. - 560 с.
132. Ван Хорн Дж.К. - Основы управления финансами / Финансы. 2003, Финансы и статистика.
133. Друри К. Управленческий и производственный учет. Москва: Юнити, 2005. - 735 с. - Серия «Зарубежный учебник». Пятое издание, переработанное и дополненное. ISBN 1-86152-905-8 (англ. ) ISBN 5-238-00899-6 (русск. ).
134. Трошин А.Н. Финансовый менеджмент: Учебник. М.: ИНФРА-М, 2013. - 331 с. – (Высшее образование: Бакалавриат). ISBN 978-5-16-005734-7.
135. Трошин А.Н., Мазурина Т.Ю., Фомкина В.И. Финансы и кредит: Учебник. – 2-е изд., доп. М.: ИНФРА-М, 2013.- 332 с. – (Высшее образование: Бакалавриат). ISBN 978-5-16-006621-9.
136. Трошин А.Н., Никулина Е.Н., Тарасова Е.В., Фомкина В.И. Финансовая математика для инвестора. М.: Изд-во МАИ-ПРИНТ, 2009. – 184 с.: ил. ISBN: 978-5-7035-2163-2.
137. Трошин А.Н., Бурдина А.А., Разжевайкин Д.В. Технология оценки инновационной активности предприятий авиационной отрасли. – М.: Изд-во МАИ, 2012 – 176 с.: ил. ISBN 978-5-4316-0087-6.
138. Н. Г. Агеева, О. Н. Дмитриев, Э. С. Минаев: Менеджмент для инженера Часть 1. Основы менеджмента. Журнал: Вестник Московского авиационного института. Издательство: Высшая школа, Доброе слово. Серия: Бизнес для инженера. ISBN 5-06-004375-4, 5-89796-012-1, 5-06-004116-6; 2002 г. Страниц 360 стр. Формат 70x100/16 (167x236 мм).
139. Постюшков А.В. Теория и практика оценочного менеджмента. – М.: Маросейка, 2010. - 380 с. ISBN 978-5-903271-36-8.

**МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

---

**МОСКОВСКИЙ АВИАЦИОННЫЙ ИНСТИТУТ  
(НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ)**

На правах рукописи



**ТРУБИНА**

**Анна Владимировна**

**РАЗРАБОТКА ТЕХНОЛОГИИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ  
СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ  
КАК ИНСТРУМЕНТА ВНУТРИФИРМЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ**

**Специальность: 08.00.05 Экономика и управление народным  
хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями,  
отраслями, комплексами - промышленность)**

**ПРИЛОЖЕНИЯ**

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель:  
**к.э.н., доцент Е.Н. Никулина**

Москва - 2014

**ОГЛАВЛЕНИЕ**

Приложение 1 - Цели оценки стоимости предприятий (бизнеса) в публикациях российских специалистов.....	3
Приложение 2 - Направления финансового анализа, предлагаемые российскими и зарубежными организациями и специалистами для проведения оценки стоимости предприятия .....	4
Приложение 3 - Показатели финансового анализа и методики их расчетов, применяемые при оценке промышленных предприятий (по материалам публикаций отечественных и зарубежных специалистов).....	6
Приложение 4 - Показатели оценки рентабельности предприятий и методики их расчетов, предлагаемые для проведения финансового анализа .....	18
Приложение 5 - Выдержки из отчета об оценке рыночной стоимости одной обыкновенной именной акции ОАО «Челябинский металлургический комбинат», выполненного ООО «Росэкспертиза».....	20
Приложение 6 - Сведения об информации, предоставляемой оценщикам ведущими саморегулируемыми организациями оценщиков (СРО) Российской Федерации.....	80
Приложение 7 - Примеры источников информации, использованной автором при проведении оценки стоимости предприятий различных секторов экономики .....	81
Приложение 8 - Сведения об информации, относящейся к проведению оценочной деятельности, размещенные на официальных сайтах авиационных предприятий Российской Федерации .....	84
Приложение 9 - Зарубежные источники информации, используемые для оценки стоимости предприятий авиационной промышленности.....	85
Приложение 10 - Зарубежные источники информации, размещенные в сети Интернет, используемые для оценки предприятий различных отраслей промышленности .....	87

Приложение 1 - Цели оценки стоимости предприятий (бизнеса) в публикациях российских специалистов<sup>1</sup>

Н.Кибиткина. Оценка бизнеса как инструмент <sup>2</sup>	«Оценка бизнеса» <sup>3</sup>	«Бизнес» <sup>4</sup>	В.В.Павловец. Введение в оценку стоимости бизнеса <sup>5</sup>	Оценка стоимости предприятия (бизнеса) <sup>6</sup>
<p>Обоснование сделки купли-продажи бизнеса или его доли</p> <p>Определение стоимости залогового обеспечения по кредиту</p> <p>Обоснование инвестиционного решения</p> <p>Разработка бизнес-плана</p> <p>Обоснование налогооблагаемой базы и пр.</p>	<p>Повышение эффективности управления производством</p> <p>Разработка бизнес-плана</p> <p>Реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, разделение и прочее);</p> <p>Определение текущей рыночной стоимости предприятия в случае его частичной или полной покупки или продажи, при выходе из дела одного либо нескольких участников</p> <p>Выкуп акций у акционеров</p> <p>Определение кредитоспособности предприятия</p> <p>Приобретение или продажа производства на наиболее выгодных условиях</p> <p>Необходимость информации о стоимости как своих активов, так и активов контрагентов</p> <p>Необходимость информации о возможных сроках окупаемости предприятия, о размере годового дохода, перспективах развития на рынке товаров и услуг</p> <p>Необходимость информации о стоимости предприятия</p> <p>Снижение финансового риска при предоставлении кредита.</p>	<p>Выявление реальной рыночной стоимости имущества компании при осуществлении страховых операций</p> <p>Увеличение эффективности управления компанией</p> <p>Определение кредитоспособности компании и величины стоимости залога при кредитовании</p> <p>Обоснование принятия инвестиционного решения</p> <p>Проведение реструктуризации предприятия (ликвидации, поглощения, выделения, слияния)</p> <p>Внесение в уставной капитал вкладов учредителей</p> <p>Выкуп акций у акционеров</p> <p><b>Оценка текущей стоимости бизнеса</b></p> <p>Оценка текущей рыночной стоимости компании в случае совершения сделок купли-продажи или при выходе одного или нескольких участников из обществ</p> <p>Определение стоимости ценных бумаг компании, долей в капитале в случае проведения с ними различных операций</p> <p>Проведение эмиссии акций</p> <p>Определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду</p> <p>Обжалование судебного решения об изъятии собственности, когда возмещение от изъятия искусственно занижено</p> <p><b>Переоценка активов компании</b></p> <p>Разработка бизнес-плана</p> <p>Вступление в наследство для совершения нотариальных действий</p> <p>Стратегическое планирование развития компании</p> <p>Взвешенное налогообложение предприятия</p> <p>Продажа муниципальной или федеральной собственности</p> <p>Проведение дополнительных эмиссий</p> <p>Слияния и поглощения</p> <p>Реорганизация Общества.</p>	<p>Обеспечение экономической безопасности</p> <p>Разработка планов развития предприятия</p> <p>Выпуск акций</p> <p>Оценка эффективности менеджмента.</p> <p>Выбор варианта распоряжения собственностью</p> <p>Составление объединительных и раздельных балансов при реструктуризации</p> <p>Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли</p> <p>Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия</p> <p>Проверка финансовой дееспособности заемщика</p> <p>Определение размера ссуды, выдаваемой под залог</p> <p>Установление размера страхового взноса</p> <p>Определение суммы страховых выплат</p> <p>Расчет конъюнктурных характеристик</p> <p>Проверка обоснованности котировок ценных бумаг</p> <p>Проверка целесообразности инвестиционных вложений</p> <p>Определения допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в инвестиционный проект</p> <p>Подготовка предприятия к приватизации</p> <p>Определение облагаемой базы для различных видов налогов</p> <p>Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства</p> <p>Оценка для судебных целей</p>	<p>Повышение эффективности текущего управления предприятием, фирмой</p> <p>Купля-продажа акций, облигаций предприятий на фондовом рынке</p> <p>Принятие обоснованного инвестиционного решения</p> <p>Купля-продажа предприятия его владельцем целиком или по частям</p> <p>Установление доли совладельцев в случае подписания или расторжения договора или в случае смерти одного из партнеров</p> <p>Реструктуризация предприятия (ликвидация предприятия, слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга)</p> <p>Разработка плана развития предприятия</p> <p>Определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании.</p> <p>Страхование</p> <p>Налогообложение.</p> <p>Принятие обоснованных управленческих решений.</p> <p>Осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса.</p>

<sup>1</sup> На основании анализа представленных в таблице целей оценки стоимости предприятий, можно сделать вывод о том, что ряд авторов смешивают понятие «цель (-и) оценки» с такими понятиями, как «предполагаемое использование результатов оценки и связанные с этим ограничения» (например, переоценка активов компании), «вид определяемой стоимости» (оценка текущей стоимости бизнеса) и другие (необходимость информации о стоимости предприятия).

<sup>2</sup> Цит. по тексту, размещенному по адресу: <http://www.cfin.ru/appraisal/business/intro/plan.shtml>

<sup>3</sup> Размещено по адресу: <http://www.78spb.ru/services/5/5-2/>

<sup>4</sup> Размещено по адресу: <http://www.euroauditgroup.ru/0,2/biznes/>

<sup>5</sup> Размещено по адресу: <http://www.cfin.ru/>

<sup>6</sup> Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: ИНТЕРПРЕКЛАМА, 2003.

Приложение 2 - Направления финансового анализа, предлагаемые российскими и зарубежными организациями и специалистами для проведения оценки стоимости предприятия

Группы направлений финансового анализа	Авторы предлагаемых направлений финансового анализа							
	А.Д.Шеремет, Р.С.Сайфулин <sup>7</sup>	В.Б.Акулов <sup>8</sup>	ИКФ «АЛЬТ» <sup>9</sup>	А.Г. Грязнова, М.А. Федотова <sup>10</sup>	Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова <sup>11</sup>	Э.Боди, Р.Мертон <sup>12</sup>	В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро <sup>13</sup>	П. Боровков <sup>14</sup>
Анализ показателей структуры баланса предприятия				+				
Анализ показателей имущественного положения								+
Анализ показателей финансовой устойчивости			+		+			+
Анализ показателей финансовой независимости и финансовой устойчивости							+	
Анализ показателей платежеспособности и финансовой устойчивости <sup>15</sup>								
Анализ показателей ликвидности и рыночной устойчивости	+							
Анализ показателей платежеспособности		+						
Анализ показателей ликвидности		+		+		+		
Анализ показателей ликвидности и платежеспособности					+			+
Анализ показателей ликвидности бухгалтерского баланса и платежеспособности							+	
Анализ показателей прибыльности хозяйственной деятельности	+							
Анализ показателей рентабельности		+		+	+	+	+	+
Анализ показателей оборачиваемости активов (деловой активности)				+				

<sup>7</sup> Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. *Финансы предприятий*. – М., ИНФРП-М, 1998.

<sup>8</sup> Акулов В.Б. *Финансовый менеджмент*. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002.

<sup>9</sup> *Источник: <http://www.gaap.ru/biblio/corpfina/analyst/056.asp>*.

<sup>10</sup> *Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.*

<sup>11</sup> *Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.*

<sup>12</sup> Э.Боди, Р.Мертон. *Финансы.*: Пер. с англ.: Уч. Пос. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.

<sup>13</sup> *Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.*

<sup>14</sup> П.Боровков. *Финансовый анализ: [http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec\\_analysis.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml)*.

<sup>15</sup> *Данный анализ предложен в Методических указаниях по проведению анализа финансового состояния организаций (Утвержденных приказом ФСФО России от 23 января 2001г. № 16).*

Группы направлений финансового анализа	Авторы предлагаемых направлений финансового анализа							
	А.Д.Шеремет, Р.С.Сайфулин <sup>7</sup>	В.Б.Акулов <sup>8</sup>	ИКФ «АЛЬТ» <sup>9</sup>	А.Г. Грязнова, М.А. Федотова <sup>10</sup>	Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова <sup>11</sup>	Э.Боди, Р.Мертон <sup>12</sup>	В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро <sup>13</sup>	П. Боровков <sup>14</sup>
Анализ показателей оборачиваемости					+			
Анализ показателей оборачиваемости активов						+		
Анализ показателей деловой активности	+						+	
Анализ показателей эффективности использования оборотного капитала (деловой активности), доходности и финансового результата (рентабельности) <sup>16</sup>								
Анализ показателей эффективности управления	+							
Анализ показателей кредитоспособности		+						
Анализ показателей самофинансирования			+					
Анализ инвестиционных показателей				+				
Анализ показателей управления активами					+			
Анализ показателей финансового «рычага»						+		
Анализ показателей обеспеченности собственными оборотными средствами							+	
Показатели возможностей восстановления платежеспособных предприятий <sup>17</sup>								
Анализ показателей эффективности использования внеоборотного капитала и инвестиционной активности <sup>18</sup>								
Анализ показателей рыночной стоимости						+		
Анализ показателей эффективности использования активов								+
Анализ показателей исполнения обязательств перед бюджетом и государственными внебюджетными фондами <sup>19</sup>								
Маржинальный анализ								+
Анализ показателей «Золотое» правило экономики предприятия								+

<sup>16</sup> Данный анализ предложен в Методических указаниях по проведению анализа финансового состояния организаций (Утвержденных приказом ФССФО России от 23 января 2001 г. № 16).

<sup>17</sup> Предложены Методическими положениями по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворительной структуры баланса.(утверждены распоряжением Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) от 12 августа 1994 г. № 31-р (с изменениями от 12 сентября 1994 г.)).

<sup>18</sup> Данный анализ предложен в Методических указаниях по проведению анализа финансового состояния организаций (Утвержденных приказом ФССФО России от 23 января 2001 г. № 16).

<sup>19</sup> Данный анализ предложен в Методических указаниях по проведению анализа финансового состояния организаций (Утвержденных приказом ФССФО России от 23 января 2001 г. № 16).

Приложение 3 - Показатели финансового анализа и методики их расчетов, применяемые при оценке промышленных предприятий  
(по материалам публикаций отечественных и зарубежных специалистов)

**1. Показатели анализа имущественного положения**

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
1.1.	Доля основных средств в совокупной стоимости активов	Стоимость ОС / Суммарная стоимость активов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
1.2.	Доля активной части основных средств	(Стоимость оборудования + Стоимость транспортных средств) / Суммарная стоимость активов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
1.3.	Коэффициент износа (Коэффициент накопления амортизации)	Износ ОС и НМА / Первоначальная стоимость ОС и НМА	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
1.4.	Коэффициент годности	Текущая балансовая стоимость ОС и НМА / Первоначальная стоимость ОС и НМА	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
1.5.		1 — Коэффициент износа	
1.6.	Коэффициент выбытия ОС	Стоимость выбывших за период ОС / Стоимость ОС на начало периода	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
1.7.	Коэффициент обновления ОС	Стоимость поступивших за период ОС / Стоимость ОС на конец периода	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>

**2. Показатели анализа ликвидности и платежеспособности**

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
2.1.	Коэффициент текущей ликвидности (Коэффициент покрытия)	Оборотные активы / Текущие обязательства	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.2.	Коэффициент быстрой ликвидности	(Денежные средства + Дебиторская задолженность) / Текущие обязательства	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.3.	Коэффициент (немедленной) абсолютной ликвидности	Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения / Текущие обязательства	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.4.	Доля собственных средств в покрытии запасов	Собственные оборотные средства (средние за период) / Стоимость товаров и запасов (средняя за период)	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.5.	Доля чистого оборотного капитала	(Текущие активы — Текущие пассивы) / Суммарная стоимость активов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.6.	Маневренность собственных оборотных средств / функционирующего капитала	Денежные средства / Собственные оборотные средства	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.7.	Доля собственных оборотных средств в покрытии запасов	Собственные оборотные средства / Стоимость товаров и запасов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.8.	Коэффициент покрытия	Текущие активы / Текущие обязательства	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>



№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
2.9.	Коэффициент покрытия запасов	(Оплаченный собственный капитал — Убытки + Долгосрочные заемные средства — (Долгосрочные финансовые вложения + Долгосрочная дебиторская задолженность) + Краткосрочные заемные средства + Краткосрочная кредиторская задолженность + Авансы полученные) / Стоимость товаров и запасов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.10.	Коэффициент оборота дебиторской задолженности	Объем продаж (по стоимости) / Средняя сумма дебиторской задолженности	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.11.	Средний период сбора дебиторской задолженности	Средняя сумма дебиторской задолженности / Средняя сумма ежедневных продаж в кредит	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
2.12.	Показатель общей платежеспособности	(Основные и прочие внеоборотные активы + Запасы и затраты) / (Долгосрочные кредиты и займы + Краткосрочные кредиты и займы)	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.13.	Коэффициент независимости	Собственные источники финансирования/Итог баланса	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.14.	Коэффициент финансирования	Собственные источники / (Долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы)	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.15.	Коэффициент привлеченного капитала	Привлеченный капитал / Собственный капитал	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.16.	Коэффициент покрытия инвестиций	(Собственные средства + Долгосрочные и среднесрочные кредиты) / Итог баланса	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.17.	Рамбурсная способность (1 вариант)	Способность финансирования / Заемные средства = (Чистая прибыль + Амортизационные отчисления + Сумма продаж имущества) / Заемные средства	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.18.	Соотношение заемных средств и способности самофинансирования	Заемные средства / Способность самофинансирования	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.19.	Рамбурсная способность (2 вариант)	Заемные средства / Оборот предприятия В числителе — (сумма долго- и краткосрочных кредитов и займов). В знаменателе — выручка от реализации и внереализационные доходы	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.20.	Соотношение способности самофинансирования и добавленной стоимости	Способность самофинансирования / Добавленная стоимость	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.21.	Общий коэффициент покрытия	Оборотные активы / Краткосрочные пассивы	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.22.	Коэффициент абсолютной ликвидности	(Оборотные средства в деньгах + Краткосрочные финансовые вложения) / Краткосрочные пассивы	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.23.	Промежуточный коэффициент покрытия	Дебиторская задолженность / Краткосрочные пассивы	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.24.	Коэффициент долевого участия основного капитала	Внеоборотные активы / Итог баланса	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.25.	Коэффициент долевого участия денежного капитала	Оборотные средства в деньгах / Итог баланса	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
2.26.	Коэффициент текущей задолженности	Дебиторская задолженность / Кредиторская задолженность	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
2.27.	Коэффициент покрытия	Текущие активы / Текущие обязательства	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил
2.28.	Коэффициент быстрой ликвидности	(Денежные средства + Дебиторская задолженность) / Текущие обязательства	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил
2.29.	Коэффициент абсолютной ликвидности	Денежные средства + Легкорезализуемые ценные бумаги) / Текущие обязательства	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.,
2.30.	Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы / Текущие обязательства	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
2.31.	Коэффициент абсолютной ликвидности	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения) / Текущие обязательства	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
2.32.	Коэффициент «критической» оценки	(Денежные средства + Текущие финансовые вложения + Краткосрочная дебиторская задолженность) / Текущие обязательства	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
2.33.	Общий показатель платежеспособности	Отсутствует	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
2.34.	Коэффициент маневренности функционирующего капитала	Медленно реализуемые активы / (Оборотные активы – текущие обязательства)	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
2.35.	Доля оборотных средств в активах	Оборотные активы / Валюта баланса	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
2.36.	Коэффициент обеспеченности собственными средствами	(Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Оборотные активы	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
2.37.	Коэффициент текущей ликвидности	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства	Боди, Эфи, Мергтон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.
2.38.	Коэффициент критической оценки (лакмусовой бумажки)	(Денежные средства + Дебиторская задолженность) / Краткосрочные обязательства	Боди, Эфи, Мергтон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.
2.39.	Коэффициент покрытия баланса	Сумма трех групп ликвидных средств <sup>20</sup> / Сумма текущих обязательств <sup>21</sup>	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с
2.40.	Коэффициент ликвидности	Сумма первой и второй группы ликвидных средств / Сумма текущих обязательств	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с
2.41.	Коэффициент абсолютной ликвидности	Первая группа ликвидных средств / Сумма текущих обязательств	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с

<sup>20</sup> Первая группа – денежные средства и краткосрочные ценные бумаги (раздел II актива баланса). Вторая группа – легкорезализуемые требования: расчеты с дебиторами в пределах допустимой дебиторской задолженности, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев с отчетной даты. Третья группа – легкорезализуемые элементы запасов (остатки производственных запасов, незавершенное производство, расходы будущих периодов, товары отгруженные, готовая продукция и товары для перепродажи, прочие запасы и затраты (без НДС).

<sup>21</sup> Для расчета коэффициента покрытия целесообразно использовать среднегодовые величины ликвидных средств и обязательств.

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
2.42.	Показатель финансовой независимости	Доля собственных источников средств (итог р. III ПБ + стр. 640, 650) в итоговой сумме пассива баланса	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с
2.43.	Показатель финансовой устойчивости	Доля собственных источников средств и долгосрочных кредитов в итоговой сумме пассива баланса.	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с
2.44.	Коэффициент обеспеченности запасов собственными источниками формирования	Отношение собственных оборотных средств к запасам:	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с

### 3. Показатели анализа финансовой устойчивости

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
3.1.	Коэффициент концентрации собственного капитала	Собственный капитал / Суммарная стоимость активов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
3.2.	Доля заемного капитала в общей сумме средств	Долгосрочные обязательства + Текущие обязательства / Суммарная стоимость активов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
3.3.		1 — Коэффициент концентрации собственного капитала	
3.4.	Коэффициент финансовой зависимости (Финансовый рычаг)	Суммарная стоимость активов / Собственный капитал	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
3.5.		1 / Коэффициент концентрации собственного капитала	
3.6.	Коэффициент маневренности собственного капитала	Оборотные средства / Собственный капитал	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
3.7.	Соотношение собственных и привлеченных средств	Долгосрочные обязательства + Текущие обязательства / Собственный капитал	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
3.8.	Доля долгосрочных обязательств в инвестиционном капитале	Долгосрочные обязательства / Долгосрочные обязательства + Собственный капитал	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
3.9.	Коэффициент структуры долгосрочных вложений	Стоимость внеоборотных активов / Долгосрочные обязательства	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
3.10.	Коэффициент автономии	Собственный капитал / Заемный капитал	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
3.11.	Коэффициент платежеспособности	Собственный капитал / Валюта Баланса (общие пассивы)	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
3.12.	Коэффициент иммобилизации	Постоянные активы / Текущие активы	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
3.13.	Коэффициент маневренности	Чистый оборотный капитал (ЧОК) / Собственный капитал	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
3.14.	Доля собственных источников финансирования текущих активов	ЧОК / Текущие активы	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
3.15.	Коэффициент обеспеченности запасов	ЧОК / (Запасы материалов + Незавершенное производство + Авансы поставщикам)	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
3.16.	Коэффициент капитализации (плечо финансового рычага)	Заемный капитал / Собственный капитал	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
3.17.	Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	(Собственный капитал – Внеоборотные активы) / Оборотные активы	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
3.18	Коэффициент финансовой независимости (автономии)	Собственный капитал / Валюта баланса	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
3.19	Коэффициент финансирования	Собственный капитал / Заемный капитал	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
3.20	Коэффициент финансирования устойчивости	(Собственный капитал + Долгосрочные обязательства) / Валюта баланса	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
3.21	Коэффициент финансовой автономии	(Итог раздела III Пассива баланса / (Итог раздела I актива баланса + Итог раздела II актива баланса)) * 100%	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
3.22	Коэффициент финансовой зависимости (коэффициент соотношения заемных и собственных средств)	(Итог раздела IV Пассива баланса + Итог раздела V Пассива баланса – стр. 640, 650) / (Итог раздела III пассива баланса + стр. 640, 650)	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
3.23	Коэффициент соотношения собственных и заемных средств	1 / Коэффициент финансовой зависимости	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
3.24	Коэффициент маневренности	Отношение собственных оборотных средств ко всем источникам собственных и приравненных к ним средств:	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.

#### 4. Показатели анализа рентабельности

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
4.1	Рентабельность собственного капитала (ROE — Return on Equity)	Чистая прибыль / Собственный капитал	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
4.2		Рентабельность продаж × Оборачиваемость активов × Коэффициент финансовой зависимости	
4.3		(Чистая прибыль / Выручка от реализации) × (Выручка от реализации / Суммарная стоимость активов) × (Суммарная стоимость активов / Собственный капитал)	
4.4	Рентабельность активов (Возврат (отдача) на инвестиции, ROI — Return on Investments)	Чистая прибыль / Суммарная стоимость активов	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
4.5		Рентабельность продаж × Оборачиваемость активов	
4.6		(Чистая прибыль / Выручка от реализации) × (Выручка от реализации / Суммарная стоимость активов)	
4.7.	Рентабельность затрат	Чистая прибыль / Себестоимость реализованной продукции	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
4.8	Рентабельность продаж	Чистая прибыль / Объем продаж (в стоимостном выражении)	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
4.9	Норма торговой наценки (маржи)	Торговая наценка / Объем продаж (в стоимостном выражении)	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
4.10	Коэффициент (норма) рентабельности (доходности) продаж (ROS)	Прибыль до выплаты процентов и налогов / Объем продаж	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ.: Уч. Пос. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил. – Прагл. тит. англ.

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
4.11	Коэффициент (норма) доходности активов (ROA) <sup>22</sup>	Прибыль до выплаты процентов и налогов / Средние суммарные активы	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил. – Прал. тит. англ.
4.12	Коэффициент (норма) доходности акционерного капитала (ROE)	Чистая прибыль / Акционерный капитал	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил. – Прал. тит. англ.
4.13	Рентабельность продукции (продаж)	Отношение прибыли от реализации продукции (работ, услуг) к выручке от реализации (без налогов) или к себестоимости этой продукции.	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.,
4.14	Рентабельность предприятия	Прибыль <sup>23</sup> / Средняя стоимость активов (фондов) предприятия	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.,
4.15	Рентабельность (собственного) капитала	Чистая прибыль (стр. 190 ф.№2) / Итог р. III Пассива баланса	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.,
4.16	Коэффициент удержания прибыли	(Чистая прибыль – Сумма прибыли, направленная на выплату дивидендов) / Чистая прибыль * 100%	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.,
4.17	Показатель обеспеченности устойчивого роста	Рентабельность собственного капитала * Коэффициент удержания прибыли	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.,
4.18	Коммерческая маржа	Определяется на основании показателей приложения к балансу предприятия — «Отчет о финансовых результатах».	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.19	Экономическая рентабельность активов	Соотношение НРЭИ <sup>24</sup> и актива баланса предприятия или соотношение балансовой прибыли и процентов за кредит, относимых на себестоимость, и актива баланса предприятия.	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.20	Коэффициент трансформации	Числитель - из «Отчета о финансовых результатах», знаменатель - из баланса предприятия	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.21	Рентабельность продаж	Прибыль от продаж / Объем реализации (А) или Чистая прибыль / Объем реализации (Б)	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.22	Рентабельность активов	Прибыль отчетного периода / Активы предприятия	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.23	Рентабельность собственных капитальных вложений	Чистая прибыль / Основные средства предприятия	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.24	Норма доходности на собственный капитал (рентабельность СК)	Чистая прибыль / Собственный капитал	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>

<sup>22</sup> В ходе анализа часто бывает полезно представить ному доходности активов (ROA) в виде произведения двух коэффициентов:  $ROA = (EBIT / \text{Объем продаж}) * (\text{Объем продаж} / \text{стоимость активов}) = \text{Рентабельность продаж} * \text{Оборачиваемость активов} = ROS * ATO$ . То, что коэффициент ROA может быть представлен через коэффициенты ROS и ATO, подчеркивает тот факт, что фирмы, работающие в разных сферах, могут иметь совершенно разные коэффициенты рентабельности продаж и оборачиваемости активов и в то же время одинаковые показатели доходности активов. Так, например, супермаркеты, как правило, характеризуются низкими показателями рентабельности от продаж и высоким коэффициентом оборачиваемости активов, в то время как для дорогого магазин ювелирных украшений обычно характерно обратное соотношение.

<sup>23</sup> Для оценки работы предприятия в условиях реально действующей системы налогообложения в расчетах используется показатель чистой прибыли.

<sup>24</sup> Балансовая прибыль (БИ) + проценты по кредитам, выплачиваемые из себестоимости = НРЭИ.

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
4.25	Коэффициент чистой выручки	$(\text{Чистая прибыль} + \text{Амортизационные отчисления}) / \text{Объем реализации}$	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.26	Коэффициент маневренности собственных средств	$\text{Собственные оборотные средства} / \text{Собственные средства}$	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.27	Коэффициент накопления амортизации	$\text{Накопленная амортизация} / \text{Первоначальная стоимость основных средств}$	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.28	Коэффициент реальной стоимости основных и материальных оборотных средств в имуществе предприятия	$(\text{Основные средства за вычетом износа} + \text{Производственные запасы}) / \text{Активы предприятия}$	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.29	Коэффициент реальной стоимости основных и материальных оборотных средств в имуществе предприятия	$(\text{Основные средства за вычетом износа} + \text{Производственные запасы}) / \text{Активы предприятия}$	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
4.30	Рентабельность продукции	$\text{Прибыль до выплаты процентов и налогов (Прибыль от реализации)} / \text{Нетто-выручка от реализации}$	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
4.31	Коммерческая маржа	$\text{Прибыль после выплаты процентов и налогов (Чистая прибыль)} / \text{Нетто-выручка от реализации}$	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
4.32	Рентабельность продаж	$(\text{Прибыль от продаж} / \text{Выручка от продаж}) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.33	Бухгалтерская рентабельность от обычной деятельности	$(\text{Прибыль до налогообложения} / \text{Выручка от продаж}) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.34	Чистая рентабельность	$(\text{Чистая прибыль} / \text{Выручка от продаж}) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.35	Экономическая рентабельность	$(\text{Чистая прибыль} / \text{Средняя стоимость имущества}) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.36	Рентабельность собственного капитала	$(\text{Чистая прибыль} / \text{Средняя стоимость собственного капитала}) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.37	Валовая рентабельность	$(\text{Прибыль валовая} / \text{Выручка от продаж}) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.38	Затратоотдача	$(\text{Прибыль от продаж} / \text{Затраты на производство и реализацию продукции}) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.39	Рентабельность перманентного капитала	$(\text{Чистая прибыль} / (\text{средняя стоимость собственного капитала} + \text{средняя стоимость долгосрочных обязательств})) * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
4.40	Коэффициент устойчивости экономического роста	$\text{Чистая прибыль} - \text{дивиденды, выплаченные акционерам} / \text{Средняя стоимость собственного капитала} * 100\%$	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.

### 5. Показатели анализа эффективности использования активов

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
5.1	Оборачиваемость активов	$\text{Выручка от реализации} / \text{Суммарная стоимость активов}$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
5.2	Фондоотдача	$\text{Выручка от реализации} / \text{Стоимость внеоборотных активов}$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
5.3	Производственная фондоотдача	Выручка от реализации / Стоимость технологического оборудования	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>

### 6. Показатели маржинального анализа

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
6.1.	Точка безубыточности (в натуральном выражении)	Совокупные постоянные затраты / Удельный маржинальный доход	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
6.2.	Точка безубыточности (в стоимостном выражении)	Совокупные постоянные затраты / Коэффициент маржинального дохода (Коэффициент вклада на покрытие)	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
6.3.	Коэффициент маржинального дохода (Коэффициент вклада на покрытие)	Маржинальный доход (Вклад на покрытие) / Выручка от реализации	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
6.4.		$1 - (\text{Совокупные переменные затраты} / \text{Выручка от реализации})$	
6.5.	Запас финансовой прочности	$(\text{Выручка от реализации} - \text{Точка безубыточности}) / \text{Выручка от реализации} \times 100\%$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
6.6.	Индекс безубыточности	$(\text{Выручка от реализации} - \text{Точка безубыточности}) / \text{Точка безубыточности} \times 100\%$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
6.7.	Операционный рычаг (Операционный левиредж)	Вклад на покрытие / Балансовая прибыль	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>

### 7. Показатели «Золотое» правило экономики предприятия

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
7.1.	Темп изменения прибыли	$(\text{Прибыль текущего периода} - \text{Прибыль прошлого периода}) / \text{Прибыль прошлого периода} \times 100\%$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
7.2.	Темп изменения выручки	$(\text{Выручка текущего периода} - \text{Выручка прошлого периода}) / \text{Выручка прошлого периода} \times 100\%$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
7.3.	Темп изменения активов	$(\text{Стоимость активов в текущем периоде} - \text{Стоимость активов в прошлом периоде}) / \text{Стоимость активов в текущем периоде} \times 100\%$	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>
7.4.	Выполнение «золотого» правила	Проверка, выполняется ли условие: Темп изменения прибыли > Темп изменения выручки > Темп изменения активов > 100%	Финансово-экономический анализ. Павел Боровков. <a href="http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml">http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml</a>

### 8. Показатели анализа кредитоспособности предприятия

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
8.1	Коэффициент долгосрочных кредитных вложений	Долгосрочные кредиты и займы / Собственный капитал (или Собственные средства)	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>
8.2	Коэффициент краткосрочных кредитных вложений	Краткосрочные кредиты и займы / Собственный капитал (или Собственные средства)	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
8.3	Рамбурсная способность (2б вариант)	Сумма уплаченных процентов по кредиту / Оборот предприятия	Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <a href="http://www.aup.ru/books/m148/">http://www.aup.ru/books/m148/</a>

### 9. Показатели анализа самофинансирования

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
9.1	Капитал самофинансирования	Накопленного капитала / Чистая прибыль (за период), где накопленного капитала - прирост накопленного капитала в анализируемом периоде, ден. ед	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gAAP.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gAAP.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
9.2	Коэффициент мобилизации накопленного капитала	ЧОК / Накопленного капитала, где ЧОК - прирост чистого оборотного капитала предприятия в анализируемом периоде, ден. ед.	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gAAP.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gAAP.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>
9.3	Коэффициент обеспеченности долгосрочными активами собственными средствами	Инвестированный капитал / Постоянные активы, где Инвестированный капитал = Собственный капитал + Долгосрочные обязательства	ИКФ «Альт» <a href="http://www.gAAP.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp">http://www.gAAP.ru/biblio/corpfin/analyst/056.asp</a>

### 10. Показатели анализа оборачиваемости активов (деловой активности)

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
10.1	Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	Нетто-выручка от реализации за год / Дебиторская задолженность	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., переаб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
10.2	Период погашения дебиторской задолженности	(Дебиторская задолженность * 360) / Нетто-выручка от реализации за год	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., переаб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
10.3	Коэффициент оборачиваемости запасов	Себестоимость реализованной продукции / Стоимость запасов	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., переаб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
10.4	Оборачиваемость запасов в днях	360 / Коэффициент оборачиваемости запасов	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., переаб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
10.5	Коэффициент использования собственного оборотного капитала	Нетто-выручка от реализации / Собственный оборотный капитал	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., переаб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
10.6	Коэффициент общей оборачиваемости капитала (ресурсоотдача)	Выручка от продажи / Среднегодовая стоимость активов	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
10.7	Коэффициент оборачиваемости оборотных (мобильных) средств	Выручка от продажи / Среднегодовая стоимость оборотных активов	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
10.8	Коэффициент отдачи нематериальных активов	Выручка от продажи / Средняя стоимость нематериальных активов	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
10.9	Фондоотдача	Выручка от продажи / Средняя стоимость основных средств	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
10.10	Коэффициент отдачи собственного капитала	Выручка от продажи / Средняя стоимость собственного капитала	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
10.11	Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	Объем продаж / Средняя сумма дебиторской задолженности	Боди, Эфи, Мерстон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.
10.12	Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов	Стоимость реализованной продукции / Средние товарно-материальные запасы	Боди, Эфи, Мерстон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.
10.13	Коэффициент оборачиваемости активов	Объем продаж / Средние суммарные активы	Боди, Эфи, Мерстон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.



№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
10.14	Средняя продолжительность одного оборота в днях	Средние остатки оборотных средств (тыс. руб.) <sup>25</sup> * Число дней в анализируемом периоде / Оборот по реализации	Учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
10.15	Коэффициент оборачиваемости или число оборотов оборотных средств за период	Оборот по реализации (Выручка от продаж, ф. №2) / Средние остатки оборотных средств (тыс. руб.)	Учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
10.16	Коэффициент закрепления оборотных средств или сумма оборотных средств предприятия, приходящаяся на 1 руб. оборота	Средние остатки оборотных средств (тыс. руб.) / Оборот по реализации (Выручка от продаж, ф. №2)	Учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
10.17	Показатель отдачи всех активов предприятия (ROTA – return on total assets)	Выручка от продаж / Среднегодовая стоимость активов предприятия.	Учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
10.18	Норма прибыли на акционерный капитал (ROE – return on equity)	Чистая прибыль / Акционерный капитал	Учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
10.19	Коэффициент удержания прибыли в бизнесе (RR – return rate)	(Чистая прибыль – Сумма дивидендов) / Чистая прибыль	Учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.

### 11. Показатели анализа структуры баланса

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
11.1	Коэффициент концентрации привлеченного капитала	Общая сумма задолженности / Всего активов	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
11.2	Коэффициент автономии	Собственные средства / Всего активов	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
11.3	Коэффициент операционного рычага	Процентное изменение прибыли до выплаты процентов и налогообложения / Процентное изменение нетто – выручки от реализации	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
11.4	Коэффициент финансового рычага	Процентное изменение прибыли после налогообложения / Процентное изменение прибыли до выплаты процентов и налогов	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
11.5	Рентабельность собственных средств	Прибыль после выплаты процентов и налогов / Собственные средства	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.

### 12. Показатели инвестиционного анализа

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
12.1	Прибыль на акцию	(Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям) / Общее число обыкновенных акций	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.
12.2	Дивидендный доход (Рентабельность акции)	Дивиденд на одну обыкновенную акцию / Рыночная цена акции	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.

<sup>25</sup> Средние остатки оборотных средств, исчисляемые как средняя хронологическая по месячным или квартальным данным (в зависимости от целей анализа: запасы или все оборотные активы, или отдельные элементы).

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
12.3	Балансовая стоимость акции	Собственные средства / Количество выпущенных акций	Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.: ил.

### 13. Показатели анализа управления активами

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
13.1	Оборачиваемость материальных средств (запасов)	(Средняя стоимость запасов * t) / Выручка от продажи	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.2	Оборачиваемость денежных средств	(Средняя стоимость денежных средств * t) / Выручка от продажи	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.3	Коэффициент оборачиваемости средств в расчетах	Выручка от продажи / Средняя стоимость дебиторской задолженности	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.4	Срок погашения дебиторской задолженности	(Средняя стоимость дебиторской задолженности * t) / Выручка от продажи	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.5	Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	Выручка от продажи / Средняя стоимость кредиторской задолженности	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.6	Срок погашения кредиторской задолженности	(Средняя стоимость кредиторской задолженности * t) / Выручка от продажи	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.7	Период погашения задолженности поставщикам	(Средняя стоимость задолженности поставщикам и подрядчикам * t) / (Сумма погашения обязательств поставщикам (оборот по ДТ сч. 60))	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.8	Период хранения производственных запасов	(Средние остатки запасов * t) / (Сумма материальных расходов, отнесенных на производство))	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.9	Длительность процесса производства	(стр. 214 (ф. №1) * t) / Фактическая производственная себестоимость проданной продукции	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.
13.10	Длительность хранения готовой продукции на складе	(Средние остатки продукции на складе * t) / Фактическая производственная себестоимость проданной продукции	Анализ финансовой отчетности: учебник / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2007- 368 с.

### 14. Показатели анализа финансового «рычага»

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
14.1	Коэффициент задолженности	Суммарная задолженность / Суммарные активы	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.
14.2	Коэффициент покрытия процентов	Прибыль до выплаты процентов и налогов / Затраты на выплату процентов	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.

### 15. Показатели анализа рыночной стоимости

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
15.1	Коэффициент соотношения цены акции и прибыли на акцию	Цена одной акции / Прибыль в расчете на одну акцию	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.
15.2	Коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости акции	Цена одной акции / Балансовая стоимость одной акции	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
15.3	Коэффициент Тобина	Рыночная стоимость / Восстановительная стоимость	Боди, Эфи, Мертон, Роберт. Финансы.: Пер. с англ: Уч. Пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил

**16. Показатели анализа обеспеченности собственными оборотными средствами (СОС)**

№ п/п	Название показателя	Формула расчета	Автор, источник
16.1	Наличие собственных оборотных средств	Капитал и резервы (стр. 490 ф. №1) + Долгосрочные обязательства (стр. 590– стр. 515 ф. №1) + Доходы будущих периодов, резервы предстоящих расходов (стр. 640, 650 ф. №1) – Внеоборотные активы (стр. 190 – стр. 145 ф. №1)	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
16.2	Излишек (+) / недостаток (-) собственных оборотных средств	Наличие собственных оборотных средств – (запасы (стр. 210 ф. №1) + НДС (стр. 220 ф. №1))	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.
16.3	Уровень обеспеченности собственными оборотными средствами в %	(Излишек (+) / недостаток (-) собственных оборотных средств) / (Запасы (стр. 210 ф. №1) + НДС (стр. 220 ф. №1)) * 100%	Анализ финансовой отчетности: учебное пособие / В.И. Бариленко, С.И. Кузнецов, Л.К. Плотникова, О.В. Кайро; под. общ. ред. В.И. Бариленко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010 – 432 с.

