

1
146

Азия-Баалоо

720020, г. Бишкек
ул. Байтик Баатыра, 9/23
телефоны: 509-214
0772-37-65-91, 0555-57-65-91

Азия-Оценка

Свидетельство о государственной
регистрации юридического лица
Рег. номер 52024-3301-ООО от 5.10.04 г.



«УТВЕРЖДАЮ»:

Директор ОсОО «Азия-оценка»

Богубаев Н.С.

2010 г

ОТЧЕТ

ОБ ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

25% ПАКЕТА АКЦИЙ ЗАО «SAIMA TELECOM» («САЙМА ТЕЛЕКОМ»)

Исполнитель:

ОсОО «Азия-оценка»

Г. Бишкек

2010 год

Оглавление

2
147

Глава 1. Общие положения	4
Основание для проведения оценки	4
Объект оценки	4
Цели и задачи оценки	4
Используемые стандарты оценки	4
Краткие сведения об Обществе	5
Отрасль, виды деятельности	5
Структура акционерного капитала Общества	5
Вид оцениваемой стоимости	5
Дата проведения оценки (дата оценки)	5
Дата составления Отчета	5
Краткие сведения о Заказчике	5
Основные термины и определения	6
Документы, определяющие количественные и качественные характеристики Объекта оценки	8
Глава 2. Ограничивающие условия и обстоятельства, существенные предположения и допущения	9
Допущения и ограничивающие условия общего характера	9
Допущения и ограничения частного характера	10
Глава 3. Процедура оценки рыночной стоимости собственного капитала	11
Суть и основные этапы процесса оценки	11
Анализ основных подходов к оценке активов предприятия	11
Теоретические основы затратного подхода к оценке предприятий	12
Метод чистых активов	12
Метод ликвидационной стоимости	13
Теоретические основы доходного подхода к оценке предприятий	13
Методы дисконтирования доходов	14
Метод капитализации доходов	15
Теоретические основы сравнительного подхода к оценке предприятий	16
Метод рынка капитала	16
Метод сделок (продаж)	17
Метод отраслевых коэффициентов (мультипликаторов)	17
Описание отрасли	17
Отраслевая принадлежность	17
Ценообразование в отрасли	18
Персонал Общества	18
Характеристика материально-технической базы	18
Основные средства	18
Инвестиционная деятельность	19
Характеристика операционной деятельности	19
Результат финансово-хозяйственной деятельности	19
Факторы, влияющие на формирование доходов	20
Затраты	20
Конкурентные преимущества Общества	20
Глава 4. Прогноз макроэкономических показателей	22

Глава 5. Анализ финансово-экономического состояния ЗАО «Saima Telecom»

- Анализ структуры баланса23
 - Анализ финансовых коэффициентов..... 24
 - Анализ структуры пассивов 26
 - Выводы по анализу финансово-экономического состояния Общества 27

Глава 6. Выбор подходов и методов оценки 28

- Сравнительный подход28
- Доходный подход.....28
- Затратный подход28

Глава 7. Определение рыночной стоимости собственного капитала Общества на основе доходного подхода..... 29

- Общие положения.....19
- Выбор метода расчетов19

Глава 8. Определение рыночной стоимости собственного капитала Общества на основе затратного подхода 30

- Общие положения.....30
- Изучение бухгалтерской отчетности Общества.....32

Глава 9. Согласование результатов оценки рыночной стоимости 25% пакета акций ЗАО «Saima Telecom»..... 36

- Итоговое суждение о стоимости собственного капитала ЗАО «Saima Telecom».....36
 - Заключение о стоимости оцениваемой государственной доли 25% собственного капитала ЗАО «Saima Telecom» 37

Глава 10. Сведения об оценщиках..... 38

- Сведения об оценщиках, состав выполненных ими работ38

Глава 11. Перечень нормативных документов и использованной литературы..... 39

Глава 12. Перечень Приложений 40

Общие положения

Основание для проведения оценки

Основанием для проведения оценки является договор от «_____» 2010 г. на проведение оценки (далее по тексту — Договор на оценку) между ОсОО «Азия-оценка» (далее по тексту — Исполнитель) с одной стороны, и ОсОО «Ареопаг-Бишкек» (далее по тексту — Заказчик) с другой.

Объект оценки

- Определение стоимости 25% пакета акций ЗАО «Сайма Телеком» (далее по тексту — Общество).

Цель оценки

Цель оценки — определение рыночной стоимости 25% пакета акций Общества для реализации.

Используемые стандарты оценки

Требования к содержанию настоящего Отчета регламентированы:

- Постановлением Правительства Кыргызской Республики «Временные правила деятельности оценщиков и оценочных организаций в Кыргызской Республике» № 537 от 21.08.2003 г.
- Стандартами оценки имущества, обязательными к применению всеми субъектами оценочной деятельности, утвержденными Постановлением Правительства Кыргызской Республики от 03.04.2006 г. № 217 (далее по тексту — Стандарты).

В тех случаях, когда в вышеназванных нормативных актах отсутствует база для объяснения каких-либо терминов, используемых в настоящем Отчете, для определения этих терминов используются Международные стандарты оценки МСО-2007, а также прочие нормативные акты, на которые имеются ссылки в соответствующих разделах Отчета.

Краткие сведения об Обществе

Отрасль, виды деятельности

Общество занимается оказанием местной, междугородней, международной, сотовой, пейджинговой, электрической, почтовой и иных видов связи и услуг в области телекоммуникаций в соответствии с действующим законодательством.

Структура акционерного капитала Общества

- 5 Уставный капитал Общества составляет 200 000 (Двести тысяч) сомов. Уставный капитал разделен на 1000 (Одну тысячу) простых именных бездокументарных акций. Привилегированных акций нет.

Вид оцениваемой стоимости

6 Видом стоимости, подлежащим оценке, является **рыночная стоимость** доли собственного капитала Общества в размере 25%

В тексте Стандартов рыночная стоимость определена как расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен между готовым купить покупателем и между готовым продать продавцом в коммерческой сделке после должного маркетинга, во время которой каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения.

Дата проведения оценки (дата оценки)

Оценка проведена по состоянию на 30 ноября 2010 года (курс 1 USD = 46,86 сома, курс 1 евро = 62,1292 сома, курс 1 рубля = 1,4942 сома (по данным НБКР).

Дата составления Отчета

Настоящий Отчет составлен 30 ноября 2010 г.

Краткие сведения о Заказчике

1 **Полное наименование:** Закрытое Акционерное Общество «Saima Telecom» («Сайма Телеком»).

2 **Реквизиты Общества:**
Юридический адрес: Кыргызская Республика, г.Бишкек, пр.Чуй, 111а

3 **Дата государственной перерегистрации:** 29.08.2003 г.

ИНН 00407199710140

Краткие сведения об Оценщике

ОсОО «Азия-оценка»

Юридический адрес: 720025, г. Бишкек, 4 микрорайон, д.40, кв.64.
Почтовый адрес, адрес фактического местонахождения: 720005, г.Бишкек, ул.Байтик Батыра, 9, кв.23. Тел./факс 509-214, 0555-57-65-91, 0772-37-65-91, 0772-22-70-89.

Непосредственные исполнители настоящего Отчета (далее по тексту — оценщики) имеют высшее образование и прошли профессиональную переподготовку по специализации «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)».

6
157

Основные термины и определения

Ценная бумага	Документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и других реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении. К ценным бумагам относятся: облигация, вексель, чек, депозитный сертификат и сберегательный сертификат, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.
Акция	Эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации (
Акционер	Владелец акций, получающий прибыль по акциям в виде дивидендов (Международные Стандарты оценки МСО-2005).
Номинальный держатель	Юридическое лицо или физическое лицо, зарегистрированное, как владелец ценной бумаги, фактически принадлежащей другому лицу. Обычно это банк, инвестиционная компания и другое учреждение, осуществляющее по доверенности управление инвестиционными портфелями своих клиентов (Международные Стандарты оценки МСО-2005).
Контрольный пакет акций	Доля от общего количества акций с правом голоса, обеспечивающая ее владельцу контроль над деятельностью компании. Теоретически она должна превышать 50%, однако если остальные акции распылены среди множества мелких акционеров, то для эффективного контроля достаточно иметь 20-30% акций (Международные Стандарты оценки МСО-2005).
Премия за получение контроля	Премия сверх рыночной стоимости пакета акций компании, которую покупатель этого пакета готов заплатить для того, чтобы получить контроль над компанией (Международные Стандарты оценки МСО-2005).
Скидка за неконтрольный пакет акций	Величина, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля в общей стоимости предприятия, с учетом неконтрольного характера оцениваемого пакета (Международные Стандарты оценки МСО-2005).
Скидка за недостаточную ликвидность акций	Определяется как абсолютная величина или доля (в %), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности (т.е. способности ценной бумаги быть быстро проданной в достаточно короткое время и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателей). Применяется при оценках акций закрытых компаний. Она же должна применяться применительно к акциям компаний, которые лишь по форме (а не по экономической сути и мотивации) являются открытыми.
Уставный капитал	В соответствии с Международными Стандартами оценки МСО-2005: <ul style="list-style-type: none">▪ акции, представляющие интересы собственников в данном бизнесе (обыкновенные и привилегированные),▪ сумма акций, которую компания имеет право выпустить,▪ активы компании или собственность, вложенные акционерами,▪ обязательства компании перед акционерами после удовлетворения требований кредиторов. Уставный капитал общества определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов. Он не может быть меньше размера, предусмотренного законом об акционерных обществах.
Цена	Фактическая сумма денег, требуемая, предлагаемая или уплаченная за объект оценки или подобное имущество (Стандарты, п.1.4).

4
152

Подходы к оценке

Затратный — подход к оценке стоимости имущества, согласно которому стоимость имущества складывается из затрат на приобретение и/или воссоздание всех составляющих. С учетом износа..

Сравнительный — подход к оценке, согласно которому стоимость имущества определяется на уровне цен подобных объектов с учетом соответствующей корректировки отличий между ними.

Доходный — подход к оценке, согласно которому стоимость имущества определяется как текущая стоимость имущества, равная приведенной стоимости ожидаемых будущих доходов от его использования и/или продажи, с учетом структуры доходов, сроков и рисков.

(Стандарты, п.1.4).

Метод оценки

Способ определения стоимости объекта оценки, последовательность выполнения оценочных процедур которого дает возможность реализовать определенный подход к оценке. (Стандарты, п.1.4).

Виды стоимости, отличные от рыночной

В соответствии со Стандартами, различают следующие виды стоимостей, отличных от рыночной:

Специализированное имущество – имущество, которое редко (если вообще) продается и только как составная часть какого-либо бизнеса или имущество с ограниченным рынком или не имеющим рынка, в зависимости от месторасположения, степени специализации конструкции, конфигурации или назначения.

стоимость замещения объекта оценки — определенная на дату оценки текущая стоимость затрат на создание (приобретение) другого объекта. Равно по полезности оцениваемому объекту.

стоимость воспроизводства объекта оценки — определенная на дату оценки текущая стоимость затрат на создание (приобретение) в современных условиях нового объекта, который является идентичным объекту оценки, с использованием того же проекта и аналогичных материалов.

инвестиционная стоимость объекта оценки — стоимость, определенная с учетом конкретных условий, требований и цели инвестирования, интересов инвестора и инвестиционного проекта;

ликвидационная стоимость объекта оценки — стоимость, которая может быть получена при условии продажи объекта оценки в срок, являющийся короче срока экспозиции подобного имущества, в течение которого оно может быть продано по рыночной стоимости.

утилизационная стоимость объекта оценки — стоимость, которую можно получить за объект оценки, исчерпавший полезность относительно своих первоначальных функций (за исключением земельных участков), без учета затрат на его переработку.

специальная стоимость объекта оценки — стоимость, которую конкретное имущество имеет для покупателя с особым интересом.

(Стандарты, п.1.4.)

Дата проведения оценки

Дата оценки – дата (число, месяц, год), на которую проводится оценка имущества и определяется его стоимость. (Стандарты, п.1,4).

Нематериальные активы

- Объекты интеллектуальной собственности;
- исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель;
- исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных;
- имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегральных микросхем;
- исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров;
- исключительное право патентообладателя на селекционные достижения.

В составе нематериальных активов учитываются также деловая репутация организации и организационные расходы. В состав нематериальных активов не включаются интеллектуальные и деловые качества персонала организации, их квалификация и способность к труду, поскольку они не отделены от своих носителей и не могут быть использованы без них.

**Ставка дисконтирования
Коэффициент (ставка)
капитализации**

Норма дохода на инвестированный капитал и норма его возврата в постпрогнозный период (Стандарты, п.1.4)

Коэффициент, который применяется для определения стоимости объекта, исходя из ожидаемого дохода от его использования при условии, что доход предполагается неизменным на протяжении определенного периода в будущем (Стандарты, п.1.4).