Приложение 4 - Показатели оценки рентабельности предприятий и методики их расчетов, предлагаемые для проведения финансового анализа

Авторы					
Боровков П. <sup>26</sup>		Акулов В.Б. <sup>27</sup>		Боди Э., Мертон Р.Ю. <sup>28</sup>	
Наименование показателя	Метод расчета	Наименование показателя	Метод расчета	Наименование показателя	Метод расчета
Рентабельность собственного капитала (ROE — Return on Equity)	Чистая прибыль / Собственный капитал	Экономическая рентабельность активов	Отношение НРЭИ <sup>29</sup> к активам баланса предприятия, или Соотношение балансовой прибыли и процентов за кредит, относимых на себестоимость, и актива баланса предприятия.	Коэффициент (норма) рентабельности (доходности) продаж (ROS)	Прибыль до выплаты процентов и налогов / Объем продаж до выплаты процентов и налогов к объему продаж
	Рентабельность продаж × Оборачиваемость активов × Коэффициент финансовой зависимости	Коммерческая маржа	Отношение чистой прибыли к сумме выручки от реализации и внереализационных доходов	Коэффициент (норма) доходности активов (ROA)	Отношение прибыли до выплаты процентов и налогов к средним суммарным активам
	(Чистая прибыль / Выручка от реализации) × (Выручка от реализации / Суммарная стоимость активов) × (Суммарная стоимость активов / Собственный капитал)	Коэффициент трансформации	Отношение объема продаж к величине активов. Числитель - из «Отчета о финансовых результатах» (Отчета о прибылях и убытках), знаменатель - из баланса предприятия.		
Рентабельность активов (Возврат, отдача) на инвестиции, ROI — Return on Investments)	Чистая прибыль / Суммарная стоимость активов	Норма доходности на собственный капитал (рентабельность собственного капитала)	Чистая прибыль / Собственный капитал		
		Коэффициент чистой выручки	(Чистая прибыль + Амортизационные отчисления) / Объем реализации		
	Рентабельность продаж × Оборачиваемость активов	Рентабельность активов	Прибыль отчетного периода / Активы предприятия В числителе - Отчет о финансовых результатах (форма № 2), строка 140. В знаменателе - (строка 190 + строка 290)		
	(Чистая прибыль / Выручка от реализации) × (Выручка от реализации / Суммарная стоимость активов)	Рентабельность собственных капиталов вложений	Чистая прибыль / Основные средства предприятия Чистая прибыль / Основные средства предприятия, материализованные в здания, машины, оборудование (строка 122 первого раздела актива)		

<sup>26</sup> Боровков П. Финансово-экономический анализ. [http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec\\_analysis.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/fin-ec_analysis.shtml).

<sup>27</sup> Акулов В.Б. Финансовый менеджмент. Петрозаводск: ПетрГУ, 2002. <http://www.aup.ru/books/m148/>.

<sup>28</sup> Боди Э., Мертон Р.Ю. Финансы.: Пер. с англ. Уч. пос. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2000. – 592 с.: ил.

<sup>29</sup> НРЭИ = Балансовая прибыль (БП) + проценты по кредитам, выплачиваемые из себестоимости.

<b>Авторы</b>					
<b>Боровков П.<sup>26</sup></b>		<b>Акулов В.Б.<sup>27</sup></b>		<b>Боди Э., Мертон Р.Ю.<sup>28</sup></b>	
<b>Наименование показателя</b>	<b>Метод расчета</b>	<b>Наименование показателя</b>	<b>Метод расчета</b>	<b>Наименование показателя</b>	<b>Метод расчета</b>
Рентабельность затрат	Чистая прибыль / Себестоимость реализованной продукции	Рентабельность продаж	Прибыль от продаж / Объем реализации		
Рентабельность продаж	Чистая прибыль / Объем продаж (в стоимостном выражении)		Чистая прибыль / Объем реализации		
Норма торговой наценки (маржи)	Торговая наценка / Объем продаж (в стоимостном выражении)	Коэффициент маневренности собственных средств	Собственные оборотные средства / Собственные средства		
		Коэффициент накопления амортизации	Накопленная амортизация / Первоначальная стоимость основных средств		
		Коэффициент реальной стоимости основных и материальных оборотных средств в имуществе предприятия	(Основные средства за вычетом износа + Производственные запасы) / Активы предприятия		

Приложение 5 - Выдержки из отчета об оценке рыночной стоимости одной обыкновенной именной акции ОАО «Челябинский металлургический комбинат»<sup>30</sup>, выполненного ООО «Росэкспертиза»

МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ

По результатам проведенного анализа и с учетом информации, которой владел Оценщик, было принято решение об использовании трех подходов к определению рыночной стоимости собственного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат» – доходного, затратного и сравнительного. При этом затратный подход был реализован с использованием метода чистых активов, доходный подход с помощью метода дисконтированных денежных потоков, сравнительный с помощью метода рынка капитала, а также метода предыдущих сделок.

**ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД**

**Методология затратного подхода**

Принимая во внимание «нормальное» финансовое состояние ОАО «ЧМК», в рамках данного расчета применяется метод скорректированной стоимости чистых активов компании. Определение стоимости чистых активов Компании осуществляется на основании Приказа Минфина РФ № 10н, ФКЦБ РФ № 03-6/пз от 29.01.2003 «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».

Метод скорректированной стоимости чистых активов включает в себя следующие этапы оценки:

- анализ бухгалтерской отчетности;
- формирование статей баланса по основным расчетным группам;
- перевод текущей балансовой стоимости активов и обязательств компании в рыночную стоимость;
- расчет рыночной стоимости скорректированных чистых активов компании.

В результате проведенных работ стоимость чистых активов компании определяется как рыночная стоимость совокупных активов минус текущая рыночная стоимость всех обязательств.

**РАСЧЕТ ЧИСТЫХ АКТИВОВ (БЕЗ КОРРЕКТИРОВКИ БАЛАНСОВЫХ ДАННЫХ)**

Первым этапом работы в рамках данного метода является определение величины чистых активов Компании по балансовой оценке. Для этого необходимо произвести группировку отдельных статей баланса. Ниже приведен расчет чистых активов Компании по состоянию на дату оценки (01.07.2007 г.) и предыдущие отчетные даты.

Таблица 1. Расчет чистых активов Компании (по балансовой оценке), тыс. рублей

№ п/п	Наименование показателя	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.07.2007
1	Нематериальные активы	880	756	1 379	2 214	2 159
2	Основные средства	5 522 137	8 159 537	11 943 443	13 378 324	18 175 938
3	Незавершенное строительство	2 653 169	4 517 643	6 204 360	7 848 305	3 333 437
4	Доходные вложения в материальные ценности	0	0	0	1 509	20 582
5	Долгосрочные и краткосрочные вложения	327 376	53 631	53 353	79 689	79 689
6	Отложенные налоговые активы	7 893	57 555	65 611	108 319	65 415
7	Прочие внеоборотные активы	56 781	57 758	56 908	78 441	97 588
8	Запасы	3 945 818	5 946 059	5 321 130	6 565 037	7 670 895
9	Налог на добавленную стоимость	1 340 858	2 324 662	3 263 631	2 338 645	963 243
10	Дебиторская задолженность	2 365 572	1 880 107	2 436 113	3 729 332	4 698 142
11	Денежные средства	19 660	6 848	424 693	34 957	161 286
12	Прочие оборотные активы	347 596	0	0	41 337	45 141
<b>Итого расчетных активов (1 - 12)</b>		<b>16 587 740</b>	<b>23 004 556</b>	<b>29 770 621</b>	<b>34 206 109</b>	<b>35 313 515</b>
1	Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	1 540 677	1 454 175	6 486 185	9 397 729	5 519 495
2	Отложенные налоговые обязательства	154 733	238 130	285 452	448 113	597 181
3	Прочие долгосрочные обязательства	1 467 873	1 094 145	330 763	86 845	86 845
4	Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	1 852 512	3 409 957	2 621 006	1 799 592	3 424 321
5	Кредиторская задолженность	7 455 213	9 123 040	11 279 105	10 465 610	10 439 239
<b>Итого расчетных пассивов (1 - 5), тыс. руб.</b>		<b>12 471 008</b>	<b>15 319 447</b>	<b>21 002 511</b>	<b>22 197 889</b>	<b>20 067 081</b>
<b>Стоимость чистых активов, тыс. руб.</b>		<b>4 116 732</b>	<b>7 685 109</b>	<b>8 768 110</b>	<b>12 008 220</b>	<b>15 246 434</b>

Источник: данные Компании, анализ и расчеты – компания Росэкспертиза

Из выше приведенной таблицы видно, что на протяжении 01.01.2004 г. – 01.07.2007 г. чистые активы Компании имеют положительную динамику. По состоянию на дату оценки балансовая величина чистых активов Компании составляет 15 246 434 тыс. рублей.

<sup>30</sup> Далее также в рамках настоящего Приложения ОАО «Челябинский металлургический комбинат» (ОАО «ЧМК») - Компания, Общество, Предприятие.

## РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ (С УЧЕТОМ КОРРЕКТИРОВКИ ОТДЕЛЬНЫХ СТАТЕЙ БАЛАНСА)

Следующим этапом работ в рамках оценки Компании методом скорректированных чистых активов является проведение корректировок по отдельным статьям баланса. Это обусловлено тем, что итоговые суммы статей баланса, учитываемые в расчете стоимости акций, могут не отражать той суммы средств, которой реально располагает компания на дату оценки.

**НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ**

Балансовая стоимость нематериальных активов ОАО «ЧМК» по состоянию на 01 июля 2007 года составила 2 159 тыс. руб. Нематериальные активы Компании представляют собой исключительные права на патенты на изобретения.

Экономической службой Компании в установленном порядке рассчитывается экономический эффект от использования объектов интеллектуальной собственности (ИС). По тем объектам, для которых рассчитан экономический эффект за 2006 год, при определении их рыночной стоимости используется метод выигрыша в себестоимости.

Таблица 2. Экономический эффект от использования изобретений

№ патента	Изобретение	Экономический эффект, тыс. руб.			Срок действия патента	Характеристика экономического эффекта
		2004	2005	2006		
2180279	Устройство для продувки металла газами в ковше и защитный клапан для этого устройства	9 648	15 666	16 493	13.03.2020	экономия на затратах (по сравнению с вариантом поставки импортного оборудования)
2186858	Фурма для донной продувки металла газами в ковше и способ ее изготовления	9 648	15 666	16 493	13.03.2020	экономия на затратах (по сравнению с вариантом поставки импортного оборудования)
2243267	Фурма для донной продувки металла газами в ковше и способ ее изготовления	9 940	16 141	16 992	18.08.2023	экономия на затратах (по сравнению с вариантом поставки импортного оборудования)
2239521	Взрывная яма для разделки металлического лома	1 075,1	1 089,4	1 406,5	15.12.2022	экономия на затратах (по сравнению с покупным ресурсом)
2234053	Противогарнисажный материал для заполнения выпускных каналов сталеразливочных ковшей и способ его производства	3 146	1 807	1 375	01.10.2021	снижение удельных затрат на единицу выпускаемой продукции

*Источник: данные Компании*

Для дальнейшего расчета стоимость патентов, от использования которых нет данных об экономическом эффекте, принята на уровне балансовой стоимости, поскольку выделить величину экономической выгоды от использования в производстве данных объектов интеллектуальной собственности Компании не представляется возможным как на дату оценки, так и на перспективу, корректировка их стоимости не осуществлялась. Стоимость тех объектов интеллектуальной собственности, использование которых в производстве убыточно, не учитывается для дальнейшего расчета.

Учитывая специфику выгод от использования изобретений – выигрыш в себестоимости, темпы прироста экономического эффекта на перспективу приняты в соответствии с темпами инфляции. Рыночная стоимость объектов интеллектуальной собственности рассчитана как сумма дисконтированных на дату оценки экономических эффектов на период до срока окончания действия патента.

Таблица 3. Оценка рыночной стоимости нематериальных активов

Патент	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>ПРОГНОЗ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ</b>																	
патент 2180279, тыс. руб.	16 493	17 730	18 882	20 015	21 116	22 224	23 335	24 444	25 544	26 630	27 695	28 733	29 739	30 705	31 627		
патент 2186858, тыс. руб.	16 493	17 730	18 882	20 015	21 116	22 224	23 335	24 444	25 544	26 630	27 695	28 733	29 739	30 705	31 627		
патент 2243267, тыс. руб.	16 992	18 267	19 454	20 621	21 755	22 898	24 043	25 185	26 318	27 436	28 534	29 604	30 640	31 636	32 585		
патент 2239521, тыс. руб.	1 406,5	1 512	1 610	1 707	1 801	1 895	1 990	2 085	2 178	2 271	2 362	2 450	2 536	2 619	2 697	2 771	
патент 2234053, тыс. руб.	1 375	1 478	1 574	1 668	1 760	1 852	1 945	2 037	2 129	2 219	2 308	2 395	2 478	2 559	2 636	2 708	2 776
<b>DCF-АНАЛИЗ</b>																	
Количество лет в периоде		0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Порядковый номер периода		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5
Ставка дисконтирования (WACC) Компании		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Фактор дисконтирования		0,9407	0,8325	0,7367	0,6520	0,5770	0,5106	0,4518	0,3999	0,3539	0,3132	0,2771	0,2452	0,2170	0,1921	0,1700	0,1504
патент 2180279, тыс. руб.		8 339	15 719	14 745	13 767	12 823	11 915	11 044	10 215	9 424	8 674	7 962	7 292	6 663	6 075	0	0
патент 2186858, тыс. руб.		8 339	15 719	14 745	13 767	12 823	11 915	11 044	10 215	9 424	8 674	7 962	7 292	6 663	6 075	0	0
патент 2243267, тыс. руб.		8 592	16 196	15 192	14 185	13 212	12 276	11 378	10 525	9 710	8 937	8 203	7 513	6 865	6 260	0	0
патент 2239521, тыс. руб.		711	1 341	1 257	1 174	1 094	1 016	942	871	804	740	679	622	568	518	471	0
патент 2234053, тыс. руб.		695	1 310	1 229	1 147	1 069	993	920	851	785	723	664	608	555	506	460	418

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Таблица 4. Результаты оценки рыночной стоимости нематериальных активов Компании

№ патента	Наименование НМА	Остаточная стоимость, руб.	Рыночная стоимость, руб.
2059181	Склизь методической печи	106,35	106
2104956	Установка для очистки нефтесодержащих сточных вод	13 055,68	13 056
2157297	Устройство для удаления шлака из чугуновозного ковша	95 995,47	95 995
2178004	Способ термообработки крупногабаритных цилиндрических изделий	104 571,80	0
2176274	Установка водовоздушной закалки крупногабаритных поковок	180 736,30	0
2180279	Устройство для продувки металла газами в ковше и защитный клапан для этого устройства	103 105,95	144 658 689
2186858	Фурма для донной продувки металла газами в ковше и способ ее изготовления	85 461,38	144 658 689
2185905	Способ сборки составных прокатных валков	24 009,68	24 010
2226555	Способ легирования титаном нержавеющей стали	49 823,00	49 823
2234053	Взрывная яма для разделки металлического лома	27 226,78	12 807 713
2242688	Способ изготовления футеровки малых сводов электропечей	15 296,10	15 296
2243267	Фурма для донной продувки металла газами в ковше и способ ее изготовления	499 828,01	149 041 621
2252264	Способ производства арматурной стали	28 058,78	0
2252268	Способ термической противодокенной обработки поковок	46 404,18	46 404
2239521	Противогазисажный материал для заполнения выпускных каналов сталеразливочных ковшей и способ его производства	83 938,84	12 933 823
2258575	Способ производства труднодеформируемых поковок из высоколегированных сталей и сплавов	25 070,35	25 070
2243270	Состав шлакообразующего брикета для разливки стали в изложницах	407 453,92	407 454
2204611	Медный плитовый холодильник доменной печи	122 041,68	0
2247162	Способ получения заготовки из меди или ее сплавов	98 999,33	0
2252089	Опорный валок дрессировочного стана	32 785,14	32 785
2268310	Способ выплавки нержавеющей стали дуплекс-процессом	15 397,16	15 397
2268948	Способ продувки высокохромистых сталей	15 465,40	15 465
2270257	Способ получения стали для металлокорда, высококачественных пружин и канатов	83 878,37	83 878
<b>ИТОГО:</b>		<b>2 158 709,65</b>	<b>464 925 275,06</b>

Источник: данные Компании, анализ и расчеты – компания Росэкспертиза



## ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА

Согласно данным бухгалтерской отчетности Компании по состоянию на 01 июля 2007 года балансовая стоимость основных средств составила 18 175 938 тыс. руб. Последняя переоценка основных фондов предприятий была произведена по состоянию на 1 января 1997 года.

Определение рыночной стоимости основных средств Компании основано на использовании методов затратного и сравнительного подходов. В связи со значительным объемом, подробный расчет и описание оценки рыночной стоимости основных средств Компании хранится в архиве Оценщика. Результаты расчета рыночной стоимости основных средств по основным группам представлены ниже в таблице.

Таблица 5. Рыночная стоимость основных средств ОАО «ЧМК»

Наименование группы основных средств	Восстановительная стоимость, руб.	Остаточная стоимость, руб.	Рыночная стоимость, руб.
Библиотечный фонд	1 812 875,22	1 809 914,60	7 126 967
Вычислительная техника	160 778 026,69	56 782 238,98	22 420 085
Здания	10 274 219 750,38	8 083 999 596,59	25 391 529 241
Измерительные приборы и принадлежности	247 274 557,06	128 156 465,28	195 038 835
Инструмент	7 839 630,59	2 167 881,51	3 150 042
Многолетние насаждения	1 411 179,00	490 194,59	952 001
Передаточные устройства	2 206 486 780,96	1 014 994 267,79	2 534 470 301
Производственный и хозяйственный инвентарь и принадлежности	102 959 888,41	46 120 847,50	88 962 859
Прочие машины и оборудование	80 033 023,38	33 826 731,64	60 885 317
Прочие основные фонды	106 925 467,19	25 129 182,68	53 384 849
Рабочие машины и оборудование	10 320 752 909,58	6 176 078 463,21	10 831 556 364
Силовые машины и оборудование	1 298 563 201,27	544 113 870,74	1 269 608 916
Сооружения	2 909 828 272,73	1 748 879 566,26	3 783 951 818
Транспортные средства	557 445 508,19	313 388 492,61	571 601 677
<b>ИТОГО основные средства</b>	<b>28 276 331 070,65</b>	<b>18 175 937 713,98</b>	<b>44 814 639 272</b>
<b>УЧАСТКИ, к учету в составе основных средств на балансе</b>		<b>2 775 582 820</b>	
<b>ИТОГО</b>		<b>47 590 222 092</b>	

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Следует отметить, что по состоянию на дату проведения оценки, в составе основных средств учтены объекты, находящиеся на консервации (балансовой стоимостью 140 304 тыс. руб.). Рыночная стоимость данных активов (округленно 620 181 тыс. рублей) была определена в рамках оценки основных средств и входит в общую стоимость основных средств, приведенную выше. Тем не менее, объекты на консервации не участвуют в получении прибыли и формировании денежных потоков ОАО «ЧМК».

## НЕЗАВЕРШЕННОЕ СТРОИТЕЛЬСТВО

Стоимость объектов незавершенного строительства по данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 01 июля 2007 года составляет 3 333 437 тыс. рублей.

Таблица 6. Расшифровка статьи «Незавершенное строительство» на 01.07.2007 г.

Статья	Балансовая стоимость, тыс. руб.
Производственное строительство	2 471 748
Производственное оборудование, не требующее монтажа	29 564
Непроизводственное строительство	33 164
Проектные работы, приобретение нематериальных активов	178 520
Прочие затраты	53
Оборудование к установке	620 388
<b>ИТОГО</b>	<b>3 333 437</b>

Источник: данные Компании

Для оценки объектов незавершенного строительства был применен метод индексации фактически произведенных затрат. Компанией была предоставлена информация о фактически произведенных затратах только в 2006 и 2007 гг. Таким образом, проводилась корректировка стоимости только тех объектов незавершенного строительства, начало строительства которых относится к периоду с 01.01.2006 г. по 01.07.2007 г. По причине отсутствия необходимой для оценки остальных объектов незавершенного строительства информации (фактически произведенные затраты по всем объектам от начала строительства до даты оценки, степень готовности, сметная стоимость в базовых ценах на определенную дату по ряду объектов) их рыночная стоимость принята для дальнейшего расчета на уровне балансовой.

Таблица 7. Определение рыночной стоимости объектов незавершенного строительства

Наименование объектов	Фактические затраты за 2 кв. 2006, тыс. руб.				Фактические затраты за 3 кв. 2006, тыс. руб.				Фактические затраты за 4 кв. 2006, тыс. руб.				I квартал 2007 г.		II квартал 2007 г.			НЗС на 01.07.2007. Факт. (Рыночная стоимость), тыс. руб.
	Кап. вложения	СМР	Обо-руд.	Прочие работы	Кап. вложения	СМР	Обо-руд.	Прочие работы	Кап. вложения	СМР	Обо-руд.	Прочие работы	Факт. освоение КВ за I квартал 2007г., тыс. руб.	НЗС на 01.04.2007. Факт, тыс. руб.	Факт. освоение КВ за II квартал 2007г., тыс. руб.	Факт ввода ОФ за II квартал 2007г., тыс. руб.	НЗС на 01.07.2007. Факт. (Балансовая стоимость), тыс. руб.	
Центр метрологии. Установка весов на 15 пути ст. Кольцевая (ВД30-2-8).				57					2 312	2 528		2	1 253	6 152	219	3 112	3 260	3 637
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	0	0	69	0	0	0	0	2 463	2 695	0	2	1 301	0	219			
Прокатный цех №1. Установка карман-весов для длинномерного проката на ст. 240.		95											0	95	374	0	469	485
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	111	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	374			
Центр метрологии. Установка весов на ж/д пути № 9 ст. Прокат.									1 531	19		579	883	3 013	279	1 920	1 371	1 564
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	1 631	21	0	636	917	0	279			
Центр метрологии. Замена вагонных весов на ст. Северная.												4	37	40	288		329	330
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	38	0	288			
Прокат-2. Установка двух ролланговых весов перед нагревательными печами стана 250 МС.									65				767	833	232	0	1 065	1 099
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	70	0	0	0	797	0	232			
СК «Металлург». Строительство модуля теннисного корта.										2 677	0		0	2 676	0		2 676	2 854
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2 854	0	0	0	0	0			
ГЦ. Установка датчиков контроля воздушной среды на газоповысительных станциях № 2,3.		227				225				215			0	667	0		667	744
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	266	0	0	0	249	0	0	0	229	0	0	0	0	0			
Зачистной станок 4а1459.											893			893	0		893	947
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	947	0	0	0	0			
ЦСДО. Реконструкция газоочистки вращающихся печей № 3 и 4.						87				736	1 061		0	1 884	0	0	1 884	2 007
<i>индекс</i>	1,139	1,173	1,153	1,207	1,102	1,107	1,092	1,15	1,065	1,066	1,061	1,099	1,038		1			
<i>затраты на дату оценки</i>	0	0	0	0	0	96	0	0	0	785	1 126	0	0	0	0			
<b>ИТОГО</b>														<b>16 253</b>	<b>1 392</b>	<b>5 032</b>	<b>12 613</b>	<b>13 667</b>
<b>Корректировка балансовой стоимости</b>																		<b>1 054</b>

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

Таким образом, рыночная стоимость объектов, незавершенных строительством, ОАО «ЧМК» на дату оценки составляет **3 334 491 тыс. рублей.**

**ДОХОДНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ В МАТЕРИАЛЬНЫЕ ЦЕННОСТИ**

Стоимость доходных вложений в материальные ценности по данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 01 июля 2007 года составляет 20 582 тыс. рублей.

Таблица 8. Расшифровка доходных вложений в материальные ценности

Инвентарный №	Название	Дата оприходования	Балансовая стоимость, руб.	Износ, руб.	Остаточная стоимость, руб.
10802620	Бульдозер Б10М.0111-1Е	15.07.2006	1 603 654,37	207 531,75	1 396 122,62
13302624	Электровоз коксосушильный ЭК -14У	15.01.2007	12 344 000,00	768 298,75	11 575 701,25
13302625	Коксосушильный вагон	15.01.2007	8 115 047,00	505 085,91	7 609 961,09
<b>Итого</b>			<b>22 062 701,37</b>	<b>1 480 916,41</b>	<b>20 581 784,96</b>

Источник: данные Компании

Из приведенной выше таблицы видно, что материальные ценности поставлены на учет в начале 2007 г. и во второй половине 2006 г. В результате консультаций с представителями Компании было выявлено, что все объекты были поставлены на учет новыми, то есть без накопленного износа. Учитывая вышеизложенное, было принято решение принять для дальнейшего расчета рыночную стоимость доходных вложений в материальные ценности на уровне балансовой стоимости.

**ФИНАНСОВЫЕ ВЛОЖЕНИЯ****Долгосрочные финансовые вложения**

По состоянию на 01.07.2007 г. балансовая стоимость долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» составляет 80 200 тыс. рублей без учета резерва под обесценение финансовых вложений.

Сумма резерва под обесценение финансовых вложений в размере 511 тыс. рублей по состоянию на 01.07.2007 г. сформирована по финансовым вложениям в следующие дочерние организации: Финансово-промышленная группа «Объединенная горно-металлургическая компания» - 450 тыс. рублей; ЗАО «Метэнергопроект» - 61 тыс. рублей.

Рыночная стоимость долгосрочных вложений определяется в зависимости от характера этих вложений. Все долгосрочные вложения Компании можно разделить на следующие группы:

- акции открытых и закрытых акционерных обществ;
- доли в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью;
- прочие вложения в виде имущества, переданного в оперативное управление.

Таблица 9. Долгосрочные финансовые вложения ОАО «ЧМК» на 01.07.2007 г.

Наименование организации	Тип вложений	Балансовая стоимость ДФВ, тыс. руб.	Доля в УК, %
<b>Инвестиции в дочерние общества</b>			
ОАО «Ресурс»	Акции	6 226	100,00%
ЗАО «Метэнергопроект»	Акции	61	100,00%
ООО «Спецсталь»	Взнос в УК	200	100,00%
ООО «Мечел-кокс»	Взнос в УК	200	100,00%
<b>Итого инвестиции в дочерние общества</b>		<b>6 687</b>	
<b>Инвестиции в другие организации</b>			
ООО ЧОП «Мечел»	Взнос в УК	1	10,00%
Финансово-промышленная группа «Объединенная горно-металлургическая компания» <sup>31</sup>	Акции	450	15,00%
ОАО «Находкинский морской торговый порт»	Акции	627	0,70%
<b>Итого инвестиции в другие организации</b>		<b>1 078</b>	
<b>Итого вложения в организации</b>		<b>7 764</b>	
<b>Прочие финансовые вложения</b>			
Имущество, переданное в оперативное управление		72 436	
<b>Итого долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» (без учета резерва под обесценение)</b>		<b>80 200</b>	
<b>Итого долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» (с учетом резерва под обесценение)</b>		<b>79 690</b>	

Источник: данные Компании, анализ и расчеты – компания Росэкспертиза

**Оценка рыночной стоимости долгосрочных финансовых вложений в дочерние общества и другие организации**

Исходя из имеющейся в распоряжении Оценщика информации, а также связи с тем, что акции ни одной из приведенных выше дочерних и других организаций ОАО «ЧМК» в настоящее время не являются публично обращаемыми на торгах основных российских торговых систем, корректировка стоимости вложений в уставный капитал ком-

<sup>31</sup> По данным Компании, Финансово-промышленная группа «Объединенная горно-металлургическая компания» с 2002 года находится в процессе ликвидации и никакой хозяйственной деятельности не ведет.

паний со стороны ОАО «ЧМК» производилась на основе величины их чистых активов<sup>32</sup>, т.е. стоимость компаний определялась с помощью затратного подхода оценки.

Кроме того, была сделана попытка определения рыночной стоимости ООО «Мечел-Кокс» на основе доходного подхода. Однако, результат оценки не привел к положительному значению стоимости данного актива в связи с существенными капитальными вложениями, связанными с реконструкцией и модернизацией коксовых батарей. ООО «Мечел-Кокс» было выделено в отдельное юридическое лицо в рамках осуществления административной реорганизации. По нашему мнению эффективность данного актива следует рассматривать в рамках Группы ОАО «Мечел». Определение рыночной стоимости сравнительным подходом не представляется возможным, поскольку мы не нашли информацию по сделкам с аналогичными компаниями.

Оценка рыночной стоимости ООО «Спецсталь» производилась отдельно на основе рыночного подхода.

Также в рамках данного расчета были последовательно проведены следующие корректировки:

- на недостаточную ликвидность миноритарных пакетов акций и долей закрытых компаний путем применения скидки в размере 15%<sup>33</sup>;
- на уровень контроля путем применения соответствующих премий и скидок. Для определения итоговой стоимости вложений были внесены корректировки на степень контроля путем последовательного применения сначала миноритарной скидки (с уровня 100%-го пакета до 1 обыкновенной акции) в размере 26%, а затем премии за размер оцениваемого пакета (с уровня 1 обыкновенной акции до соответствующий доли в УК)<sup>34</sup>.

Расчет стоимости долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» в дочерние общества, зависимые и другие организации на 01.07.2007 г. на основе метода чистых активов приведен ниже в таблице.

Таблица 10. Расчет стоимости долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» на основе метода чистых активов

Наименование организации	Балансовая стоимость ДФВ, тыс. руб.	Доля в УК, %	Стоимость чистых активов на 01.07.07 г., тыс. руб.	Сумма вложений на 01.07.07 г., тыс. руб.	Скидки (-) / премии (+) с учетом характера оцениваемого пакета за отсутствие контроля	Стоимость вложений с учетом корректировок на 01.07.07 г., тыс. руб.
<b>Инвестиции в дочерние общества</b>						
ОАО «Ресурс»	6 226	100,00%	20 534	20 534	нет	20 534
ЗАО «Метэнергопроект»	61	100,00%	0 <sup>35</sup>	0	нет	0
ООО «Спецсталь»	200	100,00%	Оценка проведена с использованием сравнительного подхода			
ООО «Мечел-кокс»	200	100,00%	174 982	174 982	нет	174 982
<b>Итого инвестиции в дочерние общества</b>	<b>6 687</b>		<b>195 336</b>	<b>195 336</b>		<b>195 336</b>
<b>Инвестиции в другие организации</b>						
ООО ЧОП «Мечел»	1	10,00%	4 547	455	-26% / +0%	286 <sup>36</sup>
Финансово-промышленная группа	450	15,00%	0	0	-26% / +10%	0
ОАО «Находкинский морской торговый порт»	627	0,70%	841 976	5 894	-26% / +0%	4 362
<b>Итого инвестиции в другие организации</b>	<b>1 078</b>		<b>846 523</b>	<b>6 349</b>		<b>4 648</b>
<b>Итого вложения в организации</b>	<b>7 764</b>		<b>1 041 859</b>	<b>201 665</b>		<b>199 984</b>

Источник: данные Компании, анализ и расчеты – компания Росэкспертиза

### ООО «Спецсталь»

По состоянию на дату проведения оценки на балансе Компании находятся финансовые вложения в ООО «Спецсталь» в сумме 200 тыс. руб., или 100% уставного капитала общества.

Балансовая стоимость чистых активов ООО «Спецсталь» составляет по состоянию на 01.07.2007г. 588 601 тыс. руб. Особенностью ООО «Спецсталь» является использование арендованных основных средств: ос-

<sup>32</sup> Расчет стоимости чистых активов предприятий производится в соответствии с Приказом от 29 января 2003 года Министерства Финансов РФ № 10н и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 03-6/нз «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».

<sup>33</sup> Контрольный пакет акционерных обществ обоих типов и обществ с ограниченной ответственностью, акции которых как котируются, так и не котируются, не требует внесения корректировки на недостаточную ликвидность. Даже в странах с наиболее развитым фондовым рынком цена акции в составе контрольного пакета всегда отличается от биржевой, а сам пакет переходит в собственность другого акционера без использования механизма фондового рынка. Таким образом, скидка за недостаточную ликвидность в размере 15% была принята только для доли ОАО «ЧМК» в УкеООО «ЧОП «Мечел».

<sup>34</sup> Размеры премий и скидок на контрольный характер применялись на основании данных проведенного исследования экспертами ООО «Росэкспертиза» вне рамок данной работы. Нами были проанализированы осуществленные сделки с акциями компаний за период с 1997 года до конца первого квартала 2003 года. В дополнение к этому, также проводился опрос профессиональных участников финансового рынка, в число которых входили представители консалтинговых компаний из «большой четверки», крупные российские и международные инвестиционные банки.

<sup>35</sup> Компанией предоставлен ликвидационный баланс на 18.06.2007г.

<sup>36</sup> Данная величина учитывает 15% размер скидки за недостаточную ликвидность долей ООО.

новые средства на балансе общества составляют 3 896 тыс. руб., арендованные основные средства – 1 083 516 тыс. руб. Арендованные основные средства не принимаются к расчету при определении балансовой стоимости чистых активов. Тем не менее, фактически ООО «Спецсталь» использует их в основной деятельности. Таким образом, метод чистых активов для определения стоимости финансовых вложений в ценные бумаги в данном случае не является корректным и не был использован Оценщиком.

Для оценки вложений в ООО «Спецсталь» специалистами Компании Росэкспертиза был использован сравнительный подход.

ООО «Спецсталь» – специализированное предприятие, основным видом продукции которого являются сплавы и специальные стали, включая нержавеющую сталь. Согласно информации, представленной в БД «Спарк»,<sup>37</sup> объем производства металлопродукции ООО «Спецсталь» составил за период с 1.07.2006г. по 30.06.2007г. 86 106 тонн.

В качестве аналогов для оценки ООО «Спецсталь» использовались следующие компании:

- ООО «ВИЗ-сталь»;
- ОАО «Западно-сибирский металлургический комбинат»;
- ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат»;
- ОАО «Ашинский металлургический завод»;
- ОАО «Оскольский электрометаллургический комбинат»;
- ОАО «Чусовской металлургический завод».

Описание методологии расчета стоимости компании сравнительным подходом, краткая характеристика и рыночные данные компаний-аналогов, за исключением ООО «ВИЗ-сталь», приводятся в гл. «Сравнительный подход».

ООО «ВИЗ-сталь» – второй по величине российский производитель электротехнической стали. По данным БД «Спарк» за период с мая 2005г. по май 2006г. (за год, предшествующий сделке) ООО «ВИЗ-Сталь» произвело 218 243 тонн металлопродукции. Данные о сделке с ООО «ВИЗ-сталь» представлены ниже.

Таблица 11. Стоимость 100% пакета ООО «ВИЗ-сталь»

Компания	Дата сделки	Размер пакета	Цена продажи, тыс. руб.	Премия за контроль	Стоимость 100% пакета, тыс. руб.	Источник информации
ООО «ВИЗ-сталь»	июнь 2006г.	100%	14 840 896	0,0%	14 840 896	www.ma-journal.ru

Источник: исследование Компании Росэкспертиза

Финансовые и производственные показатели ООО «ВИЗ-Сталь» и ООО «Спецсталь», необходимые для расчета рыночных мультипликаторов, представлены ниже в таблице.

Таблица 12. Финансовые и производственные показатели ООО «ВИЗ-сталь» и ООО «Спецсталь»

Наименование	ООО «ВИЗ-Сталь»	ООО «Спецсталь»
Используемая отчетность	31.12.2005г.	смещенная оценка 2п/г 2006 - 1п/г 2007
Долгосрочные кредиты и займы, тыс. руб.	0	571 968
Краткосрочные кредиты и займы, тыс. руб.	766 587	125 873
Денежные средства, тыс. руб.	4 947	4 976
<b>Чистый долг, тыс. руб.</b>	<b>761 640</b>	<b>692 865</b>
Стоимость СК, тыс. руб.	14 840 896	
<b>EV, тыс. руб.</b>	<b>15 602 536</b>	
Выручка от реализации, тыс. руб.	10 196 354	4 183 303
ЕБИТДА, тыс. руб.	2 113 301	781 950
Производство металлопродукции, тыс. т	218	86

Источник: данные компаний, расчеты Оценщика

В соответствии с выводами, сделанными при расчете стоимости Компании сравнительным подходом для оценки величины собственного капитала ООО «Спецсталь» были использованы следующие мультипликаторы:

- «Инвестированный капитал / Объем производства металлопродукции»;
- «Инвестированный капитал / Выручка»;
- «Инвестированный капитал / ЕБИТДА».

Необходимо отметить, что единственным аналогом со схожей структурой производства (выпуск передельной металлопродукции – специальных сталей и сплавов с высокой добавленной стоимостью) является ООО «ВИЗ-сталь». Прочие аналоги являются крупными металлургическими комбинатами, выпускающие базовую продукцию черной металлургии и продукцию для последующих переделов. Учитывая вышеизложенное, в качестве итогового произ-

<sup>37</sup> <http://spark.interfax.ru>.

водственного мультипликатора мы использовали мультипликатор, рассчитанный только по компании «ВИЗ-сталь».

При расчете средневзвешенного значения финансовых мультипликаторов для ООО «ВИЗ-сталь» был установлен максимальный вес – 50%. Для остальных компаний-аналогов весовые коэффициенты рассчитывались в соответствии с методикой, приведенной в гл. «Сравнительный подход».

Таблица 13. Оценка стоимости инвестированного капитала ООО «Спецсталь» с использованием мультипликатора EV / S

EV / S	Мультипликатор	База расчета, тыс. руб.	Абсолютные отклонения, тыс. руб.	Обратные отклонения	Вес аналога
ООО «ВИЗ-сталь»	1,530	10 196 354	6 013 051		50,0%
ОАО «ЗСМК»	0,736	83 545 704	79 362 401	1,053	7,7%
ОАО «НТМК»	1,185	87 763 332	83 580 029	1,050	7,7%
ОАО «Ашинский метзавод»	1,097	8 799 064	4 615 761	1,906	14,0%
ОАО «ОЭМК»	1,448	39 384 678	35 201 375	1,119	8,2%
ОАО «Чусовской металлургический завод»	0,922	10 370 490	6 187 187	1,676	12,3%
Сумма отклонений				6,804	50%
<b>Средневзвешенное значение мультипликатора</b>	<b>1,300</b>				
<b>База расчета для ООО «Спецсталь», тыс. руб.</b>	<b>4 183 303</b>				
<b>EV с использованием мультипликатора, тыс. руб.</b>	<b>5 438 294</b>				

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Аналогичным образом проведена оценка стоимости инвестированного капитала ООО «Спецсталь» с использованием мультипликатора EV / EBITDA. При итоговом согласовании результатов оценки с использованием различных мультипликаторов мы присвоили равные веса всем мультипликаторам – по 33,3%. Ниже в таблице представлены итоговые значения мультипликаторов и результаты расчета стоимости собственного капитала ООО «Спецсталь».

Таблица 14. Оценка стоимости собственного капитала ООО «Спецсталь» сравнительным подходом

Показатель	EV / Объем пр-ва	EV / S	EV / EBITDA
Значение мультипликатора	71 473	1,300	6,480
База мультипликатора	86,1	4 183 303	781 950
<b>Рыночная стоимость ИК, тыс. руб.</b>	<b>6 153 817</b>	<b>5 438 294</b>	<b>5 067 036</b>
Присвоенный вес	33,3%	33,3%	33,3%
<b>Инвестированный капитал, тыс. руб.</b>	<b>5 553 049</b>		
Чистый долг, тыс. руб.	692 865		
<b>Стоимость собственного капитала, тыс. руб.</b>	<b>4 860 184</b>		

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Таким образом, рыночная стоимость собственного капитала ООО «Спецсталь» составила 4 860 184 тыс. руб.

Результаты расчета рыночной стоимости долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» в уставные капиталы дочерних и других организаций по состоянию на дату оценки приведены ниже в таблице.

Таблица 15. Результаты расчета рыночной стоимости долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» в уставные капиталы дочерних и других организаций на 01.07.2007г

Наименование организации	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Рыночная стоимость, тыс. руб.
<b>Инвестиции в дочерние общества</b>		
ОАО «Ресурс»	6 226	20 534
ЗАО «Метэнергопроект»	61	0
ООО «Спецсталь»	200	4 860 184
ООО «Мечел-кокс»	200	174 982
<b>Итого инвестиции в дочерние общества</b>	<b>6 687</b>	<b>5 055 700</b>
<b>Инвестиции в другие организации</b>		
ООО ЧОП «Мечел»	1	286
Финансово-промышленная группа	450	0
ОАО «Находкинский морской торговый порт»	627	4 362
<b>Итого инвестиции в другие организации</b>	<b>1 078</b>	<b>4 648</b>
<b>Итого вложения в организации</b>	<b>7 764</b>	<b>5 060 348</b>

Источник: данные Компании, анализ и расчеты – компания Росэкспертиза

#### Оценка рыночной стоимости основных средств, переданных в оперативное управление

Согласно данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 01 июля 2007 года балансовая стоимость основных средств Компании, переданных в оперативное управление, составила 72 436 тыс. руб. По данным Компании, основные средства, переданные в оперативное управление, предназначены для обеспечения деятельности оздоровительных и спортивных комплексов, домов культуры.

Определение рыночной стоимости основных средств, переданных в оперативное управление, основано на использовании затратного подхода с применением метода индексации. Выбор данного подхода и метода оценки имущества обусловлен специфическими характеристиками объектов и уровнем развития регионального рынка недвижимости. Рыночная стоимость основных средств (с учетом стоимости земельных участков), принадлежащих Компании, по состоянию на 01.07.2007 составила (округленно) **360 100 тыс. рублей**.

Результаты оценки долгосрочных финансовых вложений представлены ниже в таблице.

Таблица 16. Результаты оценки долгосрочных финансовых вложений

Наименование организации	Балансовая стоимость ДФВ, тыс. руб.	Рыночная стоимость ДФВ, тыс. руб.
ОАО «Ресурс»	6 226	20 534
Финансово-промышленная группа	450	0
ЗАО «Метэнергопроект»	61	0
ОАО «Находкинский морской торговый порт»	627	4 362
ООО ЧОП «Мечел»	1	286
ООО «Спецсталь»	200	4 860 184
ООО «Мечел-кокс»	200	174 982
<b>Итого вложения в организации</b>	<b>7 764</b>	<b>5 060 348</b>
Имущество, переданное в оперативное управление	72 436	360 100
Резерв под обесценение	511	
<b>ИТОГО долгосрочные финансовые вложения</b>	<b>79 690</b>	<b>5 420 448</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

В итоге проведенных расчетов, рыночная стоимость долгосрочных финансовых вложений ОАО «ЧМК» по состоянию на дату проведения оценки составила 5 420 448 тыс. рублей.

#### ОТЛОЖЕННЫЕ НАЛОГОВЫЕ АКТИВЫ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

В соответствии с требованиями Министерства финансов РФ «О порядке формирования бухгалтерской отчетности», по строкам 145 и 515 Бухгалтерского баланса отражаются величины отложенных налоговых активов и обязательств (соответственно), которые возникают в случаях, если моменты признания расходов (доходов) в бухгалтерском и налоговом учете не совпадают. Данные разницы приводят к изменению налога на прибыль в будущих периодах – отложенные налоговые активы уменьшают будущие налоговые выплаты, обязательства – увеличивают. По состоянию на 01.01.07 г. балансовая стоимость отложенных налоговых активов равна **65 415 тыс. руб.**, а отложенных налоговых обязательств – **597 181 тыс. руб.** Учитывая специфику отражения в бухгалтерском учете данных статей, мы приняли их в расчетах по балансовой стоимости.

#### ПРОЧИЕ ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ

По состоянию на 01.07.2007 г. балансовая стоимость строки 150 «Прочие внеоборотные активы» составляет 97 588 тыс. рублей. Расшифровка прочих внеоборотных активов на 01.07.2007 г. приведена ниже в таблице.

Таблица 17. Прочие внеоборотные активы ОАО «ЧМК»

Наименование показателя	Балансовая стоимость на 01.07.2007 г., тыс. руб.
Страхование	54
Лицензии	1 255
Программные продукты	68 948
Работы по договорам	27 067
Прочие (в т.ч. НИОКР)	264
<b>ИТОГО</b>	<b>97 588</b>

Источник: данные Компании

В рамках настоящего отчета мы исходим из предположения о соответствии балансовой и рыночной стоимостей прочих внеоборотных активов.

#### ЗАПАСЫ

По состоянию на дату оценки балансовая стоимость запасов составила 7 670 895 тыс. руб. (21,72% валюты баланса). Структура запасов ОАО «ЧМК» представлена ниже в таблице.

Таблица 18. Структура запасов на 01.07.2007 г.

Наименование	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Доля
Запасы	7 670 895	100%
в том числе:		
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	5 179 216	68%
затраты в незавершенном производстве	2 345 179	31%
готовая продукция и товары для перепродажи	32 465	0%
товары отгруженные	85 125	1%
расходы будущих периодов	28 910	0%

Источник: данные Компании

Анализ запасов, как правило, предполагает исключение неликвидных запасов, которые не могут быть реализованы по приемлемой цене, а также переоценку запасов в соответствии с их рыночными ценами на дату оценки.

Согласно информации, предоставленной в распоряжение специалистов Компании Росэкспертиза, в составе строки «Сырье, материалы и другие аналогичные ценности» числятся неликвидные запасы на сумму 70 634 тыс. руб. Вероятность реализации неликвидов представителями Компании оценивается как низкая. Учитывая вышеизложенное, мы исключили неликвидные запасы при расчете рыночной стоимости.

По состоянию на дату оценки балансовая стоимость сырья, материалов и других аналогичных ценностей Компании составила 5 179 216 тыс. руб. (67,5% общей суммы запасов).

Таблица 19. Расшифровка стр. «Сырье, материалы и другие аналогичные ценности»

Наименование сырья, материалов и т.д.	Балансовая стоимость, тыс. руб.
<b>Сырье, основные материалы, в т.ч.</b>	<b>2 764 627</b>
окатыши	246 053
агломерат собственный	75 746
концентрат ж/рудный Коршуновский ГОК	322 633
прочее ЖРС	113 423
лом и отходы черных металлов	1 334 319
лом цветных металлов	6 636
ферросплавы	567 706
шлаковый отвал	39 891
прочее сырье	58 220
Вспомогательные материалы, покупные полуфабрикаты и комплектующие изделия	846 910
Запчасти	672 400
Прочее сырье и материалы	456 303
Отклонения в стоимости материалов	200 547
Материалы в пути	238 429
<b>Итого сырье, материалы и другие аналогичные ценные</b>	<b>5 179 216</b>

Источник: данные Компании

*Лом и отходы черных металлов.* Мы провели корректировку запасов лома и отходов черных металлов балансовой стоимостью 1 113 693 тыс. руб., объемом 159 886 тонн. Мы не проводили корректировку части запасов лома цветных металлов ввиду незначительности данной позиции (менее 0,1% от общей суммы запасов), а также запасов лома черных металлов нестандартных марок. Рыночная цена лома черных металлов определена по данным информационно-аналитического агентства «Русмет» (адрес в Интернет: <http://www.rusmet.ru>), в соответствии с которыми средняя цена лома на российском рынке на дату оценки, на условиях «Склад покупателя», составила 5 593 руб. / тонна без НДС.

*Окатыши.* Мы провели корректировку запасов окатышей балансовой стоимостью 246 053 тыс. руб., объемом 108 789 тонн. Рыночная цена окатышей определена по данным информационно-аналитического агентства «Металторг» (адрес в Интернет: <http://www.metaltorg.ru>), в соответствии с которыми средняя цена окатышей на российском рынке, на условиях «Склад продавца», составила 85 долл. США / тонна без учета НДС. Основная часть (более 95%) окатышей поступает с Лебединского горно-обогатительного комбината (г. Губкин Белгородской обл.). Таким образом, нами была учтена стоимость доставки агломерата железнодорожным транспортом из г. Губкин области до г. Челябинск. Стоимость доставки была определена с использованием автоматизированной программы расчета железнодорожных тарифов, представленной на интернет-сайте информационно-аналитического агентства «Металторг».

*Агломерат.* Нами также была скорректирована стоимость запасов агломерата, в том числе:

- собственного агломерата балансовой стоимостью 75 746 тыс. руб., объемом 31 650 тонн;
- агломерата сторонних поставщиков (отраженного в строке «прочее железнорудное сырье») балансовой стоимостью 64 586 тыс. руб., объемом 56 784 тонн.

Рыночная цена агломерата определена по данным информационно-аналитического агентства «Металторг», в соответствии с которыми средняя цена агломерата на российском рынке, на условиях «Склад продавца», составила 28 долл. США / тонна без учета НДС. Основная часть агломерата поступает с Михайловского горно-обогатительного комбината (Курская область). Таким образом, нами была учтена стоимость доставки агломерата железнодорожным транспортом из Курской области до г. Челябинск.

*Железнорудный концентрат.* Мы провели корректировку запасов железнорудного концентрата балансовой стоимостью 322 633 тыс. руб., объемом 197 739 тонн. Рыночная цена концентрата определена по данным информационно-аналитического агентства «Металторг», в соответствии с которыми средняя цена концентрата на российском рынке, на условиях «Склад продавца», составила 64 долл. США / тонна без учета НДС. Основная часть агломерата поступает с Коршуновского горно-обогатительного комбината (Иркутская область). Таким образом, нами была учтена стоимость доставки агломерата железнодорожным транспортом из г. Усть-Илимск до г. Челябинск.



Таблица 20. Корректировка запасов сырья и материалов

Показатель	Лом и отходы черных металлов	Окатыш	Агломерат	Концентрат
Количество, т.	159 886	108 788,52	88 434,08	197 738,87
Балансовая стоимость, тыс. руб.	1 113 693	246 053,02	140 331,52	322 633,40
Рыночная стоимость, \$ / т.		85,00	28,00	64,00
Рыночная стоимость, тыс. руб. / т.	5,59	2,19	0,72	1,65
Транспортный тариф, тыс. руб. /т		0,69	0,48	0,66
Себестоимость, тыс. руб. / т	5,59	2,88	1,21	2,31
Рыночная стоимость, тыс. руб.	894 244	313 746	106 651	456 381
<b>Корректировка балансовой стоимости, тыс. руб.</b>	<b>-219 450</b>	<b>67 693</b>	<b>-33 680</b>	<b>133 748</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

*Отклонения в стоимости материалов.* Компания ведет учет материалов по нормативной цене, с последующим отражением отклонения фактической стоимости поступивших материалов от нормативной цены. Из величины отклонения в стоимости материалов нами были исключены отклонения тех материалов, которые оценены по рыночной стоимости: лом, окатыши, агломерат, концентрат.

Таблица 21. Отклонения в себестоимости материалов

Наименование	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Принятая к расчету, тыс. руб.	Корректировка, тыс. руб.
10011 А/РУДА МИХГ Итого	531	0	-531
10015 А/РУДА СТОЙЛ Итого	5	0	-5
10017 РУДА ДОМ.МИХ Итого	1	0	-1
10030 ОКАТЫШИ КОСТ Итого	2 035	0	-2 035
10031 ОКАТЫШИ ЛЕБ. Итого	52 525	0	-52 525
10036 ОКАТЫШИ ЛЕБ. Итого	78	0	-78
10047 КОНЦ-Т Ж.КОР Итого	110 077	0	-110 077
Прочие сырье и материалы	35 295	35 295	0
<b>Итого отклонения в стоимости</b>	<b>200 547</b>	<b>35 295</b>	<b>-165 252</b>

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

*Материалы в пути.* Корректировка материалов в пути проводилась для следующих позиций: окатыши, аглоруда, концентрат.

Таблица 22. Материалы в пути

Материалы	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Количество, т.	Рыночная цена, тыс. руб. / т.	Принятая к расчету, тыс. руб.	Корректировка, тыс. руб.
Окатыши	58 771,03	26 488,79	2,88	76 393,67	17 622,64
Аглоруда	11 517,91	9 663,00	1,21	11 653,58	135,67
Концентрат	74 933,27	45 113,35	2,31	104 121,61	29 188,34
Прочие материалы в пути	93 206,80			93 206,80	0,00
<b>ИТОГО</b>	<b>238 429,02</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>285 375,66</b>	<b>46 946,64</b>

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

Таблица 23. Корректировка стоимости запасов сырья и материалов и аналогичных ценностей

Наименование сырья, материалов и т.д.	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Стоимость, принятая к расчету, тыс. руб.	Корректировка, тыс. руб.
<b>Сырье, основные материалы, в т.ч.:</b>	<b>2 764 627</b>	<b>2 712 939</b>	<b>-51 688</b>
окатыши	246 053	313 746	67 693
агломерат собственный	75 746	38 170	-37 576
концентрат ж/рудный Коршуновский ГОК	322 633	456 381	133 748
ЖРС	113 423	117 319	3 896
лом и отходы черных металлов	1 334 319	1 114 870	-219 449
лом цветных металлов	6 636	6 636	0
ферросплавы	567 706	567 706	0
шлаковый отвал	39 891	39 891	0
прочее сырье	58 220	58 220	0
Вспомогательные материалы, покупные полуфабрикаты и комплектующие изделия	846 910	846 910	0
Запчасти	672 400	672 400	0
Прочее сырье и материалы	456 303	456 303	0
Отклонения в стоимости материалов	200 547	35 295	-165 252
Материалы в пути	238 429	285 376	46 947
Корректировка на неликвидные запасы		-70 634	-70 634
<b>Итого сырье, материалы и другие аналогичные ценные</b>	<b>5 179 216</b>	<b>4 938 589</b>	<b>-240 627</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

В строке «Готовая продукция и товары для перепродажи» отражены остатки готовой продукции по ее себестоимости. Корректировка запасов готовой продукции производилась нами исходя из объема запасов продукции в натуральном выражении и текущей цены реализации единицы запаса.

Расшифровка строки «Готовая продукция и товары для перепродажи» приведена ниже в таблице.

Таблица 24. Структура запасов готовой продукции на 01.07.2007 г.

Наименование затрат	Кол-во, т	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Доля, %
<b>Затраты в готовой продукции</b>	<b>2 256</b>	<b>32 465</b>	<b>100,0%</b>
металлопродукция	2 256	25 967	80,0%
прочая продукция		4 385	13,5%
товары		2 113	6,5%

Источник: данные Компании

Как видно из приведенной выше таблицы, основную долю запасов готовой продукции составляет металлопродукция. Запасы металлопродукции отражены в отчетности Компании по калькуляционным группам, каждой из которых соответствует группа близких по характеристикам видов продукции. Стоимость запасов готовой металлопродукции была скорректирована нами исходя из цены реализации по каждой калькуляционной группе, предоставленной представителями Компании. Таким образом, рыночная стоимость запасов готовой металлопродукции ОАО «ЧМК» по состоянию на 01.07.2007 г. составила (округленно) 34 128 тыс. руб. Прочая продукция и товары приняты к расчетам по балансовой стоимости. В итоге проведенных расчетов рыночная стоимость готовой продукции и товаров для перепродажи на дату оценки составила 40 626 тыс. руб.

Результаты расчета рыночной стоимости запасов ОАО «ЧМК» на 01.07.2007 г. приведены ниже в таблице.

Таблица 25. Рыночная стоимость запасов на 01.07.2007 г.

Наименование	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Рыночная стоимость, тыс. руб.
<b>Запасы</b>	<b>7 670 895</b>	<b>7 438 429</b>
в том числе:		
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	5 179 216	4 938 589
затраты в незавершенном производстве	2 345 179	2 345 179
готовая продукция и товары для перепродажи	32 465	40 626
товары отгруженные	85 125	85 125
расходы будущих периодов	28 910	28 910

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

## НАЛОГ НА ДОБАВЛЕННУЮ СТОИМОСТЬ ПО ПРИОБРЕТЕННЫМ ЦЕННОСТЯМ

Согласно данным бухгалтерской отчетности Компании по состоянию на 01.07.2007 г. сумма налога на добавленную стоимость составляет **963 243 тыс. рублей**. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям подлежит зачету против исходящего НДС и одновременно является специфическим активом, не имеющим рыночной стоимости. В соответствии с требованиями действующего законодательства величина данной статьи участвует в расчете совокупной величины активов (без корректировок). Данная статья принималась при расчете чистых активов по балансовой стоимости.

## ДЕБИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ

По состоянию на 01.07.2007 г. балансовая стоимость дебиторской задолженности Компании составила 4 698 142 тыс. рублей (с учетом резерва по сомнительным долгам на сумму 6 283 тыс. руб.), которая представлена исключительно краткосрочной дебиторской задолженностью (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты).

В соответствии с учетной политикой в Компании создаются резервы сомнительных долгов по расчетам с другими организациями и гражданами за продукцию, товары, работы и услуги с отнесением сумм резервов на финансовые результаты. Сомнительным долгом признается дебиторская задолженность, которая не погашена в сроки, установленные договором, и не обеспечена соответствующими гарантиями. Величина резерва определяется отдельно по каждому сомнительному долгу в зависимости от финансового состояния (платежеспособности) должника и оценки вероятности погашения долга полностью или частично.

В результате консультаций с представителями Компании было выявлено, что просроченная и безнадежная краткосрочная дебиторская задолженность отсутствует. Учитывая вышеизложенное, было принято решение принять для дальнейшего расчета рыночную стоимость краткосрочной дебиторской задолженности на уровне балансовой стоимости. Таким образом, величина дебиторской задолженности для целей определения рыночной стоимости чистых активов Компании была принята в сумме **4 698 142 тыс. рублей**.

## ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА

Величина денежных средств принята по балансовой стоимости, так как это наиболее ликвидный актив, имеющий рыночный эквивалент. Величина денежных средств, участвующих в расчетах, составляет **161 286 тыс. рублей.**

## ПРОЧИЕ ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ

Балансовая стоимость прочих оборотных активов Компании согласно данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 01.07.2007 года составляет 45 141 тыс. рублей.

В составе данной статьи учтены активы, которые фактически отсутствуют в распоряжении Компании - недостачи от потери ценностей, факты мошенничества и хищений. По данным, полученным в результате консультаций с представителями Компании, вероятность возмещения стоимости утраченных ценностей оценивается как низкая. Учитывая вышеизложенное, данная статья не принималась в расчетах рыночной стоимости чистых активов Компании.

## ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПАССИВЫ

По состоянию на дату оценки общая балансовая стоимость долгосрочных пассивов ОАО «ЧМК» составила 6 203 521 тыс. рублей, в том числе: долгосрочные займы и кредиты – 5 519 495 тыс. рублей; отложенные налоговые обязательства - 597 181 тыс. рублей; прочие долгосрочные обязательства (векселя) - 86 845 тыс. руб.

### Долгосрочные займы и кредиты

Расшифровка долгосрочных финансовых обязательств приведена ниже в таблице «Расчет рыночной стоимости долгосрочных займов и кредитов ОАО «ЧМК» по состоянию на 01.07.2007 г.».

Учитывая, что долгосрочные кредиты получены от независимых от Компании и группы «Мечел» кредиторов (Газпромбанк, Коммерцбанк), а также по результатам проведенного анализа ситуации на рынке кредитования специалисты Компании Росэкспертиза пришли к выводу, что процентные ставки по долгосрочным кредитам Компании могут быть признаны рыночными. Таким образом, проведение корректировки долгосрочных кредитов, предоставленных Компании филиалом АБ «Газпромбанк» в г. Екатеринбург и ЗАО «Коммерцбанк» в данном случае не требуется. Указанные кредиты приняты в расчетах по балансовой стоимости.

Учитывая, что остальные компании, предоставившие ОАО «ЧМК» заемные средства (Мечел Интернэшнл Холдингс АГ, ООО «Мечел-Финансы», ОАО «Мечел»), являются аффилированными по отношению к Компании (входят в группу компаний «Мечел»), стоимость полученных долгосрочных займов была скорректирована с учетом рыночных процентных ставок.

Для расчета рыночной стоимости долгосрочных обязательств была определена ставка дисконтирования, соответствующая сумме безрисковой ставки и премии за кредитный риск (default premium). Премия за кредитный риск была определена на основе синтетического кредитного рейтинга компании, базирующегося на значении коэффициента долгового покрытия.

Таблица 26. Премии за кредитный риск

Коэффициент долгового покрытия	Синтетический рейтинг	Значение премии за риск неполучения доходов, %
>12,5	AAA	0,75%
9,50 – 12,50	AA	1,00%
7,50 – 9,50	A+	1,50%
6,00 – 7,50	A	1,80%
4,50 – 6,00	A-	2,00%

Источник: Aswath Domodaran

Таблица 27. Расчет премии за кредитный риск ОАО «ЧМК»

Дата	ЕВИТ, тыс. руб.	Проценты к уплате, тыс. руб.	Коэффициент покрытия	Премия за кредитный риск
2006	5 211 804	803 130	6,49	1,80%
1 полугодие 2007	5 108 255	373 177	13,69	0,75%
<b>Среднее значение</b>				<b>1,28%</b>

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

Таким образом, значение премии за кредитный риск определено для Компании на уровне 1,28%.

В качестве показателя величины ставки безрискового финансирования долгосрочных инвестиций в России для займов, выраженных в долларах США, принят уровень доходности российских государственных облигаций, размещенных за границей, для займов, выраженных в рублях – уровень доходности государственных облигаций, размещенных в РФ.

Аналогичным образом определены безрисковые ставки дисконтирования и для краткосрочных инвестиций в России, которые будут применены далее для расчета рыночной стоимости краткосрочных займов и кредитов. Значения определенных безрисковых ставок приведены ниже в таблице.

Таблица 28. Безрисковые ставки

Бумага	Валюта номинала	Дата торгов	Дата погашения	Эффективная доходность к погашению, %
Россия, 25058	руб.	29.06.2008	30.04.2008	5,36%
Россия, 46020	руб.	29.06.2008	06.02.2036	6,78%
МинФин (Россия), 5	долл. США	29.06.2008	14.05.2008	5,68%
Россия, 2028	долл. США	29.06.2008	24.06.2028	6,28%

Источник: *www.cbonds.ru*

Таким образом, рублевая безрисковая ставка для долгосрочного финансирования составила 6,78%, для краткосрочного финансирования – 5,36%. Долларовая безрисковая ставка для долгосрочного финансирования составила 6,28%, для краткосрочного финансирования – 5,68%.

Ниже в таблицах приведены расчеты долларовой и рублевой ставок дисконтирования.

Таблица 29. Расчет ставок дисконтирования для определения рыночной стоимости займов и кредитов, полученных ОАО «ЧМК»

Показатель	Долгосрочные займы и кредиты в руб.	Краткосрочные займы и кредиты в руб.	Долгосрочные займы и кредиты в долл. США	Краткосрочные займы и кредиты в долл. США
Безрисковая ставка	6,78%	5,36%	6,28%	5,68%
Премия за кредитный риск	1,28%	1,28%	1,28%	1,28%
<b>Ставка дисконтирования</b>	<b>8,06%</b>	<b>6,64%</b>	<b>7,56%</b>	<b>6,96%</b>

Источник: *расчеты Компании Росэкспертиза*

Таким образом, долларовая ставка дисконтирования для долгосрочных займов и кредитов составила 7,56%, рублевая ставка дисконтирования для долгосрочных займов и кредитов – 8,06%. В результате проведенных расчетов рыночная стоимость долгосрочных займов ОАО «ЧМК» составила 5 550 511 тыс. руб.

#### Прочие долгосрочные обязательства

Прочие долгосрочные обязательства ОАО «ЧМК» представлены простыми беспроцентными векселями на сумму 86 845 тыс. руб. Данные векселя предоставлены на значительный срок (от 5 до 50 лет от даты предъявления). По комментариям администрации векселя к погашению не предъявлялись. Расчет рыночной стоимости векселей проводился на основе метода дисконтирования предстоящих выплат. Поскольку все векселя номинированы в рублях, в качестве ставки дисконтирования была принята рассчитанная выше рублевая ставка дисконтирования для долгосрочных займов и кредитов в размере 8,06%. Расшифровка и расчет рыночной стоимости долгосрочных векселей ОАО «ЧМК» представлен ниже в таблице.

Таблица 30. Расчет рыночной стоимости долгосрочных займов и кредитов ОАО «ЧМК» по состоянию на 01.07.2007 г.

Кредитор /Займодавец	№ договора	Дата возникновения	Сумма задолженности / основная сумма долга, тыс. руб.	% ставка	Валюта платежа	Срок займа (кредита), дн.	Ставка дисконт.	Дата первой выплаты %	Дата последней выплаты % по графику	Дата выплаты в момент погашения	Периодичность выплат, дн.	Кол-во выплат % за 1 полный период	Сумма процентных платежей за 1 полный период, тыс. руб.	Накопленная сумма факторов дисконт. до момента последней выплаты % за полные периоды	Дисконт. % выплаты за полные периоды, тыс. руб.	Последняя выплата %, тыс. руб.	Выплата основной суммы долга, тыс. руб.	Фактор дисконтирования на момент погашения	Дисконт. выплата в момент погашения, тыс. руб.	Дисконт. выплата тыс. руб.
<b>КРЕДИТЫ</b>																				
Филиал АБ «Газпромбанк»	067/06-К	03.04.2006	161 173 <sup>38</sup>	6,50%	евро	1093	6,50%													161 173
Коммерцбанк	618у/06	18.07.2006	867 875	5,67%	евро	1098	5,67%													867 875
<b>ЗАЙМЫ</b>																				
Мечел Интернэшнл Холд. АГ	406у/05	27.04.2005	423 255 / 374 335	6,00%	дол. США	1187	7,56%	27.07.2008	27.07.2008	27.07.2008	1187	1	73 041	1	67 541	0	374 335	0,9247	346 148	413 689
	459у/05	17.05.2005	1 125 844	6,00%	дол. США	1157	7,56%	17.08.2007	17.05.2008	17.07.2008	90	4	16 888	4	65 120	11 289	1 125 844	0,9266	1 053 667	1 118 787
	520у/05	14.06.2005	152 316	6,00%	дол. США	1204	7,56%	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2008	90	5	2 285	4	8 733	0	152 316	0,9128	139 034	147 767
		06.07.2005	16 262	6,00%	дол. США	1182	7,56%	01.10.2007	01.07.2008	30.09.2008	90	4	244	4	932	243	16 262	0,9128	15 066	15 998
		21.06.2005	89 581	6,00%	дол. США	1197	7,56%	01.10.2007	01.07.2008	30.09.2008	90	4	1 344	4	5 135	1 340	89 581	0,9128	82 993	88 128
		23.06.2005	3	6,00%	дол. США	1195	7,56%	01.10.2007	01.07.2008	30.09.2008	90	4	0,05	4	0,17	0,04	3	0,9128	3	3
	569у/05	07.07.2005	197 236	6,00%	дол. США	1192	7,56%	01.10.2007	01.10.2008	11.10.2008	90	5	2 959	5	14 007	324	197 236	0,9108	179 938	193 945
ООО «Мечел-Финансы»	91730018	14.02.2007	11 950	8,50%	руб.	1095	8,06%	05.07.2007	05.02.2010	13.02.2010	30	33	85	30	2 532	22	11 950	0,8159	9 768	10 926**
	91730019	16.02.2007	170 000	8,50%	руб.	1095	8,06%	05.07.2007	05.02.2010	15.02.2010	30	33	1 204	30	35 867	396	170 000	0,8156	138 975	173 406**
	91730020	19.02.2007	250 000	8,50%	руб.	1095	8,06%	05.07.2007	05.02.2010	18.02.2010	30	33	1 771	30	52 758	757	250 000	0,8150	204 367	255 670**
	91730021	21.02.2007	262 000	8,50%	руб.	1095	8,06%	05.07.2007	05.02.2010	20.02.2010	30	33	1 856	30	55 291	915	262 000	0,8147	214 197	267 964**
ОАО «Мечел»	569-04	27.12.2004	912 000	9,50%	руб.	1458	8,06%	30.07.2007	30.11.2008	24.12.2008	30	17	7 220	16	115 890	5 697	912 000	0,8913	817 943	933 833
	013/М-06	03.02.2006	880 000	9,50%	руб.	1096	8,06%	01.10.2007	01.01.2009	03.02.2009	90	6	20 900	6	117 190	7 558	880 000	0,8835	784 157	901 347
<b>ИТОГО</b>			<b>5 519 495</b>																	<b>5 550 511</b>

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

Таблица 31. Расшифровка и расчет рыночной стоимости долгосрочных векселей ОАО «ЧМК»

№ п/п	Номинал векселя/балансовая стоимость, руб.	Дата составления векселя	Дата платежа (число лет от даты предъявления)	Ставка дисконтирования	Дата предъявления (дата оценки)	Дата погашения	Сумма выплат, руб.	Фактор дисконтирования	Дисконтированные выплаты, руб.
1	150 000	15.07.1999	5	8,06%	01.07.2007	01.07.2012	150 000	0,6787	101 805
2	12 272	28.07.1999	10	8,06%	01.07.2007	01.07.2017	12 272	0,4606	5 652
3	11 057	10.08.1999	10	8,06%	01.07.2007	01.07.2017	11 057	0,4606	5 093
4	50 000	31.08.1999	5	8,06%	01.07.2007	01.07.2012	50 000	0,6787	33 935
5	210 000	07.09.1999	15	8,06%	01.07.2007	01.07.2022	210 000	0,3126	65 646
6	3 000 000	07.09.1999	10	8,06%	01.07.2007	01.07.2017	3 000 000	0,4606	1 381 800
7	195 700	13.09.1999	20	8,06%	01.07.2007	01.07.2027	195 700	0,2122	41 528
8	76 888	30.09.1999	15	8,06%	01.07.2007	01.07.2022	76 888	0,3126	24 035
9	400 158	06.10.1999	20	8,06%	01.07.2007	01.07.2027	400 158	0,2122	84 914
10	66 352	13.10.1999	5	8,06%	01.07.2007	01.07.2012	66 352	0,6787	45 033
11	48 320	03.11.1999	20	8,06%	01.07.2007	01.07.2027	48 320	0,2122	10 254
12	400 000	04.11.1999	20	8,06%	01.07.2007	01.07.2027	400 000	0,2122	84 880
13	370 000	29.11.1999	10	8,06%	01.07.2007	01.07.2017	370 000	0,4606	170 422
14	39 000	02.12.1999	10	8,06%	01.07.2007	01.07.2017	39 000	0,4606	17 963
15	18 221	15.12.1999	20	8,06%	01.07.2007	01.07.2027	18 221	0,2122	3 866
16	200 000	24.12.1999	25	8,06%	01.07.2007	01.07.2032	200 000	0,1440	28 800
17	150 000	24.12.1999	15	8,06%	01.07.2007	01.07.2022	150 000	0,3126	46 890
Прочие	81 458 424								10 465 323
<b>ИТОГО</b>	<b>86 845 335</b>								<b>12 617 839</b>

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

<sup>38</sup> 4 700 тыс. евро.

В результате проведенных расчетов рыночная стоимость долгосрочных обязательств ОАО «ЧМК» на дату оценки составила **6 160 310 тыс. руб.**

Таблица 32. Результаты расчета рыночной стоимости долгосрочных обязательств

Наименование	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Рыночная стоимость, тыс. руб.
Долгосрочные кредиты и займы	5 519 495	5 550 511
Отложенные налоговые обязательства	597 181	597 181
Прочие долгосрочные обязательства	86 845	12 618
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>6 203 521</b>	<b>6 160 310</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

### КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

По состоянию на дату оценки общая балансовая стоимость краткосрочных обязательств ОАО «ЧМК» составила 13 877 402 тыс. рублей, в том числе:

- краткосрочные займы и кредиты – 3 424 321 тыс. рублей;
- кредиторская задолженность – 10 439 239 тыс. рублей.
- доходы будущих периодов – 13 842 тыс. руб.

### Краткосрочные займы и кредиты

Для расчета рыночной стоимости краткосрочных обязательств были применены ставки дисконтирования, определенные в предыдущем разделе при расчете рыночной стоимости долгосрочных обязательств Компании. Долларовая ставка дисконтирования для краткосрочных займов и кредитов составила 6,96%, рублевая ставка дисконтирования для краткосрочных займов и кредитов – 6,64%.

Расчет рыночной стоимости краткосрочных займов и кредитов осуществлен аналогично оценке долгосрочных обязательств ОАО «ЧМК». Рыночная стоимость краткосрочных займов и кредитов составила **3 454 764 тыс. руб.**

### Кредиторская задолженность

Балансовая стоимость кредиторской задолженности ОАО «ЧМК» на 01.07.2007 г. составила 10 439 239 тыс. руб.

Таблица 33. Структура кредиторской задолженности на 01.07.2007 г.

Наименование статьи	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Доля, %
<b>Кредиторская задолженность</b>	<b>10 439 239</b>	<b>100,0%</b>
в том числе:		
поставщики и подрядчики	7 813 934	74,9%
задолженность по налогам и сборам	639 121	6,1%
прочие кредиторы	555 866	5,3%
векселя к уплате	1 430 318	13,7%

Источник: данные Компании

Учитывая, что кредиторская задолженность является обязательной к погашению, а также небольшой срок оборачиваемости, величина кредиторской задолженности (кроме векселей к уплате) для целей оценки принята по балансовой стоимости.

**Векселя к уплате** ОАО «ЧМК» представлены беспроцентными векселями, дата погашения установлена «по предъявлении», то есть векселедержатель может предъявить вексель к погашению в любой момент времени. В связи с этим было сделано предположение о том, что векселедержатель предъявит вексель к погашению 01.07.2007 г. В таком случае ОАО «ЧМК» должно выплатить номинальную стоимость векселя, которая будет соответствовать рыночной стоимости векселя на дату оценки.

В итоге проведенных расчетов, рыночная стоимость краткосрочных обязательств ОАО «ЧМК» определена для дальнейших расчетов в размере **13 894 203 тыс. рублей.**

**Доходы будущих периодов** не учитываются при расчете чистых активов, что обусловлено спецификой данной статьи в балансе – доходы будущих периодов не являются обязательством, а используются для постепенного списания безвозмездно полученных ценностей.

Таблица 34. Результаты расчета рыночной стоимости краткосрочных обязательств

Наименование	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Рыночная стоимость, тыс. руб.
Краткосрочные кредиты и займы	3 424 321	3 454 764
Кредиторская задолженность (без векселей к уплате)	9 008 921	9 008 921
Векселя к уплате	1 430 318	1 430 518
Доходы будущих периодов	13 842	0
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>	<b>13 877 402</b>	<b>13 894 203</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

## УСЛОВНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Компанией были выданы обеспечения обязательств и поручительства, балансовая стоимость которых по состоянию на дату проведения оценки составляет 5 144 180 тыс. руб. Условные обязательства не учитываются на общем балансе Компании и числятся на забалансовых счетах. Расшифровка обеспечений обязательств и поручительств выданных представлена ниже в таблице.

Таблица 35. Обеспечения обязательств и поручительства выданные

Наименование кредитора (город)	Наименование должника (город)	Дата договора	Дата окончания договора	Остаток на 01.07.2007, тыс. руб.
<b>Залоги по кредитным договорам ОАО «ЧМК»:</b>				
АБ «Газпромбанк» (ЗАО) (г. Екатеринбург)		03.04.06	31.03.09	217 500
<b>Итого залоги по кредитам ОАО «ЧМК»:</b>				<b>217 500</b>
<b>Поручительства выданные:</b>				
	ООО «Торговый Дом Мечел» (г. Москва)	19.05.03	12.06.09	3 200 000
АБ «Газпромбанк» (ЗАО) (г. Екатеринбург)	ОАО «Угольная компания Южный Кузбасс» (г. Междуреченск)	31.10.06	31.03.12	851 823
АБ «Газпромбанк» (ЗАО) (г. Екатеринбург)	ОАО «Угольная компания Южный Кузбасс» (г. Междуреченск)	31.10.06	31.03.12	874 745
ОАО «Углеметбанк» г. Челябинск	Садьков Ф.У	04.09.03	09.09.08	25
ОАО «Углеметбанк» г. Челябинск	Валитов В.В.	11.03.05	09.03.08	87
<b>Итого по поручительствам:</b>				<b>4 926 680</b>
<b>ИТОГО</b>				<b>5 144 180</b>

Источник: данные Компании

Характерной чертой обязательств данного типа является условный характер их исполнения: исполнение будет необходимым для Компании в том случае, если лицо, которому выдано поручительство, окажется несостоятельным и не сможет погасить обязательство самостоятельно.

Наиболее существенные суммы по поручительствам были выданы следующим компаниям:

- ООО «Торговый дом «Мечел»: 3 200 000 тыс. руб.;
- ОАО «Угольная компания «Южный Кузбасс»: 1 726 568 тыс. руб.

Для оценки вероятности исполнения условных обязательств нами был проведен финансовый анализ контрагентов, которым выданы поручительства, и сделаны выводы о ликвидности и финансовой устойчивости компаний и вероятности наступления банкротства. Методика финансового анализа ООО «Торговый дом «Мечел» и ОАО «Угольная компания «Южный Кузбасс» аналогична методике ОАО «ЧМК». Ниже приведены основные выводы.

### ООО «Торговый дом «Мечел»

Ниже в таблице представлен агрегированный баланс ООО «Торговый дом «Мечел».

Таблица 36. Агрегированный баланс ООО «Торговый дом «Мечел», тыс. руб.

Наименование	Строки баланса	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.07.2007
Внеоборотные активы	стр. 190	1 810 278	2 949 931	5 149 125	15 359 316	429 816
Оборотные активы	стр. 290	9 721 702	19 020 625	19 473 452	12 939 540	13 609 353
<b>Баланс</b>	<b>стр. 300</b>	<b>11 531 980</b>	<b>21 970 556</b>	<b>24 622 577</b>	<b>28 298 856</b>	<b>14 039 169</b>
Собственный капитал	стр. 490 + 640 + 650	3 392 927	11 844 203	15 977 793	19 754 565	5 294 351
Долгосрочные пассивы	стр. 590	3 011 589	4 060 109	3 060 881	4 952 673	4 831 846
Долгосрочные кредиты и займы	стр. 510	3 011 589	4 060 109	3 060 881	2 755 141	4 831 260
Долгосрочная нефинансовая задолженность	стр. 515+520	0	0	0	2 197 532	586
Краткосрочные пассивы, в т.ч.:		5 127 464	6 066 244	5 583 903	3 591 618	3 912 972
краткосрочные кредиты и займы	стр. 610	1 937 736	2 184 674	511 058	70 942	278 148
краткосрочная нефинансовая задолженность	стр. 690 - 610 - 640 -650	3 189 728	3 881 570	5 072 845	3 520 676	3 634 824
<b>Баланс</b>	<b>стр. 300</b>	<b>11 531 980</b>	<b>21 970 556</b>	<b>24 622 577</b>	<b>28 298 856</b>	<b>14 039 169</b>

Источник: данные Компании, расчеты Компании Росэкспертиза

Основную долю в активах компании занимают оборотные активы (97% валюты баланса), что в целом характерно для торговых компаний. Среди наиболее существенных статей оборотных активов находится краткосрочная дебиторская задолженность (9 144 510 тыс. руб., или 67% от оборотных активов) и краткосрочные финансовые вложения (3 364 903 тыс. руб., или 25% от оборотных активов). В структуре обязательств основную долю занимают долгосрочные пассивы (4 831 846 тыс. руб.), представленные на 99% долгосрочными кредитами и займами. Краткосрочные пассивы включают краткосрочные кредиты и займы (278 148 тыс. руб.) и краткосрочную нефинансовую задолженность (3 634 824 тыс. руб.).

*Выводы о вероятности наступления условного обязательства:* По результатам проведенного анализа нами были сделаны выводы о том, что структура баланса ООО «Торговый дом «Мечел» является ликвидной, компания может

быть признана финансово устойчивой, а вероятность банкротства может быть оценена как низкая. Таким образом, мы не прогнозируем вероятность наступления условного обязательства по поручительствам, выданным ООО «Торговый дом «Мечел» и не учитываем обязательство при расчете чистых активов в рамках затратного подхода при оценке Компании.

#### ОАО «Южный Кузбасс»

Компанией были выданы поручительства в пользу ОАО «Южный Кузбасс» на сумму 1 726 568 тыс. руб. По результатам финансового анализа ОАО «Южный Кузбасс» можно отметить следующее. Основную долю в активах компании занимают внеоборотные активы (88% валюты баланса). Среди наиболее существенных статей внеоборотных активов находятся основные средства (10 416 175 тыс. руб., или 33% от валюты баланса) и долгосрочные финансовые вложения (12 161 079 тыс. руб., или 40% от валюты баланса). В структуре обязательств основную долю занимают краткосрочные пассивы (9 909 415 тыс. руб.), представленные на 96% краткосрочной нефинансовой задолженностью. Долгосрочные пассивы включают долгосрочные кредиты и займы (2 661 475 тыс. руб.) и долгосрочную нефинансовую задолженность (4 910 293 тыс. руб.).

ОАО «Южный Кузбасс» испытывает недостаток ликвидности, и с позиции платежеспособности в краткосрочном периоде структура баланса компании была признана неудовлетворительной. Тем не менее, при анализе возможности погашения долгосрочных кредитов следует ориентироваться на показатели финансовой устойчивости, которые позволяют отнести ОАО «Южный Кузбасс» к компаниям с нормальным уровнем финансовой устойчивости. ОАО «Южный Кузбасс» имеет небольшой финансовый рычаг и высокий коэффициент покрытия процентов, что позволяет присвоить компании высокий кредитный рейтинг и, соответственно, минимальный кредитный риск.

Учитывая вышеизложенное, а также то, что ОАО «Южный Кузбасс» и оцениваемая Компания входят в группу компаний «Мечел» мы не прогнозируем вероятность наступления условного обязательства по поручительствам, выданным ОАО «Южный Кузбасс» и не учитываем обязательство при расчете чистых активов в рамках затратного подхода при оценке Компании.

#### РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ МЕТОДОМ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

Проведенные расчеты позволили рассчитать скорректированную стоимость активов Компании и ее задолженности с целью определения скорректированной стоимости чистых активов.

Таблица 37. Расчет скорректированной стоимости чистых активов Компании на 01.07.2007 (тыс. руб.)

№ п/п	Наименование показателя	Балансовая стоимость	Рыночная стоимость
<b>Активы</b>			
1	Нематериальные активы	2 159	464 925
2	Основные средства	18 175 938	47 590 222
3	Незавершенное строительство	3 333 437	3 334 491
4	Доходные вложения в материальные ценности	20 582	20 582
5	Долгосрочные и краткосрочные вложения	79 689	5 420 448
6	Отложенные налоговые активы	65 415	65 415
7	Прочие внеоборотные активы	97 588	97 588
8	Запасы	7 670 895	7 438 429
9	Налог на добавленную стоимость	963 243	963 243
10	Дебиторская задолженность	4 698 142	4 698 142
11	Денежные средства	161 286	161 286
12	Прочие оборотные активы	45 141	0
	<b>Итого расчетных активов (1 - 12)</b>	<b>35 313 515</b>	<b>70 254 771</b>
<b>Пассивы</b>			
1	Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	5 519 495	5 550 511
2	Отложенные налоговые обязательства	597 181	597 181
3	Прочие долгосрочные обязательства	86 845	12 618
4	Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	3 424 321	3 454 764
5	Кредиторская задолженность	10 439 239	10 439 439
	<b>Итого расчетных пассивов (1 - 5)</b>	<b>20 067 081</b>	<b>20 054 513</b>
	<b>Стоимость чистых активов (тыс. руб.)</b>	<b>15 246 434</b>	<b>50 200 258</b>

Источник: данные Компании, анализ и расчеты – компания Росэкспертиза

С учетом описанных ограничительных условий и сделанных допущений, стоимость собственного капитала ОАО «ЧМК», определенная в рамках затратного подхода методом скорректированной стоимости чистых активов, по состоянию на 01.07.2007г. составляет (округленно) **50 200 258 тыс. руб.**

Расчитанная рыночная стоимость собственного акционерного капитала Компании методом скорректированных чистых активов, в рамках затратного подхода представляет собой стоимость с позиции контролирующего акционера, т.к. предполагает возможность управления всеми активами и пассивами Компании.



## СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

В рамках работ по оценке ОАО «Челябинский металлургический комбинат» мы использовали два способа реализации метода рынка капитала:

- метод, основанный на сделках с акциями компаний-аналогов, в том числе:
  - российских компаний-аналогов;
  - украинских компаний-аналогов;
- метод, основанный на сделках с акциями Компании (метод предыдущих сделок).

Мы также провели расчеты стоимости Компании на основе данных о зарубежных компаниях-аналогах, однако в силу структурных различий деятельности компаний и экономического окружения в России и на постсоветском пространстве с одной стороны, и зарубежных компаний, с другой, мы сочли целесообразным не учитывать результаты расчета с использованием зарубежных компаний-аналогов при итоговом согласовании стоимости, полученной с применением сравнительного подхода.

### Метод рынка капитала на основе сделок с акциями российских компаний

#### СПИСОК АНАЛИЗИРУЕМЫХ КОМПАНИЙ

В рамках настоящей оценки в качестве аналогов нами были рассмотрены и проанализированы российские сталелитейные компании, акции которых обращаются на различных зарубежных торговых площадках: ММВБ, ОАО «РТС», НП «РТС».

По мнению Оценщика, не могут быть рассмотрены в качестве аналогов диверсифицированные компании, объединяющие горнодобывающие, обогатительные, металлургические и сбытовые предприятия. Таким образом, в рамках метода рынка капитала мы не принимали в качестве аналогов ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ОАО «Северсталь», ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат», ОАО «Мечел».

В качестве компаний-аналогов нами были отобраны предприятия, специализированные только на производстве чугуна, стали и металлопродукции с не высоким уровнем передела, не обладающие ресурсодобывающими предприятиями:

- ОАО «Западно-сибирский металлургический комбинат (ЗСМК);
- ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат» (НТМК);
- ОАО «Ашинский металлургический комбинат» (АШМЗ);
- ОАО «Оскольский электрометаллургический комбинат» (ОЭМК);
- ОАО «Чусовской металлургический завод» (Чусовской МЗ).

Ниже представлено описание отобранных компаний-аналогов.