Документы, определяющие количественные и качественные характеристики Объекта оценки

1. Устав ЗАО «Saima Telecom» в редакции 2009 г.
2. Свидетельство о праве собственности № 1387-3300-АО (ИУ) от 29.08.2003 г.
3. Свидетельство о государственной перерегистрации юридического лица от 10.11.2009 года серия ГПР № 0088640 код ОКПО 21765468.
4. Бухгалтерская отчетность Устав ЗАО «Saima Telecom» в редакции 2004 г.
с 2005 по 01.01.2010 гг.

Остальных документов бухгалтерского учета, перечня основных средств, сведений о персонале Общества, копий технических паспортов на здания, правоустанавливающих и правоудостоверяющих документов на право собственности на здания и земельные участки администрацией Общества предоставлено не было (копия ответа администрации ЗАО «Saima Telecom» представлена в Приложении настоящего отчета).

Ограничивающие условия и обстоятельства, существенные предположения и допущения

Допущения и ограничивающие условия общего характера

- Настоящий Отчет достоверен лишь в полном объеме. Приложения являются неотъемлемой частью Отчета.
- Отчет содержит профессиональное мнение оценщиков относительно рыночной стоимости Объекта оценки и не является гарантией того, что он будет продан на свободном рынке по цене, равной стоимости, указанной в настоящем Отчете.
- Оценка произведена с учетом всех ограничивающих условий и обстоятельств, предположений и допущений, либо установленных техническим заданием на оценку, либо введенных нижеподписавшимися оценщиками.
- Заказчик принимает на себя обязательство заранее освободить оценщиков и Исполнителя от всякого рода расходов и материальной ответственности, происходящих из иска третьих лиц к ним, вследствие легального использования настоящего Отчета, кроме случаев, когда окончательным судебным порядком определено, что возникшие убытки и потери явились результатом мошенничества, халатности или умышленно неправомерных действий со стороны оценщиков и/или Исполнителя.
- От Исполнителя (его персонала и представителей) не требуется появляться в суде или иным образом свидетельствовать в связи с проведением данной оценки, иначе как по официальному вызову суда.
- Оценщики не несут ответственности за точность и достоверность информации, полученной от представителей Заказчика и других лиц, упоминаемых в Отчете, в письменной форме или в ходе деловых бесед, если содержание таковой не противоречит профессиональному опыту оценщиков и известным им фактам.
- Оценщики не проводили юридической экспертизы полученных документов и исходили из собственного понимания их содержания и влияния такового на оцениваемую стоимость. Они не несут ответственности за точность описания (и сами факты существования) оцениваемых прав, но ссылаются на документы, которые явились основанием для вынесения суждений о составе и качестве прав на оцениваемые акции, активы и обязательства Общества. Оценщики не проводили аудиторской проверки документации и информации представленной для проведения оценки.

- Оценщики предполагают отсутствие каких-либо скрытых фактов, касающихся правового положения, финансово-хозяйственной деятельности Общества и используемого им имущества, влияющих на оценку, и не несут ответственности в случае выявления таковых, если они не должны были быть ими предвидены с учетом их профессионального опыта.
- Оценщики не принимают на себя ответственности за изменение экономических, юридических и иных факторов, которые могут возникнуть после даты проведения оценки и повлиять на рыночную ситуацию, а, следовательно, и на рыночную стоимость Объекта оценки, если таковые не должны были быть предвидены и учтены оценщиками в процессе выполнения работ.
- Оценщики оставляют за собой право включать в состав приложений не все использованные документы, а лишь те, которые представляются оценщикам наиболее существенными для понимания содержания Отчета. При этом в архиве Оценщика будут храниться копии всех существенных материалов, использованных при подготовке Отчета.
- Возможные способы использования настоящего Отчета (с учетом возможности содержания в нем информации, которая может расцениваться Заказчиком как конфиденциальная) относятся исключительно к ответственности Заказчика.
- Итоговый результат в Отчете округлен в соответствии с правилами арифметики и сообразно качеству исходных данных. Промежуточные результаты не округляются в целях избежание «наращения» ошибки итогового результата.

Допущения и ограничения частного характера

- В соответствии с условиями договора на проведение оценки, в качестве объекта оценки рассматриваются имущественные права на 25% простых именных акций ЗАО «Saima Telecom».
- Руководством Общества для проведения полноценной оценки с определением рыночной стоимости 25% пакета акций не было предоставлено достаточного объема информации по бухгалтерскому учету, кадровым вопросам, документации на права собственности на здания и земельные участки, а также не были предоставлены перечни основных средств и не предоставлены для осмотра основные средства, товарно-материальные запасы Общества. Оценщиком принято решение произвести оценку пакета акций согласно предоставленным данным бухгалтерской отчетности.

Процедура оценки рыночной стоимости собственного капитала

Суть и основные этапы процесса оценки

Оценка — это совокупность логических процедур и расчетов, имеющих целью формирование обоснованного заключения о величине стоимости объекта. По сути, это моделирование представлений потенциальных рационально мыслящих и свободных в действиях покупателей и продавцов о полезности имущества, зависимости таковой от его свойств и об их готовности приобрести данную полезность (расстаться с ней) за уместную (по их представлениям) сумму денег. Строго говоря, предметом оценки всегда является не само имущество, а те или иные права на него (полное право собственности или совокупность частичных прав). Методы и технологии оценки фиксируются в форме тех или иных стандартов оценки.

Процесс оценки стоимости предприятия представляет собой совокупность действий по выявлению и анализу физических, экономических, социальных и т.п. факторов, оказывающих влияние на величину стоимости объекта (прав на него). Он состоит из следующих основных этапов:

- Изучение компании и выявление факторов, существенно влияющих на его стоимость.
- Анализ возможностей получения информации, необходимой для применения известных подходов оценки.
- Выбор методов оценки, применение которых уместно и реализуемо.
- Сбор исходной информации.
- Применение выбранных методов в рамках традиционных подходов.
- Анализ результатов, полученных при использовании разных подходов, их согласование и начисление необходимых скидок или премий (вынесение итогового суждения о стоимости).
- Подготовка отчета.

Анализ основных подходов к оценке активов предприятия

Основные методы, используемые как при оценке предприятий, так и при оценке активов в рамках трех стандартных подходов к оценке собственности — доходного, затратного и сравнительного приведены ниже.