**ОАО «Западно-сибирский металлургический комбинат»** построен в 1964г. и является одним из крупнейших российских металлургических комбинатов. Предприятие выпускает и реализует несколько видов продукции, включая коксохимическую продукцию, металлургическую продукцию, прокатную продукцию, проволоку, порошковую ленту и товары народного потребления. Основным видом выпускаемой продукции для комбината является металлопрокат, реализация которого составила в 2006г. 88,8% общей выручки, во втором кв. 2007г. – 92% общей выручки предприятия. Комбинат производит заготовки для переката, круги, арматуру, уголки, балки и швеллеры, шахтные стойки. Акции комбината котируются в системе RTS Board, рыночная информация по торгам представлена в таблице «Рыночные данные о компаниях-аналогах».

**ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат»** основан в 1720-х гг. и на сегодняшний день является одним из крупнейших российских металлургических комбинатов. Основным видом выпускаемой продукции для комбината является металлопрокат. Комбинат производит двутавры, заготовки для переката, колеса, бандажи, кольца, прокат круглый, рельсы, специализированные профили, трубные заготовки, уголки, швеллеры и пр. Акции комбината активно торгуются на биржевом рынке РТС, рыночная информация по торгам представлена в таблице «Рыночные данные о компаниях-аналогах». Учитывая достаточное количество сделок с акциями комбината, мы анализировали данные за июнь 2007г.

**ОАО «Ашинский металлургический завод»** основан в 1898г. и является крупным металлургическим предприятием Уральского Федерального округа. Основным видом выпускаемой продукции для комбината является толстолистовой горячекатаный прокат, реализация которого составила во втором кв. 2007г. 82% общей выручки предприятия и тонкий углеродистый и нержавеющей прокат (9,1% от общей выручки предприятия). Акции комбината активно торгуются на биржевом рынке РТС, рыночная информация по торгам представлена в таблице «Рыночные данные о компаниях-аналогах». Учитывая достаточное количество сделок с акциями комбината, мы анализировали данные за июнь 2007г.

**ОАО «Оскольский электрометаллургический комбинат»** основан в 1982г. и является крупным металлургическим предприятием Центрального Федерального округа. Предприятие выпускает и реализует несколько видов

продукции, включая окисленные и металлизированные окатыши, литые заготовки для дальнейшего переката, крупносортовой, средне- и мелкосортовой прокат. Основным видом выпускаемой продукции для комбината является металлопрокат, реализация которого составила во втором кв. 2007г. 98,8% общей выручки предприятия. Акции комбината котируются в системе RTS Board, рыночная информация по торгам представлена в таблице «Рыночные данные о компаниях-аналогах».

**ОАО «Чусовской металлургический завод»** основан в 1872 г. и является крупным металлургическим предприятием Уральского Федерального округа. Предприятие выпускает и реализует несколько видов продукции, включая чугуны, агломерат, феррованадий, автомобильные рессоры и металлопрокат. Основным видом выпускаемой продукции для комбината является металлопрокат и рессорная продукция, реализация которых составила во втором кв. 2007г. 72,5% общей выручки предприятия. Акции комбината торгуются на классическом рынке РТС, рыночная информация по торгам представлена в таблице «Рыночные данные о компаниях-аналогах».

Таблица 94. Рыночные данные о компаниях-аналогах

Наименование компании	ЗСМК	НТМК	АШМЗ	ОЭМК	Чусовской МЗ
Период	І пол. 2007г.	июнь 2007г.	июнь 2007г.	І пол. 2007г.	І пол. 2007г.
Количество сделок за период	17	40	50	4	13
Объем торгов за период, руб.	12 005 811	981 365	18 452 302	1 081 195	5 793 557
Цена минимальная, руб.	3 055	53,50	14,00	5 306,04	1 656,50
Цена максимальная, руб.	3 315	58,80	15,51	5 926,82	2 072,25
Цена последняя, руб.	3 315	54,00	15,50	5 453,53	1 997,04
Цена средневзвешенная, руб.	3 154	54,68	14,34	5 709,12	1 867,49
Количество акций	13 387 549	1 310 002 966	498 454 822	4 265 895	2 331 157
<b>Капитализация (по средневзвешенной цене), тыс. руб.</b>	<b>42 225 936</b>	<b>71 630 962</b>	<b>7 147 842</b>	<b>24 354 506</b>	<b>4 353 412</b>

Источник: РТС, расчеты Компании Росэкспертиза

#### РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИЙ - АНАЛОГОВ

Инвестированный капитал (Enterprise Value - EV) рассчитывался как сумма рыночной стоимости собственного капитала компании и чистого долга (долгосрочные и краткосрочные процентные обязательства за вычетом денежных средств и их эквивалентов). При этом, для сопоставимости расчета с другими подходами оценки рыночной стоимости собственного капитала компании (100% пакета акций), необходимо сделать поправку на премию за контроль.

Премия за размер приобретаемого пакета акций представляет собой дополнительную стоимость, присущую контрольной доле собственности в противоположность миноритарной доле, отражающую дополнительные полномочия по управлению компанией. В зарубежной практике средние показатели надбавки за размер пакета публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний и поглощений «Mergerstat Review». Вне рамок данной работы, специалистами ООО «Росэкспертиза» был проведен собственный анализ российского фондового рынка с целью определения средних значений премий и скидок. В результате исследований было установлено, что максимальная премия за уровень контроля, соответствующая абсолютному контролю (более 75%+1 акция) относительно цены единичной акции составляет 35%.

Таким образом, формула расчета инвестированного капитала компании выглядит следующим образом:

$$EV = \text{Капитализация} \times (1 + 35\%) + \text{Чистый долг}$$

Таблица 38. Капитализация и стоимость 100% СК компаний-аналогов (российские компании-аналоги)

Компания	Тикер	Биржа / Система	Дата последних сделок	Цена 1 акции, руб.	Количество акций, шт.	Капитализация, руб.	Премия за контроль	Стоимость 100% собственного капитала, тыс. руб.
ОАО «ЗСМК»	ZSMK	RTS Board	26.06.2007	3 154,12	13 387 549	42 225 936 052	35%	57 005 014
ОАО «НТМК»	NTMKG	РТС бирж.	29.06.2007	54,68	1 310 002 966	71 630 962 181	35%	96 701 799
ОАО «Ашинский метзавод»	AMEZG	РТС бирж.	29.06.2007	14,34	498 454 822	7 147 842 147	35%	9 649 587
ОАО «ОЭМК»	Oamk	RTS Board	22.06.2007	5 709,12	4 265 895	24 354 506 462	35%	32 878 584
ОАО «Чусовской металлургический завод»	Chmz	РТС класс.	26.07.2007	1 867,49	2 331 157	4 353 412 386	35%	5 877 107

Источник: РТС, расчеты компании Росэкспертиза

Чистый долг рассчитывается по формуле:

*Чистый долг* = Долгосрочные финансовые обязательства (стр. 510 баланса) + Краткосрочные финансовые обязательства (стр. 610 баланса) – Денежные средства (стр. 260 баланса).

Таблица 39. Чистый долг компаний-аналогов, тыс. руб. (российские компании-аналоги)

Компания	Долгосрочные кредиты и займы	Краткосрочные кредиты и займы	Денежные средства	Чистый долг
ОАО «ЗСМК»	1 882 294	2 653 616	24 938	4 510 972
ОАО «НТМК»	4 653 233	2 715 199	73 266	7 295 166
ОАО «Ашинский метзавод»	101 412	82 855	257 030	0
ОАО «ОЭМК»	24 253 605	339 496	439 425	24 153 676
ОАО «Чусовской металлургический завод»	1 799 311	2 002 585	113 511	3 688 385
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>5 519 495</b>	<b>3 424 321</b>	<b>161 286</b>	<b>8 782 530</b>

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Таблица 40. Инвестированный капитал компаний-аналогов, тыс. руб. (российские компании-аналоги)

Компания	Стоимость 100% СК	Чистый долг	Инвестированный капитал
ОАО «ЗСМК»	57 005 014	4 510 972	61 515 986
ОАО «НТМК»	96 701 799	7 295 166	103 996 965
ОАО «Ашинский метзавод»	9 649 587	0	9 649 587
ОАО «ОЭМК»	32 878 584	24 153 676	57 032 260
ОАО «Чусовской металлургический завод»	5 877 107	3 688 385	9 565 492

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

### ИМУЩЕСТВЕННОЕ ПОЛОЖЕНИЕ И ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ-АНАЛОГОВ

Ниже представлены данные об имущественном положении компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» по состоянию на дату проведения оценки.

Таблица 41. Показатели баланса компаний-аналогов и ОАО «ЧМК», тыс. руб. (российские компании-аналоги)

Компания	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Капитал и резервы	Долгосрочные обязательства	Краткосрочные обязательства
ОАО «ЗСМК»	19 561 879	25 646 149	30 685 897	2 435 829	12 086 302
ОАО «НТМК»	32 167 788	46 616 474	50 161 932	5 966 985	22 655 345
ОАО «Ашинский метзавод»	6 305 261	4 581 467	9 885 349	102 283	899 096
ОАО «ОЭМК»	39 052 749	8 066 125	20 410 401	24 358 649	2 349 824
ОАО «Чусовской металлургический завод»	3 441 694	5 117 816	3 763 301	2 060 385	2 735 824
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>21 774 808</b>	<b>13 538 707</b>	<b>15 232 592</b>	<b>6 203 521</b>	<b>13 877 402</b>

Источник: данные Компаний

Учитывая дату проведения оценки (1 июля 2007г.), а также изменение цен на продукцию металлургических компаний в 1 полугодии 2007г., нами была использована смещенная оценка производственных и финансовых показателей деятельности компаний-аналогов и ОАО «ЧМК»: рассчитан годовой показатель за 2 полугодие 2006г. – 1 полугодие 2007г.

Прибыль до уплаты процентов и налогов (Earnings Before Interest and Taxes – EBIT) рассчитана как сумма прибыли до налогообложения и процентов к уплате. Прибыль до амортизации, процентов и налогов (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA) рассчитана как сумма показателя EBIT и начисленной за период амортизации. Данные об амортизационных отчислениях публикуются компаниями-аналогами только в форме 5 «Приложение к бухгалтерскому балансу» вместе с годовым отчетом и не раскрываются в промежуточных отчетах. Учитывая вышеизложенное, а также то, что амортизационные отчисления меняются незначительно от периода к периоду, показатель EBITDA рассчитан Оценщиком для компаний-аналогов и для ОАО «ЧМК» как сумма EBIT по смещенной оценке за 2 полугодие 2006г. – 1 полугодие 2007г. и амортизационных отчислений за 2006 год.

Таблица 42. Показатели деятельности компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» (российские компании-аналоги)

Компания	Выручка, тыс. руб.	ЕБИТ, тыс. руб.	ЕБИТДА, тыс. руб.	Чистая прибыль, тыс. руб.	Выплавка стали, тыс. т	Производство металлопродукции, тыс. т
ОАО «ЗСМК»	83 545 704	24 044 461	24 926 775	17 840 312	7 153	6 332
ОАО «НТМК»	87 763 332	27 490 183	28 897 796	20 319 354	5 871	5 254
ОАО «Ашинский метзавод»	8 799 064	2 493 276	2 612 563	1 874 533	н/д	468
ОАО «ОЭМК»	39 384 678	9 559 099	10 741 677	6 171 462	2 748	2 386
ОАО «Чусовской металлургический завод»	10 370 490	1 139 871	1 159 014	573 079	490	463
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>58 305 127</b>	<b>9 177 485</b>	<b>10 048 870</b>	<b>5 995 372</b>	<b>4 850</b>	<b>4 012</b>

Источник: данные Компаний, расчеты компании Росэкспертиза

### ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ

Финансовое состояние является важнейшей характеристикой финансовой деятельности компании. Оно определяет конкурентоспособность, потенциал в деловом сотрудничестве и инвестиционную привлекательность компаний. В

рамках сравнительного подхода оценка финансового состояния компаний-аналогов проводится с целью сопоставления основных финансовых показателей компаний-аналогов и ОАО «ЧМК».

*Структура капитала.* При анализе структуры капитала обычно речь идет о соотношении заемного или собственного капитала. Для этого нами были рассчитаны коэффициенты автономии и финансовый рычаг для каждой компании-аналога в рыночной оценке.

*Коэффициент автономии* является одной из важнейших характеристик независимости компании от заемных средств финансирования. Он определяется как доля собственных средств в валюте баланса. В отечественной практике принято считать, что данное значение коэффициента должно быть не менее 0,5, при этом все обязательства компании могут быть покрыты его собственными средствами.

*Финансовый рычаг* дополняет коэффициент автономии. Он равен отношению величины финансовых обязательств (краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов) к величине его собственного капитала. В отечественной практике сформированные ориентиры значений данного показателя отсутствуют, однако неудовлетворительной структура капитала может признана в том случае, когда финансовый рычаг превышает 1.

*Коэффициент финансовой устойчивости* показывает, какая часть активов финансируется за счет устойчивых источников.

*Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования* показывает, какая часть оборотных активов финансируется за счет собственных источников.

Таблица 43. Структура капитала компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» (российские компании-аналоги)

Компания	Коэффициент автономии	D/E	Коэффициент финансовой устойчивости	Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования
ОАО «ЗСМК»	1,26	0,15	0,73	0,43
ОАО «НТМК»	1,23	0,15	0,71	0,39
ОАО «Ашинский метзавод»	0,89	0,02	0,92	0,78
ОАО «ОЭМК»	0,70	1,20	0,95	-2,31
ОАО «Чусовской металлургический завод»	0,69	1,01	0,68	0,06
<b>Среднее значение</b>	<b>0,95</b>	<b>0,51</b>	<b>0,80</b>	<b>-0,13</b>
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>0,35</b>	<b>0,93</b>	<b>0,64</b>	<b>-0,75</b>

Источник: данные компаний, данные РТС, расчеты компании Росэкспертиза

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что компании-аналоги и оцениваемая Компания имеют удовлетворительную структуру капитала. Однако если обобщить данные по отобранным нами компаниям-аналогам, можно заметить, что у объектов сравнения различается структура капитала, а величина коэффициента автономии у ОАО «ЧМК» не соответствует нормативному значению.

*Рентабельность деятельности.* Мы рассчитали три основных показателя, характеризующих рентабельность деятельности компаний-аналогов и ОАО «ЧМК».

*Маржа чистой прибыли (Mп)* показывает долю чистой прибыли в объеме продаж.

Показатель *рентабельности продаж (Rпр)* характеризует важнейший аспект деятельности компании - реализацию основной продукции, а также позволяет оценить долю себестоимости в продажах.

*ROE (рентабельность собственного капитала)* предприятия характеризует объем прибыли отчетного периода, приходящийся на 1 рубль собственного капитала в рыночной / балансовой оценке.

Таблица 44. Показатели рентабельности компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» (российские компании-аналоги)

Компания	Mп	Rпр	ROE <sub>рыночн</sub>	ROE <sub>баланс</sub>
ОАО «ЗСМК»	21%	29%	31%	58%
ОАО «НТМК»	23%	33%	21%	41%
ОАО «Ашинский метзавод»	21%	23%	19%	19%
ОАО «ОЭМК»	16%	25%	19%	30%
ОАО «Чусовской металлургический завод»	6%	14%	10%	15%
<b>Среднее значение</b>	<b>17%</b>	<b>25%</b>	<b>20%</b>	<b>33%</b>
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>27%</b>	<b>34%</b>

Источник: данные компаний, данные РТС, расчеты компании Росэкспертиза

Показатели рентабельности ОАО «ЧМК» находятся в границах диапазона значений коэффициентов компаний-аналогов. Тем не менее, следует отметить, что показатели рентабельности продаж и маржи чистой прибыли ОАО «ЧМК» ниже среднего значения по аналогам.

## РАСЧЕТ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

Определение рыночной стоимости собственного капитала Компании сравнительным подходом основано на использовании мультипликаторов, которые показывают соотношение между рыночной стоимостью Компании или акции и экономической базой (финансовой или производственной). Финансовая база оценочного мультипликатора отражает финансовые результаты деятельности Компании, к которым относятся чистая прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручка от реализации и пр. Производственная база отражает результаты производственной деятельности Компании.

Нами был проведен выбор участвующих в расчетах мультипликаторов показателей, которые бы справедливо показывали соотношение стоимости компании и ее привлекательности для потенциального собственника.

В соответствии с практикой оценки, в качестве ценовых мультипликаторов обычно используются:

- моментные финансовые мультипликаторы:
  - «Инвестированный капитал/Стоимость внеоборотных активов»;
  - «Инвестированный капитал/Стоимость активов»;
  - «Собственный капитал/Балансовая стоимость собственного капитала»;
- интервальные финансовые мультипликаторы:
  - «Инвестированный капитал/Выручка»;
  - «Инвестированный капитал/ЕБИТДА»;
  - «Собственный капитал/Чистая прибыль»;
- интервальные производственные мультипликаторы: «Инвестированный капитал / Объем производства».

### *Моментные финансовые мультипликаторы*

Мультипликаторы «Инвестированный капитал / Стоимость активов», «Инвестированный капитал/Стоимость внеоборотных активов» и «Собственный капитал/Балансовая стоимость собственного капитала» являются моментными, то есть относятся к определенной дате.

Для обеспечения качественных результатов оценки базы сравнения компаний-аналогов и оцениваемого предприятия должны быть сопоставимы. ОАО «ЧМК» и все компании-аналоги, за исключением ОАО «Чусовской металлургический завод» не проводили переоценку основных средств, за пять лет, предшествующих дате оценки. ОАО «Чусовской металлургический завод» проводило переоценку всех основных средств в 2005 году, и переоценку ряда инвентарных объектов в 2006г.

Также мы считаем нужным отметить, что в целом, как показывает практика, балансовые оценки активов в российской системе бухгалтерского учета могут существенно различаться в компаниях, и их использование в качестве базы мультипликаторов может внести существенную ошибку в расчеты.

Таким образом, Оценщиком было принято решение не использовать моментные мультипликаторы, базой исчисления которых является стоимость внеоборотных активов, стоимость активов и балансовая стоимость собственного капитала.

### *Интервальные финансовые мультипликаторы*

Мультипликаторы «Инвестированный капитал/Выручка», «Инвестированный капитал/ЕБИТДА», «Собственный капитал/Чистая прибыль» выбраны из разряда «интервальных» показателей, рассчитывающихся по результатам деятельности предприятия за определенный период времени. Все указанные показатели основаны на финансовом результате деятельности предприятия, но каждый из них несколько по-иному оценивает эффективность финансовой деятельности. Так, мультипликатор по выручке учитывает только объем поступлений от продаж. Мультипликатор по ЕБИТДА показывает доходность операционной деятельности, мультипликатор по чистой прибыли показывает доходность деятельности предприятия.

Показатели, основанные на чистой прибыли, широко используются в международной практике. Чистая прибыль используется в публикуемых по каждой котирующейся на мировых биржах компании прибыли на акцию (Earning per share – EPS) и мультипликаторе «P/E». По мнению Оценщика, чистую прибыль можно считать надежным показателем у открытых компаний, публикующих отчетность по международным стандартам (МСФО – IAS, IFRS, а также US GAAP). Как показывает российская практика, чистая прибыль по РСБУ может не отражать истинного финансового положения компании.

На основании вышеизложенного Оценщиком было принято решение не использовать мультипликатор «Собственный капитал/Чистая прибыль» при расчетах стоимости Компании.

### Интервальные производственные мультипликаторы

В качестве базы расчета интервальных производственных мультипликаторов используется натуральный объем выпуска продукции. Данный показатель отражает зависимость стоимости от объемов деятельности в натуральном выражении, что, по нашему мнению, является важной характеристикой для производственного предприятия.

Компании-аналоги и ОАО «ЧМК» являются металлургическими предприятиями с однородной продукцией – металлопрокат и металлопродукция для последующих переделов, выпуск которых формирует большую часть общей выручки компаний. Таким образом, использование производственных мультипликаторов в данном случае будет адекватно отражать рыночную стоимость инвестированного капитала оцениваемой Компании. В качестве базы производственного мультипликатора нами использован натуральный показатель производства металлопродукции.

Таким образом, для определения рыночной стоимости собственного капитала Компании методом рынка капитала были использованы следующие мультипликаторы:

- «Инвестированный капитал / Объем производства металлопродукции»;
- «Инвестированный капитал / Выручка»;
- «Инвестированный капитал / EBITDA».

Таблица 45. Расчет мультипликаторов (российские компании-аналоги)

Компания	EV / S	EV / EBITDA	EV / Объем пр-ва м/пр.
ОАО «ЗСМК»	0,736	2,468	9 715
ОАО «НТМК»	1,185	3,599	19 794
ОАО «Ашинский метзавод»	1,097	3,694	20 641
ОАО «ОЭМК»	1,448	5,309	23 903
ОАО «Чусовской металлургический завод»	0,922	8,253	20 660

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Компании-аналоги и оцениваемая Компания отличаются друг от друга по базовым показателям, использованным для расчета значений мультипликаторов: выручке, EBITDA и объему производства.

Далее рассчитывается средневзвешенное значение мультипликаторов для оценки собственного капитала Компании, при этом при определении веса конкретного аналога используется следующий принцип: чем ближе значение сравниваемого показателя (выручка, EBITDA или объем производства), тем выше вес аналога при формировании итогового значения мультипликатора. Математически вес соответствующего мультипликатора по каждому аналогу для расчета взвешенного значения определялся по следующей формуле:

$$V_{ij} = \frac{1}{\sum_{n=1}^m \frac{1}{|k_{0j} - k_{nj}|}}, \text{ где:}$$

$V_{ij}$  – вес мультипликатора по j-му показателю для i-го объекта-аналога;

$k_{0j}$  – значение j-го показателя для Объекта оценки;

$k_{ij}$  – значение j-го показателя для i-го объекта-аналога;

$m$  – количество объектов-аналогов.

Ниже представлены расчетные таблицы оценки рыночной стоимости инвестированного капитала с использованием выбранных мультипликаторов.

Таблица 46. Оценка стоимости инвестированного капитала с использованием мультипликатора EV / Объем производства (российские компании-аналоги)

EV / Объем производства	Мультипликатор	База расчета, тыс. т	Абсолютные отклонения, тыс. т	Обратные отклонения	Вес аналога
ОАО «ЗСМК»	9 715	6 332	2 320	2,730	31,4%
ОАО «НТМК»	19 794	5 254	1 242	4,232	48,7%
ОАО «Ашинский метзавод»	20 641	468	3 545	0,132	1,5%
ОАО «ОЭМК»	23 903	2 386	1 626	1,467	16,9%
ОАО «Чусовской металлургический завод»	20 660	463	3 549	0,130	1,5%
Сумма отклонений				8,691	100%
<b>Средневзвешенное значение мультипликатора</b>	<b>17 348</b>				
<b>База расчета для ЧМК, тыс. тонн</b>	<b>4 012</b>				
<b>EV с использованием мультипликатора, тыс. руб.</b>	<b>69 605 458</b>				

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Таблица 47. Оценка стоимости инвестированного капитала с использованием мультипликатора EV / S (российские компании-аналоги)

EV / S	Мультипликатор	База расчета, тыс. руб.	Абсолютные отклонения, тыс. руб.	Обратные отклонения	Вес аналога
ОАО «ЗСМК»	0,736	83 545 704	25 240 577	3,310	37,8%
ОАО «НТМК»	1,185	87 763 332	29 458 205	2,979	34,0%
ОАО «Ашинский метзавод»	1,097	8 799 064	49 506 063	0,178	2,0%
ОАО «ОЭМК»	1,448	39 384 678	18 920 449	2,082	23,7%
ОАО «Чусовской металлургический завод»	0,922	10 370 490	47 934 637	0,216	2,5%
Сумма отклонений				8,765	100%
<b>Средневзвешенное значение мультипликатора</b>	<b>1,070</b>				
<b>База расчета для ЧМК, тыс. руб.</b>	<b>58 305 127</b>				
<b>EV с использованием мультипликатора, тыс. руб.</b>	<b>62 386 486</b>				

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Таблица 48. Оценка стоимости инвестированного капитала с использованием мультипликатора EV / EBITDA (российские компании-аналоги)

EV / EBITDA	Мультипликатор	База расчета, тыс. руб.	Абсолютные отклонения, тыс. руб.	Обратные отклонения	Вес аналога
ОАО «ЗСМК»	2,468	24 926 775	14 877 905	1,675	8,7%
ОАО «НТМК»	3,599	28 897 796	18 848 926	1,533	8,0%
ОАО «Ашинский метзавод»	3,694	2 612 563	7 436 307	0,351	1,8%
ОАО «ОЭМК»	5,309	10 741 677	692 807	15,505	80,8%
ОАО «Чусовской металлургический завод»	8,253	1 159 014	8 889 856	0,130	0,7%
Сумма отклонений				19,195	100%
<b>Средневзвешенное значение мультипликатора</b>	<b>4,915</b>				
<b>База расчета для ЧМК, тыс. руб.</b>	<b>10 048 870</b>				
<b>EV с использованием мультипликатора, тыс. руб.</b>	<b>49 390 196</b>				

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Значения стоимости инвестированного капитала Компании, полученные применением различных мультипликаторов, отличаются. В целях определения обобщенной оценки инвестированного капитала Компании в рамках сравнительного подхода, проводится процедура согласования оценок по различным мультипликаторам, для чего полученным оценкам присваиваются весовые коэффициенты.

По нашему мнению, наиболее достоверно отражает стоимость инвестированного капитала Компании производственный мультипликатор, основанный на объемах выпуска металлопродукции. Объем производства показывает потенциал металлургической компании генерировать доходы и, в отличие от финансовых показателей, не искажен применяемыми в рамках холдинговых структур схемами трансфертного ценообразования. Также, поскольку компании-аналоги и ОАО «ЧМК» являются металлургическими предприятиями с однородной продукцией – металлопрокат и металлопродукция для последующих переделов, использование производственных мультипликаторов в данном случае будет адекватно отражать рыночную стоимость инвестированного капитала оцениваемой Компании. Учитывая вышеизложенное, производственному мультипликатору «EV / Объем производства металлопродукции» был присвоен максимальный вес – 60%.

Для расчета финансовых мультипликаторов можно использовать выручку и любую из марж, но самыми распространенными являются мультипликаторы на основе выручки и EBITDA.

По мнению Оценщика, мультипликатор, основанный на выручке, достоверно отражает стоимость инвестированного капитала. Мультипликатор EV/Sales является показательным для инвесторов ввиду того, что этот мультипликатор отражает связь выручки от реализации и рыночной стоимости Компании. Выручка компании служит источником доходов для акционеров и кредиторов, а также источником уплаты налогов. Данный показатель не искажается различными применениями бухгалтерской отчетности, с этой точки зрения выручка — это практически единственный показатель, по которому можно сравнивать различные компании, в том числе и те, что пользуются разными бухгалтерскими стандартами.

Мультипликатор EV/EBITDA дает оценку Компании по всему денежному потоку, до того, как компания выплатит проценты и налоги, и начнет осуществлять капитальные вложения. EBITDA является важным и показывает, какие ресурсы остаются в распоряжении компании для погашения процентов по кредитам. В первую очередь мультипликатор EV/EBITDA используется при оценке капиталоемких отраслей (где амортизация составляет существенную статью), таких как металлургическая, т.к. EBITDA показывает прибыль до вычета амортизации. EBITDA также позволяет сравнивать компании с разным уровнем задолженности, поскольку он устраняет различия в доходности, вызванные процентным бременем.

Учитывая вышеизложенное, при итоговом согласовании результатов расчета сравнительным подходом мультипликаторам на основе выручки и на основе EBITDA были присвоены равные веса – по 20%.

Для перехода к стоимости собственного капитала Компании величина инвестированного капитала была скорректирована с учетом чистого долга ОАО «ЧМК».

Таблица 49. Результаты расчета сравнительным подходом (российские компании-аналоги)

Показатель	EV / Объем пр-ва	EV / S	EV / EBITDA
Значение мультипликатора	17 348	1,070	4,915
База мультипликатора	4 012	58 305 127	10 048 870
<b>Рыночная стоимость ИК, тыс. руб.</b>	<b>69 605 458</b>	<b>62 386 486</b>	<b>49 390 196</b>
Присвоенный вес	60%	20%	20%
<b>Стоимость инвестированного капитала ОАО «ЧМК», тыс. руб.</b>	<b>64 118 611</b>		
Чистый долг, тыс. руб.	8 782 530		
<b>Стоимость собственного капитала ОАО «ЧМК», тыс. руб.</b>	<b>55 336 081</b>		

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Таким образом, по результатам проведенных расчетов методом рынка капитала с использованием российских компаний-аналогов, стоимость собственного капитала ОАО «ЧМК» составила 55 336 081 тыс. руб.

#### МЕТОД РЫНКА КАПИТАЛА НА ОСНОВЕ СДЕЛОК С АКЦИЯМИ УКРАИНСКИХ КОМПАНИЙ

При оценке Компании сравнительным подходом мы также использовали метод рынка капитала на основе сделок с акциями украинских компаний-аналогов.

В качестве аналогов были использованы украинские сталелитейные компании, обращающиеся на национальных и зарубежных рынках. В качестве аналогов были отобраны следующие компании:

- ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича» (ММКИ);
- ОАО «Азовсталь»;
- ОАО «Днепропетровский металлургический комбинат им. Дзержинского» (ДМКД);
- ОАО «Днепропетровский металлургический комбинат им. Петровского» (ДМКП);
- ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог» (Митал Стил Кривой Рог);
- ОАО «Енакиевский металлургический завод» (ЕНМЗ);
- ОАО «Алчевский металлургический комбинат» (АЛМК).

Необходимо отметить, что торги акциями двух компаний-аналогов (Днепропетровский металлургический завод им. Петровского и Днепропетровский металлургический комбинат им. Дзержинского) не осуществлялись в январе 2007г. Кроме того, в январе 2007г. Енакиевский металлургический комбинат демонстрировал сильные колебания котировок акций (цена акции за данный период выросла более чем в два раза). Учитывая данные обстоятельства, Оценщиком было принято решение использовать единый для всех компаний-аналогов период для определения рыночной капитализации - с февраля по июнь 2007 года.

Украинские компании не публикуют финансовые отчеты за промежуточные периоды (полугодие, квартал). Информация об имущественном положении и финансовых результатах деятельности украинских компаний-аналогов представлена только за 2006 год. В связи с этим оценка показателей, используемых при формировании мультипликаторов, проведена на основании годовых данных. Учитывая вышеизложенное, в качестве базы мультипликаторов для определения рыночной стоимости инвестированного капитала ОАО «ЧМК» также были использованы данные за 2006 год. Ниже представлено описание отобранных компаний-аналогов<sup>39</sup>.

**ОАО «Мариупольский Металлургический Комбинат имени Ильича»** был построен в 1897 году и является крупнейшим сталелитейным предприятием Украины. Номенклатура продукции ОАО «ММК им. Ильича» представлена чугуном, литой и катаной заготовкой, горячекатаным и холоднокатаным прокатом, толстолистовым прокатом для судостроения, трубами горячекатаными бесшовными, трубами сварными. Основным видом продукции комбината является горячекатаный лист. В 2006 г. было выпущено 4 165 430 тн горячекатаного листа марки ЛПЦ-1700 и ЛПЦ-3000 или 69% готовой продукции. Всего в 2006 году комбинат произвел 5 587,8 тыс. тн металлопродукции, не учитывая производство чугуна и агломерата. Акции компании котируются в системе ПФТС (Первая фондовая торговая система Украины), рыночная информация по торгам представлена на основании данных системы раскрытия информации KINTO (адрес в Интернет [www.kinto.ua](http://www.kinto.ua)).

**ОАО «Азовсталь»** основано 12 августа 1933 года. ОАО «МК «Азовсталь» - одно из самых крупных и стабильно работающих металлургических предприятий Украины, с 2006 года предприятие вошло в группу Метинвест, которая осуществляет стратегическое управление горно-металлургическим бизнесом компании «Систем Капитал Менеджмент». Управляющей компанией Группы Метинвест является ООО «Метинвест Холдинг». Основные виды

<sup>39</sup> Все показатели в гривнах и в прочих валютах были переведены в рубли на соответствующую дату.



продукции завода: заготовка для дальнейшего передела, прокат листовой, прокат сортовой и фасонный. По итогам 2006 года наибольший удельный вес в производстве продукции имел выпуск слябов (2667 тыс. тн или 49% общего объема), листовой прокат (1 391,8 тыс. тн или 26% общего объема), квадратная заготовка (5% от общего объема), иная металлопродукция (20% от общего объема). Общий объем выпуска за 2006 год составил 5 413,3 тыс. тн готовой металлопродукции. Акции комбината торгуются на украинской фондовой бирже (ПФТС).

**ОАО «Днепропетровский металлургический комбинат им. Ф.Э. Дзержинского»** основано весной 1877 года. ОАО «Днепропетровский металлургический комбинат имени Ф.Э.Дзержинского» - крупнейшее предприятие промышленного комплекса Украины с полным металлургическим циклом по выпуску 5 600 тыс. тонн агломерата, 4 350 тыс. тонн чугуна, 3 850 тыс. тонн стали, 3 829 тыс. тонн готового проката. По итогам 2006 года было выпущено 3 298 тыс. тн готовой металлопродукции, не учитывая чугун. Основными видами продукции являются квадратная заготовка, трубная заготовка, сортовой прокат, швеллер, шпунт Ларсена. ОАО «ДМКД» - единственный в Украине поставщик катаной осевой заготовки для железнодорожного транспорта, шпунтовых свай типа Ларсен, рельсов контактных для метрополитена, стальных мелющих шаров, трубной заготовки. Акции компании обращаются на фондовом рынке Украины.

**ОАО «Днепропетровский металлургический завод им. Петровского»** основано 22 мая 1887 года. Завод производит следующую продукцию: чугун передельный и литейный; сортовой и фасонный прокат; рельсы крановые, рудничные и трамвайные; прокат листовой горячекатаный; спецпрофили для автомобильной промышленности; спецпрофили для сельхозмашиностроения; спецпрофили для угольной промышленности и другие виды товарной продукции. По итогам 2006 года было выпущено 1 169 тыс. тн готовой металлопродукции, не включая чугун. Акции ОАО «Днепропетровский металлургический завод им. Петровского» обращаются на фондовом рынке Украины.

**ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог»** основан в октябре 1934 года. Указ о создании предприятия был подписан Г.К. Орджоникидзе летом 1934 года. Основными видами выпускаемой продукции являются: прокат, катанка, товарная заготовка. По итогам 2006 года было выпущено 3 858,3 тыс. тн сортового проката и 1975,1 тыс. тн катанки. Всего за 2006 год было выпущено 6 808 тыс. тн готовой стальной металлопродукции. После покупки Криворожстали международной сталелитейной группой Митал Стил на комбинате проводятся масштабные инвестиции в основные средства предприятия и производственный процесс. Акции компании активно торгуются на фондовом рынке Украины.

**ОАО «Енакиевский металлургический завод».** Петровский (впоследствии Енакиевский) металлургический завод был основан «Русско-бельгийским металлургическим обществом» 2 июня 1895 года по инициативе русского инженера-путейца Федора Егоровича Енакиева. Предприятие активно осуществляет инвестиционную деятельность по внедрению современных методов производства металлопродукции: инвестпроект по строительству машины непрерывного литья заготовки, внедрение выплавки стали конвертерным способом. По итогам 2006 года на ОАО «Енакиевский металлургический завод» было произведено 440 тыс. тн металлопроката. Акции предприятия торгуются на украинской фондовой бирже.

**ОАО «Алчевский металлургический комбинат»** был основан 26 мая 1896 года. Предприятие выпускает прокат толстолистовой, слябы литые, заготовку трубную (круг), заготовку квадратную (квадрат), полосу стальную, двутавры стальные, швеллеры стальные, уголок, профиль СВП для крепи горных выработок, прокат круглый. За 2006 год было выпущено 3 244 тыс. стальной металлопродукции. Акции предприятия обращаются на фондовом рынке Украины.

Таблица 50. Рыночные данные о компаниях-аналогах с февраля по июнь 2007 года

Наименование компании	ММКИ	Азовсталь	ДМКД	ДМКП	Митал Стил Кривой Рог	ЕНМЗ	АЛМК
Количество сделок за период	85	94	24	20	36	93	68
Объем торгов за период, руб.	176 453 822,11	469 044 086	24 637 532,97	19 064 259,93	337 261 764,84	424 784 362,58	58 910 898, 96
Цена минимальная, руб.	15,69	11,51	4,77	1,67	32,96	310,85	1,53
Цена максимальная, руб.	27,52	19,28	7,55	3,10	47,21	941,73	1,99
Цена последняя, руб.	27,45	18,84	7,55	3,10	46,60	868,59	1,83
Цена средневзвешенная, руб.	19,45	15,41	6,51	2,18	37,11	527,29	1,78
Количество акций	3 351 712 480	5 621 805 013	2 376 544 000	849 350 440	3 859 533 000	10 370 792	10 775 254 803
Капитализация (по средневзвешенной цене), тыс. руб.	65 190 807,74	86 642 759,49	15 471 301,4	1 851 584	143 227 269,6	5 468 414 914	19 179 953, 5

Источник: ПФТС, расчеты компании Росэкспертиза

#### РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИЙ - АНАЛОГОВ

Стоимость инвестированного капитала рассчитывается по формуле:

$$EV = \text{Капитализация} \times (1 + 35\%) + \text{Чистый долг}.$$

Таблица 51. Капитализация и стоимость 100% СК компаний-аналогов (украинские компании-аналоги)

Компания	Тикер	Дата последних сделок	Цена 1 акции, руб.	Количество акций, шт.	Капитализация, руб.	Премия за контроль	Стоимость 100% собственного капитала, тыс. руб.
ОАО «ММКИ»	ММКИ	26.06.07	19,45	3 351 712 480	65 190 807 736	35%	88 007 590
ОАО «Азовсталь»	AZST	27.06.07	15,41	5 621 805 013	86 642 759 484	35%	116 967 725
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	ALMK	27.06.07	1,78	10 775 254 803	19 179 953 549	35%	25 892 937
ОАО «ДМКД»	DMKD	15.06.07	6,51	2 376 544 000	15 471 301 440	35%	20 886 257
ОАО «ДМКП»	DMZP	27.06.07	2,18	849 350 440	1 851 583 959	35%	2 499 638
ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог»	KSTL	26.06.07	37,11	3 859 533 000	143 227 269 630	35%	193 356 814
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	ENMZ	27.06.07	527,29	10 370 792	5 468 414 914	35%	7 382 360

Источник: ПФТС, расчеты компании Росэкспертиза

Таблица 52. Инвестированный капитал компаний-аналогов, тыс. руб. (украинские компании-аналоги)

Компания	Стоимость 100% СК	Чистый долг <sup>40</sup>	Инвестированный капитал
ОАО «ММКИ»	88 007 590	0	88 007 590
ОАО «Азовсталь»	116 967 725	4 863 875	121 831 600
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	25 892 937	9 663 263	35 556 200
ОАО «ДМКД»	20 886 257	2 727 236	23 613 493
ОАО «ДМКП»	2 499 638	2 442 502	4 942 140
ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог»	193 356 814	0	193 356 814
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	7 382 360	0	7 382 360

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

#### ИМУЩЕСТВЕННОЕ ПОЛОЖЕНИЕ И ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ-АНАЛОГОВ

Как было отмечено выше, украинские компании не публикуют квартальные и полугодовые финансовые отчеты. Таким образом, в качестве базы для расчета мультипликаторов как для компаний-аналогов, так и для ОАО «ЧМК» были использованы показатели на 31.12.2006г. Ниже представлены данные об имущественном положении компаний-аналогов по состоянию на 01.01.2007г.

Таблица 53. Показатели баланса компаний-аналогов и ОАО «ЧМК», тыс. руб. (украинские компании-аналоги)

Компания	Внеоборотные активы	Оборотные активы	Капитал и резервы	Долгосрочные обязательства	Краткосрочные обязательства
ОАО «ММКИ»	38 308 323	25 302 370	45 202 727	4 484	18 403 482
ОАО «Азовсталь»	25 197 805	29 065 599	37 639 214	8 962 992	7 661 198
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	19 896 928	8 269 584	10 246 662	8 972 748	8 947 103
ОАО «ДМКД»	10 654 804	8 632 266	11 236 485	1 377 926	6 672 659
ОАО «ДМКП»	4 874 972	12 321 863	1 933 784	15 221	15 247 830
ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог»	21 575 753	33 664 633	46 085 246	4 832 728	4 322 413
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	4 722 787	6 239 269	3 845 510	51 510	7 065 037
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>21 496 801</b>	<b>12 709 308</b>	<b>12 004 539</b>	<b>9 932 687</b>	<b>12 268 883</b>

Источник: данные компаний, данные по состоянию на 01.01.2007г.

Показатели деятельности компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» за 2006 год представлены ниже в таблице.

Таблица 54. Показатели деятельности компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» (украинские компании-аналоги)

Компания	Выручка, тыс. руб.	ЕВИТ, тыс. руб.	ЕВИТДА, тыс. руб.	Чистая прибыль, тыс. руб.	Производство металлопродукции, тыс. т
ОАО «ММКИ»	75 129 354	14 468 436	16 783 568	4 752 989	5 587,8
ОАО «Азовсталь»	65 370 040	11 853 266	13 194 445	5 758 368	5 413
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	32 257 309	3 802 994	4 601 321	1 279 364	3 244
ОАО «ДМКД»	30 036 359	4 222 332	4 630 808	1 792 373	3 298
ОАО «ДМКП»	11 987 672	853 705	1 019 237	153 986	1 169
ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог»	75 160 934	27 152 417	28 549 077	15 299 089	6 808
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	18 501 981	1 732 282	2 106 713	817 103	440
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>47 557 559</b>	<b>5 211 804</b>	<b>6 083 189</b>	<b>3 228 155</b>	<b>4 012</b>

Источник: данные компаний, расчеты компании Росэкспертиза

<sup>40</sup> Чистый долг = Долгосрочные финансовые обязательства (стр. 510 баланса) + Краткосрочные финансовые обязательства (стр. 610 баланса) – Денежные средства (стр. 260 баланса).

## ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ

### Структура капитала

Для определения структуры капитала были рассчитаны коэффициент автономии и финансовый рычаг, которые показывают финансовую независимость компании от заемных средств.

Таблица 55. Структура капитала компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» (украинские компании-аналоги)

Компания	Коэффициент автономии	D/E	Коэффициент финансовой устойчивости	Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования
ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича»	1,18	0,02	1,18	0,27
ОАО «Азовсталь»	1,49	0,23	1,85	0,43
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	0,51	0,96	0,97	-1,17
ОАО «Днепропетровский металлургический комбинат им. Дзержинского»	1,05	0,24	1,18	0,07
ОАО «Днепропетровский металлургический комбинат им. Петровского»	0,40	1,27	0,40	-0,24
ОАО «Арселор Митал Стир Кривой Рог»	2,14	0,10	2,36	0,73
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	0,81	0,01	0,83	-0,14
<b>Среднее значение</b>	<b>1,08</b>	<b>0,41</b>	<b>1,25</b>	<b>-0,01</b>
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>0,35</b>	<b>0,93</b>	<b>0,64</b>	<b>-0,75</b>

Источник: данные компаний, данные ПФТС, расчеты компании Росэкспертиза

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о том, что компании-аналоги и оцениваемая Компания имеют удовлетворительную структуру капитала. Однако если обобщить данные по отобранным компаниям-аналогам, можно заметить, что у объектов сравнения различается структура капитала и практика управления долгом.

### Рентабельность деятельности

При анализе украинских компаний были рассчитаны три показателя рентабельности: рентабельность собственного капитала, рентабельность активов, рентабельность EBITDA.

Таблица 56. Показатели рентабельности компаний-аналогов и ОАО «ЧМК» (украинские компании-аналоги)

Компания	Rnp	ROE <sub>рыночн</sub>	ROE <sub>баланс</sub>
ОАО «ММКИ»	16%	6%	11%
ОАО «Азовсталь»	15%	15%	15%
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	9%	14%	12%
ОАО «ДМКД»	10%	38%	16%
ОАО «ДМКП»	1%	28%	8%
ОАО «Арселор Митал Стир Кривой Рог»	28%	19%	33%
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	6%	80%	21%
<b>Среднее значение</b>	<b>12%</b>	<b>29%</b>	<b>17%</b>
<b>ОАО «ЧМК»</b>	<b>14%</b>	<b>27%</b>	<b>34%</b>

Источник: данные компаний, данные ПФТС, расчеты компании Росэкспертиза

Показатели рентабельности ОАО «ЧМК» находятся в границах диапазона значений коэффициентов компаний-аналогов. Тем не менее, следует отметить, что показатель рентабельности собственного капитала (по рыночной оценке) ОАО «ЧМК» ниже среднего значения по аналогам.

### РАСЧЕТ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

Методологическая основа использования мультипликаторов для оценки рыночной стоимости Компании приведена в разделе, посвященном российским компаниям-аналогам.

Рыночная стоимость собственного капитала оцениваемой Компании методом рынка капитала была определена с использованием следующих мультипликаторов:

- «Инвестированный капитал / Объем производства металлопродукции»;
- «Инвестированный капитал / Выручка»;
- «Инвестированный капитал / EBITDA».

Таблица 57. Расчет мультипликаторов (украинские компании-аналоги)

Компания	EV / S	EV / EBITDA	EV / Объем пр-ва м/пр.
ОАО «ММКИ»	1,171	5,244	15 750
ОАО «Азовсталь»	1,864	9,234	22 506
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	1,102	7,727	10 960
ОАО «ДМКД»	0,786	5,099	7 159
ОАО «ДМКП»	0,412	4,849	4 228

Компания	EV / S	EV / EBITDA	EV / Объем пр-ва м/пр.
ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог»	2,573	6,773	28 403
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	0,399	3,504	16 772

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Методика расчета средневзвешенного значения мультипликаторов и оценки стоимости инвестированного капитала Компании приведена выше, при расчетах с использованием российских компаний-аналогов. Ниже представлена расчетная таблица оценки рыночной стоимости инвестированного капитала с использованием мультипликатора EV / Объем производства.

Таблица 58. Оценка стоимости инвестированного капитала с использованием мультипликатора EV / Объем производства (украинские компании-аналоги)

EV / Объем производства	Мультипликатор	База расчета, тыс. т	Абсолютные отклонения, тыс. т	Обратные отклонения	Вес аналога
ОАО «ММКИ»	15 750	5 588	1 575	3,547	18,5%
ОАО «Азовсталь»	22 506	5 413	1 401	3,864	20,1%
ОАО «Алчевский металлургический комбинат»	10 960	3 244	768	4,223	22,0%
ОАО «ДМКД»	7 159	3 298	714	4,619	24,0%
ОАО «ДМКП»	4 228	1 169	2 844	0,411	2,1%
ОАО «Арселор Митал Стил Кривой Рог»	28 403	6 808	2 795	2,435	12,7%
ОАО «Енакиевский металлургический завод»	16 772	440	3 572	0,123	0,6%
Сумма отклонений				19,223	100%
<b>Средневзвешенное значение мультипликатора</b>	<b>15 354</b>				
<b>База расчета для ЧМК, тыс. тонн</b>	<b>4 012</b>				
<b>EV с использованием мультипликатора, тыс. руб.</b>	<b>61 608 227</b>				

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Аналогичным образом проведена оценка стоимости инвестированного капитала с использованием мультипликаторов EV / S и EV / EBITDA (украинские компании-аналоги). В соответствии с выводами, сделанными выше, при расчетах с использованием российских компаний-аналогов, для согласования стоимости инвестированного капитала были использованы следующие весовые коэффициенты:

- «EV / Объем производства металлопродукции» – 60%;
- «EV / Выручка» – 20%;
- «EV / EBITDA» – 20%.

Для перехода к стоимости собственного капитала Компании величина инвестированного капитала была скорректирована с учетом чистого долга ОАО «ЧМК».

Таблица 59. Результаты расчета сравнительным подходом (украинские компании-аналоги)

Показатель	EV / Объем пр-ва	EV / S	EV / EBITDA
Значение мультипликатора	15 354	1,517	6,437
База мультипликатора*	4 012	47 557 559	6 083 189
<b>Рыночная стоимость ИК, тыс. руб.</b>	<b>61 608 227</b>	<b>72 144 817</b>	<b>39 157 488</b>
Присвоенный вес	60%	20%	20%
<b>Инвестированный капитал, тыс. руб.</b>	<b>59 225 397</b>		
Чистый долг, тыс. руб.	8 782 530		
<b>Стоимость собственного капитала, тыс. руб.</b>	<b>50 442 867</b>		

Примечание: \* - Используются данные за 2006 год

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Таким образом, по результатам проведенных расчетов методом рынка капитала с использованием украинских компаний-аналогов, стоимость собственного капитала ОАО «ЧМК» составила **50 442 867 тыс. руб.**

#### МЕТОД РЫНКА КАПИТАЛА НА ОСНОВЕ СДЕЛОК С АКЦИЯМИ ОАО «ЧМК»

Акции Компании включены в число ценных бумаг, допущенных к обращению в основных российских торговых системах: НП «Фондовая биржа РТС» и ОАО «Фондовая биржа РТС».

Учитывая вышеизложенное, мы сочли целесообразным применение метода рынка капитала на основе сделок с акциями Компании.

Таблица 60. Рыночная информация ОАО «ЧМК»

Показатель	Значение
Тикер	chmk, chmkg
Количество сделок за период	42
Объем торгов за период, руб.	10 493 489
Цена минимальная, руб.	3 550,00
Цена максимальная, руб.	6 630,00
Цена последняя, руб.	4 300,00
<b>Цена средневзвешенная, руб.</b>	<b>5 273,11</b>
Количество акций в обращении	3 161 965
<b>Рыночная капитализация, тыс. руб.</b>	<b>16 673 389</b>

Источник: РТС, расчеты компании Росэкспертиза

Таблица 61. Стоимость 100% акций ОАО «ЧМК» на основе сделок с акциями Компании

Показатель	Значение
Рыночная капитализация, тыс. руб.	16 673 389
Премия за контроль	35%
<b>Стоимость 100% акций, тыс. руб.</b>	<b>22 509 076</b>

Источник: расчеты компании Росэкспертиза

Таким образом, по результатам проведенных расчетов, стоимость собственного капитала, определенная методом рынка капитала с использованием информации о сделках с акциями Компании, составила **22 509 076 тыс. руб.**

#### АНАЛИЗ ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДА СДЕЛОК

В рамках метода сделок расчеты проводятся на основе информации о ретроспективных сделках с пакетами акций самой оцениваемой компании, а также на основе информации о сделках с пакетами акций аналогов. Специалисты компании Росэкспертиза не обладают информацией о ретроспективных сделках с пакетами акций Компании.

Для определения возможности применения метода сделок был проведен поиск и анализ цен сделок с пакетами акций (долями) компаний-аналогов, относящихся к черной металлургии. Анализ информации, доступной на рынке, показал, что в последние годы зафиксирована низкая активность сделок с пакетами акций компаний-аналогов.

Отбор аналогов для оцениваемой Компании среди российских компаний отрасли осуществлялся по следующим критериям:

- сделка осуществлена с крупным пакетом акций предприятия-аналога (не менее 10%);
- на дату сделки компания использовала собственные мощности по прямому назначению;
- дата заключения сделки – не ранее 2005г.

По результатам проведенного анализа Оценщиком было выявлено 3 сделки за 2005-2007гг., предметом которых являлись предприятия – производители продукции черной металлургии.

Таблица 62. Сделки с акциями металлургических компаний

Компания	Проданный пакет акций, % УК	Дата сделки	Сумма сделки, млн. долл. США	Источник информации
ООО «ВИЗ-сталь»	100%	Июнь 2006г.	550	www.ma-journal.ru
ОАО «Златоустовский металлургический завод»	25%	Ноябрь 2005г.	40	www.ma-journal.ru
ОАО «Нытва»	Контрольный пакет	Август 2005г.	8	www.ma-journal.ru

Источник: исследование компании Росэкспертиза

**ООО «ВИЗ-сталь»** – второй по величине российский производитель электротехнической стали. Предприятие имеет отличную от оцениваемой Компании структуру производства. Учитывая вышеизложенное, специалисты компании Росэкспертиза приняли решение не использовать ООО «ВИЗ-сталь» в качестве аналога для расчетов стоимости собственного капитала ОАО «ЧМК». Тем не менее, ООО «ВИЗ-сталь» использована для оценки дочерней компании ОАО «ЧМК» - ООО «Спецсталь» в рамках затратного подхода.

**ОАО «Златоустовский металлургический завод»** основан в 1900г. и является крупным металлургическим комбинатом Уральского Федерального округа. Комбинат производит углеродистую сталь различных марок и металлопрокат. Необходимо отметить, что ОАО «ЗМЗ» не публикует в соответствии с законодательством финансовые отчеты на корпоративном интернет-сайте (www.zmk.ru). Ежеквартальные отчеты и финансовая информация отсутствуют также в электронной базе данных «Спарк» (spark.interfax.ru) и других базах данных.

**ОАО «Нытва» (Нытвенский металлургический комбинат)** основан в 1756г. и на сегодняшний день является крупным металлургическим комбинатом Пермского края. Предприятие имеет отличную от оцениваемой Компании структуру производства, основными видами выпускаемой продукции являются стальные сплавы: стальная лента, заготовки для монет и столовые приборы.

Таким образом, по результатам проведенного анализа специалистами компании Росэкспертиза было принято решение не применять метод сделок в расчетах стоимости собственного капитала Компании сравнительным подходом.

#### СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

При оценке рыночной стоимости одной обыкновенной акции ОАО «ЧМК» сравнительным подходом мы использовали два способа применения метода рынка капитала:

- метод, основанный на сделках с акциями компаний-аналогов, в том числе: российских компаний-аналогов; украинских компаний-аналогов;
- метод, основанный на сделках с акциями Компании (метод предыдущих сделок).

Значения стоимости собственного капитала Предприятия, полученные разными способами, отличаются. В целях определения обобщенной оценки собственного капитала Компании в рамках сравнительного подхода, проводится процедура согласования, для чего полученным оценкам присваиваются весовые коэффициенты.

Традиционно потенциальные инвесторы в первую очередь ориентируются на цены сделок с акциями объекта инвестирования. Тем не менее, на наш взгляд, по состоянию на дату оценки акции Компании недооценены рынком. При этом мы считаем необходимым отметить следующее.

Во-первых, Компания не является прозрачной для инвесторов. Компания не имеет собственного корпоративного сайта, а ежеквартальные отчеты и прочая информация, подлежащая раскрытию в соответствии с законодательством, публикуется в минимальном объеме на общем сайте группы «Мечел». Инвестиционные компании не готовят регулярные обзоры ОАО «ЧМК», с освещением последних событий и установлением рекомендаций о покупке или продаже акций.

Во-вторых, большая часть акций (более 91%) Компании принадлежит контролируемому акционеру – группе «Мечел», соответственно, в свободном обращении находится менее 9% акций, что в совокупности с недостаточной информационной прозрачностью рассматривается инвесторами как риск недружественных действий со стороны мажоритарного акционера.

Сделки с акциями Компании в целом носят нерегулярный характер, при этом в первом полугодии 2007г. перерыв между сделками достигал 20 дней.

Учитывая вышеизложенное, методу предыдущих сделок был присвоен наименьший вес при итоговом согласовании результатов, полученных с применением сравнительного подхода – 10%. Таким образом, методу, основанному на сделках с акциями компаний-аналогов, был присвоен в совокупности вес 90%.

Мы считаем более надежным расчет, выполненный с использованием российских компаний-аналогов. Компании-аналоги, действующие на Украинском рынке, несмотря на схожий сортамент продукции, технологию и организацию производства, действуют в другом экономическом окружении, со своей системой налогообложения, бухгалтерского учета, государственного регулирования и прочих макроэкономических факторов. Кроме того, украинские компании не публикуют квартальную и полугодовую финансовую отчетность. Это не позволило провести расчеты с использованием смещенной годовой оценки финансовых и производственных результатов за 1.07.2006-30.06.2007г., что является существенным в условиях высоких темпов роста цен на производимую продукцию в первом полугодии 2007г.

Учитывая вышеизложенное, в рамках метода рынка капитала, основанного на сделках с акциями компаний-аналогов, результатам расчета по российским компаниям был присвоен вес 80%, по украинским компаниям – 10%.

Таблица 63. Согласование результатов оценки сравнительным подходом

Показатель	Стоимость 100% акций, тыс. руб.	Вес
Метод рынка капитала (российские аналоги)	55 336 081	80%
Метод рынка капитала (украинские аналоги)	50 442 867	10%
Сделки с акциями Компании	22 509 076	10%
<b>Средневзвешенная стоимость</b>	<b>51 564 059</b>	

Источник: исследование компании Росэкспертиза

Таким образом, по результатам проведенных расчетов, стоимость собственного капитала (100% акций), определенная методами сравнительного подхода, составила **51 564 059 тыс. руб.**

## ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

Для определения рыночной стоимости объекта оценки был выбран метод дисконтированных денежных потоков. Данный метод предполагает следующие этапы:

1. Выбор модели денежного потока.
2. Определение длительности прогнозного периода.
3. Прогноз будущих денежных потоков.
4. Расчет ставки дисконтирования.
5. Определение терминальной стоимости.
6. Внесение итоговых корректировок.

В связи с тем, что полный объем информации для построения денежных потоков был предоставлен только по двум доходобразующим структурным подразделениям Группы<sup>41</sup> – ОАО «Челябинский металлургический комбинат» и ООО «Челябинский завод по производству коксохимической продукции», в рамках доходного подхода были построены модели денежных потоков только по данным подразделениям. Рыночная стоимость собственного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат» в рамках доходного подхода была рассчитана как сумма текущей стоимости денежных потоков ОАО «Челябинский металлургический комбинат» и рыночной стоимости прочих компаний, определенной либо методом скорректированных чистых активов, либо комбинацией методов затратного и сравнительного подходов (раздел «Затратный подход»).

### ВЫБОР МОДЕЛИ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

При оценке бизнеса можно применять одну из двух моделей денежного потока: для собственного капитала или для всего инвестированного капитала. Различия между ними заключаются в том, что при расчете денежного потока для собственного капитала вычитаются проценты за пользование кредитами и вносятся корректировки на прирост/сокращение долгосрочного долга компании, а также в использовании различных ставок дисконтирования.

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

В рамках настоящего Отчета денежный поток строился для инвестированного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат» в соответствии со следующим алгоритмом:

Чистая прибыль до уплаты процентов, за вычетом налога на прибыль
Плюс:
Расходы не связанные с движением денежных средств (т.е. амортизация)
Минус:
Увеличение оборотного капитала
Капитальные вложения
Итого:
Денежный поток для инвестированного капитала

Составляющие денежного потока Компании прогнозировались в номинальном рублевом выражении, затем переводились в доллары США по прогнозному курсу в каждом прогнозном периоде.

### ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДЛИТЕЛЬНОСТИ ПРОГНОЗНОГО ПЕРИОДА

Длительность прогнозного периода оказывает влияние не столько на стоимость оцениваемой компании, сколько на распределение стоимости между периодом, на который составляется прогноз, и последующими годами. В рамках настоящего Отчета длительность прогнозного периода была принята равной 5,5 годам до 2012 года включительно. Данный временной отрезок, по нашим оценкам, является наиболее приемлемым с точки зрения возможности адекватного прогнозирования, как макроэкономических показателей, так и экономической ситуации в отрасли.

### МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ДОПУЩЕНИЯ

Основные прогнозные макроэкономические показатели, использованные при построении денежных потоков, генерируемых ОАО «Челябинский металлургический комбинат», представлены в следующей таблице.

Таблица 64. Макроэкономические допущения

Показатель	Ед. изм.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Инфляция в России <sup>(1)</sup>	%	7,5%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%
Инфляция в США <sup>(2)</sup>	%	2,3%	2,5%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%

<sup>41</sup> Здесь и далее в рамках данного Отчета под «Группой» мы подразумеваем Группу компаний ОАО «Мечел».

Показатель	Ед. изм.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Электроэнергия <sup>(3)</sup>	%	10,3%	12,5%	16,5%	15,5%	14,0%	11,7%
Газ природный <sup>(4)</sup>	%	15,0%	25,0%	27,7%	27,7%	23,5%	19,3%
Номинальный обменный курс <sup>(5)</sup>	руб./US\$	26,0	25,9	26,4	27,2	27,9	28,4

Комментарии к таблице:

(1), (3), (4) До 2010 г. темп инфляции в России, темп роста тарифов на электроэнергию и на природный газ приняты в соответствии с официальным прогнозом, составляемым Министерством экономического развития и торговли РФ (МЭРиТ РФ), по состоянию на апрель 2007 г. После 2010 г. прогнозировалось равномерное снижение темпов инфляции, темпов роста тарифов на электроэнергию и на природный газ до достижения 2,5% к 2016 г., равного прогнозируемому долгосрочному темпу инфляции в США.

(2) До 2011 г. темп инфляции в США принят в соответствии с официальным прогнозом Economist Intelligent Unit по состоянию на май 2007 г. После 2011 г. прогнозный темп инфляции принят постоянным на уровне 2,5%.

(5) До 2010 г. номинальный обменный курс рубля был принят в соответствии с официальным прогнозом, составляемым Министерством экономического развития и торговли РФ (МЭРиТ РФ), по состоянию на апрель 2007 г. После 2010 г. прогноз номинального обменного курса осуществлялся исходя из паритета покупательной способности рубля и доллара США.

#### ПРОГНОЗ БУДУЩИХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

##### Прогноз выручки от реализации

Использование косвенного подхода для прогнозирования выручки от реализации металлопродукции может привести к некорректным расчетам по той причине, что цены на основную продукцию, производимую ОАО «Челябинский металлургический комбинат», в значительной степени подвержены изменению, что не позволяет выявить тенденцию в доходах компании и распространить ее на будущее. Учитывая также факт взаимозависимости ОАО «ЧМК» и группы компаний ОАО «Мечел», прогнозирование выручки осуществлялось с использованием прямого подхода, предполагающего использование данных о физическом объеме производства выпускаемой продукции с разбивкой по рассматриваемым периодам, а также о ценах реализации продукции.

Анализ ретроспективных данных за 2004-2006 гг. выявил, что выручка Компании формируется по следующим направлениям реализации: металлопродукция, коксопродукция, прочее (в т.ч. чугун).

Показатель	Ед. изм.	2004	2005	2006	I-II кв. 2007
<b>Выручка от реализации (за минусом НДС, акцизов и аналогичных обязательных платежей), в том числе:</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>44 421 863</b>	<b>43 653 248</b>	<b>47 557 559</b>	<b>31 788 642</b>
от реализации металлопродукции	тыс. руб.	39 589 431	39 202 996	44 753 523	30 117 736
от реализации коксопродукции	тыс. руб.	2 979 155	2 895 475	434 747	0
от реализации услуг и прочей продукции	тыс. руб.	1 853 277	1 554 777	2 369 289	1 670 906
<b>Выручка от реализации, в том числе:</b>	<b>%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
от реализации металлопродукции	%	89,12%	89,81%	94,10%	94,74%
от реализации коксопродукции	%	6,71%	6,63%	0,91%	0,00%
от реализации услуг и прочей продукции	%	4,17%	3,56%	4,98%	5,26%

Источник: данные Компании

В связи с тем, что за время своего существования на Предприятии проходили процедуры реорганизации (1 июля 2006 года на ОАО «ЧМК» было прекращено производство и реализация коксохимической продукции в связи с созданием 100% дочернего общества ООО «Мечел-Кокс». 10 апреля 2006 года было создано дочернее общество ОАО «ЧМК» - ООО «Спецсталь», которому на праве аренды перешли производственные мощности комбината по производству специальных сталей и сплавов), то для обеспечения сопоставимости данных в качестве ретроспективного периода здесь и далее рассматриваются 6 месяцев 2007 года.

Наибольший удельный вес в доходах Компании приходится на выручку от продажи металлопродукции, при этом наблюдается тенденция увеличения удельного веса данной выручки в совокупных доходах.

##### Прогноз объемов реализации основной металлопродукции

В рамках настоящего Отчета объемы и структура реализации товарной продукции ОАО «Челябинский металлургический комбинат» на период 2007 – 2012 гг. были приняты в соответствии с прогнозными данными, предоставленными менеджментом Компании. Данные объемы реализации определялись, исходя из: ретроспективной динамики объемов реализации, заключенных контрактов на поставку, уровня загрузки производственных мощностей, капитальных вложений в основные средства, с учетом текущей и прогнозируемой конъюнктуры рынка черных металлов. Объемы реализации продукции основной потребительской группы во 2 полугодии 2007 года определялись как разница годового прогнозируемого уровня продаж в 2007 г. и фактических объемов реализации I-II квартала 2007 года.



ОАО «Челябинский металлургический комбинат» имеет сформированный и устойчивый рынок сбыта своей продукции как внутри России, так и за ее пределами. Распределение объемов поставок по рынкам сбыта металлопродукции в первом полугодии 2007 года выглядит следующим образом:

- внутренний рынок (включая поставки на предприятия Группы и в страны СНГ) - 68,31%;
- экспорт (включая поставки на предприятия Группы: Мечел Тырговиште (Румыния), Мечел Кымпия Турзий (Румыния), Мечел Нямунас (Латвия)) - 31,69%.

В рамках настоящего подхода при построении дисконтированного денежного потока мы исходили из предположения, что ОАО «ЧМК» ведет самостоятельную деятельность, и реализует товарную продукцию на рынке по рыночным условиям, не используя при том различные схемы оптимизации. Вместе с тем, сбыт продукции ЧМК на дату оценки обеспечивают торговые операторы Группы: на российском рынке ООО «Торговый Дом Мечел», а на внешнем рынке – компания «Мечел Трейдинг» (Mechel Trading Ltd). Роль торговых домов в системе сбыта продукции заключается в: создании разветвленной сети продаж, приближенной к потребителю; оперативном реагировании на возникшие потребности рынка.

Таблица 65. Прогноз реализации основных металлов на экспорт и на внутренний рынок (включая СНГ), тонн

Наименование продукции	Направления реализации	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Арматура	внутренний рынок	512 765	1 157 497	1 267 068	1 236 905	1 241 462	1 245 928
	экспорт	201 950	223 739	239 096	227 876	223 318	218 852
Заготовка	внутренний рынок	899 283	1 231 875	1 113 229	1 128 159	729 338	729 338
	экспорт	121 646	397 779	205 771	178 841	0	0
Катанка	внутренний рынок	44 739	130 611	58 600	58 600	58 600	58 600
Машиностроительный сортамент	внутренний рынок	193 531	338 114	165 267	881 489	1 647 675	1 652 108
	экспорт	2 817	48 735	23 277	121 331	221 645	217 212
Нержавеющий сортамент	внутренний рынок	13 803	54 479	63 978	105 523	140 274	140 468
	экспорт	2 703	4 031	4 632	7 477	9 726	9 532
Рядовой лист	внутренний рынок	99 034	247 326	324 775	505 938	670 809	675 993
	экспорт	68 877	104 046	132 778	201 062	259 191	254 007
Слябы	экспорт	64 854	59 342	467 000	453 000	0	0
<b>Итого реализация основной металлопродукции:</b>		<b>2 226 002</b>	<b>3 997 574</b>	<b>4 065 472</b>	<b>5 106 200</b>	<b>5 202 038</b>	<b>5 202 038</b>

Источник: данные менеджмента, расчеты компании Росэкспертиза

В географической структуре экспорта в первом полугодии 2007 года преобладают поставки в Иран, Средний и Ближний Восток, Восточную и Западную Европу. Следует отметить, что в рамках настоящей оценки мы исходили из допущения, что весь объем произведенной металлопродукции будет реализован, т.е. мы не учитывали объем, приходящийся на переходящие остатки.

#### Прогноз изменения экспортных и внутренних цен на основную металлопродукцию

##### Прогноз цен на черный прокат

Динамика сводного индекса цен на продукцию черной металлургии по 8-ми регионам мира 1997-2007 гг.



Источник: MetalTorg.PY

За последние годы цены на продукцию черной металлургии в мире значительно выросли. Основная стадия роста цен пришлось на 2004 год и затем на первую половину 2007 г.

Чтобы понять последние изменения на рынке стали необходимо проанализировать основные факторы, ставшие причиной столь серьезных изменений.

Зарубежные и отечественные аналитики отмечают прямую взаимосвязь между ростом объемов потребления стали и ростом экономики. В наибольшей степени данная взаимосвязь проявляется в развивающихся странах и обусловлена, прежде всего, увеличением объемов производства в базовых отраслях, имеющих традиционно высокий уровень металлоемкости: строительство и машиностроение (особенно автомобильная промышленность, судостроение и железнодорожный транспорт).

Сопоставление мирового экономического роста и динамики цен на стальной прокат с 1970-го по 2005 г.



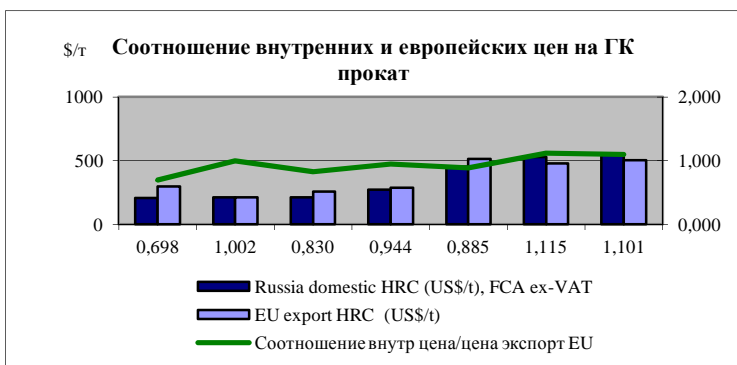
Источник: журнал «Национальная металлургия» за сентябрь-октябрь 2006

Циклический характер мировых цен на сталь был очевиден до второй половины 2003 года, на основании чего можно было моделировать движение цен. Так, 2004 год должен был стать пиковым в отношении цен на сталь, после чего ожидался их разворот. Большинство аналитиков и отраслевых специалистов ожидали снижения цен до второй половины 2004 года. Однако вопреки ожиданиям рост продолжился, причем его длительность и масштабы значительно превосходили наблюдавшиеся ранее. В период с 1994 по 2004 год средняя цена горячекатаного стального листа составляла примерно \$300 за тонну, в то время как в первом квартале 2005 года этот же лист торговался почти по \$600 за тонну. Таким образом, размеренный циклический характер движения цен на сталь был нарушен, а модель, основывавшаяся на исторических ценах, потеряла свою практическую значимость.

Основной причиной роста мировых цен на сталь в период с 2002 по 2004 год стал стремительный рост потребления стальной продукции, прежде всего за счет Китая, где спрос на сталь подогревался высокими темпами развития строительства и машиностроения. В 2005 году увеличение производства стали в КНР привело к перенасыщению рынка, в результате чего мировые цены на стальную продукцию обрушились. Для предотвращения дальнейшего падения цен крупнейшие стальные компании были вынуждены снизить объемы производства. В последние месяцы 2005 года цены на сталь стабилизировались, а в отдельных регионах даже наблюдаются признаки их повышения.

С лета 2006 г. по настоящее время общая конъюнктура мирового стального рынка весьма благоприятная и стабильная. Ряд позиций стального проката не раз бывал дефицитом, а пакет заказов большинства металлургических компаний к концу года был заполнен на 2 - 3 месяца вперед. Особенно у производителей недорогой и достаточно качественной продукции, которая находит сбыт по всему миру.

Российская металлургия все в меньшей степени влияет на мировой рынок, однако уверенно занимает четвертую позицию среди стран - лидеров мирового стального производства. Российская металлургия в последние годы развивалась в соответствии со среднемировыми тенденциями. Цена на основную продукцию российских компаний с 1 квартала 2006 выросла в среднем на 35-45%. По мнению экспертов агентства Moody's в 2007-2008 в России потребление стали будет расти опережающими мировые темпами. Дополнительным фактором роста привлекательности стального сектора можно считать факт проведения в России Олимпиады - 2014. Активное развитие сочинской инфраструктуры может привести к увеличению внутреннего потребления стали в ближайшие годы. Кроме того, общий рост российской экономики (в частности, обрабатывающей промышленности, строительства, инвестиций в основные фонды) может увеличить внутреннее потребление. Данные предпосылки обуславливают основания полагать, что внутренние цены будут опережать мировые. С другой стороны, следует также понимать, что российские потребители могут увеличить долю импорта из азиатского региона.

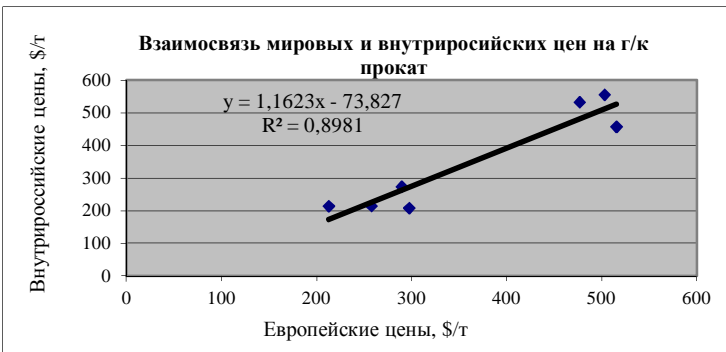


В целом, рассматривая динамику изменения цен на стальную продукцию в России и в мире, можно сказать, что внутрироссийские цены следуют мировым тенденциям, как по динамике изменения так и в абсолютном значении, а последние два года несколько превышают мировые.

Ретроспективные цены на основные виды продукции для внутреннего и внешнего рынков приведены в нижеследующей таблице.

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Внутрироссийские цены на ГК прокат без НДС, \$/т	207	213	214	273	456	531	554
Европейские экспортные цены на ГК прокат, \$/т	297	213	257	289	515	477	503

Источник: UBS: Commodity Price, Q1, Q2 2007



Динамика средних внутренних цен, показанная на примере г/к проката за 2000-2006 гг. в целом соответствовала динамике мирового рынка стали.

Между тем, в 2005 году, когда мировые и экспортные цены на сталь начали снижаться, внутренние цены продолжили рост.

Этот факт объясняется более высокой, чем на мировом рынке ценой на железную руду, национальные производители которой, пользуясь монопольным положением, повысили цены в 2005 году.

Учитывая данные обстоятельства, мы в своих прогнозах внутренних цен на железную руду ориентировались на тенденции мирового рынка, тем не менее, полагая, что внутренние цены на протяжении прогнозного периода будут оставаться выше мировых. Взаимосвязь внутрироссийских и европейских цен достаточно хорошо описывается уравнением линейной регрессии<sup>42</sup>. Коэффициент аппроксимации, при этом достигает значения 0,9, что говорит о тесной взаимосвязи между индексами российских и мировых цен. Соответственно, можно сделать допущение о том, что внутренние и экспортные цены изменяются с одинаковой тенденцией. За основу базового прогноза цен нами были приняты прогнозы средневропейской цены на г/к листовой прокат до 2012 года, предложенный аналитиками банка UBS и аналитическим агентством CRU International Ltd. в первом полугодии 2007 г.

Таблица 66. Прогноз индекса мировых цен на ГК прокат

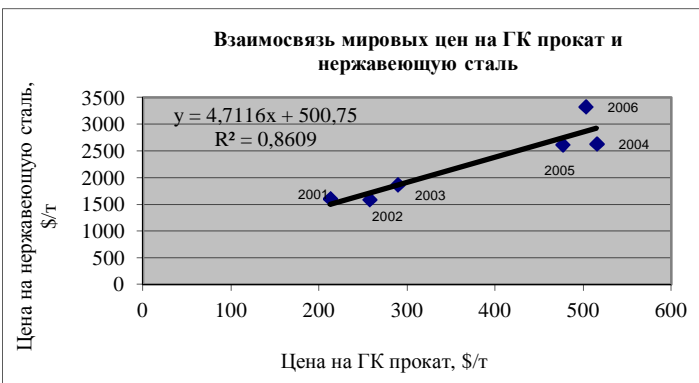
Показатель	I-II кв. 2007 (факт)	III-IV кв. 2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Прогноз UBS, \$/т	н/д	н/д	500	490	435	446	457
Индекс			-8,6%	-2,0%	-11,1%	2,5%	2,5%
Прогноз CRU, \$/т	584	578	543	515	470	469	н/д
Индекс		-0,9%	-6,5%	-5,2%	-8,7%	-0,2%	
<b>Консенсус-прогноз мировых цен на ГК прокат (среднее значение), \$/т</b>	<b>584</b>	<b>578</b>	<b>522</b>	<b>503</b>	<b>453</b>	<b>458</b>	<b>457</b>
Индекс		<b>-0,9%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-9,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,0%</b>

Источник: UBS: Commodity Price, Q1, Q2 2007, CRU International Ltd, обзор Steel Sheet Quarterly за 1 н/2 2007 г.

На основании этих прогнозов был составлен консенсус-прогноз изменения индексов российских цен с учетом изменения курса доллара в прогножном периоде.

Показатель	III-IV кв. 2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Прогнозный курс доллара США, руб./\$	25,9	25,9	26,4	27,2	27,9	28,4
<b>Прогноз цен на ГК прокат, руб./т</b>	<b>14 987</b>	<b>13 507</b>	<b>13 266</b>	<b>12 314</b>	<b>12 752</b>	<b>12 995</b>
<b>Индекс цен на ГК прокат в национальной валюте</b>	<b>-1,48%</b>	<b>-7,89%</b>	<b>-1,78%</b>	<b>-7,18%</b>	<b>3,56%</b>	<b>1,91%</b>

Источник: расчеты компании Росэкспертиза



В качестве начальных значений использовались средние цены по каждому виду продукции в 1 п/г 2007 года, сложившиеся на продукцию ОАО «ЧМК» на внутреннем рынке и на экспорт.

Аналогичным образом были смоделированы цены на нержавеющую сталь на базе прогнозов CRU International Ltd по основным рынкам Европы, США, Японии и Гон-Конга до 2011 года.

В целом долгосрочные тенденции изменения мировых цен на нержавеющую сталь совпадают с темпами изменения мировых цен на ГК прокат.

<sup>42</sup> Уравнение линейной регрессии в общем виде описывается формулой:  $y = ax + b$ , где  $y$  – зависимая переменная (средняя российская цена на продукцию),  $x$  – независимая переменная (мировая цена на г/к прокат),  $a$  и  $b$  – параметры регрессии.

За горизонт 2011 года ценовые прогнозы аналитиков не распространялись, поэтому мы предположили, что в 2012 г. цены сохраняться на уровне предыдущего года.

Показатель	2007	I-II кв. 2007 (факт)	III-IV кв. 2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Прогноз среднемировой цены на нержавеющую сталь, \$/т	4 452	4 609	4 296	3 456	3 232	3 250	3 185	3 185
<i>Индекс</i>			-6,80%	-22,38%	-6,47%	0,56%	-2,01%	0%
Прогнозный курс доллара, руб./\$	26,0	26,1	25,9	25,9	26,4	27,2	27,9	28,4
Прогноз среднемировой цены, руб./т	115 759	120 169	111 386	89 504	85 331	88 407	88 745	90 477
<b>Прогноз индекса цен на нержавеющую сталь в национальной валюте</b>			<b>-7,31%</b>	<b>-22,68%</b>	<b>-4,66%</b>	<b>3,60%</b>	<b>0,38%</b>	<b>1,95%</b>

Источник: CRU International Ltd, обзор Steel Sheet Quarterly за 1 н/г 2007 г., расчеты компании Росэкспертиза

Средние цены на основные группы товарной продукции ОАО «ЧМК» за 1 п/г 2007 года, принятые для расчета, представлены в нижеследующей таблице:

Таблица 67. Средние цены реализации металлопродукции ОАО «ЧМК» в 1п /г 2007 г

Наименование продукции	Направления реализации	Ед. изм.	Цена реализации в I-II кв. 2007 г.
Арматура	внутренний рынок	руб. / т	19 577
	экспорт	руб. / т	12 603
Заготовка	внутренний рынок	руб. / т	11 192
	экспорт	руб. / т	10 593
Катанка	внутренний рынок	руб. / т	16 311
	экспорт	руб. / т	11 202
Машиностроительный сортамент	внутренний рынок	руб. / т	19 216
	экспорт	руб. / т	15 495
Нержавеющий сортамент	внутренний рынок	руб. / т	142 933
	экспорт	руб. / т	116 076
Рядовой лист	внутренний рынок	руб. / т	16 903
	экспорт	руб. / т	14 158
Слябы	экспорт	руб. / т	10 189

Источник: данные менеджмента, расчеты компании Росэкспертиза

Прогноз изменения отпускных цен на основную металлопродукцию (за исключением нержавеющей сортамента) на внутреннем и внешнем рынках в период 2 полугодия 2007 г., 2008 - 2012 гг. базировался на индексе изменения цен в на горячекатаный прокат в национальной валюте. Прогноз индекса цен на нержавеющую сталь в национальной валюте применялся для соответствующего прогнозирования цен реализации нержавеющей сортамента. Прогнозная цена на металлопродукцию в 2007 г. была рассчитана как средняя между фактической средней ценой по итогам первого полугодия и прогнозной ценой второго полугодия 2007 г.

#### ПРОГНОЗ ВЫРУЧКИ ОТ РЕАЛИЗАЦИИ ОСНОВНОЙ МЕТАЛЛОПРОДУКЦИИ

Прогноз выручки по основным видам товарной продукции ОАО «ЧМК» производился путем умножения объемов реализации на средние цены. Расчет выручки от реализации основной металлопродукции представлен в таблице:

Таблица 68. Прогноз выручки от реализации основной металлопродукции, тыс. руб.

Наименование показателя	Направления реализации	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Арматура	внутренний рынок	9 889 632	20 717 523	22 275 008	20 183 462	20 979 009	21 456 625
	экспорт	2 507 442	2 578 022	2 705 932	2 393 784	2 429 422	2 426 308
Заготовка	внутренний рынок	9 916 237	12 605 897	11 189 012	10 524 924	7 046 436	7 181 023
	экспорт	1 269 471	3 852 326	1 957 332	1 579 029	0	0
Катанка	внутренний рынок	718 929	1 947 749	858 324	796 696	825 059	840 817
Машиностроительный сортамент	внутренний рынок	3 663 806	5 940 225	2 851 844	14 118 790	27 330 289	27 927 231
	экспорт	43 008	690 411	323 897	1 567 050	2 964 571	2 960 770
Нержавеющий сортамент	внутренний рынок	1 828 726	5 800 737	6 494 682	11 097 804	14 808 533	15 118 236
	экспорт	290 784	348 548	381 875	638 555	833 844	833 102
Рядовой лист	внутренний рынок	1 649 204	3 822 228	4 929 803	7 128 296	9 787 673	10 051 699
	экспорт	960 736	1 346 827	1 688 154	2 372 781	3 167 666	3 163 605
Слябы	экспорт	651 002	552 795	4 272 860	3 847 171	0	0
<b>Итого реализация основной металлопродукции:</b>		<b>33 388 977</b>	<b>60 203 288</b>	<b>59 928 723</b>	<b>76 248 342</b>	<b>90 172 502</b>	<b>91 959 416</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

## ПРОГНОЗ ПРОЧЕЙ ВЫРУЧКИ ОТ РЕАЛИЗАЦИИ

Прочая выручка от реализации включает в себя:

- реализацию продукции отличной от основной металлопродукции на внутреннем рынке - чугуна;
- реализацию прочей продукции и услуг.

Прогноз выручки от реализации чугуна осуществлялся аналогично прогнозу выручки от реализации основной металлопродукции. В рамках настоящего Отчета объемы и структура реализации чугуна на период 2007 – 2012 гг. были приняты в соответствии с прогнозными данными, предоставленными менеджментом Компании.

Таблица 69. Прогноз реализации чугуна на внутренний рынок

Наименование продукции	Ед. изм.	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Чугун	тонн	39 773	110 299	10 756	6 842	6 842	6 842

*Источник: данные менеджмента, расчеты компании Росэкспертиза*

Анализ прогнозируемых объемов реализации чугуна на период с 2008-2012 гг. свидетельствует об их значительном снижении, что главным образом связано качественным изменением структуры производимого и реализуемого сортамента ЧМК.

Прогноз изменения отпускных цен на чугун на внутреннем рынке в период 2 полугодия 2007 г., 2008 - 2012 гг. базировался на индексе изменения цен на горячекатаный прокат. При этом в качестве базы расчета принята средняя цена реализации чугуна в первом полугодии 2007 г., равная 7 424 руб. / т. (без учета НДС).

Прогноз выручки от реализации прочей продукции и предоставлении услуг осуществлялся исходя из округленной доли выручки от прочей реализации (без учета продаж чугуна) по итогам 1 полугодия 2007 г. в выручке от реализации основной металлопродукции на внешнем и на внутреннем рынках.