12
157

Таблица 1. Основные подходы и методы оценки

Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
Метод чистых активов Метод ликвидационной стоимости	Метод рынка капитала Метод сделок Метод отраслевых коэффициентов	Метод дисконтированных денежных потоков Метод капитализации

Источник: Теория оценки [Фишмен Джей, Пратт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт «Руководство по оценке стоимости бизнеса»].

Теоретические основы затратного подхода к оценке предприятий

Затратный подход к оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек (по сути рассчитывается или размер рациональных затрат на создание оцениваемого предприятия в его текущем состоянии и в существующей рыночной среде, или выручка от реализации имеющихся активов). Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует их реальной стоимости. В результате возникает необходимость проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка рыночной (или иной) стоимости каждого актива баланса предприятия отдельно, затем определяется рыночная (или иная) стоимость обязательств. После этого, из скорректированной стоимости активов вычитается стоимость обязательств, в результате чего образуется рыночная стоимость собственного капитала предприятия.

Для расчетов используются данные баланса предприятия на дату оценки (либо на последнюю отчетную дату), статьи которого корректируются с учетом рыночной (или иной) стоимости активов и пассивов.

Данный подход представлен двумя основными методами:

- метод чистых активов;
- метод ликвидационной стоимости.

Конкретная реализация затратного подхода зависит от состояния предприятия, а именно, является ли оно действующим и перспективным или находится в состоянии упадка, при котором наиболее целесообразно продавать каждый актив отдельно.

Метод чистых активов

Особенностью данного метода является то, что активы и обязательства предприятия оцениваются по рыночной или иной (далее в общем случае — скорректированной¹ стоимости).

Обычно метод накопления активов (такое название представляется оценщикам в большей мере отражающим экономический смысл расчетной модели) используется в следующих случаях:

- компания обладает значительными материальными активами;
- есть возможность выявить и оценить нематериальные активы, если они имеются;
- ожидается, что компания будет по-прежнему действующим предприятием;
- у компании отсутствуют ретроспективные данные о прибылях, или нет возможности надежно оценить ее прибыли или денежные потоки в будущем;

¹ В общем случае (по умолчанию), под скорректированной стоимостью понимается рыночная стоимость за вычетом налоговых последствий совершения потенциальной сделки. Частные случаи определения скорректированной стоимости будут описаны в соответствующих разделах настоящего Отчета.

- 13
158
- компания сильно зависит от контрактов или отсутствует постоянная предсказуемая клиентура;
 - значительную часть активов компании составляют финансовые активы (денежные средства, дебиторская задолженность и т.д.).

Метод ликвидационной стоимости

Метод применяется, когда предприятие находится в процессе банкротства, либо есть серьезные сомнения в способности предприятия оставаться действующим и/или приносить собственнику приемлемый доход.

Теория оценки содержит следующее существенное (очевидное и рациональное) положение — ликвидационная стоимость (по существу — выручка от плановой ликвидации предприятия после удовлетворения всех требований кредиторов из средств, полученных от распродажи активов) является абсолютной нижней границей рыночной стоимости предприятия.

Теоретические основы доходного подхода к оценке предприятий

Доходный подход является общепринятым подходом к оценке рыночной стоимости предприятия, доли акционеров в капитале предприятия или ценных бумаг, в рамках которого используются один или более методов, основанных на пересчете ожидаемых доходов в стоимость актива.

Определение рыночной стоимости предприятия (бизнеса) с позиции доходного подхода основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес больше, чем текущая стоимость будущих доходов, получаемых в результате его функционирования (иными словами, покупатель в действительности приобретает право получения будущих доходов от владения собственностью). Аналогичным образом, собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Считается, что в результате своего взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Подход с точки зрения дохода представляет собой процедуру оценки стоимости, исходя из того, что стоимость бизнеса непосредственно связана с текущей стоимостью будущих чистых доходов, которые принесет данный бизнес. Текущая стоимость суммы будущих доходов служит ориентиром того, сколь много готов заплатить за оцениваемое предприятие потенциальный инвестор.

Ожидаемые доходы, как они понимаются в рамках доходного подхода, имеют денежное выражение. В зависимости от характера оцениваемого предприятия, доли акционеров в его капитале или ценных бумаг, а также других факторов, ожидаемые доходы могут быть достаточно точно выражены через такие показатели, как чистый денежный поток, дивиденды, различные формы прибыли.

Ожидаемые доходы должны оцениваться исходя из таких характеристик, как природа данного предприятия; структура его капитала; показатели деятельности родственных ему предприятий, взятые в ретроспективе; перспективы развития данного предприятия и отраслей, с которыми оно связано, а также других экономических факторов.

Пересчет ожидаемых доходов в стоимость предприятия осуществляется с помощью процедур, которые позволяют учесть ожидаемые темпы роста, время и периодичность получения доходов, степень риска получения доходов в планируемое время и в ожидаемом объеме, а также стоимость денег во времени.

При пересчете ожидаемых доходов в стоимость компании, как правило, требуется определить величину коэффициента капитализации или ставки дисконтирования. При определении соответствующей ставки необходимо учитывать действие таких факторов, как уровень ставки банковского процента, величина дохода для аналогичных предприятий согласно ожиданиям инвесторов, а также характеристики риска, связанного с получением ожидаемых доходов.

При использовании методов дисконтирования будущих доходов ожидаемые темпы роста учитываются при оценке размеров поступлений доходов в будущем. При использовании методов капитализации доходов от ожидаемых темпов роста непосредственно зависит величина ставки капитализации.

Данный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые после их перепродажи новым владельцам не планируется закрывать (ликвидировать). Применительно к действующему предприятию данный метод предполагает рассмотрение результатов прогнозирования деятельности предприятия в соответствии с доступными ему технологиями выпуска продукции.

В рамках доходного подхода к оценке бизнеса традиционно выделяют два основных метода (или две группы методов, в зависимости от степени детализации):

- методы, основанные на пересчете будущих ежегодных доходов компании в текущую стоимость (методы дисконтирования доходов);
- методы, базирующиеся на средней величине дохода (методы капитализации доходов).

В качестве дохода в оценке бизнеса могут выступать прибыль предприятия, выручка, выплачиваемые или потенциальные дивиденды, денежный поток. В зависимости от того что, выбрано оценщиком в качестве дохода, различают соответствующие методы дисконтирования и капитализации:

- метод дисконтирования прибыли, метод дисконтированных дивидендных выплат, метод дисконтированных денежных потоков;
- метод капитализации нормализованной прибыли; метод капитализации выручки; метод капитализации дивидендных выплат, метод капитализации нормализованного денежного потока.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки любого предприятия. По отзывам западных специалистов, в 90% случаев применения доходного подхода для оценки средних и крупных предприятий применяется именно этот метод. Данный метод является самым трудоемким и дорогим, но в существующих условиях Кыргызстана самым корректным. Преимущество дисконтирования денежного потока над дисконтированием прибыли и дивидендов заключается в том, что в настоящее время ни прибыль, ни дивиденды не отражают в достаточной степени состояния кыргызских предприятий и организаций, а также предпочтений инвесторов.

Методы дисконтирования доходов

Методы первой группы предполагают составление четкого прогноза динамики развития предприятия, вплоть до момента, когда колебаниями в темпах роста можно пренебречь. Все спрогнозированные доходы затем дисконтируются, то есть их будущая величина приводится к стоимости этих денег на дату оценки. Таким образом, основные задачи при использовании методов дисконтирования состоят в следующем:

- правильно спрогнозировать будущие доходы компании;
- учесть факторы риска в ставке дисконтирования.

Метод дисконтированных денежных потоков используется тогда, когда можно в достаточной мере обоснованно прогнозировать будущие денежные потоки, эти потоки будут существенно отличаться от текущих, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной. Другими словами, метод более применим (чем метод капитализации) к приносящим доход предприятиям, имеющим нестабильные потоки доходов и расходов.

Отличительной особенностью и главным достоинством данного метода является то, что он позволяет учесть несистематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого бизнеса.

Еще одним аргументом, выступающим в пользу применения метода дисконтированных денежных потоков, является наличие информации, позволяющей обосновать модель доходов и расходов в прогнозный период (финансовая отчетность предприятия, данные исследований рынка, ретроспективный анализ оцениваемого предприятия, позволяющий выявить тенденцию его развития и дать рекомендации по стратегии дальнейшего развития, которые являются неотъемлемой составной частью DCF²-анализа).

При составлении прогноза доходов в рамках некоторого прогнозного периода, длительность которого определяется временем стабилизации денежного потока, получаемого компанией, необходимо учитывать риск, связанный с их получением, под которым подразумевается степень неопределенности достижения в будущем ожидаемых результатов, т.е. необходимо оценить степень вероятности получения прогнозируемого денежного потока. Численной мерой инвестиционного риска, в модели расчета методом дисконтирования, является ставка дисконтирования.

Как известно, стоимость денежной единицы с течением времени уменьшается, т.е. для получения достоверной оценки необходимо привести будущие денежные потоки к эквивалентной текущей стоимости. И, наконец, по прошествии прогнозного периода бизнес способен еще приносить доход и, поэтому обладает некоторой остаточной стоимостью.

Сумма текущей стоимости денежных потоков в прогнозный период и текущего значения остаточной стоимости (т.е. остаточной стоимости приведенной к дате оценки) и будет равна рыночной стоимости оцениваемого предприятия (бизнеса).

Метод капитализации доходов

В отличие от метода дисконтирования, метод капитализации предполагает, что в будущем все доходы компании будут либо одного размера, либо будут иметь постоянную величину среднегодовых темпов роста. Подобный подход, в определенной степени более прост (по сравнению с методом дисконтирования доходов), поскольку не требуется составления среднесрочных и долгосрочных прогнозов доходов. Однако на сегодняшний день применение метода капитализации в оценке бизнеса ограничено кругом крупнейших российских предприятий (монополии и олигополии) с относительно стабильными доходами и расходами, находящихся на стадии зрелости своего жизненного цикла, рынок сбыта которых устоялся и не претерпит значительных изменений в долгосрочной перспективе. Использование же данного метода при оценке предприятий реформируемой отрасли может привести к получению недостаточно обоснованного результата.

² Discount Cash Flow – дисконтированный денежный поток.

Теоретические основы сравнительного подхода к оценке предприятий

Сравнительный подход базируется на рыночной информации и учитывает текущие действия потенциальных продавцов и покупателей. Данный подход предусматривает использование информации о сделках купли-продажи компаний (частичных интересов в них в виде пакетов акций или долей участия).

Обычно сравнительный подход используется в следующих случаях:

- имеется достаточное количество сопоставимых (действительно сходных с оцениваемой по наиболее важным экономическим параметрам) компаний и сделок с ними (частичными интересами в них);
- имеется достаточно данных по сопоставимым компаниям (и сделкам) для проведения соответствующего финансового анализа;
- имеются надежные данные о прибылях или денежных потоках как оцениваемой, так и сопоставимых компаний;

В рамках данного подхода используются следующие методы оценки предприятия:

- метод рынка капитала основан на анализе цен реальных сделок с акциями сходных компаний (в составе миноритарных пакетов);
- метод сделок — основан на анализе цен приобретения контрольных или существенно значимых пакетов акций в сходных компаниях;
- метод отраслевых коэффициентов — основан на специальных формулах или ценовых показателях, используемых в одной или различных отраслях.

В идеале, компании-аналоги действуют в той же отрасли, что и оцениваемые компании, однако, если по предприятиям данной отрасли отсутствует достаточная информация о сделках, может оказаться необходимым рассмотреть другие компании, схожие с оцениваемой компанией по таким инвестиционным характеристикам, как рынки сбыта, продукция, темпы роста, зависимость от циклических колебаний, а также по другим существенным параметрам.

Основные принципы, лежащие в основе перечисленных методов, описаны ниже.

Метод рынка капитала

Метод базируется на ценах, по которым происходили сделки купли-продажи акций сходных компаний на фондовых рынках. Данные о сопоставимых предприятиях при использовании соответствующих корректировок могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Преимущество данного метода заключается в использовании фактической информации, а не прогнозных данных, имеющих известную неопределенность. Для реализации данного метода необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий и оцениваемого предприятия. Выбор сопоставимых предприятий осуществляется исходя из анализа сходных предприятий по отрасли, продукции, диверсификации продукции (услуг), жизненному циклу, географии, размерам, стратегии деятельности, финансовым характеристикам (рентабельности, темпам роста и пр.). Метод определяет уровень стоимости неконтрольного (миноритарного) пакета акций.

Метод сделок (продаж)

Данный метод основан на анализе цен приобретения контрольных или существенно значимых пакетов акций сходных предприятий (в том числе полного права собственности). Результатом является оценка стоимости мажоритарного пакета акций, позволяющего полностью или в значительной степени управлять предприятием.