Таблица 70. Прогноз прочей и совокупной выручки от реализации (ед. изм. – тыс. рублей)

Наименование показателя	База	Доля	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Реализация чугуна на внутреннем рынке	-	-	290 919	748 701	71 712	42 341	43 849	44 686
Реализацию прочей продукции и услуг	Выручка от реализации основной металлопродукции	4,06%	1 355 592	2 444 253	2 433 106	3 095 683	3 661 004	3 733 552
<i>Итого выручка от прочей реализации:</i>			<i>1 646 511</i>	<i>3 192 954</i>	<i>2 504 818</i>	<i>3 138 024</i>	<i>3 704 853</i>	<i>3 778 238</i>
<i>Итого реализация основной металлопродукции:</i>			<i>33 388 977</i>	<i>60 203 288</i>	<i>59 928 723</i>	<i>76 248 342</i>	<i>90 172 502</i>	<i>91 959 416</i>
<b>Итого совокупная выручка от реализации:</b>			<b>35 035 488</b>	<b>63 396 242</b>	<b>62 433 541</b>	<b>79 386 366</b>	<b>93 877 355</b>	<b>95 737 654</b>

*Источник: расчеты компании Росэкспертиза*

## ПРОГНОЗ РАСХОДОВ

### ПРОГНОЗ ОПЕРАЦИОННЫХ РАСХОДОВ (ВКЛЮЧАЯ КОММЕРЧЕСКИЕ И УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ РАСХОДЫ КОМПАНИИ)

В рамках настоящей оценки нами были проанализированы условно-постоянные и условно-переменные затраты Компании за 1 полугодие 2007 г. на производство и реализацию металлопродукции. Полная себестоимость производства (включая коммерческие и управленческие расходы Компании) каждой товарной группы характеризуется наличием следующих условно-переменных и условно-постоянных затрат:

Условно – переменные затраты:

- Основное сырье: кокс; коксовая мелочь; окатыши; прочее ЖРС; ферросплавы; лом; электроды.
- Прочие материальные затраты и прочие расходы, включая вознаграждение за использование Товарных знаков;
- Расходы на электроэнергию;
- Расходы на природный газ.

Условно – постоянные затраты:

- Расходы на электроэнергию;
- Расходы на природный газ;
- Расходы на оплату труда;
- Отчисления на социальные нужды;
- Прочие расходы, включая затраты на услуги в области управления;
- Амортизация основных фондов.

Затраты на производство товарной продукции отличаются от затрат по форме 2 «Отчет о прибылях и убытках», которые рассчитываются на реализованную (отгруженную) продукцию и не включают переходящих остатков запасов готовой продукции и незавершенного производства. Так как при расчете выручки мы предполагаем, что вся произведенная товарная продукция будет реализована в том же периоде, то прогноз затрат также будет осуществляться в отношении всей произведенной товарной продукции, т.е. без учета переходящих остатков запасов готовой продукции.

#### Прогноз условно-переменных затрат (без учета амортизации)<sup>43</sup>

Так как ОАО «Челябинский металлургический комбинат» является широко диверсифицированной компанией – производит и реализует различные виды металлопродукции, прогноз затрат в разрезе каждого готового продукта для целей оценки не представляется целесообразным. Таким образом, прогноз условно-переменных затрат для ОАО «ЧМК» осуществлялся исходя из фактических и прогнозных объемов реализации товарной продукции.

Кроме того, прогнозирование себестоимости как в части условно-переменных затрат, так и в части условно-постоянных затрат осуществлялось с учетом фактора инфляции и различных индексов, характеризующих изменение тех или иных затрат Компании (например, электроэнергии, природный газ и т.п.). Таким образом, при прогнозировании изменения вышеперечисленных статей затрат мы исходили из нижеследующего.

#### ***Затраты на приобретение основного сырья***

В составе данной статьи затрат наибольший удельный вес имеют: лом, кокс, окатыши и прочее ЖРС, ферросплавы.

Прямые затраты на приобретение основного сырья для производства металлопродукции прогнозировались, исходя из прогнозных значений объемов реализации готовой продукции, расходов сырья на производство единицы выпускаемой продукции и средних цен на данное сырье.

По данным специалистов Компании, фактически сложившиеся нормы расхода сырья и прочих материалов реалистично отражают структуру операционных расходов. Следуя данному утверждению, мы прогнозировали потребность в основном сырье, исходя из предположения о сохранении в будущем структуры производства металлопродукции в первом полугодии 2007 года.

Удельные показатели затрат корректировались на соответствующие прогнозные темпы роста цен на то или иное сырье за каждый из периодов прогнозирования.

При прогнозировании изменения стоимости основного сырья мы осуществляли индивидуальный прогноз по следующим видам сырья: кокс и коксовая мелочь; окатыши и прочее ЖРС; ферросплавы; лом. При этом в прогнозах мы учитывали изменение стоимости электродов на уровне прогнозной инфляции.

Цены на основное сырье в 1 полугодии 2007 года приняты в рамках данного расчета в размере средних цен закупки данных материалов, в соответствии с заключенными договорами поставки, а также рыночных цен на аналогичное сырье. Данный расчет учитывает тот факт, что ОАО «ЧМК» на дату оценки функционирует в рамках Группы компаний Мечел, а поставка части сырья осуществляется через торговых операторов Группы.

#### Прогноз ценового фактора

##### **Прогноз цен на кокс**

Прогноз цен на кокс мы напрямую увязываем с изменением цен на коксующийся уголь (концентрат), который является основным сырьем коксохимического производства и металлургии. Свои прогнозы изменения цен на кокс мы строили на основании прогнозов ведущих мировых аналитических организаций, имевших место в первом полугодии 2007 г. с учетом российской особенности угледобывающей отрасли.

Таблица 71. Консенсус-прогноз изменения цен на концентрат коксующегося угля

<b>Semi-Soft Coking Coal<sup>44</sup> (\$/tonne)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
UBS (April 2007)	69	67	50	43		
Morgan Stanley (May 2007)	64	65	68	62	58	55
CitiGroup (June 2007)	65	70	70	70		
<b>Консенсус-прогноз мировых цен на концентрат, \$/т</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>63</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>55</b>

Мы приняли во внимание существенный фактор, касающийся российского рынка коксующегося угля, который имел место в первом полугодии. Две крупные аварии на шахтах «Южжубассугля», произошедшие весной этого года и унесшие жизни 150 человек, привели к разогреву российского рынка коксующегося угля. Деятельность шахт была приостановлена К середине лета начала складываться тенденция к дефициту коксующегося угля, цены на который резко пошли вверх. Учитывая данное обстоятельство мы сделали предположение о том, что внутрен-

<sup>43</sup> Прогноз амортизационных отчислений представлен в разделе «Прогноз амортизационных отчислений».

<sup>44</sup> Аналог российского концентрата коксующегося угля.

ние цены к концу года (т.е. к моменту возобновления работы шахт) могут достигнуть 120 \$/т<sup>45</sup>. Таким образом, средняя цена на концентрат коксующихся углей во втором полугодии 2007 года может составить 96 \$/т. Для справки: средняя цена на концентрат в первом полугодии составляла 70 \$/т. Таким образом, мы прогнозируем индекс увеличения цены на концентрат во 2 полугодии 2007 г. на 40%, относительно первого полугодия.

В дальнейшем мы прогнозируем изменение цен на основе динамики мировых цен с учетом изменения курса доллара, однако, при этом внутренняя цена останется выше среднемировых, что связано, прежде всего, с повышенным спросом на коксующийся уголь со стороны стремительно развивающейся российской металлургии и с периодически возникающим дефицитом отдельных марок высококачественных углей для производства кокса.

Таблица 72. Расчет индекса изменения цен на кокс в прогнозном периоде

Показатель	2007	I-II кв. 2007	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Прогноз среднероссийских цен на концентрат, \$/т	96	70	120	100	88	82	81	77
Прогноз среднероссийских цен на концентрат, руб./т	2 483	1 827	3 108	2 590	2 312	2 217	2 263	2 187
<b>Прогнозный индекс цен на кокс</b>			<b>40,00%</b>	<b>4,31%</b>	<b>-10,74%</b>	<b>-4,11%</b>	<b>2,06%</b>	<b>-3,32%</b>

В качестве начальных значений использовались средние цены закупки коксовой продукции, сложившиеся в I п/г 2007 года:

Таблица 73. Средние цены закупки коксовой продукции в I п/г 2007 г

Наименование продукции	Ед. изм.	Цена закупки в I-II кв. 2007 г
кокс	руб./т	3 572
коксвая мелочь	руб./т	1 802

### Прогноз цен на железорудное сырье

Ценообразование в России хотя и не следует полностью по фарватеру мировых цен, однако во многом повторяет их динамику. Мы проанализировали динамику изменения внутренних цен на ЖРС и цен мирового рынка.

Таблица 74. Мировые цены на железорудное сырье (в центах за % содержания Fe в 1 тонне)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 1 п/г	Содержание Fe в руде, %
<b>Японский рынок<sup>46</sup></b>										
<b>Австралия, FOB</b>										
VHP Billiton, крупнокусковая руда	34,83	36,84	38,03	36,13	39,35	46,68	78,77	93,74		64%
VHP Billiton, мелкодробленая руда	26,63	27,79	28,98	28,28	30,83	36,57	61,72	73,45		64%
VHP Billiton, мелкодробленая руда Yandi	25,03	26,12	27,24	26,58	28,98	34,38	58,02	69,04		64%
Rio Tinto, мелкодробленая руда Hamersley Iron		27,35	28,52	27,83	30,34	35,99	61,72	73,45		64%
Rio Tinto, мелкодробленая руда Yandi		25,71	26,81	26,16	28,52	33,83	58,02	69,04		64%
Rio Tinto, крупнокусковая руда	34,83	36,84	38,03	36,13	39,35	46,68	78,77	93,74		64%
<b>Бразилия, FOB</b>										
CVRD, мелкодробленая руда Itabira	23,87	24,91	25,98	25,36	27,64	32,79	55,34	65,86	72,11	58%
CVRD, мелкодробленая руда Carajas	24,37	25,41	26,48	25,86	28,14	33,29	56,18	66,85	73,2	58%
<b>Китайский рынок</b>										
<b>Бразилия, FOB</b>										
CVRD, мелкодробленая руда Itabira					27,2	32,27	55,34	65,86	72,11	58%
CVRD, мелкодробленая руда Carajas					27,7	32,76	56,18	66,85	73,2	58%
CVRD, Бразилия окатыши BFP Tubarao								112,04	117,96	58%
CVRD, Бразилия окатыши BFP Sao Luis								115,01	121,08	58%
VHP Billiton, крупнокусковая руда						45,93	78,77	93,74	102,64	58%
VHP Billiton, мелкодробленая руда						35,99	61,72	73,44	80,42	58%
<b>Европейский рынок<sup>47</sup></b>										
<b>Бразилия, FOB</b>										
CVRD, мелкодробленая руда Itabira	26,96	27,67	28,92	28,62	31,04	36,45	62,51	74,39	81,46	58%
CVRD, мелкодробленая руда Carajas	27,59	28,79	30,03	29,31	31,95	37,9	65	77,35	84,7	58%
<b>ЮАР</b>										
Kumba Resources, мелкодробленая руда	21,37	22,3	23,26	22,7	24,72	29,35	50,34			62%

<sup>45</sup> Данный прогноз подтверждается тем, что уже в августе цены на коксующийся уголь достигли 100 долларов США за тонну (Источник: публикация от 23.08.2007г. MetalTop.PY со ссылкой на газету «Ведомости»).

<sup>46</sup> За процент содержания в сухой длинной тонне (1016 кг).

<sup>47</sup> За процент содержания в сухой метрической тонне (1000 кг).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 1 п/г	Содержание Fe в руде, %
Kumba Resources, крупнокусковая руда	29,7	31,41	32,42	30,8	33,54	39,79	68,24			62%
<b>Окатыши, концентрат, FOB</b>										
QCM, Канада окатыши	47,15	50,6	51,53	48,3	53,22	64,5	120,06			40%
QCM, Канада концентрат				29	31,8	38,9	66,71			40%
Samarso, Бразилия окатыши				51,36	51,36	60,86	113,62			58%
LKAB, Швеция окатыши КРВО	48,7	53	54,08	49,95	55,62	69,25	128	122,2		53%
CVRD, Бразилия окатыши BFP Tubarao	46,46	49,24	50,1	47,36	52	61,88	115,51	112,04	117,96	58%
CVRD, Бразилия окатыши BFP Sao Luis	46,46	49,24	50,1	47,36	52,96	63,6	118,57	115,01	121,08	58%

Источник: <http://www.metaltorg.ru/worldprice/rowstaf.php>, ИАЦ «Минерал» «Среднегодовые цены на важнейшие виды минерально-сырьевой продукции в 2002-2006 гг.», 2007 г.

На основании данных о содержании железа в руде<sup>48</sup> были определены среднегодовые цены на укрупненные группы ЖРС по основным рынкам за период с 1999 по 1 п/г 2007 г.

Таблица 75. Средние мировые цены на основные группы ЖРС, \$/т<sup>49</sup>

Виды сырья	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	I-II кв. 2007
Крупнокусковая руда	20,8	22,0	22,7	21,5	23,5	27,5	46,8	57,5	59,5
Мелкодробленая руда	11,7	15,9	16,5	16,2	17,3	20,5	35,0	42,1	44,3
Концентрат				11,6	12,7	15,6	26,7		
Окатыши	24,6	26,4	27,2	26,1	28,3	34,1	63,5	65,6	69,3
<b>Средняя цена на ЖРС</b>	<b>19,02</b>	<b>21,39</b>	<b>22,13</b>	<b>18,85</b>	<b>20,44</b>	<b>24,43</b>	<b>43,00</b>	<b>55,07</b>	<b>57,72</b>

Источник: Расчеты компании Росэкспертиза

Динамика внутренних цен на основные группы ЖРС выглядит следующим образом:

Виды сырья	2002	2003	2004	2005	2006	I-II кв. 2007
Руда	5,14	6,32	12,70	18,29	20,89	28,00
Концентрат	11,90	15,71	33,11	42,65	47,44	64,00
Окатыши	14,86	23,14	51,79	70,84	59,20	85,00

Источник: Федеральная антимонопольная служба РФ, доклад «Ситуация сложившаяся на рынке железорудного сырья», 06 июля 2007

На протяжении последних лет российский рынок ЖРС развивался в определенной изолированности от остального мира. Вопреки общемировой тенденции горизонтальной интеграции в отрасли, большинство отечественных производителей ЖРС вошли в состав металлургических холдингов и, по сути, стали сырьевыми придатками сталелитейных компаний. В условиях ограниченности свободного внутреннего рынка, объединение двух крупнейших производителей - Михайловского и Лебединского ГОКов - фактически привело к образованию монополии в отрасли. При этом импорт ЖРС в Россию сдерживается высокими транспортными расходами, а также нехваткой портовых мощностей и инфраструктуры. В таких условиях независимые производители ЖРС имеют возможность поддерживать внутренние цены выше, чем на мировом рынке.

Проведя сопоставление динамики среднемировых и внутренних цен на основные группы ЖРС можно сделать вывод о том, что динамика внутренних цен достаточно близко коррелирует с мировыми. Дальнейший прогноз цен на ЖРС основан на прогнозах экспертов ведущих зарубежных отраслевых аналитических агентств и инвестиционных банков, опубликованных в первом полугодии 2007 г. Вместе с тем, большинство прогнозов ограничивается 2008 годом.

Так, в 2008 году стоимость ЖРС также повысится в пределах 10 %. С одной стороны, рынок продолжает испытывать некоторый дефицит сырья как вследствие продолжающегося сталелитейного бума в КНР, так и из-за ограниченных возможностей железорудных компаний по увеличению предложения. Большинство отраслевых экспертных групп сходятся во мнении, что избыток ЖРС наступит в 2009-2010 годах. Цены по спотовым поставкам уже успели вырасти за пять месяцев 2007 года на 20-25%. С другой стороны, спрос на импортную руду в Китае резко упал после введения в стране 1 июня экспортных пошлин на сталь.

За основу базового прогноза цен на ЖРС в 2008 г. нами были приняты прогнозы изменения цен, предложенные ведущими зарубежными аналитиками. Изменение цен в последующий период базировались на долгосрочных прогнозах: Goldman Sachs и Credit Suisse Group, с учетом изменения курса доллара в прогнозном периоде.

Источник	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
RBC Capital	10%	5%			
Goldman Sachs (new)	9%	5%	-15%	-10%	
Credit Suisse Group	10%	3,20%	0%	0%	-7%
Macquarie Bank	10%				

<sup>48</sup> ИАЦ «Минерал» Статистический справочник «Минеральные ресурсы мира» на 01.01.2005, том 1, раздел «Железные руды».

<sup>49</sup> Цена за сухую длинную тонну на китайском и японском рынках приведена к единой цене - за 1 метрическую тонну.



Источник	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
UBS	10%				
Citigroup	9%				
Daiwa Securities SMBC	10%				
Deutsche Bank	10%				
<b>Консенсус-прогноз индекса цен на ЖРС до 2012 г.</b>	<b>9,69%</b>	<b>4,40%</b>	<b>-7,50%</b>	<b>-5,00%</b>	<b>-7,00%</b>
Прогнозный курс доллара США, руб./\$	25,9	26,4	27,2	27,9	28,4
<b>Прогноз индекса внутренних цен на ЖРС</b>	<b>9,27%</b>	<b>6,42%</b>	<b>-4,70%</b>	<b>-2,68%</b>	<b>-5,19%</b>

Источник: Металторг.РУ, Агентство INFOline, Интерфакс-Украина, Металлопрокат.РУ

В качестве начальных значений использовались средние цены закупки основных групп ЖРС, сложившиеся в 1 п/г 2007 года:

Таблица 76. Средние цены закупки основных групп ЖРС в 1п /г 2007 г

Наименование продукции	Ед. изм.	Цена закупки в I-II кв. 2007 г.
окатыши железорудные	руб. / т	2 237
прочее ЖРС	руб. / т	1 826

### Прогноз цен на ферросплавы

Прогноз индекса цен на ферросплавы базировался на анализе исторических мировых тенденций по основным видам ферросплавов. Мы проанализировали средние цены на ферросплавы на основных мировых рынках за период 2000 – 1 п/г 2007 г. и вывели сводный индекс мировых цен.

Таблица 77. Средние мировые цены на основные виды ферросплавной продукции за период 2000-1 п/г 2007 г.

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	I-II кв. 2007
Ферромарганец, \$/т	683	660	583	639	1 419	889	923	1 479
Индекс		-3,4%	-11,7%	9,7%	122,0%	-37,3%	3,8%	60,2%
Силикомарганец, \$/т	628	616	507	590	1 248	751	753	1 420
Индекс		-1,9%	-17,8%	16,6%	111,4%	-39,8%	0,3%	88,5%
Ферросилиций, \$/т	736	671	651	800	950	835	915	1 188
Индекс		-8,8%	-3,0%	22,8%	18,8%	-12,1%	9,6%	29,8%
Феррохром, \$/т	1 137	985	1 089	1 211	1 913	1 977	1 853	2 969
Индекс		-13,4%	10,6%	11,2%	58,0%	3,3%	-6,3%	60,2%
Феррованадий, \$/т	10 570	8 350	8 520	11 784	27 994	72 821	39 546	38 618
Индекс		-21,0%	2,0%	38,3%	137,6%	160,1%	-45,7%	-2,3%
Ферромolibден, \$/т	6 970	6 529	9 759	13 063	38 378	79 347	58 816	71 169
Индекс		-6,3%	49,5%	33,9%	193,8%	106,7%	-25,9%	21,0%
<b>Сводный индекс по ферросплавам</b>		<b>-9,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>22,1%</b>	<b>106,9%</b>	<b>30,2%</b>	<b>-10,7%</b>	<b>42,9%</b>

Источник: МеталТорг.РУ

Затем мы сопоставили изменение индекса цен на ферросплавы и исторического индекса цен на ГК прокат.

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	I-II кв. 2007
Прокат EU export HRC (US\$/t)	297	213	257	289	515	477	503	584
Индекс		24,2%	-28,5%	21,0%	12,4%	78,2%	-7,5%	5,5%
								16,1%

Источник: UBS

На основе регрессионного анализа было выявлено, что в целом динамика индексов цен на ферросплавы следует динамике цен на ГК прокат<sup>50</sup>. Таким образом, установлена близкая взаимосвязь между долгосрочными тенденциями изменения мировых цен на сталь и цен на ферросплавы. На основе уравнения линейной регрессии с учетом изменения курса доллара США были определены индексы изменения цен на ферросплавы в 2008-2010 гг.

Данное уравнение имеет следующий вид:  $Y=1,0472 \cdot X+0,1186$ , где:  $y$  – зависимая переменная (индекс мировой цены на ферросплавы),  $x$  – независимая переменная (индекс мировой цены на г/к прокат),  $a$  и  $b$  – параметры регрессии. Дальнейший прогноз индекса цен опирался на прогнозы зарубежных аналитиков<sup>51</sup>, по мнению которых в долгосрочной перспективе следует ожидать ежегодного 2,5% изменения цен на ферросплавы.

Таблица 78. Расчет индекса цен на ферросплавы в прогнозном периоде

Показатель	2008	2009	2010	2011	2012
Индекс изменения цен на г/к прокат, % <sup>52</sup>	-8%	-4%	-10%	1%	0%
Индекс изменения цен на ферросплавы, %	4%	8%	1%	2,5%	2,5%

<sup>50</sup> Коэффициент аппроксимации составил 0,72.

<sup>51</sup> В частности прогнозы банка UBS.

<sup>52</sup> В валютном выражении.

Показатель	2008	2009	2010	2011	2012
Прогнозный курс доллара США, руб./\$	25,9	26,4	27,2	27,9	28,4
Прогнозный индекс цен на ферросплавы, %	3,57%	10,13%	4,56%	5,00%	4,50%

Источник: UBS, CRU, расчеты Компании Росэкспертиза

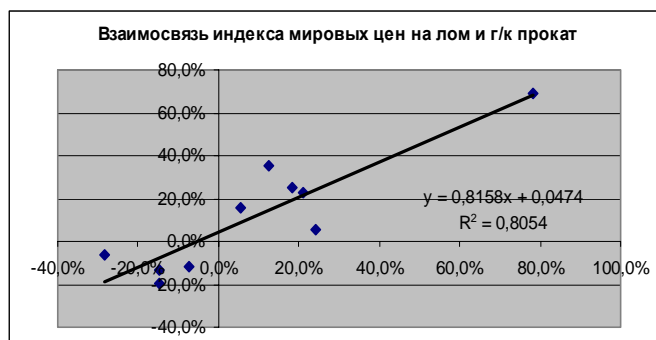
В качестве начальных значений использовались средние цены закупки ферросплавов в 1 п/г 2007 года в размере 61 618 руб./т (без НДС).

### Прогноз цен на металлический лом

Для прогнозирования цен на лом мы проанализировали взаимосвязь изменения индекса мировых цен на ГК прокат, на ЖРС и индексы среднемировых цен на стальной лом за предыдущие периоды. В качестве исходных данных были использованы среднеевропейские цены на металлопродукцию и стальной лом.

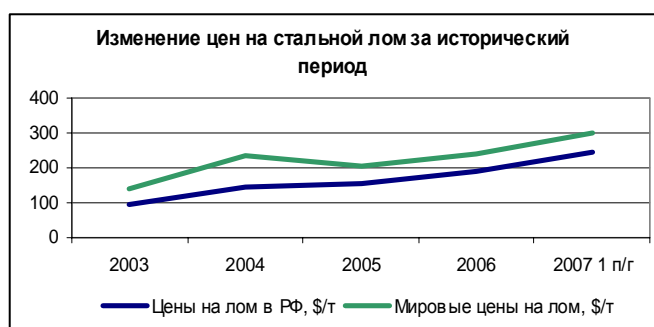
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	I-II кв. 2007
Цены на стальной лом HMS1 (FOB Роттердам),\$/т	120	96,5	84	88,75	83,25	102,5	139	235	207,5	240,5	301
Индекс		-19,6%	-13,0%	5,7%	-6,2%	23,1%	35,6%	69,1%	-11,7%	15,9%	25,2%
Прокат EU export HRC (US\$/t)	330	281	239	297	213	257	289	515	477	503	584
Индекс		-14,9%	-14,7%	24,2%	-28,5%	21,0%	12,4%	78,2%	-7,5%	5,5%	16,1%
Мировые цены на ЖРС, \$/т			19,0	21,4	22,1	18,9	20,4	24,4	43,0	55,1	57,7
Индекс				12,5%	3,5%	-14,8%	8,4%	19,5%	76,0%	28,0%	4,8%

Источник: МеталТорг.PY, UBS, CRU



Регрессионный анализ установил тесную взаимосвязь между изменением цен на ГК прокат и цен на стальной лом. Коэффициент аппроксимации при этом составил 0,8054. Напротив аналогичный анализ изменения цен на ЖРС и цен на стальной лом не выявил такой взаимосвязи.

Кроме этого, мы приняли во внимание, что долгосрочные тенденции изменения внутрироссийских цен в целом совпадают с мировыми, разница определяется лишь абсолютным значением цен мирового рынка и внутренних цен.



Изменение внутрироссийских цен, мы прогнозировали основываясь на уравнении регрессии, описывающем взаимосвязь мировых цен на лом и цен на ГК прокат с учетом изменения курса доллара в прогнозном периоде.

Данное уравнение имеет следующий вид:

$$Y=0,8158*X+0,0474,$$

где: y – зависимая переменная (индекс мировой цены на лом), x – независимая переменная (индекс мировой цены на г/к прокат), а и b – параметры регрессии.

Мы также приняли во внимание увеличение спроса на стальной лом в России в связи с модернизацией и вводом новых мощностей в электросталеплавильном секторе металлургии, а также незначительные инвестиции в российскую ломосборочную отрасль. Поэтому в своих прогнозах мы допустили, что в ближайшие два года из-за повышенного спроса цены на лом в России будут расти и постепенно приблизятся к мировым.

В качестве базового значения среднемировой цены на стальной лом использовалась средняя цена на европейском рынке<sup>53</sup>, сложившаяся за первое полугодие 2007 г., в качестве базовой цены лома в РФ использовалась средняя закупочная цена ведущих российских сталепроизводителей: Северсталь, НЛМК, ММК<sup>54</sup>.

Таблица 79. Расчет изменения прогнозного индекса внутренних цен на стальной лом

Показатель	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Индекс изменения цен на г/к прокат, % (в долларах США)	-7,5%	-3,6%	-9,9%	1,1%	0,0%	2,5%
Прогнозный индекс мировых цен на стальной лом, %	-1,4%	1,8%	-3,3%	5,6%	4,7%	6,8%
Среднемировая цена на стальной лом, \$/т	297	302	292	308	323	345
Цена на стальной лом в РФ, \$/т	274	302	292	308	323	345
Прогнозный курс доллара США, руб./\$	25,9	26,4	27,2	27,9	28,4	28,8
<b>Прогнозный индекс внутрироссийских цен на лом, %</b>	<b>10,50%</b>	<b>12,35%</b>	<b>-0,41%</b>	<b>8,21%</b>	<b>6,75%</b>	<b>8,34%</b>

В качестве начальных значений использовались средние цены закупки лома в 1 п/г 2007 года в размере 6 391 руб./т (без НДС).

#### **Прочие материальные затраты и прочие расходы**

Прогноз прочих материальных затрат осуществлялся, исходя из ретроспективных данных, предоставленных менеджментом ОАО «ЧМК» за 1 полугодие 2007 г. В связи с тем, что размер данного вида операционных расходов обусловлен объемами производства и реализации металлопродукции, их прогнозирование базировалось исходя из удельного размера затрат на 1 тонну реализованной металлопродукции.

Удельные показатели прочих материальных затрат и прочих расходов корректировались с учетом фактора инфляции во 2 полугодии 2007 г., 2008 – 2012 гг.

#### **Прогноз вознаграждения за использование Товарных знаков**

Прогноз затрат на бирки и горячие клейма осуществлен на основании действующего Лицензионного Договора на использование товарных знаков № 01 от «17» июня 2004 года и Дополнительного соглашения к нему № 01 от «02» сентября 2004 года.

С одной стороны, по условиям данных договоров выступает ОАО «Стальная группа Мечел» - организация, обладающая соответствующими товарными знаками (Лицензиар), с другой стороны, - ОАО «ЧМК» - (Лицензиат). Ежемесячный размер вознаграждения за использование каждого Товарного знака определяется в процентном отношении от стоимости отгруженной за один календарный месяц (далее – Отчетный период) продукции с использованием соответствующего Товарного знака без учета НДС и стоимости железнодорожного тарифа, плюс НДС в соответствии с законодательством РФ. В случае, если в Отчетный период Лицензиат не применял Товарный знак на отгруженной продукции, вознаграждение по не примененному Товарному знаку составляет фиксированный платеж в размере 1 000 (одна тысяча) рублей, плюс НДС в соответствии с законодательством РФ.

Величина вознаграждения за использование Товарных знаков в рамках данного Отчета определяется долей продукции, отгруженной с использованием соответствующего Товарного знака в первом полугодии 2007 года, в общем объеме реализованной металлопродукции, а также суммой вознаграждения Лицензиара на одну тонну реализованной продукции (отдельно для бирок и горячих клейм), без учета НДС.

#### **Расходы на электроэнергию и природный газ**

Расчет в рамках условно-переменных затрат основан на фактически сложившемся уровне соответствующих расходов за 6 месяцев 2007 года. Прогнозная структура затрат на электроэнергию и природный газ была принята аналогично ретроспективной (за 1 полугодие 2007 года). Удельные показатели каждого из видов расходов на тонну реализованной металлопродукции корректировались на уровень прогнозного изменения тарифов на электроэнергию и природный газ, приведенный в разделе «Макроэкономические допущения».

Таблица 80. Прогноз условно-переменных затрат (ед. изм. - тыс. рублей)

Наименование показателя	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Сырье и материалы	19 151 149	35 435 558	37 638 481	46 548 464	48 687 212	48 941 753
кокс	4 829 133	7 753 882	7 038 669	8 477 167	8 814 181	8 521 550
коксовая мелочь	329 610	529 236	480 420	578 604	601 607	581 633
окатыши	2 319 308	4 551 245	4 925 700	5 895 867	5 845 551	5 542 167
прочее ЖРС	3 752 421	7 363 485	7 969 317	9 538 957	9 457 551	8 966 704
ферросплавы	3 621 099	6 735 118	7 543 368	9 906 443	10 596 995	11 073 859
лом	4 020 106	7 977 570	9 115 031	11 401 467	12 569 090	13 417 503
электроды	279 472	525 022	565 976	749 959	802 237	838 337

<sup>53</sup> (FOB Роттердам).

<sup>54</sup> Источник: МеталТорг.РУ.

Наименование показателя	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Прочие материальные затраты и прочие расходы	2 501 381	4 701 028	5 067 732	6 715 112	7 183 234	7 506 488
Лицензионные платежи	154 705	285 378	288 864	361 098	366 133	364 389
Расходы на электроэнергию	311 863	615 227	728 898	1 057 392	1 228 045	1 371 725
Расходы на природный газ	514 897	1 117 842	1 451 739	2 328 427	2 929 580	3 494 989
<b>Итого условно-переменные затраты</b>	<b>22 633 995</b>	<b>42 155 033</b>	<b>45 175 714</b>	<b>57 010 493</b>	<b>60 394 204</b>	<b>61 679 344</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

#### Прогноз условно-постоянных затрат (без учета амортизации)

Расчет постоянных затрат в прогнозном периоде основан на фактически сложившемся уровне расходов по результатам 1 полугодия 2007 года. Прогнозная структура условно-постоянных расходов соответствует ретроспективной.

Изменение прогнозного уровня затрат осуществляется с учетом фактора инфляции и индексов удорожания, характеризующих изменение тех или иных затрат Компании.

Изменение прогнозного уровня тарифов на электроэнергию и природный газ корректировалось с учетом индексов, приведенных в разделе «Макроэкономические допущения» (аналогично соответствующим условно-переменным расходам).

Прогноз затрат на персонал осуществлялся нами, исходя из прогноза количества работников и расчетной величины заработной платы на одного человека с учетом темпов фактора инфляции, приведенных в разделе «Макроэкономические допущения». Размер отчислений на социальные нужды был принят нами на уровне эффективной ставки единого социального налога<sup>55</sup> и страхового тарифа на обязательное социальное страхование от несчастных случаев на производстве и профессиональных заболеваний<sup>56</sup> в размере 27,9% от фонда оплаты труда на весь прогнозный период без учета влияния прогрессирующего фактора.

В состав прочих расходов на оплату труда входят выплаты социального характера, связанные с предоставлением работникам социальных льгот<sup>57</sup>. При построении прогноза затрат на персонал мы учитывали сохранение действующих социальных программ для работников Предприятия и соответствующее сохранение имеющихся расходов на социальные нужды. Величина социальных расходов, учитываемых при построении денежных потоков, была скорректирована с учетом фактической доли данных расходов в совокупной выручке за 1 полугодие 2007 г., составившей 0,065%.

#### **Прогноз затрат на услуги в области управления**

Прогноз затрат на услуги в области управления осуществлен на основании действующего Договора о передаче полномочий исполнительного органа ОАО «Челябинский металлургический комбинат» (далее Управляемая организация) управляющей организации – ООО «Управляющая компания Мечел» от «01» июля 2006 года.

На основании пункта 1 статьи 69 Федерального закона Российской Федерации «Об акционерных обществах» и решения общего собрания акционеров Управляемой организации (Протокол б/н от 12 мая 2006 г.), принятого на основании предложения Совета директоров Управляемой организации, Управляемая Организация передает, а Управляющая Организация принимает на себя полномочия единоличного исполнительного органа Управляемой Организации, определенные Уставом Управляемой Организации, иными ее внутренними документами и действующим законодательством РФ, в порядке и на условиях, установленных данным Договором.

Суммарный размер вознаграждения за исполнение Управляющей Организацией обязательств по настоящему договору составляет не более 240 000 000 (Двести сорок миллионов) рублей в год. При этом размер вознаграждения Управляющей Организации за каждый квартал равен сумме показателей, определяемой в зависимости от уровня достигнутых плановых показателей деятельности Управляемой Организации, и 1% чистой прибыли Управляемой Организации за истекший квартал. Стороны договорились о том, что в любом случае размер вознаграждения не может превышать 60 000 000 (Шестьдесят миллионов) рублей в квартал, в том числе НДС.

<sup>55</sup> Базовая ставка ЕСН, установленная в соответствии с гл. 24 ст. 241 части 2 Налогового Кодекса РФ, с 01.01.2005 года составляет 26%.

<sup>56</sup> В соответствии с Федеральным законом от 19 декабря 2006 г. N 235-ФЗ «О страховых тарифах на обязательное социальное страхование от несчастных случаев на производстве и профессиональных заболеваний на 2007 год» для XVI класса профессионального риска (соответствующего виду экономической деятельности оцениваемого Предприятия) установлен страховой тариф в размере 1,9 % к начисленной оплате труда по всем основаниям (доходу) застрахованных.

<sup>57</sup> Выплаты социального характера за 2004 -2006 г., 1 пол. 2007 г., по данным бухгалтерии Компании, состоят из следующих платежей: выходные пособия при расторжении трудового договора; единовременные пособия при выходе на пенсию, при увольнении по инвалидности; материальная помощь, предоставляемая работникам при рождении ребенка, по семейным обстоятельствам, на погребение, на медикаменты и др.; страховые платежи, уплачиваемые организацией по договорам добровольного медицинского страхования.

Начиная с 2008 г., величина вознаграждения Управляющей Организации в рамках расчета ежегодных условно-переменных затрат определена в сумме 240 000 000 (Двести сорок миллионов) рублей без учета НДС, без учета влияния прогрессирующего фактора. Сумма расходов на услуги в области управления за 2 полугодие 2007 года составила 101 695 тыс. рублей.

Таблица 81. Прогноз условно-постоянных затрат (ед. изм. - тыс. рублей)

Наименование показателя	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Расходы на электроэнергию	428 878	941 896	1 097 308	1 267 391	1 444 826	1 613 870
Расходы на природный газ	913 688	2 207 133	2 818 509	3 599 236	4 445 056	5 302 952
Расходы на оплату труда, включая отчисления на социальные нужды	2 321 024	4 461 042	4 725 607	4 994 302	4 977 707	5 200 167
Прочие расходы,	934 880	1 955 935	2 073 291	2 187 322	2 296 688	2 400 039
Затраты на услуги в области управления	101 695	203 390	203 390	203 390	203 390	203 390
<b>Итого условно-постоянные расходы (без учета амортизации)</b>	<b>4 700 164</b>	<b>9 769 396</b>	<b>10 918 105</b>	<b>12 251 641</b>	<b>13 367 667</b>	<b>14 720 419</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

### Расчет совокупной себестоимости

Расчет совокупной себестоимости ОАО «Челябинский металлургический комбинат» представлен в следующей таблице.

Таблица 82. Прогноз совокупной производственной себестоимости ОАО «ЧМК» (ед. изм. - тыс. рублей)

Наименование показателя	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Условно-переменные затраты	22 633 995	42 155 033	45 175 714	57 010 493	60 394 204	61 679 344
Условно-постоянные затраты	4 700 164	9 769 396	10 918 105	12 251 641	13 367 667	14 720 419
Амортизация основных фондов	427 298	984 786	1 274 749	1 544 051	1 645 041	1 687 732
<b>Итого совокупная себестоимость, в том числе:</b>	<b>27 761 458</b>	<b>52 909 215</b>	<b>57 368 568</b>	<b>70 806 185</b>	<b>75 406 912</b>	<b>78 087 495</b>
<i>Себестоимость производства (без учета амортизации)</i>	<i>25 444 285</i>	<i>48 334 391</i>	<i>52 215 511</i>	<i>64 473 373</i>	<i>68 662 000</i>	<i>71 117 509</i>
<i>Коммерческие расходы (без учета расходов сбытовых компаний)</i>	<i>824 593</i>	<i>1 566 411</i>	<i>1 692 190</i>	<i>2 089 440</i>	<i>2 225 184</i>	<i>2 304 762</i>
<i>Управленческие расходы (без учета расходов сбытовых компаний)</i>	<i>1 065 281</i>	<i>2 023 626</i>	<i>2 186 118</i>	<i>2 699 321</i>	<i>2 874 687</i>	<i>2 977 492</i>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

### ПРОГНОЗ КОММЕРЧЕСКИХ И УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РАСХОДОВ

Величина коммерческих и управленческих расходов Компании была учтена в полной себестоимости. Прогнозная структура расходов принята в соответствии с ретроспективной.

В рамках настоящего подхода при построении дисконтированного денежного потока мы исходили из предположения, что ОАО «Челябинский металлургический комбинат» ведет самостоятельную деятельность и реализует товарную продукцию на рынке по рыночным условиям (не учитывая при этом существующую схему реализации посредством участия торговых операторов Группы).

При расчете суммарных коммерческих и управленческих расходов были также учтены коммерческие и управленческие затраты, понесенные при реализации продукции ОАО «ЧМК» сбытовыми компаниями Группы (ООО «Торговый Дом Мечел» и компанией «Мечел Трейдинг») в I-II кв. 2007 г.

Таблица 83. Сведения о сбытовых компаниях Группы

Наименование компании	Координаты
ООО «Торговый Дом Мечел»	125993, г. Москва, ул. Красноармейская, д. 1. Телефон: (495) 221-88-88. Факс: (495) 221-88-00. E-mail: reception@tdmechel.ru
Мечел Трейдинг ЛТД, Цуг, филиал в Шаане	Im alten Riet 102 9494 Schaan, Liechtenstein. Телефон: + 423 235 50 40. Факс: + 423 235 50 45. E-mail: mecheltrading@mechelgroup.ch.

Источник: данные Компании «Мечел» (<http://www.mechel.ru>)

Прогноз коммерческих расходов в части расходов торговых операторов Группы, непосредственно связанных с транспортировкой продукции ЧМК, осуществлялся исходя из расходов на тонну реализованной продукции по итогам 2006 г. и первого полугодия 2007 г. В последующие периоды удельные расходы корректировались на уровень прогнозной инфляции (в России – для расходов, понесенных ООО «Торговый Дом Мечел», в США с учетом изменения курса доллара – для расходов, понесенных Мечел Трейдинг).

Прочие коммерческие и управленческие расходы продукции принимались как условно-постоянные расходы на уровне 1 полугодия 2007 г. и в последующие годы корректировались на прогнозный уровень инфляции.

Расчет коммерческих и управленческих расходов, понесенных сбытовыми компаниями Группы при реализации продукции ОАО «ЧМК», и дальнейший прогноз данного вида расходов представлен в нижеследующей таблице.

Таблица 84. Расчет и прогноз коммерческих и управленческих расходов

Наименование показателя	Ед. изм.	2006	I-II кв. 2007	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>расходы ООО «ТД «Мечел»</b>									
Объем металлопродукции, реализуемой через ООО «ТД «Мечел»	тонн	1 618 597	867 834	1 135 562	2 132 601	2 036 608	2 957 853	3 700 220	3 714 498
Тариф	тыс. руб. / тонн	0,75	0,78	0,81	0,85	0,90	0,95	1,00	1,05
<b>Расходы ООО «ТД «Мечел» на транспортировку</b>	тыс. руб.	<b>1 218 395</b>	<b>679 720</b>	<b>919 805</b>	<b>1 812 711</b>	<b>1 832 947</b>	<b>2 809 960</b>	<b>3 700 220</b>	<b>3 900 222</b>
<b>Прочие расходы ООО ТД «Мечел»</b>	тыс. руб.	<b>198 972</b>	<b>77 819</b>	<b>80 685</b>	<b>168 807</b>	<b>178 935</b>	<b>188 777</b>	<b>198 216</b>	<b>207 135</b>
<b>Итого расходы, понесенные ООО «ТД «Мечел»</b>	тыс. руб.	<b>1 417 367</b>	<b>757 539</b>	<b>1 000 490</b>	<b>1 981 518</b>	<b>2 011 882</b>	<b>2 998 737</b>	<b>3 898 436</b>	<b>4 107 357</b>
<b>расходы Mechel Trading</b>									
объем металлопродукции, реализуемой через Mechel Trading	тонн	1 204 000	692 543	462 847	837 672	1 072 554	1 189 586	713 880	699 602
тариф	тыс. \$/тонн	0,064	0,065	0,066	0,068	0,070	0,072	0,074	0,076
<b>расходы Mechel Trading на транспортировку</b>	тыс. \$	<b>77 056</b>	<b>45 015</b>	<b>30 548</b>	<b>56 962</b>	<b>75 079</b>	<b>85 650</b>	<b>52 827</b>	<b>53 170</b>
удельный показатель: прочие условно-переменные расходы / объемом реализации	тыс. \$/тонн	0,0099	0,0100	0,0101	0,0103	0,0106	0,0109	0,0112	0,0115
<b>прочие условно-переменные расходы Mechel Trading</b>	тыс. \$	<b>11 875</b>	<b>6 925</b>	<b>4 675</b>	<b>8 628</b>	<b>11 369</b>	<b>12 966</b>	<b>7 995</b>	<b>8 045</b>
<b>Прочие расходы Mechel Trading</b>	тыс. \$	<b>2 730</b>	<b>2 761</b>	<b>2 793</b>	<b>5 693</b>	<b>5 841</b>	<b>5 987</b>	<b>6 136</b>	<b>6 290</b>
<b>Итого расходы, понесенные Mechel Trading</b>	тыс. руб.	<b>2 493 182</b>	<b>1 426 145</b>	<b>985 690</b>	<b>1 846 224</b>	<b>2 436 425</b>	<b>2 845 209</b>	<b>1 865 704</b>	<b>1 917 629</b>
<b>Итого коммерческие и управленческие расходы сбытовых компаний</b>	тыс. руб.	<b>3 910 549</b>	<b>2 183 684</b>	<b>1 986 180</b>	<b>3 827 742</b>	<b>4 448 307</b>	<b>5 843 946</b>	<b>5 764 140</b>	<b>6 024 986</b>

Источник: данные Компании «Мечел», расчеты Компании Росэкспертиза

### ПРОЦЕНТЫ К ПОЛУЧЕНИЮ И ПРОЦЕНТЫ К УПЛАТЕ

Поскольку в рамках настоящей оценки рассчитывается денежный поток для всего инвестированного капитала, то при прогнозе величины чистой прибыли учитывать выплаты процентов по кредитам, займам нет необходимости. Вследствие этого нами не прогнозировались доходы и расходы в виде процентов по договорам займов, кредитов, прочим долговым обязательствам.