Метод отраслевых коэффициентов (мультипликаторов)

Данный метод основан на специальных формулах и ценовых показателях, используемых в отдельных отраслях производства. Формулы и ценовые показатели выводятся эмпирическим путем из данных о продажах тех или иных интересов в предприятиях (или полного пакета прав). В зависимости от смысла мультипликатора результат отражает или стоимость акций в миноритарном пакете (наиболее частая практика), или стоимость всего бизнеса.

Для проведения анализа компании может быть выбрано несколько оценочных коэффициентов и рассчитано несколько показателей стоимости. При сведении результатов необходимо принять во внимание относительную значимость каждого показателя, используемого при подготовке оценочного заключения о стоимости.

Описание отрасли

Отраслевая принадлежность

7 Деятельность Общества диверсифицирована в рамках одной отрасли – связи: оказание местной, междугородней, международной, сотовой, пейджинговой, электрической, почтовой и иных видов связи, интернет-услуг и услуг в области телекоммуникаций.

- Saima-Telecom – предоставление услуг цифровой телефонной связи, междугородная, международная связь, а также весь пакет телекоммуникационных услуг;
- Saima-Net – предоставление интернет-услуг: коммутируемый доступ в Интернет, выделенный доступ в Интернет по технологиям ADSL, SHDSL, Ethernet; дополнительные интернет-услуги;
- Saima-Card – предоплаченные универсальные карты для доступа к услугам междугородной, международной связи, сети Интернет по технологиям Dial Up и Wi-Fi, информационной службы Saima-Info; возможность оплаты услуг Компании «Saima-Telecom».
- новая кабельная сеть, построенная Компанией с целью достижения высокого качества предоставляемых услуг связи. На сегодняшний день сеть охватывает центр города (ограниченный улицами Бейшеналиевой, Горького, Курманджан Датки (бывшая Алма-Атинская), проспектом Жибек Жолу), южные микрорайоны, «Джал», рынки «Дордой», «Ошский», «Ортосайский». Сеть Saima-Telecom также охватывает многие крупные объекты Чуйской области, промышленную зону г. Токмок, города Кара-Балта, Шопоково, село Беловодское;
- наличие трех независимых наземных каналов связи, гарантирующих стабильность и высокое качество в предоставлении международной связи и доступа в интернет, общая задействованная на сегодняшний день емкость каналов более 44 Мб/с, возможность расширения наземных каналов до 311 Мб/с;
- телекоммуникационное оборудование производства мировых лидеров в сфере связи: Cisco, Huawei, ZTE, D-link, Ceragon;
- соглашения о сотрудничестве с национальными операторами других стран;
- кольцевая структура оптоволоконной сети по г. Бишкек, что дает гарантии бесперебойной связи внутри столицы (если кабель повреждается на одном участке, сигнал абонента пройдет по другому резервному участку);

- 18
163
- сеть нового поколения NGN (Next Generation Networks), ядром которой является программный коммутатор 4-го класса, позволяющий реализовать набор дополнительных услуг.

8 Государственное регулирование

Государственное регулирование осуществляется путем лицензирования. Общество обладает следующими лицензиями:

- Лицензия № 03-290 ГАС КР на право оказания услуг электрической связи (местная телефонная связь);
- Лицензия № 03-291 ГАС КР на право оказания услуг электрической связи (телематические службы: факсимильные службы, службы обработки сообщений, службы электронной почты, службы телеконференций, информационные службы, службы голосовой связи);
- Лицензия № 03-292 ГАС КР на право оказания услуг передачи данных;
- Лицензия № 03-293 ГАС КР на право оказания услуг электрической связи (услуги междугородной и международной связи, проектирование, строительство и эксплуатация данной системы).

Сезонность работы

Сезон работы - круглогодичный.

Ценообразование в отрасли

Ценообразование в отрасли осуществляется с учетом следующих факторов:

- Затрат, связанных с осуществлением соответствующих работ и услуг;
- Цен конкурентного рынка на аналогичные услуги.

Аналогичных предприятий, обладающих кадровым и техническим потенциалом, в Кыргызстане существует несколько: ОАО «Кыргызтелеком», ОАО «CapatCom», сотовые операторы «Скайл Мобайл», «Мегаком», «Фонекс» и интернет-провайдеры..

Персонал Общества

Численность

Данных о численности и качественном составе персонала руководством Общества не предоставлено.

Заработная плата

Данных по среднемесячной заработной плате руководством Общества не предоставлено.

Характеристика материально-технической базы

Основные средства

Основные средства, которыми обладает предприятие, представляют собой здания, сооружения, оборудование, автотранспортные средства и конторское оборудование. Перечня с указанием первоначальной, остаточной стоимости, датой выпуска и датой поступления основных средств руководством Общества предоставлено не было.

19
164

Структура основных средств, учтенных на балансе Общества, приведены в таблице ниже.

Таблица 2. Группы основных средств, учтенных на балансе Общества на 01.01.2010 г.

Группы основных средств	Стоимость по БУ, тыс. сом.	Структура основных средств
Здания и сооружения	858,3	0,4
Незавершенные здания	43 446,2	19,1
Оборудование	173 056,6	75,9
Канторское оборудование	5 809,0	2,5
Мебель и принадлежности	1 434,9	0,6
Транспортные средства	1 027,0	0,5
Прочие ОС	2 305,7	1,0
Итого:	227 937,7	100%

Источник: данные Общества (отчет о движении основных средств).

Производство

ЗАО «Saima Telecom» обладает небольшим объемом производственных зданий и сооружений (0,4%), существенным объемом незавершенным строительством зданий (19,1%) и значительным объемом (75,9%) технологического оборудования.

Количественного и качественного состава по имеющимся основным средствам Общества представить не представляется возможным.

Инвестиционная деятельность

Сведений о капитальных вложениях в реинвестирование основных средств Общества у оценщиков нет.

Характеристика операционной деятельности

Результат финансово-хозяйственной деятельности

В таблице ниже приведен агрегированный отчет о прибылях и убытках Общества за 2009 г.

Таблица 3. Результат финансово-хозяйственной деятельности, тыс. сом.

Показатели	На 01.01.2010 г.
Результат операционной деятельности	14295,3
Результат прочей операционной деятельности	
Результат внереализационной деятельности	-5 364,4
Прибыль до налогообложения	8 930,9
Налог на прибыль	893,0
Чистая прибыль	8 037,8

Источник: данные Общества (форма №2).

Операционная деятельность являлась прибыльной – более 8 миллиона сомов.

По результатам 2008 года прибыль составляла 27 297,0 тыс.сомов.