### ПРОГНОЗ НАЛОГОВ И СБОРОВ

В соответствии с налоговым законодательством при прогнозе доходов и расходов необходимо учесть суммы уплачиваемых налогов, относимые на финансовые результаты деятельности. К данной группе налогов и сборов для оцениваемой Компании относятся:

- единый социальный налог;
- налог на имущество;
- налог на прибыль.

Единый социальный налог. Как было отмечено выше, в соответствии с Главой 24 Налогового Кодекса РФ, ставка ЕСН с 01.01.05 г. составляет 26%. Налогооблагаемой базой является сумма всех выплат или вознаграждений начисляемых в пользу физических лиц.

Налог на имущество. В соответствии с Главой 30 Налогового Кодекса РФ и Законодательством Челябинской области, ставка налога на имущество составляет 2,2% от среднегодовой стоимости основных производственных фондов с учетом прогнозируемой величины вновь введенных в эксплуатацию основных средств (капитальных вложений).

Налог на прибыль. В соответствии с действующим на дату оценки Налоговым Кодексом РФ, ставка налога на прибыль составляет 24%.

### ПРОГНОЗ ПРОЧИХ ДОХОДОВ И РАСХОДОВ

Согласно предоставленной расшифровке в состав прочих доходов и расходов ОАО «Челябинский металлургический комбинат» на 01.07.2007 г. входят доходы и расходы по самостоятельным хозяйственным операциям, не являющимся предметом деятельности Компании.

В прогнозном периоде, начиная со 2 полугодия 2007 года, иные доходы и расходы (за исключением налога на имущество) не прогнозировались. При этом мы исходим из предположения, что прочие доходы и расходы будут компенсировать друг друга, не оказывая существенного влияния на величину денежного потока.

### ПРОГНОЗ ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ

Расчет величины чистой прибыли представлен в следующей таблице.

Таблица 85. Расчет чистой прибыли (ед. изм. – тыс. руб.)

Наименование	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Выручка	35 035 488	63 396 242	62 433 541	79 386 366	93 877 355	95 737 654
Себестоимость	(25 444 285)	(48 334 391)	(52 215 511)	(64 473 373)	(68 662 000)	(71 117 509)
<b>Маржа</b>	<b>9 591 203</b>	<b>15 061 851</b>	<b>10 218 030</b>	<b>14 912 993</b>	<b>25 215 355</b>	<b>24 620 145</b>
Коммерческие и управленческие расходы *	(3 876 054)	(7 417 779)	(8 326 615)	(10 632 707)	(10 864 011)	(11 307 240)
Налог на имущество	(200 122)	(591 134)	(818 437)	(970 585)	(943 443)	(1 005 548)
<b>Чистая прибыль до амортизации, налогов и %</b>	<b>5 515 027</b>	<b>7 052 938</b>	<b>1 072 978</b>	<b>3 309 701</b>	<b>13 407 901</b>	<b>12 307 357</b>
Амортизация	(427 298)	(984 786)	(1 274 749)	(1 544 051)	(1 645 041)	(1 687 732)
<b>Чистая прибыль до налога на прибыль и %</b>	<b>5 087 729</b>	<b>6 068 152</b>	<b>(201 771)</b>	<b>1 765 650</b>	<b>11 762 860</b>	<b>10 619 625</b>
Налог на прибыль	(1 221 055)	(1 456 356)	-	(423 756)	(2 823 086)	(2 548 710)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>3 866 674</b>	<b>4 611 796</b>	<b>(201 771)</b>	<b>1 341 894</b>	<b>8 939 774</b>	<b>8 070 915</b>

\* - включая расходы сбытовых компаний

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

### РАСЧЕТ СОСТАВЛЯЮЩИХ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

#### КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ

28 июня 2007 года ОАО «Мечел» в своем пресс-релизе<sup>58</sup> сообщил, что до 2012 г. намерен инвестировать в развитие бизнеса \$2,7 млрд., а в развитие предприятий металлургического сегмента Группы в течение пяти лет планируется инвестировать порядка \$1,5 млрд. Объемы производства стали планируется увеличить к 2011 на 12%, проката – на 26% по сравнению с 2006 годом. Изменится качественная структура сортамента. Существенные изменения в сортаменте произойдут на ЧМК, около \$1,3 млрд. будет направлено на модернизацию главного металлургического актива Группы. За счет инвестиций планируется в два раза увеличить объем стали, производимой методом непрерывного литья заготовки. При этом планируется расширение сортамента проката строительного и машиностроительного назначения.

В рамках данного Отчета прогноз капитальных вложений осуществлен на основании инвестиционного плана предоставленного менеджментом Группы (пятилетний план развития, утвержденный Советом Директоров). Величина капитальных вложений, учитываемых при построении денежных потоков 2007-2012 гг., была переведена в рублевое выражение с учетом прогнозного курса и скорректирована с учетом накопленного индекса инфляции за каждый из периодов прогнозирования.

Влияние учитываемой в расчетах инвестиционной программы нацелено на:

1. Повышение мощности аглофабрики до 4,5 млн.т./год;
2. Строительство новой доменной печи №3, вместо выработавшей свой срок печи №5;
3. Модернизацию работы Кислородно-конвертерного цеха (ККЦ) – увеличение выплавки до 3,9 млн.т./год стали;
4. Модернизацию прокатного стана 250-2 – увеличение производственной мощности до 650 тыс.т./год проката;
5. Получение непрерывно-литой заготовки – мощность 1,0 млн.т./год;
6. Получение непрерывно-литой заготовки – мощность 0,6 млн.т./год;
7. Возможность производства различных видов сортового фасованного проката (рельсы, балки, швеллера) 1,0 млн.т./год;
8. Увеличение производства слябов до 1,2 млн.т./год;
9. Увеличение объема горячекатаного листа до 1,0 млн.т./год и повышение его качества;
10. Увеличение объема нержавеющей холоднокатаного листа на 100 тыс.т./год и повышение его качества.

Изменения в производстве и реализации готовой продукции в прогнозном периоде увязаны с заявленными капитальными вложениями.

<sup>58</sup> Источник: [http://www.mechel.ru/investors/financial\\_news/index.wbp?article-id=cd6e954b-6530-4b92-a978-87b349171bf0](http://www.mechel.ru/investors/financial_news/index.wbp?article-id=cd6e954b-6530-4b92-a978-87b349171bf0).

### ПРОГНОЗ АМОРТИЗАЦИОННЫХ ОТЧИСЛЕНИЙ

В связи с тем, что амортизационные отчисления, являясь затратами с точки зрения бухгалтерского учета, не вызывают реального оттока денежных средств у предприятия до тех пор, пока за их счет не будут осуществлены инвестиции в основные средства, то в денежный поток предприятия следует включать разницу между амортизационными отчислениями и инвестициями в амортизируемые активы за определенный период.

Прогноз амортизации основных средств производился с учетом ежегодных капитальных вложений. При этом в расчете программы амортизационных отчислений учитывается амортизация по функционирующим объектам и по вновь вводимым объектам.

Расчет амортизационных отчислений осуществлялся, исходя из первоначальной стоимости имеющихся на дату оценки основных средств (включая доходные вложения в материальные ценности), коэффициента выбытия и среднегодовой нормы амортизации. Отдельно аналогичным образом рассчитывались амортизационные отчисления для вновь введенных в эксплуатацию основных средств (капвложений). В прогнозном периоде значение коэффициента выбытия принято как среднее значение данного коэффициента за 2004 - 2006 гг., которое округленно составило 1,75 %. Среднегодовая норма амортизации рассчитывалась на основании ретроспективных данных, отраженных в форме №5 Приложение к бухгалтерскому балансу по ОАО «Челябинский металлургический комбинат» как среднее значение за 2004 - 2006 гг. и составила 3,00 %. Данное значение использовано в дальнейших расчетах при определении величины амортизации существующих основных средств и капитальных вложений.

Расчет амортизации имеющихся основных средств по состоянию на 01.07.2007 г. и вновь введенных в эксплуатацию основных средств (капитальных вложений) представлен в следующих таблицах.

Таблица 86. Расчет амортизации имеющихся основных средств ОАО «ЧМК» (ед. изм. – тыс. руб.)

Наименование показателя	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Первоначальная стоимость имеющихся ОС на 01.07.2007 г.	28 298 394	28 050 783	27 559 894	27 077 596	26 603 738	26 138 173
Выбыло	247 611	490 889	482 298	473 858	465 565	457 418
Первоначальная стоимость имеющихся ОС на конец периода	28 050 783	27 559 894	27 077 596	26 603 738	26 138 173	25 680 755
Среднегодовая стоимость имеющихся ОС	28 174 589	27 805 339	27 318 745	26 840 667	26 370 956	25 909 464
<b>Амортизация имеющихся ОС</b>	<b>422 619</b>	<b>834 160</b>	<b>819 562</b>	<b>805 220</b>	<b>791 129</b>	<b>777 284</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Таблица 87. Расчет амортизации капитальных вложений ОАО «ЧМК» (ед. изм. – тыс. руб.)

Наименование показателя	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Первоначальная стоимость на начало периода	208 792	415 150	9 626 575	20 719 230	28 536 167	28 391 316
Капитальные вложения (новые ОС)	210 023	9 382 891	11 461 700	8 325 215	360 847	4 489 326
Выбыло	3 665	171 466	369 045	508 278	505 698	575 411
Первоначальная стоимость новых ОС на конец периода	415 150	9 626 575	20 719 230	28 536 167	28 391 316	32 305 232
Среднегодовая стоимость новых ОС	311 971	5 020 862	15 172 903	24 627 699	28 463 742	30 348 274
<b>Амортизация новых ОС</b>	<b>4 680</b>	<b>150 626</b>	<b>455 187</b>	<b>738 831</b>	<b>853 912</b>	<b>910 448</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Расчет суммарных ежегодных значений амортизации (по имеющимся основным средствам и вновь введенным в эксплуатацию) ОАО «Челябинский металлургический комбинат» представлен в таблице ниже.

Таблица 88. Расчет совокупной амортизации ОАО «ЧМК» (ед. изм. – тыс. руб.)

Наименование показателя	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Амортизация имеющихся ОС	422 619	834 160	819 562	805 220	791 129	777 284
Амортизация новых ОС	4 680	150 626	455 187	738 831	853 912	910 448
<b>Суммарная амортизация</b>	<b>427 298</b>	<b>984 786</b>	<b>1 274 749</b>	<b>1 544 051</b>	<b>1 645 041</b>	<b>1 687 732</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

### ПРОГНОЗ ИЗМЕНЕНИЯ СОБСТВЕННОГО ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА

Под приростом собственного оборотного капитала (СОК) понимается увеличение сырья, материалов, незавершенного производства, а также готовой, но нереализованной продукции, т.е. все то, в чем оказались «связаны» собственные оборотные средства и направленные на их пополнение денежные ресурсы.

Необходимость вычитания прироста собственных оборотных средств из денежного потока предприятия вызвана тем, что при росте доходов (выручки) компании она будет испытывать потребность в дополнительных оборотных средствах и финансирование данной потребности за счет собственных средств вызовет отток денежных средств.

Собственный оборотный капитал рассчитывался как разница между стоимостью текущих активов и текущих обязательств.



В составе текущих активов учитывались:

1. Запасы в составе:
  - сырья, материалов и других аналогичных ценностей;
  - затрат в незавершенном производстве;
  - готовой продукции и товаров для перепродажи;
  - товаров отгруженных.
2. Краткосрочная дебиторская задолженность в составе:
  - задолженности покупателей и заказчиков;
  - выданных авансов;
  - задолженности прочих дебиторов.

В составе текущих обязательств учитывались:

1. Кредиторская задолженность в составе:
  - задолженности поставщиков и подрядчиков;
  - задолженности перед персоналом;
  - полученных авансов;
  - задолженности прочих кредиторов.
2. Текущие налоги к уплате в составе:
  - задолженности по налогам и сборам;
  - задолженности перед государственными внебюджетными фондами.

Прогноз составляющих собственного оборотного капитала осуществлялся исходя из периодов их оборачиваемости на основании ретроспективных данных. Для каждой составляющей собственного оборотного капитала была выбрана база расчета, на основании которой были рассчитаны периоды оборачиваемости. При прогнозировании собственного оборотного капитала в рамках настоящего Отчета использовались округленные средние значения периодов оборачиваемости по итогам 2004-2006 гг.

Таблица 89. Расчет периодов оборачиваемости 2004-2006 гг., дней

Показатель	База расчета	2004	2005	2006	Модель
Запасы	Операционные расходы	59	50	62	57
Текущая дебиторская задолженность	Выручка от реализации	15	20	29	21
Текущая кредиторская задолженность	Операционные расходы + Управленческие расходы + Капитальные вложения	63	76	71	70
Налоговые обязательства	Текущий налог на прибыль к уплате	103	302	125	30 <sup>59</sup>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Расчет изменения собственного оборотного капитала (СОК) представлен в следующей таблице:

Таблица 90. Прогноз изменения собственного оборотного капитала (ед. изм. – тыс. руб.)

Наименование	I-II кв. 2007*	III-IV кв. 2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>База:</b>								
Операционные расходы	23 998 204	25 444 285	49 442 489	48 334 391	52 215 511	64 473 373	68 662 000	71 117 509
Выручка от реализации	31 788 641	35 035 488	66 824 130	63 396 242	62 433 541	79 386 366	93 877 355	95 737 654
Операционные расходы + Управленческие расходы + Капитальные вложения	25 211 734	26 719 589	51 931 323	59 740 908	65 863 329	75 497 909	71 897 534	78 584 327
Текущий налог на прибыль к уплате	717 011	1 221 055	1 938 066	1 456 356	0	423 756	2 823 086	2 548 710
<b>Собственный оборотный капитал:</b>	<b>1 376 394</b>	<b>1 524 954</b>	<b>1 451 082</b>	<b>-381 296</b>	<b>-887 485</b>	<b>122 334</b>	<b>2 108 897</b>	<b>1 333 766</b>
Запасы	7 557 445	7 925 269	7 742 368	7 548 110	8 176 605	10 096 105	10 752 016	11 106 022
Текущая дебиторская задолженность	3 688 185	4 020 466	3 855 238	3 647 455	3 601 935	4 579 983	5 416 001	5 508 194
Текущая кредиторская задолженность	9 750 394	10 220 608	9 986 793	11 457 160	12 666 025	14 518 829	13 826 449	15 070 967
Налоговые обязательства	118 842	200 173	159 731	119 700	-	34 925	232 672	209 483
<b>Изменение СОК</b>	<b>-</b>	<b>(148 560)</b>	<b>-</b>	<b>1 832 378</b>	<b>506 189</b>	<b>(1 009 819)</b>	<b>(1 986 563)</b>	<b>775 131</b>

\* фактические данные по итогам первого полугодия 2007 г.

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

<sup>59</sup> Период оборачиваемости налога на прибыль к уплате был принят равным 30 дням в соответствии со ст. 287, 289 НК РФ, согласно которым налог на прибыль, подлежащий уплате по истечении налогового периода, уплачивается не позднее срока, установленного для подачи налоговой декларации, которая предоставляется не позднее 28 календарных дней со дня окончания соответствующего налогового периода.

## ПРОГНОЗ ЧИСТОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

В связи с тем, что ставка дисконтирования рассчитывается в долларах США, спрогнозированный номинальный денежный поток в российских рублях переводился в доллары США на основе прогнозного обменного курса.

Прогноз чистого денежного потока представлен в таблице:

Таблица 91. Прогноз чистого денежного потока

Наименование	Ед. изм.	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Чистая прибыль</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>3 866 674</b>	<b>4 611 796</b>	<b>(201 771)</b>	<b>1 341 894</b>	<b>8 939 774</b>	<b>8 070 915</b>
Амортизация	тыс. руб.	427 298	984 786	1 274 749	1 544 051	1 645 041	1 687 732
Капвложения	тыс. руб.	(210 023)	(9 382 891)	(11 461 700)	(8 325 215)	(360 847)	(4 489 326)
Увеличение СОК	тыс. руб.	(148 560)	1 832 378	506 189	(1 009 819)	(1 986 563)	775 131
<b>Денежный поток</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>3 935 389</b>	<b>(1 953 931)</b>	<b>(9 882 533)</b>	<b>(6 449 089)</b>	<b>8 237 405</b>	<b>6 044 452</b>
<b>Денежный поток</b>	<b>тыс. долл. США</b>	<b>151 946</b>	<b>(75 441)</b>	<b>(374 338)</b>	<b>(237 099)</b>	<b>295 247</b>	<b>212 833</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

## РАСЧЕТ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ

Ставка дисконтирования (требуемая инвестором ставка доходности) представляет собой меру риска, ассоциированного с денежными потоками, генерируемыми оцениваемой компанией. Согласно теории оценки, ставка дисконтирования должна рассчитываться на той же основе, что и денежный поток, к которому она применяется. В связи с тем, что в рамках настоящего Отчета был рассчитан денежный поток на инвестированный капитал, а для производства и реализации продукции Компания использует, как собственные, так и заемные средства, то ставка дисконтирования рассчитывалась по модели средневзвешенной стоимости капитала (WACC - Weighted Average Cost of Capital). Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) представляет собой сумму произведений требуемых инвесторами ставок доходности на собственный и долгосрочный заемный капитал компании на удельный вес каждого из них в стоимости инвестированного капитала компании.

$$WACC = W_e \times k_e + W_d \times k_d \times (1 - T), \text{ где:}$$

- $W_e$  – 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 в РФ ставка налога на прибыль.

Для определения стоимости собственного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат» применялась Модель ценообразования на капиталные активы (CAPM). Формула CAPM применительно к российской практике выглядит следующим образом:

$$R_e = R_f + \beta_{\text{levered}} \times (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + S_3, \text{ где:}$$

- $R_e$  – ставка доходности для собственного капитала;
- $R_f$  – норма дохода по безрисковым вложениям;
- $(R_m - R_f)$  – премия за риск долгосрочного вложения в акции;
- $R_m$  – среднерыночная норма доходности;
- $\beta_{\text{levered}}$  – коэффициент бета, учитывающий соотношение собственного и заемного капитала компании;
- $S_1$  – премия за страновой риск;
- $S_2$  – премия за малую капитализацию;
- $S_3$  – премия за специфический риск, присущий компании.

## БЕЗРИСКОВАЯ СТАВКА

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. В качестве безрисковой ставки, как правило, используется норма доходности по долгосрочным правительственным облигациям страны с высоким инвестиционным рейтингом со сроком обращения, равным сроку жизни предприятия.

В рамках настоящего Отчета в качестве безрисковой ставки принята эффективная доходность к погашению российских государственных еврооблигаций серии GLB-28, которая по состоянию на 29.06.2007 г. составила 6,28%<sup>60</sup>.

#### ПРЕМИЯ ЗА РИСК ВЛОЖЕНИЯ В АКЦИИ

Премия за риск долгосрочного вложения в акции (equity risk premium) определяется как превышение доходности фондового индекса над доходностью к погашению по безрисковым инструментам. На основании аналитических данных о среднерыночной премии размер премии за риск вложения в акции принят на уровне 4%.

#### КОЭФФИЦИЕНТ БЕТА

Значение коэффициента  $\beta_{\text{levered}}$  рассчитывается по следующей формуле:

$$\beta_{\text{levered}} = \beta_{\text{unlevered}} \times (1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}), \text{ где:}$$

- T – действующая в РФ ставка налога на прибыль<sup>61</sup>;
- D/E – соотношение рыночной стоимости заемного и собственного капитала<sup>62</sup>.
- $\beta_{\text{unlevered}}$  – среднеотраслевой коэффициент бета, рассчитанный на бездолговой основе.

В рамках настоящего Отчета расчетная величина коэффициента  $\beta_{\text{unlevered}}$  для ОАО «Челябинский металлургический комбинат», основываясь на анализе медианного значения по компаниям аналогичной отрасли (Steel-Producers) на развивающихся рынках, составляет 0,992<sup>63</sup>. Таким образом, коэффициент  $\beta$  для оцениваемой Компании, используемый для дальнейших расчетов составил округленно:  $0,992 * (1 + (1 - 24\%) * 0,211) = 1,151$ .

#### ПРЕМИЯ ЗА СТРАНОВОЙ РИСК

Выбранная в качестве безрисковой ставки доходность к погашению государственных еврооблигаций учитывает премию за страновой риск, таким образом, учета странового риска как отдельной составляющей стоимости собственного капитала не требуется.

#### ПРЕМИЯ ЗА МАЛУЮ КАПИТАЛИЗАЦИЮ

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 такими преимуществами крупной компании, как относительно более легкий доступ к финансовым рынкам при необходимости привлечения дополнительных ресурсов, большая стабильность развития бизнеса по сравнению с малыми конкурентами и др.

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

Результаты исследований в этой области, проведенные компанией Ibbotson, приведены в таблице ниже.

Таблица 92. Расчет долгосрочной прибыли сверх CAPM для портфелей групп NYSE/AMEX/NASDAQ (1926-2004гг.)

Группы	Рыночная капитализация, минимальный размер (в млн. долл. США)	Рыночная капитализация, максимальный размер (в млн. долл. США)	Премия за размер (прибыль сверх CAPM), %
Средняя капитализация	1 607,931	6 241,953	0,95
<b>Низкая капитализация</b>	<b>506,410</b>	<b>1 607,854</b>	<b>1,81</b>
Сверхнизкая капитализация	1,393	505,437	4,02

Источник: Ibbotson Associates, Ежегодник за 2004 год

Принимая во внимание капитализацию ОАО «Челябинский металлургический комбинат», мы посчитали возможным сопоставить оцениваемую Компанию с международными компаниями из группы компаний с низкой капитализацией. Исходя из этого, премия за размер Компании (прибыль сверх CAPM) составляет 1,81%.

#### ПРЕМИЯ ЗА СПЕЦИФИЧЕСКИЙ РИСК, ПРИСУЩИЙ КОМПАНИИ

Премия за специфический риск оцениваемой компании отражает дополнительные риски, связанные с инвестированием в оцениваемую компанию, которые не были учтены в коэффициенте бета. Для определения премии за специфический риск оцениваемой компании мы использовали алгоритм, приведенный в следующих таблицах:

<sup>60</sup> Источник: www.cbonds.ru.

<sup>61</sup> Принята равной 24% в соответствии с действующим налоговым законодательством РФ.

<sup>62</sup> В качестве соотношения D/E принято рыночное значение данного показателя по компаниям аналогичной отрасли (Steel-Producers), которое по состоянию на дату оценки составило 0,211.

<sup>63</sup> Источник: www.damodaran.com.

Таблица 93. Алгоритм определения степени риска оцениваемой компании

Фактор риска	Степень риска			Результат
	Низкая	Средняя	Высокая	
Уровень отпускных цен	1	2	3	2
Зависимость от ключевых сотрудников	1	2	3	2
Корпоративное управление	1	2	3	2
Зависимость от ключевых потребителей	1	2	3	2
Зависимость от ключевых поставщиков	1	2	3	2
Наличие перспективы развития бизнеса	1	2	3	1
Состояние основных фондов	1	2	3	1
Финансовое состояние компании и возможность привлечения средств для финансирования капвложений	1	2	3	3
<b>А. Итого (сумма):</b>				15
<b>Б. Рассчитанная степень риска (Б=А/8):</b>				1,875

Таблица 94. Алгоритм расчета премии за специфический риск

Степень риска	Рассчитанное значение	Размер премии за специфический риск, %
Низкая	$1,0 \leq \text{но} < 1,5$	0 – 1
Средняя	$\geq 1,75 \leq \text{но} < 2,25$	2 – 3
Высокая	$\geq 2,75 - 3$	4 – 5

Источник: Deloitte &amp; Touche

Расчет стоимости собственного капитала представлен в следующей таблице.

Таблица 95. Расчет стоимости собственного капитала

Название	Пояснение	Величина	Источник
Безрисковая ставка	Доходность по 28-ти летним Российским Еврооблигациям (GLB-28), на дату, ближайшую к дате оценки	6,28% на 29.06.2007 г.	www.cbonds.ru
Коэффициент бета	Коэффициент «бета» отражает амплитуду колебаний цен на акции по сравнению с изменением цен на акции на всем фондовом рынке.	Коэффициент бета без учета финансового рычага принимался как медианное значение для компаний сектора Steel-Producers, работающих на развивающихся рынках, в размере 0,992. Значение коэффициента бета без учета финансового рычага было скорректировано с учетом рыночной структуры капитала D/E = 0,211. Таким образом, для целей расчета было принято значение коэффициента бета, равное 1,151.	Расчет Компании Росэкспертиза
Премия за риск инвестирования в акционерный капитал	Рассчитывается на основе анализа и сопоставления показателей рынков государственных и корпоративных ценных бумаг развитых и развивающихся стран.	4%	Morgan Stanley, London Business School, Fama/ French, Ibbotson/Chen и др.
Премия за малую капитализацию	Отражает превышение доходности акций публичных компаний, имеющих низкую капитализацию, над доходностью фондового рынка США (S&P 500).	1,81%	«Stocks, Bonds, Bills, and Inflation»: 2004 Yearbook, Ibbotson Associates
Премия за специфический риск	Отражает дополнительный риск, связанный с инвестированием в конкретную компанию.	2%	Основывается на субъективном мнении оценщика
<b>Итого (округленно):</b>		<b>14,69%</b>	

#### ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

Стоимость заемного капитала для ОАО «Челябинский металлургический комбинат» определялась на основании средневзвешенной стоимости заемных средств. При этом для расчета были кредиты, выданные Филиалом АБ «Газпромбанк» в г. Екатеринбурге и Коммерцбанком (Евразия) ЗАО. Полагаем, что условия предоставления выбранных для расчета кредитов в наибольшей степени отражают стоимость заемного капитала для ОАО «ЧМК».

Процентная ставка в долларах США за пользование данными долгосрочными кредитами была определена в рамках «Затратного подхода» и соответствует сумме премии за кредитный риск (default premium) и безрисковой ставки.

Основываясь на фактических ставках по кредитам оцениваемой Компании, в качестве рыночной ставки привлечения долгосрочного заемного капитала (Wd) мы определили средневзвешенную процентную ставку по кредитам в размере 7,56 %.

### РАСЧЕТ СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА (WACC)

При расчете средневзвешенной стоимости капитала необходимо использовать стоимость банковских кредитов за минусом налогов. Стоимость банковских кредитов за вычетом налога на прибыль определяется путем умножения размера ставки процентов по банковским кредитам на выражение  $(1 - \text{ставка налога})$ . Затем определяется WACC путем умножения стоимости собственного капитала на удельный вес собственного капитала в общей структуре капитала и стоимости банковских кредитов за минусом налогов на удельный вес банковских кредитов в общей структуре капитала.

Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала (WACC) выглядит следующим образом<sup>64</sup>:

Таблица 96. Расчет средневзвешенной стоимости инвестированного капитала

Показатель	Стоимость (а)	Удельный вес (в)	(с) = (а) * (в)
Стоимость собственного капитала, %	14,69%	82,58%	12,00%
Стоимость кредитов до налогов, %	7,56%	-	-
Налоговая ставка, %	24%	-	-
Стоимость кредитов после налогов, %	<b>5,75%</b>	17,42%	1,00%
<b>Выбранная средневзвешенная стоимость инвестированного капитала WACC, округленно, %</b>			<b>13,00%</b>

*Источник: расчеты Компании Росэкспертиза*

### РАСЧЕТ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Стоимость предприятия равна сумме дисконтированных денежных потоков за период прогноза и стоимости бизнеса в постпрогнозный период.

### РАСЧЕТ ТЕРМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ

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

Расчет терминальной стоимости производился по модели Гордона с использованием следующей формулы:

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{(R - g)}, \text{ где:}$$

$CF_{n+1}$  – денежный поток в первый год постпрогнозного периода;

$R$  – ставка дисконтирования;

$g$  – долгосрочный темп роста доходов Компании в постпрогножном периоде.

В качестве нормы долгосрочного роста Компании закладывался темп прироста операционных доходов в размере 2,5%, что соответствует нормальному темпу роста в странах с развитой экономикой.

Полученная таким образом стоимость бизнеса в постпрогнозный период (терминальная стоимость) приводится к текущим стоимостным показателям по той же ставке дисконта, что применяется для дисконтирования денежных потоков прогнозного периода.

После дисконтирования прогнозируемых ежегодных чистых денежных потоков, приведенные дисконтированные промежуточные денежные потоки и терминальная стоимость складываются. Их сумма является величиной стоимости инвестированного капитала Компании.

Суммируя дисконтированные денежные потоки и текущую стоимость продажи бизнеса в постпрогнозный период, получаем стоимость бизнеса.

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+R)^{(t-0,5)}} + \frac{TV}{(1+R)^n}, \text{ где:}$$

$PV$  – рыночная стоимость компании, рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков;

$CF_t$  – денежный поток в  $t$ -й год прогнозного периода;

$TV$  – терминальная стоимость компании;

<sup>64</sup> Удельный вес кредитов и собственных средств был определен на основе рыночного соотношения D/E, которое составляет 0,211.

R – ставка дисконтирования;

n – последний год прогнозного периода.

#### РАСЧЕТ ИТОГОВЫХ КОРРЕКТИРОВОК

Для получения окончательной величины стоимости вносятся итоговые корректировки на недостаток (излишек) собственных оборотных средств предприятия и на стоимость непрофильных активов.

Поправка на дефицит (излишек) собственных оборотных средств учитывает фактическую величину оборотного капитала. В модель дисконтированного денежного потока мы включаем нормализованную величину оборотного капитала.

Фактическая величина собственного оборотного капитала Компании по состоянию на дату оценки может не совпадать с его нормализованным значением<sup>65</sup>. Соответственно, необходима корректировка: избыток оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит - вычтен из величины предварительной стоимости.

Размер корректировки определялся как разница между фактическим собственным оборотным капиталом Компании по состоянию на дату оценки и его нормализованным значением. Расчет поправки на избыток собственного оборотного капитала представлен в таблице:

Таблица 97. Расчет поправки на избыток собственного оборотного капитала

Показатель	Ед. измерения	Значение
<i>Текущие активы</i>		
запасы	тыс. руб.	7 409 519
краткосрочная дебиторская задолженность	тыс. руб.	4 698 142
<i>Текущие обязательства</i>		
кредиторская задолженность	тыс. руб.	8 313 224
налоговые обязательства	тыс. руб.	695 697
Фактический собственный оборотный капитал	тыс. руб.	3 098 740
<b>Избыток собственного оборотного капитала</b>	<b>тыс. руб.</b>	<b>1 722 346</b>
<b>Избыток собственного оборотного капитала</b>	<b>тыс. долл. США</b>	<b>66 716</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Поправка на непрофильные активы учитывает активы предприятия, которые не участвуют в производстве, получении прибыли и в формировании денежного потока.

К итоговым корректировкам на непрофильные активы в рамках настоящего Отчета были отнесены следующие:

- корректировка на стоимость объектов, находящихся на консервации и не относящихся к производственной деятельности;
- корректировка на стоимость объектов (включая земельные участки под ними), находящихся в оперативном управлении и не относящихся к производственной деятельности;
- корректировка на стоимость долей участия в компаниях, стоимость которых не была учтена при построении денежного потока.

1. Корректировка на стоимость объектов, находящихся на консервации и в оперативном управлении, и не относящихся к производственной деятельности

Необходимость внесения данной корректировки объясняется тем, что при построении денежного потока в рамках доходного подхода учитывается стоимость активов предприятия, которые участвуют в производстве, получении прибыли, т.е. в формировании денежного потока. Объекты, находящиеся на консервации и в оперативном управлении, не участвуют в формировании денежного потока, однако имеют рыночную стоимость.

Рыночная стоимость объектов, находящихся на консервации, была определена в рамках затратного подхода (раздел «Затратный подход» настоящего Отчета) и составила 24 023 тыс. долл. США. Рыночная стоимость объектов (включая земельные участки под ними), находящихся в оперативном управлении, также была определена в рамках затратного подхода и составила 13 949 тыс. долл. США.

2. Корректировка на стоимость долей участия в компаниях, стоимость которых не была учтена при построении денежного потока

ОАО «Челябинский металлургический комбинат» обладает прочими активами, которые не были учтены в составе рассчитанных в рамках настоящего Отчета денежных потоков. В частности к данным активам были отнесены долгосрочные финансовые вложения в виде долей участия в уставных капиталах различных компаний

<sup>65</sup> Методика расчета нормализованного собственного оборотного капитала приведена в разделе «Расчет составляющих денежного потока».

Расчет рыночной стоимости финансовых вложений приведен в разделе «Затратный подход» настоящего Отчета. Суммарная рыночная стоимость финансовых вложений составляет на дату оценки 196 014 тыс. долл. США.

#### РАСЧЕТ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Рыночная стоимость собственного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат» рассчитывалась по следующей формуле:

Сумма текущих стоимостей денежных потоков прогнозного периода
(+)
текущая терминальная стоимость
(+)
стоимость активов, не учтенных в составе денежного потока
(-)
чистый процентный долг
=
Рыночная стоимость собственного капитала ОАО «ЧМК»

Принимая во внимание тот факт, что Предприятие получает доходы и осуществляет расходы равномерно в течение года, дисконтирование денежных потоков в прогнозируемом периоде осуществлялось на середину года.

Итоговый расчет рыночной стоимости собственного капитала в рамках доходного подхода методом дисконтированных денежных потоков представлен в таблице ниже.

Таблица 98. Расчет рыночной стоимости собственного капитала

Наименование	Ед. изм.	III-IV кв. 2007	2008	2009	2010	2011	2012
Денежный поток на инвестированный капитал	тыс. долл. США	151 946	(75 441)	(374 338)	(237 099)	295 247	212 833
Фактор текущей стоимости		0,97	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
Текущая стоимость денежных потоков	тыс. долл. США	147 374	(66 762)	(293 162)	(164 322)	181 081	115 517
Сумма текущих стоимостей денежных потоков	тыс. долл. США			(80 274)			
Текущая терминальная стоимость компании	тыс. долл. США			1 505 729			
<b>Рыночная стоимость инвестированного капитала</b>	<b>тыс. долл. США</b>			<b>1 425 455</b>			
Рыночная стоимость процентного долга <sup>66</sup>	тыс. долл. США			(343 064)			
Излишек СОК	тыс. долл. США			66 716			
Рыночная стоимость непрофильных активов	тыс. долл. США			233 986			
<b>Рыночная стоимость собственного капитала</b>	<b>тыс. долл. США</b>			<b>1 383 093</b>			
<b>Рыночная стоимость собственного капитала</b>	<b>тыс. руб.</b>			<b>35 706 206</b>			

*Источник: расчеты Компании Росэкспертиза*

Таким образом, с учетом описанных в Отчете ограничительных условий и сделанных допущений, стоимость собственного капитала ОАО «Челябинский металлургический комбинат», определенная в рамках доходного подхода методом дисконтированных денежных потоков по состоянию на 01.07.2007 г. составляет (округленно):

**1 383 093 000 (Один миллиард триста восемьдесят три миллиона девяносто три тысячи) долларов США,**

что в пересчете по курсу ЦБ РФ, установленному на дату оценки<sup>67</sup>, составляет (округленно):

**35 706 206 000 (Тридцать пять миллиардов семьсот шесть миллионов двести шесть тысяч) рублей.**

<sup>66</sup> Чистый процентный долг рассчитывался как разница между рыночной стоимостью долгосрочного и краткосрочного процентного долга, определенной в рамках затратного подхода, и суммой денежных средств, имеющихся в распоряжении Предприятия, по состоянию на дату оценки.

<sup>67</sup> Обменный курс ЦБ РФ, установленный на 01.07.2007 г. составил 25,8162 рублей за 1 доллар США.

## **ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ**

Целью настоящей оценки являлось определение рыночной стоимости одной обыкновенной именной бездокументарной акции Открытого акционерного общества «Челябинский металлургический комбинат» (код ЦБ: АОИ, государственный регистрационный номер выпуска 1-01-00080-А, номинал: 1,00 (один) рубль), что составляет 0,00003% от уставного капитала. Работа по оценке проводилась по поручению Открытого акционерного общества «Челябинский металлургический комбинат».

Оценка проводилась для определения рыночной стоимости акции для осуществления выкупа Обществом собственных акций, в соответствии с требованиями ст. 75 Федерального закона «Об акционерных обществах» №208-ФЗ от 26 декабря 1995 года.

### **ОБСУЖДЕНИЕ МЕТОДОЛОГИИ ОЦЕНКИ**

Основываясь на трех подходах к оценке, были получены результаты, которые позволяют прийти к согласованному мнению о стоимости ОАО «Челябинский металлургический комбинат». В зависимости от особенностей использованных для расчетов подходов полученные результаты в большей или меньшей степени отличаются друг от друга. Таким образом, для определения итоговой рыночной стоимости акционерного капитала Компании каждому из результатов, полученным в рамках использованных подходов, был присвоен удельный вес.

### **ИТОГОВЫЕ КОРРЕКТИРОВКИ**

В рамках настоящей оценки, мы применили три подхода для определения рыночной стоимости одной обыкновенной акции ОАО «Челябинский металлургический комбинат».

Мы применили метод скорректированных чистых активов, поскольку этот метод соответствует общепринятым методам оценки, и определяет значение стоимости Компании как имущественного комплекса. Мы использовали метод дисконтированных денежных потоков, поскольку он рассматривает прогнозные оценки будущих доходов и расходов и определяет значение стоимости будущих денежных потоков, полученных инвестором. Также мы использовали сравнительный подход (метод рынка капитала на основе информации о сделках с акциями российских, украинских сталелитейных компаний, а также метод предыдущих сделок с акциями Компании), поскольку он позволяет определить стоимость на основе рыночных показателей, таких как цены реальных сделок с акциями Компании и компаний-аналогов.

Стоимость собственного капитала компании, полученная в рамках доходного подхода, как правило, определяет стоимость с позиции контролирующего акционера. Стоимость собственного капитала, полученная в рамках метода скорректированных чистых активов, предполагающего гипотетическую продажу Предприятия, также обуславливает стоимость с позиции контролирующего акционера, поскольку только контролирующий акционер имеет правомочность инициировать продажу всех или части активов, равно как и полномочия на принятие стратегических решений о приобретении. Стоимость собственного капитала, полученная в рамках сравнительного подхода (метод рынка капитала), изначально отражает стоимость капитала с позиции миноритарных акционеров, поскольку в основе расчета лежат данные о сделках с единичными акциями и мелкими пакетами акций. Однако, для сопоставимости результатов, полученных в рамках других методов при процедуре согласования, в рамках реализации сравнительного подхода (метода рынка капитала) были проведены соответствующие корректировки на степень контроля путем применения премии к капитализации сопоставимых компаний.

## **ПРИМЕНЕНИЕ ПРЕМИЙ И СКИДОК К ПОЛУЧЕННЫМ РЕЗУЛЬТАТАМ СТОИМОСТИ**

### **СКИДКА НА УРОВЕНЬ ЛИКВИДНОСТИ**

Ликвидность ценной бумаги – это ее способность быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого, скидка за недостаточную ликвидность определяется как величина или доля (в %), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности.

Величина скидки зависит от многих факторов, присущих каждой конкретной оценке. К факторам, увеличивающим размер скидки, относятся: низкие дивиденды или их отсутствие, неблагоприятные перспективы продажи компании. К факторам, уменьшающим размер скидки, относится, в частности, возможность свободной продажи акций или самой компании, высокий уровень дивидендов. Другим важным фактором, оказывающим влияние на уровень скидки по ликвидности, является размер оцениваемой доли владения. Обычно, скидка по ликвидности значительно меньше при рассмотрении стоимости контрольного пакета акций, чем в случае меньшей доли.

Большинство исследований показывают значения скидки в интервале от 0% до 35%.

При определении размера скидки на уровень ликвидности акций Компании мы учитывали то, что в настоящее время акции Компании присутствуют в листинге фондовой биржи и по ним совершаются сделки, т.е. могут рассматриваться как ликвидный инструмент для целей осуществления финансовых вложений. В результате был сделан вывод о нецелесообразности применения скидки на недостаточную ликвидность.



## ПРЕМИЯ (СКИДКА) НА КОНТРОЛЬ

Премия за размер приобретаемого пакета акций представляет собой дополнительную стоимость, присущую контрольной доле собственности в противоположность миноритарной доле, отражающую дополнительные полномочия по управлению компанией. Стоимость владения контрольным пакетом всегда выше стоимости владения миноритарным пакетом. Учитывая структуру акционерного капитала, в данном случае оценке подлежит одна обыкновенная именная акция в составе миноритарного пакета, который может быть предъявлен к выкупу.

Вне рамок данной работы нами было проведено исследование российского фондового рынка с целью определения средних значений премий и скидок. Нами были проанализированы состоявшиеся сделки с акциями компаний за период с 1997 года до конца первого квартала 2003 года. В дополнение к этому, также проводился опрос профессиональных участников финансового рынка, в число которых входили представители консалтинговых компаний из «большой четверки», крупные российские и международные инвестиционные банки. В результате исследований было установлено, что максимальная премия за уровень контроля, соответствующая абсолютному контролю (более 75%+1 акция) относительно цены единичной акции составляет 35%.

Величина корректировки на уровень контроля к стоимости является результатом последовательного применения сначала максимальной скидки, которая определяет стоимость 100% пакета исходя из миноритарной стоимости единичной акции, а затем применения премии, соответствующей диапазону, в котором находится оцениваемый пакет.