Предприятие рентабельное.

Факторы, влияющие на формирование доходов

Формирование дохода происходит под воздействием следующих факторов:

- Количества заключенных договоров на услуги.

Ценообразование

Стоимость услуг формируется под воздействием следующих факторов:

- Прямых и косвенных издержек Общества;
- Среднерыночного уровня цен на услуги;
- От условий конкуренции.

Затраты

Наиболее существенными элементами затрат в составе себестоимости являются оплата трафика, заработная плата, содержание оборудования, электроэнергия, административные расходы, амортизация и др.

Конкурентные преимущества Общества

Параметры оценки	Сильные стороны	Слабые стороны
Организация	Современный менеджмент. Предприятие прибыльное.	Предприятие теряет прибыль из года в год. Большой объем дебиторской задолженности – недостаточная работа с дебиторами. Дорогостоящее оборудование. Острая нехватка оборотных средств.
Услуги	Широкий спектр охвата услуг в области коммуникаций.	Увеличивающийся уровень конкуренции по предоставлению услуг связи населению.
Маркетинг		Отсутствие достаточно активной рекламы.

12 Выводы по разделу «Описание Общества»

- Сложившаяся на дату оценки структура капитала подразумевает отсутствие преимущественных прав у одного из акционеров, т.е. не обеспечиваются совершенно равные права пакетов, формирующих собственный капитал. Доля в капитале одного из соучредителей – ОсОО «Ареопаг-Бишкек»- 25%, «OPLYKENON TECHNOLOGIES LIMITED» – 50.1%, Джамакеев Улан Тортаевич – 24,9%. Контрольным пакетом акций обладает «OPLYKENON TECHNOLOGIES LIMITED», остальные пакеты являются существенно значимыми. Преимуществом Общества является то, что отсутствуют мелко раздробленные акции.
- Предприятие имеет положительные результаты финансово-хозяйственной деятельности – прибыльное с тенденцией в последние годы к снижению.

-
- Деятельность Общества диверсифицирована в рамках одной отрасли – связи: оказание местной, междугородней, международной, сотовой, пейджинговой, электрической, почтовой и иных видов связи и услуг в области телекоммуникаций.
 - Значительная доля основных средств приходится на технологическое оборудование (около 76%).

Прогноз макроэкономических показателей

Прогноз основных макроэкономических показателей был составлен на основе исследований EIU. При прогнозировании макроэкономических и отраслевых показателей мы также пользовались данными Национального Банка Кыргызской Республики и прогнозами МЭРТ Кыргызской Республики. Прогноз макроэкономических показателей, представлен в следующей таблице 6.

Таблица 4. Прогноз макроэкономических показателей

Год	Инфляция сомовая	Индекс инфляции в КР
		база 2005 г.
2009	12,50%	1,125
2010	10,00%	1,1
2011	10,00%	1,1
2012	10,00%	1,1
2013	10,00%	1,1

Источник: Данные Национального банка КР и Мин.эконом. развития и торговли КР

Анализ финансово-экономического состояния ЗАО «Saima Telecom»

Анализ структуры баланса

В настоящем разделе рассматривается финансово-экономическое состояние и анализируется хозяйственная деятельность Общества. Данный анализ проводился на основе предоставленной бухгалтерской отчетности: бухгалтерского баланса (форма № 1), отчета о прибылях и убытках (форма № 2), приложения к бухгалтерскому балансу (форма № 3) за период с 01.01.2005 г. по 01.01.2009 г., а также расшифровок отдельных счетов на дату оценки. Копии бухгалтерского баланса (форма № 1, и форма № 2) по состоянию на 01.01.2010 г. представлены в Приложениях к настоящему Отчету.

Агрегированный баланс Общества за анализируемый период с 2008 по 2009 гг. приведен в таблице ниже.

Таблица 5. Агрегированный баланс, сом

Наименование статей	Код стр	2 008	2 009
Денежные средства в кассе	1100	1 038 112	507 790
Денежные средства в банке	1200	201 242	913 613
Краткосрочные инвестиции	1300		
Счета к получению	1400	82 234 474	28 616 173
Дебиторская задолженность по прочим операциям	1500	76 529 441	24 834 471
Товарно-материальные запасы	1600	7 827 205	7 570 463
Авансы выданные, в том числе:	1800	342632,78	453772,99
Балансовая стоимость основных средств	2100	140 510 097	126 822 513
Долгосрочные инвестиции	2800		
Балансовая стоимость нематериальных активов	2900	538 116	1 321 227
Счета к оплате	3100	88 494 374	28 624 161
Авансы полученные	3200	8 991 002	2 497 969
Налоги к оплате	3400	5 477 369	179 936
Краткосрочные начисленные обязательства	3500	2 431 046	2 605 030
Долгосрочные обязательства	4100	4 538 897	3 207 510
Отсроченные доходы	4200		
Прочий уставной капитал	5100	200 000	200 000

Прочий капитал	5200		
Нераспределенная прибыль	5300	122 559 190	123 772 751

Источник: Данные Общества.

Анализ структуры активов

Оборотные активы

Снижение уровня валюты баланса, наблюдавшийся в течение всего анализируемого периода, свидетельствует о снижении масштабов деятельности Общества за счет снижения объемов выручки из-за высокой конкуренции на рынке связи.

В составе оборотных активов существенная доля приходится на «Счета к получению», «Товарно-материальные запасы». Уровень дебиторской задолженности высок - 12,3% от суммы активов. Корректировки статьи «Счета к получению» не производилось ввиду отсутствия данных по срокам и объемам возникновения дебиторской задолженности. Наиболее существенные группы в составе оборотных активов:

Товарно-материальные запасы – 20,3%.

Денежные средства – 3,7%.

Общество испытывает острую нехватку оборотных активов.

Анализ финансовых коэффициентов

Анализ ликвидности

Ликвидность характеризует общую обеспеченность оборотными средствами, необходимыми для ведения хозяйственной деятельности и своевременного погашения обязательств. Показатели ликвидности и платежеспособности отражают финансовую политику предприятия, так как для устойчивого финансового состояния предприятия эффективное управление оборотными средствами имеет первостепенное значение.