Учитывая цель настоящей оценки, которая предполагает определение рыночной стоимости одной акции, для установления цены выкупа у владельцев миноритарных пакетов акций, итоговый размер скидки на неконтроль оцениваемой акции ОАО «Челябинский металлургический комбинат» определен путем применения миноритарной скидки (с уровня 100%-го пакета до 1 обыкновенной акции) в размере 26%. Величина максимальной скидки рассчитывается по следующей формуле: Скидка =  $1 - 1 / (1 + 35\%)$ .

### СОГЛАСОВАНИЕ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ СТОИМОСТИ

В рамках настоящей оценки, мы применили три подхода для определения рыночной стоимости собственного капитала Открытого акционерного общества «Челябинский металлургический комбинат». В зависимости от особенностей использованных для расчетов подходов полученные результаты в большей или меньшей степени отличаются друг от друга. Поэтому выбор итоговой величины стоимости происходит на основе промежуточных данных с помощью различных методов обработки результатов. Окончательная величина стоимости акции ОАО «Челябинский металлургический комбинат», рассчитывается с учетом весов, установленных для каждого из используемых подходов оценки стоимости. Выбор значений весовых коэффициентов определяется, прежде всего, степенью доверия к результатам расчетов тем или иным методом оценки, которая, в свою очередь, обусловлена обоснованностью и правомочностью применения каждого метода, достоверностью исходных данных.

В рамках настоящего Отчета результату, полученному в рамках доходного подхода, был присвоен удельный вес в размере 0,8; удельный вес результатов сравнительного и затратного подходов составил по 0,1.

Данное распределение весовых коэффициентов объясняется следующими причинами:

- результат, полученный в рамках метода дисконтированных денежных потоков, в наибольшей степени отвечает целям проведения настоящей оценки по причине того, что основной целью приобретения добросовестным миноритарным акционером акций общества являются получение дивидендов и возможность извлечения выгоды от продажи принадлежащих ему акций;
- стоимость акционерного капитала в рамках сравнительного подхода в большей степени отражает стоимость Компании не по принципу «stand-alone», а в рамках Группы компании ОАО «Мечел». Также искаженность результата в рамках данного подхода может быть обусловлена неразвитостью российского фондового рынка, небольшим количеством сделок с акциями сопоставимых компаний на российском рынке ценных бумаг, нехваткой необходимой финансовой информации для адекватного расчета мультипликаторов;
- концепция затратного подхода в наименьшей степени отвечает целям настоящей оценки.

Итоговый расчет представлен в таблице.

Таблица 99. Расчет рыночной стоимости акционерного капитала ОАО «ЧМК», тыс. рублей

Подход	Рыночная стоимость в рамках подхода	Удельный вес	Стоимость с учетом удельного веса
Затратный подход	50 200 258	0,1	5 020 026
Сравнительный подход	51 564 059	0,1	5 156 406
Доходный подход	35 706 206	0,8	28 564 965
<b>Рыночная стоимость акционерного капитала с позиции контролирующего акционера</b>			<b>38 741 397</b>

Источник: расчеты Компании Росэкспертиза

Приложение 6 - Сведения об информации, предоставляемой оценщикам ведущими саморегулируемыми организациями оценщиков (СРО) Российской Федерации

Наименование СРО	Адрес СРО в сети Интернет	Содержание информации, предоставляемой СРО оценщикам
Межрегиональный союз оценщиков	<a href="http://www.mso.org.ru">www.mso.org.ru</a>	На сайте воспроизведены материалы портала «Appraiser.ru. Вестник оценщика»: нормативно-правовые документы; отчеты по оценке; методики оценки отчетов по оценке недвижимости и бизнеса; стандарты оценки.
Ассоциация российских магистров оценки	<a href="http://sroarmo.ru">http://sroarmo.ru</a>	На сайте приводятся: методические материалы; обзор и аналитика; классификации; справочники и ссылки; типовые договора; типовые отчеты; материалы семинаров; судебная практика
Сообщество специалистов-оценщиков «СМАО»	<a href="http://smao.ru">http://smao.ru</a>	На сайте приводятся ссылки на порталы и сайты в сети Интернет: макроэкономическая и отраслевая аналитика; финансовый анализ предприятий; биржи и торговые площадки; рейтинговые и индексные агентства; информация о сделках по слияниям и поглощениям и пр.
Российское общество оценщиков	<a href="http://www.srooo.ru">http://www.srooo.ru</a>	На сайте приводятся: методические рекомендации; информационно-аналитические обзоры по отдельным отраслям и регионам (несистематизированные)
Экспертный совет	<a href="http://srosomet.ru">http://srosomet.ru</a>	На сайте приводятся методические рекомендации по экспертизе отчетов по оценке и по оценке рыночной стоимости земельных участков
Деловой союз оценщиков	<a href="http://www.srodso.ru">http://www.srodso.ru</a>	На сайте информация отсутствует
Сообщество профессионалов оценки	<a href="http://www.cpa-russia.org">http://www.cpa-russia.org</a>	На сайте приводятся: методология оценки различных объектов обзоры рынка недвижимости г. Санкт-Петербург база данных о ценах продажи акций, пакетов акций и долей в уставном капитале предприятий (БД ГЦБ «Бизнес») база данных нежилого фонда (БД ГУИОН)
Национальная коллегия специалистов-оценщиков	<a href="http://nkso.ru">http://nkso.ru</a>	На сайте информация отсутствует
«Кадастр-оценка»	<a href="http://www.kadastr-ocenkanp.ru">http://www.kadastr-ocenkanp.ru</a>	На сайте информация отсутствует

Приложение 7 - Примеры источников информации, использованной автором при проведении оценки стоимости предприятий различных секторов экономики

Наименование объекта оценки	Отрасль	Цель оценки	Источники информации (специализированные)
ОАО «ГМК «Норильский никель»	Цветная металлургия	Выкуп ОАО «ГМК «Норильский никель» собственных акций, в соответствии с требованиями ст. 75 Федерального закона «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 года.	<p>Бизнес-справочник «Металлургия России» (РА Эксперт).                      Отраслевое исследование информационного агентства «INFOLine» «Цветная металлургия РФ 2006-2011 гг.».                      Ежеквартальные отчеты эмитента эмиссионных ценных бумаг ОАО «ГМК «Норильский никель»  <a href="http://www.platinum.matthey.com">www.platinum.matthey.com</a>; <a href="http://www.goldmining.ru">www.goldmining.ru</a>  <a href="http://www.metalbulletin.com">www.metalbulletin.com</a>; <a href="http://www.metaltorg.ru">www.metaltorg.ru</a>; <a href="http://www.metalindex.ru">www.metalindex.ru</a>  <a href="http://www.ugmk.info">http://www.ugmk.info</a>; <a href="http://www.lme.co.uk">http://www.lme.co.uk</a>; <a href="http://www.u-site.ru">http://www.u-site.ru</a>;  <a href="http://www.quote.ru">http://www.quote.ru</a>; <a href="http://www.metaltorg.ru">http://www.metaltorg.ru</a>; <a href="http://www.ccb.ru">http://www.ccb.ru</a>;  <a href="http://www.k2kapital.com">http://www.k2kapital.com</a>; <a href="http://www.ecraft.ru">http://www.ecraft.ru</a>; <a href="http://www.stockportal.ru">http://www.stockportal.ru</a>;  <a href="http://www.expert.ru">http://www.expert.ru</a>.</p>
ОАО «АВИСМА», ОАО «Верхнесалдинское металлургическое производственное объединение»		Выкуп акций Обществом	
ОАО «Северсталь»	Черная металлургия	Для целей определения Советом директоров ОАО «Северсталь» в соответствии со статьей 77 ФЗ «Об акционерных обществах» цены размещения дополнительных обыкновенных акций ОАО	<p>Корпорация «Чермет»  <a href="http://www.euromines.org">www.euromines.org</a>;                      «Steel and its raw materials: A Global Outlook to 2015», volumes 1, 2 Metal Bulletin Research;                      «Угольная промышленность России в январе-сентябре 2005 года», Росинформуголь</p>
ОАО «Коршуновский ГОК»	Черная металлургия	Установление рыночной стоимости пакета обыкновенных именных акций ОАО «Мечел-Майнинг» для принятия управленческих решений, одобрения органами управления собственника сделок с объектом оценки, в том числе передачи объекта оценки в залог.	<p>Metaltorg.ru, Metalloprokat.ru, Metal Expert, ФК «Открытие», Банка Москвы, Уралсиба, Газпромбанка, Департамента стратегического маркетинга ООО УК «Мечел», AME Mineral Economics, UNCTAD, Росстата, журнала «Национальная металлургия», «Инфомайн», Citigroup, UBS, Morgan Stanley, Deutsche Bank, EATU CenterConsult, MEPS, International Iron &amp; Steel Institute, Rusmet</p>
ООО «Мечел-Кокс»	Коксохимическая промышленность	Использование результатов оценки в соответствии с требованиями ст. 77, п.7 ст. 83 Федерального закона от № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ «Об акционерных обществах», для принятия управленческих решений	<p>International Iron and Steel Institute, <a href="http://www.metaltorg.ru">www.metaltorg.ru</a>, <a href="http://www.newmet.ru">www.newmet.ru</a>                      Журнал «Национальная металлургия»                      Отраслевые обзоры: ИК «Центринвестгруп», ИК «Атон», ИК «Олма», ФК «Открытие», «Росинформуголь», ИАЦ «Минерал».</p>
ОАО «Челябинский металлургический комбинат»	Черная металлургия	Выкуп Обществом собственных акций, в соответствии с требованиями ст. 75 Федерального закона № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 года «Об акционерных обществах».	<p>International Iron and Steel Institute, <a href="http://www.metaltorg.ru">www.metaltorg.ru</a>, <a href="http://www.newmet.ru">www.newmet.ru</a>                      Журнал «Национальная металлургия»                      Отраслевые обзоры: ИК «Центринвестгруп», ИК «Атон», ИК «Олма», ФК «Открытие», «Росинформуголь», ИАЦ «Минерал».</p>
ОАО «Карельский окатыш», ОАО «Оленегорский ГОК»	Черная металлургия	Для целей направления Заказчиком требования о выкупе принадлежащих иным лицам обыкновенных именных акций в соответствии с требованиями ст. 7 Федерального закона от 5 января 2006 г. № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» и ст. 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ	<p>Metaltorg.ru, Metalloprokat.ru, Metal Expert, ФК «Открытие», Банка Москвы, Уралсиба, Газпромбанка, Департамента стратегического маркетинга ООО УК «Мечел», AME Mineral Economics, UNCTAD, Росстата, журнала «Национальная металлургия», «Инфомайн», Citigroup, UBS, Morgan Stanley, Deutsche Bank, EATU CenterConsult, MEPS, International Iron &amp; Steel Institute, Rusmet</p>

Наименование объекта оценки	Отрасль	Цель оценки	Источники информации (специализированные)
ОАО «Воркутауголь»	Угольная промышленность	В целях направления ООО «Холдинговая Горная Компания» требования о выкупе принадлежащих иным лицам обыкновенных именных акций и привилегированных акций типа «А» в соответствии с требованиями ст. 7 Федерального закона от 5 января 2006 г. №7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и ст. 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ.	www.miningexpo.ru, http://www.bp.com/, Международное энергетическое агентство, www.rosnedra.com.
ОАО «Южный Кузбасс»	Угольная промышленность	В целях принятия управленческих решений	ЗАО «Росинформуголь», АВARE
Имущественные комплексы предприятий группы компаний ПРОДО (ОАО «Мясокомбинат Омский»; ОАО «Птицефабрика «Сибирская»)	Пищевая промышленность	Определение рыночной стоимости объекта оценки для целей залога	Росстат
ОАО «АПЕКС», ЗАО «Саратовская Система Сотовой Связи»	Телекоммуникация и связь	Для цели принятия решения об отчуждении пакета акций Общества	Данный обзор подготовлен с использованием материалов AC&M-Consulting, ITU, CNews Analytics, iKS Consulting, GSM Association, EMC Database, IDate, Advanced Communications & Media, 3G Today, J'son&Partners, 3G Assosiation, «Маркетинг-Бюро» (г. Ека-теринбург), Межрегионального центра делового сотрудничества. Непосредственно источники информации: <a href="http://www.cnews.ru">http://www.cnews.ru</a> , <a href="http://www.nrb-finance.ru">http://www.nrb-finance.ru</a> , <a href="http://www.mobilecomm.ru">http://www.mobilecomm.ru</a> , <a href="http://www.sotovik.ru">http://www.sotovik.ru</a> , <a href="http://www.rosinvest.com">http://www.rosinvest.com</a> , <a href="http://m-forum.ru">http://m-forum.ru</a> , <a href="http://telecom.kondrashov.ru">http://telecom.kondrashov.ru</a> , <a href="http://www.miks.ru">http://www.miks.ru</a> .
ОАО «РПТП «Гранит», ОАО «НПО «Алмаз» им.ак. А. Расплетина», ОАО «КБСМ», ОАО «Московский радиотехнический завод	Военно-промышленный комплекс	В соответствии с решением Президента Российской Федерации, объект оценки подлежит внесению в уставный капитал ОАО «Концерн ПВО «Алмаз-Антей» в качестве оплаты дополнительных акций концерна.	Материалы изданий «Русский Фокус», «Экспорт вооружений», исследование Центра АСТ
ОАО «Новомосковская акционерная компания «Азот»	Химическая промышленность	Для целей использования объекта оценки в качестве залогового обеспечения	Госкомстат РФ, ИА «ПРАЙМ-ТАСС»
ОАО «Росгосстрах»	Страхование	Установление рыночной стоимости 1 обыкновенной именной акции ОАО «Росгосстрах» в исполнение требований ст. 77, Федерального закона от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»	Федеральная служба страхового надзора <a href="http://www.fssn.ru">www.fssn.ru</a>
ОАО «Банк «ЗЕНИТ»	Банковский сектор	Для принятия управленческих решений.	<a href="http://www.bankir.ru">http://www.bankir.ru</a> ; <a href="http://www.arb.ru/site/index.php">http://www.arb.ru/site/index.php</a> ; <a href="http://www.banki.ru/news/bankpress">http://www.banki.ru/news/bankpress</a> ; <a href="http://www.cbr.ru/">http://www.cbr.ru/</a> ; <a href="http://www.prospect.com.ru">http://www.prospect.com.ru</a> , <a href="http://www.troika.ru">http://www.troika.ru</a>

Наименование объекта оценки	Отрасль	Цель оценки	Источники информации (специализированные)
ОАО «Металлургический коммерческий банк»	Банковский сектор	Для принятия управленческих решений	ЦБ РФ, <a href="http://www.vedi.ru">www.vedi.ru</a>
ЗАО АК «АЛРОСА-АВИА»	Гражданская авиация	Для принятия управленческих решений	<a href="http://www.officemart.ru/business_avia/articles">www.officemart.ru/business_avia/articles</a> , <a href="http://www.jets.ru">www.jets.ru</a> , <a href="http://www.tdtoap.ru">www.tdtoap.ru</a> , <a href="http://www.favt.ru/air/">http://www.favt.ru/air/</a>
ОАО «Ярославский ВРЗ «Ремпутьмаш»	Железнодорожное машиностроение	Для целей совершения сделки купли-продажи	<a href="http://www.economy.gov.ru">www.economy.gov.ru</a> , <a href="http://www.rzd.ru">www.rzd.ru</a> , <a href="http://www.gudok.ru">www.gudok.ru</a> , «АК&М», <a href="http://www.avk.ru">www.avk.ru</a> , <a href="http://RZD-Partner.ru">RZD-Partner.ru</a> , <a href="http://www.mashportal.ru">www.mashportal.ru</a> , <a href="http://www.tmholding.ru">www.tmholding.ru</a> , <a href="http://spark.interfax.ru">spark.interfax.ru</a> , <a href="http://www.expert.ru">www.expert.ru</a> , <a href="http://www.rbcdaily.ru">www.rbcdaily.ru</a>
ОАО «Калужский турбинный завод»	Энергетическое машиностроение	Для целей совершения сделки купли-продажи	АК БАРС ФИНАНС, <a href="http://www.akbars.ru">www.akbars.ru</a> ; Брокерский дом «Открытие», <a href="http://www.open.ru">www.open.ru</a> ; Официальный сайт компании «Силовые машины»; <a href="http://www.aksnews.ru/">http://www.aksnews.ru/</a> <a href="http://www.edinros.ru">www.edinros.ru</a> Промышленный портал, <a href="http://www.ecraft.ru/">www.ecraft.ru/</a> ; Минпромэнерго, <a href="http://www.minprom.gov.ru">www.minprom.gov.ru</a> ; Энергетика и промышленность России, <a href="http://www.eprussia.ru">www.eprussia.ru</a>
ОАО «АМУР-ПИВО»	Пивоварение	Для целей направления требования о выкупе принадлежащих иным лицам обыкновенных именных акций ОАО в соответствии со ст. 7 Федерального закона от 5 января 2006 года № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» и ст. 84.8. Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ.	<a href="http://www.beerunion.ru">www.beerunion.ru</a> , <a href="http://www.alconews.ru">www.alconews.ru</a> , <a href="http://www.pivnoe-delo.com">www.pivnoe-delo.com</a> , <a href="http://www.pivprom.ru">www.pivprom.ru</a> , <a href="http://www.rosalcohol.ru">www.rosalcohol.ru</a> , <a href="http://www.businessanalytica.ru">www.businessanalytica.ru</a> , <a href="http://www.foodmarket.spb.ru">www.foodmarket.spb.ru</a> , <a href="http://www.gorn.ru">www.gorn.ru</a> , <a href="http://www.vedomosti.ee">www.vedomosti.ee</a> , журнал «Эксперт», журнал «Спиртные напитки и пиво», газета «Ведомости», экономический еженедельник «Коммерсантъ ДЕНЬГИ», деловой еженедельник «Компания».
ОАО «КПБН «Шихан»	Пивоварение	Направление ООО «Объединенные Пивоварни Хейнекен» требования о выкупе принадлежащих иным лицам обыкновенных именных акций ОАО и привилегированных акций типа «А» ОАО в соответствии с требованиями ст. 7 Федерального закона от 5 января 2006 г. №7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и ст. 84.8 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах».	<a href="http://www.pivnoe-delo.ru">www.pivnoe-delo.ru</a> , Союз Российских Пивоваров, <a href="http://www.efesbev.com">www.efesbev.com</a> , <a href="http://www.sabmillerrus.ru">www.sabmillerrus.ru</a> , <a href="http://www.suninterbrew.ru">www.suninterbrew.ru</a> , <a href="http://www.businessanalytica.ru">www.businessanalytica.ru</a> , Euromonitor International, <a href="http://www.alconews.ru">www.alconews.ru</a> , ИКАР, СУАР, «Эксперт», <a href="http://www.upakovano.ru">www.upakovano.ru</a> , Canadian Wheat Board, IGC, Smart Money, АПК-информ, Brewers Supply Group, Hop Growers of America, HVG, <a href="http://www.marketcenter.ru">www.marketcenter.ru</a> , ISO-I Sugar Monitoring

Приложение 8 - Сведения об информации, относящейся к проведению оценочной деятельности, размещенные на официальных сайтах авиационных предприятий Российской Федерации

Наименование предприятия	Электронный адрес предприятия	Материалы, размещенные на сайте предприятия:						Иное
		Устав и внутренние документы	Годовая бухгалтерская отчетность	Аудиторское заключение годовой бухгалтерской отчетности	Годовой отчет	Список аффилированных лиц	Сообщения о существенных фактах	
ОАО «Экспериментальный машиностроительный завод им. В.М.Мясищева»	<a href="http://www.emz-m.ru/">http://www.emz-m.ru/</a>	+	+	+	+	+	-	
ОАО «Опытно-конструкторское бюро им. А.С.Яковлева»	<a href="http://www.yak.ru/">http://www.yak.ru/</a>	+	+	-	+	+	+	
ОАО «Компания «Сухой»	<a href="http://www.sukhoi.org/company">http://www.sukhoi.org/company</a>	+	+	-	+	+	-	
ОАО «Туполев»	<a href="http://www.tupolev.ru/Russian/">http://www.tupolev.ru/Russian/</a>	+	-	-	+	+	+	Проспект эмиссии ценных бумаг
ОАО «Авиационный комплекс им. С. В. Ильюшина»	<a href="http://www.ilyushin.org/company/general.html">http://www.ilyushin.org/company/general.html</a>	+	-	-	+	+	+	
ОАО «Российская самолетостроительная корпорация «МиГ»	<a href="http://www.migavia.ru/corporation/">http://www.migavia.ru/corporation/</a>	+	+	+	+	+	-	
ОАО «Воронежское акционерное самолетостроительное общество»	<a href="http://www.vaso.ru/">http://www.vaso.ru/</a>	+	-	-	+	+	+	Сведения о ценных бумагах
ОАО «Казанское авиационное производственное объединение им. С.П. Горбунова»	<a href="http://www.aoakapo.ru/">http://www.aoakapo.ru/</a>	+	+	+	+	+	-	
ОАО «Комсомольское-на-Амуре авиационное производственное объединение имени Ю.А. Гагарина»	<a href="http://www.knaapo.ru/">http://www.knaapo.ru/</a>	+	+	+	+	+	-	
ОАО «Улан-Удэнский авиационный завод»	<a href="http://www.uuaz.ru">http://www.uuaz.ru</a>	+	-	-	+	+	+	
ОАО «Нижегородский авиационный завод «Сокол»	<a href="http://www.sokolplant.ru/">http://www.sokolplant.ru/</a>	+	+	+	+	+	+	
ОАО «Таганрогская авиация»	<a href="http://taganrog-avia.com/">http://taganrog-avia.com/</a>	+	Данные до 2008 года			+	+	
ОАО «Корпорация «Иркут»	<a href="http://www.irkut.com/ru/">http://www.irkut.com/ru/</a>	+	+	-	+	+	+	
ОАО «Новосибирское авиационное производственное объединение им. В.П.Чкалова»	<a href="http://www.napo.ru/">http://www.napo.ru/</a>	+	+	+	-	+	-	
ОАО «Смоленский авиационный завод»	<a href="http://www.smaz.ru/">http://www.smaz.ru/</a>	+	-	-	Данные до 2009 г.	+	+	

Приложение 9 - Зарубежные источники информации, используемые для оценки стоимости предприятий авиационной промышленности

Наименование	Содержание	Адрес в сети Интернет	Условия получения информации
<i>1. Источники статистических данных, характеризующих авиационную промышленность (экономические, финансовые, социально-трудовые)</i>			
Статистика аэрокосмической промышленности (Aerospace Statistics)	Отраслевая статистика, включающая данные о статистике занятости, статистика производства и международные сопоставления	<a href="http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/">http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/</a>	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Экономические индикаторы аэрокосмической промышленности (Economic Indicators for the Aerospace Industry)	Ежеквартальные данные основных экономических показателей аэрокосмической промышленности: уставы, продажи, прибыль, экспорт, занятость	<a href="http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/">http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/</a>	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Аэрокосмическая промышленность в цифрах и фактах (Aerospace Facts & Figures)	Ежегодный справочник, содержащий данные по 135 показателям.	<a href="http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/">http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/</a>	Издания последних лет предоставляются бесплатно в режиме «он-лайн»
Статистический ежегодник (Statistical Databook)	Статистика парка самолетов, перевозок, международной торговли и персонала	<a href="http://www.gama.aero/home.php">http://www.gama.aero/home.php</a> Поиск: «Statistical Databook»	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Aerospace Products and Parts Manufacturing	Ключевые характеристики отрасли сферы деятельности, размеры, тенденции развития, риски, прогнозы развития отрасли на 5 лет	<a href="http://www.firstresearch.com">http://www.firstresearch.com</a>	Примеры отчетов предоставляются бесплатно в режиме «он-лайн»
Статистический ежегодник авиационной и аэрокосмической промышленности (AIA's Year-End Review and Forecast)	Ежегодный статистический обзор состояния аэрокосмической промышленности.	<a href="http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/">http://www.aia-aero-space.org/industry_information/economics/</a>	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Справочник по вопросам занятости в аэрокосмической промышленности Бюро статистики труда Министерства труда США (Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor. Career Guide to Industries - Aerospace Products and Parts Manufacturing)	Описание содержания труда, видов работ в отрасли, требований к квалификации и образованию, размерам оплаты труда, перспективам занятости	<a href="http://www.bls.gov/oco/cg/cgs006.htm">http://www.bls.gov/oco/cg/cgs006.htm</a>	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Финансовые показатели авиационной промышленности (Industry Financial Ratios. Aircraft, Engines, and Parts Manufacturers)	Описание финансовых показателей отрасли за 5 лет: доходы и расходы, балансы, движение денежных потоков, основные финансовые коэффициенты в разрезе предприятий-производителей.	<a href="http://www.bizminer.com">http://www.bizminer.com</a> Поиск: код «3364»	Примеры финансовых отчетов с анализом конкретных финансовых показателей предоставляются бесплатно в режиме «он-лайн». Полные тексты отчетов предоставляются за плату в режиме «он-лайн».

Наименование	Содержание	Адрес в сети Интернет	Условия получения информации
<b>2. Аналитические отчеты и обзоры авиационной промышленности</b>			
Производство самолетов, двигателей и компонентов (Aircraft, Engine, and Parts Manufacturing)	Отчеты включают результаты углубленного анализа отрасли и прогнозы развития на 5 лет с учетом влияния внешних и внутренних факторов	<a href="http://www.ibisworld.com">http://www.ibisworld.com</a>	Примеры отраслевых обзоров могут быть получены бесплатно «он-лайн»
Глобальный обзор рынка, подготовленный компанией Эйрбас (Airbus Global Market Outlook)	Обзоры включают основные характеристики рынка и показатели прогноза развития отрасли	<a href="http://www.airbus.com/en/">http://www.airbus.com/en/</a> Поиск: «Global Market Outlook»	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Текущий обзор рынка, подготовленный компанией Боинг (Boeing Company Current Market Outlook)	Обзоры включают описание текущего и перспективного спроса на авиаперевозки, в том числе грузовые	<a href="http://www.boeing.com/commercial/cmo/index.html">http://www.boeing.com/commercial/cmo/index.html</a>	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Ежегодный обзор авиационной промышленности (Annual Industry Review)	Ежегодные обзоры авиационной промышленности и грузовых перевозок	<a href="http://www.gama.aero/home.php">http://www.gama.aero/home.php</a> Поиск: «Annual Industry Review»	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Отчеты о состоянии рынков (Industry Market Research Reports)	Ежегодные углубленные исследования рынка авиационной промышленности, стратегий и прогнозов развития, тенденций и рисков бизнеса, описание предприятий-производителей, основных участников рынка	<a href="http://www.marketresearch.com">http://www.marketresearch.com</a> Поиск: «aerospace industry» или код «3364»	Краткие обзоры аналитических отчетов о состоянии рынков предоставляются бесплатно в режиме «он-лайн»
Аналитические отчеты о состоянии рынка авиационной промышленности (Industry Market Analysis Reports. Aircraft, Engines, and Parts Manufacturers)	Отчеты включают статистические данные о продажах в отрасли и их тенденциях, в том числе в разрезе предприятий-производителей, характеристики рынка авиационной промышленности и его сегментов, тенденции занятости в отрасли	<a href="http://www.bizminer.com">http://www.bizminer.com</a> Поиск: код «3364»	Примеры аналитических отчетов о состоянии рынка предоставляются бесплатно в режиме «он-лайн»
Исследовательские и аналитические отчеты о состоянии аэрокосмической промышленности (Industry Research and Analysis)	Основные показатели для оценки бизнеса, включая финансовые показатели, характеристики рынка аэрокосмической промышленности, описание тенденций и прогнозов развития отрасли	<a href="http://valuationresources.com/IndustryOutlook.htm">http://valuationresources.com/IndustryOutlook.htm</a> Поиск: «aerospace industry»	Краткие обзоры отчетов о состоянии рынков предоставляются бесплатно в режиме «он-лайн»
Аэрокосмическая промышленность Израиля (Israel Aerospace Industry)	Описание предприятий, входящих в группу, финансовые показатели деятельности (продажи, доходы, денежные потоки и пр.)	<a href="http://www.iai.co.il">http://www.iai.co.il</a>	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»
Аэрокосмические технологии (Aerospace Technologies)	Ссылки на сайты в сети Интернет предприятий - производителей авиационной техники в США (Эйрбас, Боинг, Сессна, Нортроп, Сикорский и др.). Переход на сайты предприятий – производителей позволяет получить финансовую информацию, ежегодные отчеты компаний, информацию о состоянии рынка)	<a href="http://www.aerospace-technology.com">http://www.aerospace-technology.com</a>	Предоставляется бесплатно в режиме «он-лайн»



Приложение 10 - Зарубежные источники информации, размещенные в сети Интернет, используемые для оценки предприятий различных отраслей промышленности<sup>68</sup>

Адрес в сети Интернет	Доступная информация	Уровень открытости информации	Сфера применения	Путь
<b>Данные по открытым акционерным обществам</b>				
EDGAR (www.sec.gov) Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC)	Документация открытых компаний примерно за последние два года.			
www.freedgar.com	Поиск информации на основе кодов Стандартной промышленной классификации (SIC <sup>69</sup> ) и загрузки финансовых отчетов из файла непосредственно в таблицу.			
WSRN – Wall Street Research Net (www.wsrn.com)	Содержит 500 000 ссылок на документы SEC, домашние страницы компаний, годовые отчеты, пресс-релизы и другую информацию для инвесторов, а также помещает котировку акций.	бесплатная	Сравнительный подход, описание компании, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	Из раздела «Data», путь: <a href="http://www.wallstreetnet.com/links.php?topic=3&amp;subtopic_id=0">http://www.wallstreetnet.com/links.php?topic=3&amp;subtopic_id=0</a> , можно получить информацию о компании, предоставленную Zacks research reports
Hoover's On Line (www.hoovers.com)	Представляет платный доступ к информации о приблизительно 13 тыс. публичных и частных компаний.	бесплатная / платная	Сравнительный подход, описание компании, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	В разделе «Companies» ( <a href="http://www.hoovers.com/companies/100003475-1.html">http://www.hoovers.com/companies/100003475-1.html</a> ) представлена общая информация о компании (адрес, персонал, финансовые показатели за 3 года), более полная информация содержится в отчетах, предоставляемых на платной основе
JustQuotes.com (www.justquotes.com)	Сайт предлагает множество ссылок для получения данных по открытому рынку и рынкам IPO (первичных публичных предложений акций).	бесплатная	Сравнительный подход, описание компании, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	На сайте представлена информация о котировках компании, работающих в различных отраслях. Аналогичная информация представлен на следующих сайтах: BigCharts – новости, котировки, интерактивные графики: <a href="http://www.bigcharts.com/">http://www.bigcharts.com/</a> ; Freerealtime.com: <a href="http://www.freerealtime.com/">www.freerealtime.com/</a> ; InterQuote: <a href="http://www.interquote.com/main.html">http://www.interquote.com/main.html</a> ; Justquotes.com: <a href="http://www.justquotes.com/">www.justquotes.com/</a> ; Quote.com – котировки, новости, комментарии: <a href="http://www.quote.com/">http://www.quote.com/</a> ; PCQuote: <a href="http://www.pcquote.com/">http://www.pcquote.com/</a>
<b>Данные о доходах компаний</b>				

<sup>68</sup> Таблица подготовлена с использованием следующего источника: Пособие по оценке бизнеса / Томас Л. Уэст, Джеффри Д. Джонс; Пер. с англ. Бюро переводов РОЙД. – М.: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2003 – 746 с. ISBN 5-93746-003-0.

<sup>69</sup> Необходимо учесть, что система SIC будет изменена. На смену старой системе стандартной промышленной классификации (Standard Industrial Classification – SIC), которая применяется с 1987 года, придет Система промышленной классификации Северной Америки (North American Industrial Classification System – NAICS). В системе NAICS в классификации категории бизнеса или рода деятельности применяется восьмизначный код, в отличие от старого четырехзначного. Основная проблем перехода на новую систему – возможность сопоставления и использования данных за прошлые года в рамках новой системы классификации.

Адрес в сети Интернет	Доступная информация	Уровень открытости информации	Сфера применения	Путь
Zack's Investment Research (www.zacks.com)	Предоставляет платный доступ к Zack's Analyst Watch, где размещены аналитические прогнозы приблизительно по 6000 компаний. Некоторый объем информации предоставляется бесплатно.	бесплатная / платная	Сравнительный подход, описание компании, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	Доступ к информации осуществляется посредством ввода названия тикера компания в раздел «Quote» на сайте <a href="http://www.zacks.com/">http://www.zacks.com/</a> Название тикера можно получить на сайте <a href="http://finance.yahoo.com/search?p=norilsk+nickel&amp;toggl=1&amp;cop=mss&amp;ei=UTF-8&amp;fr=yfp-t-701">http://finance.yahoo.com/search?p=norilsk+nickel&amp;toggl=1&amp;cop=mss&amp;ei=UTF-8&amp;fr=yfp-t-701</a> , путем ввода названия компании на английском языке в раздел «GET QUOTES»
<b>отраслевые данные</b>				
Dow Jones Publications Library (www.wsj.com)	Платный портал публикует статьи более чем 3700 различных журналов, а также из изданий, посвященных вопросам бизнеса.	бесплатная / платная	Сравнительный подход, описание компании, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	На сайте представлена, как бесплатная, так и платная финансово-экономическая информация. Поиск осуществляется через кнопку «Search» ( <a href="http://europe.wsj.com/home-page">http://europe.wsj.com/home-page</a> ). Данные о котировках представлены бесплатно, поиск осуществляется путем ввода названия компании на английском языке.
The LSU Libraries webliography (www.lib.lsu.edu/bus/biznews.html)	Содержит ссылки на различные отраслевые обзоры и другую экономическую информацию.	бесплатная	Обзор отрасли	База данных Louisiana State University. Поиск финансово-экономической информации позволяет осуществить «Catalog» (каталог), представленный на сайте <a href="http://www.lib.lsu.edu/">http://www.lib.lsu.edu/</a> . Запрос: «finance», «business».
The American metal Market On-Line (www.amm.com/ref/trade.html)	Содержит список крупнейших отраслевых ассоциаций и ссылки на их веб-сайты, а также ссылки на другие интересные ресурсы.	бесплатная / платная	Специализация: металлургия. Сравнительный подход, обзор отрасли	На сайте представлена информация о событиях металлургической отрасли. В разделе <a href="http://www.amm.com/otherpubs/">http://www.amm.com/otherpubs/</a> содержатся ссылки на различные источники.
Data and Program Library Service (dpls.dacc.wisc.edu/datagovus.html)	Содержит обширный перечень информационных сайтов государственных агентств, в т.ч. ссылки на базу данных Бюро переписей Министерства торговли США Current Industrial Reports, содержащую отраслевые отчеты, и таблицы сводных данных по национальным и региональным экономическим показателям, составляемые Бюро экономического анализа, которые публикуются в Survey of Current business.	бесплатная	Сравнительный подход, обзор отрасли	Основные ссылки, представленные на сайте - <a href="http://www.disc.wisc.edu/bigsources.html">http://www.disc.wisc.edu/bigsources.html</a>
<b>Экономическая информация</b>				
Stat-USA (www.stat-usa.gov/stat-usa.html)	Содержит финансовую и экономическую информацию по различным секторам экономики США.	бесплатная / платная	обзор отрасли, статистические данные по компаниям-аналогам	Сайт «Stat-usa.gov» закрыт с 1 октября 2010 г. Часть информации можно найти на сайте U.S. Census Bureau ( <a href="http://www.census.gov/">http://www.census.gov/</a> )
Бюро переписей США (www.census.gov)	Предлагается обширная база статистических данных.			
The American Journalism Review (www.newslink.org)	Публикуются ссылки на сайты газет, издаваемых в различных штатах, а также на ресурс других периодических изданий.	бесплатная	Обзор отрасли, описание компании	В разделе <a href="http://www.newslink.org/spec.html">http://www.newslink.org/spec.html</a> представлены ссылки на различные источники, в том числе в разделе «Industry News» содержатся новостные данные в разбивке по отраслям (например: «METALS INDUSTRY»)

Адрес в сети Интернет	Доступная информация	Уровень открытости информации	Сфера применения	Путь
<b>Общая информация</b>				
Shannon Pratt's Business Valuation Update Online ( <a href="http://www.nvst.com/bvu/login.html">www.nvst.com/bvu/login.html</a> )	Предлагается платный доступ в режиме реального времени к ежемесячному бюллетеню Dr. Pratt's newsletter. В данной публикации содержатся новости в сфере общей оценки, обзоры по отдельным проведенным оценкам, полные тексты некоторых отчетов по результатам оценки, а также ссылки на другие информационные ресурсы, посвященные вопросам оценки бизнеса.	платная	Сравнительный подход, описание компании, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	На сайте предлагается доступ к различным источникам ( <a href="http://www.nvst.com/pnvResearchData.asp">http://www.nvst.com/pnvResearchData.asp</a> ), в том числе информация о рынке слияний и поглощений, данные о специфических особенностях оценки предприятий различных отраслей экономики ( <a href="http://www.nvst.com/pubs/bvindustry-pub.asp">http://www.nvst.com/pubs/bvindustry-pub.asp</a> )
Американское общество оценщиков ( <a href="http://www.appraisers.org">www.appraisers.org</a> )	Посетителям сайта предлагается: принять участие в форумах для обсуждения различных вопросов, ознакомиться с последними новостями, а также иная информация.	бесплатная	Методология оценки, обзор отрасли	В разделе «BVR Library» ( <a href="https://www.asabv.org/index.php?content=publicLibrary">https://www.asabv.org/index.php?content=publicLibrary</a> ) содержатся данные исследований последних лет и возможность поиска по предмету (SUBJECT) и автору (AUTHOR).
Веб-сайт Института оценщиков бизнеса ( <a href="http://www.instbusapp.org">www.instbusapp.org</a> )	Содержит ссылки на ряд сетевых ресурсов, посвященных вопросам оценки бизнеса, а также предлагает новости и другие информационные ресурсы, предназначенные для специалистов в области оценки.	бесплатная / платная	Методология оценки, обзор отрасли, сравнительный подход, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	Сайт The Institute of Business Appraisers (Институт оценщиков бизнеса) содержит примеры отчетов об оценке, ссылки на рыночную информацию, экономические обзоры - <a href="http://www.instbusapp.org/resources/index.html">http://www.instbusapp.org/resources/index.html</a> . Большинство информации, представленной на сайте, носит платный характер.
Школа права Университета штата Индиана совместно с онлайн-библиотекой World Wide Web Virtual Library ( <a href="http://www.law.indiana.edu/v-lib/lawschools.html">www.law.indiana.edu/v-lib/lawschools.html</a> )	Предлагается ссылки на ресурсы различных школ права и на другие ресурсы, посвященные вопросам исследований в области юриспруденции.	бесплатная/платная	Сравнение нормативно-правовых актов и законодательства различных стран	Сайт содержит ссылки на юридическую информацию ( <a href="http://law.indiana.edu/lawlibrary/research/resources/">http://law.indiana.edu/lawlibrary/research/resources/</a> ), большая часть которой доступна учащимся Школы права. В разделе «Faculty Publications» ( <a href="http://www.law.indiana.edu/lawlibrary/services/bibliography/index.shtml">http://www.law.indiana.edu/lawlibrary/services/bibliography/index.shtml</a> ) представлены публикации учащихся и их преподавателей.
Bloomberg	Онлайновая служба, предлагающая разнообразную информацию. Вместе с тем, база данных содержит довольно ограниченный объем финансовой информации о компаниях за прошлые годы. Необходимо также отметить, что предлагаемые услуги относятся к разряду достаточно дорогих.	бесплатная / платная (в основном)	Сравнительный подход, описание компании, обзор отрасли, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода). На бесплатной основе представлена новостная лента (см. раздел NEWS), котировки индексов, ценных бумаг, а также курсы валюты (раздел «MARKET DATA»)	<a href="http://www.bloomberg.com/">http://www.bloomberg.com/</a> Доступ к информации осуществляется посредством ввода названия тикера компания в раздел «Search Quotes and News»

Адрес в сети Интернет	Доступная информация	Уровень открытости информации	Сфера применения	Путь
Standard&Poor's Compustat PC Plus	База данных (доступная в режиме «он-лайн» и на компакт-дисках), в которой содержится финансовая и бюджетная информация о более чем 10 тыс. публичных компаний, акции которых пользуются наибольшим спросом на фондовой бирже. Предлагаемая информация получена на основе отчетов, предоставляемых компаниями в SEC. Помимо этого база данных включает сведения о более чем 9 тыс. компаний, акции которых прежде активно продавались и покупались на фондовом рынке, но которые на протяжении 20 лет были приобретены в частную собственность. База данных предусматривает возможность поиска по кодам SIC, местонахождению, фондовым биржам и другим параметрам, в зависимости от требуемой финансовой информации, а также возможность прямой загрузки данных в электронные таблицы с помощью дополнительных программных средств. Информация, предлагаемая в режиме онлайн-доступа, содержит более обширную текущую информацию. В целом предлагаемая база данных отличается полнотой и разносторонним характером содержащихся в ней сведений, однако доступ к ней относится к разряду достаточно дорогих.	платная	Сравнительный подход, описание компании, обзор отрасли, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	<a href="http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.product/dataservices_compustat/2,9,2,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html">http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.product/dataservices_compustat/2,9,2,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html</a>
Moody's Corporate Profiles	База данных (доступная в режиме «он-лайн» и на компакт-дисках), содержащая описание и финансовые данные примерно 10 тыс. открытых компаний. База данных обновляется на еженедельной основе.	платная	Сравнительный подход, описание компании, обзор отрасли, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (доходный подход)	<a href="http://v3.moody.com/productandsolutions">http://v3.moody.com/productandsolutions</a>
Hoovers Company profiles	Онлайновая база данных, доступ к которой можно получить, как через Интернет, так и через службу CompuServe. В ней содержатся сведения более чем о 7 тыс. публичных и частных компаний США.	бесплатная / платная	Сравнительный подход, описание компании, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (в рамках доходного подхода)	В разделе «Companies» ( <a href="http://www.hoovers.com/companies/100003475-1.html">http://www.hoovers.com/companies/100003475-1.html</a> ) представлена общая информация о компании (адрес, персонал, финансовые показатели за 3 года), более полная информация содержится в отчетах, предоставляемых на платной основе
Dun&Bradstreet Financial Records Plus	Онлайновая база данных содержит информацию о более чем 750 тыс. публичных и частных компаний. Для поиска сопоставимых данных о компаниях необходимо воспользоваться кодами SIC. Объем информации по частным компаниям довольно ограничен.	платная	Сравнительный подход, описание компании, обзор отрасли, расчет среднеотраслевых показателей оборачиваемости, бета (доходный подход)	<a href="http://www.dnb.com/">http://www.dnb.com/</a>