Таблица 6. Показатели ликвидности

Наименование коэффициентов	Нормативные значения	2005	2006	2007	2008	2009
Коэффициент абсолютной ликвидности	$\geq 0,1-0,7$	0,024	0,046	0,069	0,012	0,036
Коэффициент срочной ликвидности	> 1	1,335	1,119	1,173	1,518	1,406
Коэффициент покрытия (текущей ликвидности)	> 2 , если меньше, то банкрот	1,181	1,134	0,980	0,870	0,975
Доля оборотных средств в активах	$\geq 0,5$	0,348	0,399	0,386	0,394	0,229
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	$\geq 0,1$	0,596	0,007	0,111	0,200	0,110

25
17c

Коэффициент обеспеченности обязательств активами	чем больше, тем лучше	3,012	2,487	2,334	2,117	3,935
--------------------------------------------------	-----------------------	-------	-------	-------	-------	-------

Источник: данные общества (бухгалтерский баланс, форма №1 и №2 за 2005-, 2009 гг. учебно-методическая литература по финансовому анализу. Расчеты оценщиков.

Коэффициенты абсолютной и текущей ликвидности крайне низки из-за низкого уровня оборотных средств. Дебиторская задолженность очень высока, что сказалось на оптимальных значениях срочной ликвидности, но эти показатели требуют корректировки на сумму неликвидной дебиторской задолженности. Возможно, что показатели дебиторской задолженности имеют текущий характер и могут быть погашены в короткие сроки, согласно специфики компании. Об этом можно судить только условно из-за отсутствия достаточного объема информации.

Доля товарно-материальных запасов велика для компании и сформировалась за счет технологического оборудования для производства.

Доля собственных средств компании крайне низка.

Предприятие неплатежеспособно (условно).

Анализ финансовой устойчивости

Группа показателей финансовой устойчивости характеризует структуру пассивов, определяющую зависимость Общества от заемного финансирования.

В таблице ниже приведены показатели, характеризующие финансовую неустойчивость Общества в течение ретроспективного периода.

Таблица 7. Коэффициенты финансовой устойчивости

Коэффициенты финансовой устойчивости	Нормативные значения	2005	2006	2007	2008	2009
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	чем выше, тем лучше	- 25 657	- 347	- 7 139	- 18 289	- 4 171
Коэффициент автономии	0,4 ≤ 0,6	0,445	0,598	0,571	0,528	0,746
Коэффициент финансовой устойчивости	≥ 0,6	0,482	0,648	0,606	0,547	0,765
Коэффициент иммобилизации	отражает отраслевую специфику компании	1,875	1,505	1,592	1,539	3,367
Коэффициент маневренности	0,2-0,5	0,466	- 0,005	- 0,075	- 0,149	- 0,034

Компания финансово достаточно устойчиво, но имеет низкий уровень оборотного капитала и обременен значительным объемом внеоборотных активов в виде дорогостоящего технологического оборудования.

Таблица 8. Показатели рентабельности

<i>Коэффициенты рентабельности</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Рентабельность объема продаж. %	22,04	19,36	16,21	14,50	11,60
Чистая рентабельность. %	6,95	10,95	8,90	4,82	2,06
Экономическая рентабельность. %	2,55	5,15	5,61	5,07	1,49

Показатели рентабельности из года в год снижаются. Снижается выручка и, как следствие, снижается чистая и экономическая рентабельность компании.

Таблица 9. Показатели деловой активности

<i>Коэффициенты деловой активности</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Коэффициент оборачиваемости оборотных средств, оборотов	0,616	0,732	0,984	2,184	1,505
Коэффициент отдачи нематериальных активов	858	130	135	152	148
Оборачиваемость денежных средств, дней	5	7	3	1	1
Срок погашения ДЗ, дней	152	131	137	68	25
Срок погашения КЗ, дней	128	120	102	47	18

Источник: данные общества (бухгалтерский баланс, форма №1 и №2 за 2005 по 2009 г.). Расчеты оценщиков.

Оборачиваемость денежных средств сокращается из-за нехватки оборотных активов. Сроки погашения дебиторской и кредиторской задолженностей также уменьшаются.

Анализ структуры пассивов

Амортизация основных средств составляет 122 756 тыс.сомов. амортизация основных средств осуществляется по ускоренной методике начисления амортизации, так как из-за интенсивного развития технического процесса, технологическое оборудование функционально устареваает в крайне короткие сроки (например, пейджинговая связь существовала в течение 2 лет).

Амортизационные отчисления составили 95,8% от общей суммы внеоборотных активов.

Остальная часть пассивов состоит из «Счетов к оплате» 73,3%. краткосрочной кредиторской задолженности – 6,4% и текущие обязательства в размере 17,4% от суммы краткосрочных обязательств.

27
182

Выводы по анализу финансово-экономического состояния Общества

- Ликвидность предприятия достаточно низка из-за недостатка оборотных активов.
- Соотношение заемных и собственных средств незначительно, так как предприятие не имеет значительных объемов долгосрочных обязательств.
- Общество теряет свою рентабельность из-за высокой доли основных средств по отношению к чистой прибыли.

Выбор подходов и методов оценки

Сравнительный подход

Как было сказано выше, сравнительный подход базируется на рыночной информации о сделках купли-продажи компаний (частичных интересов в них в виде пакетов акций или долей участия).

Обычно сравнительный подход используется в следующих случаях:

- имеется достаточное количество сопоставимых (действительно сходных с оцениваемой по наиболее важным технико-экономическим параметрам) компаний и сделок с ними (частичными интересами в них);
- имеется достаточно данных по сопоставимым компаниям (и сделкам) для проведения соответствующего финансово-экономического анализа;
- имеются надежные данные о прибылях или денежных потоках, как оцениваемой, так и сопоставимых компаний.

Проведенные исследования показали, что достоверные и открытые источники рыночной информации о продажах аналогичных компаний отсутствуют.

С учетом вышесказанного, сравнительный подход не применялся при определении рыночной стоимости собственного капитала ЗАО «Saima Telecom».

Доходный подход

Подход с точки зрения доходности представляет собой процедуру оценки, основанную на принципе ожидания — стоимость бизнеса непосредственно связана с текущей стоимостью всех ожидаемых в будущем чистых доходов, которые принесет данная компания. Приведенная к текущей стоимости сумма будущих доходов служит ориентиром того, как много готов заплатить за оцениваемое предприятие потенциальный инвестор.

Данный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые после их перепродажи новым владельцам последними не планируется закрывать (ликвидировать). Применительно к действующему предприятию он предполагает рассмотрение результатов прогнозирования деятельности компании в соответствии с доступными ему (существующими или предполагаемыми) способами, объемами оказания услуг.

Из-за отсутствия данных бухгалтерской отчетности с расшифровкой затрат и доходов компании и др. информации у Оценщика нет возможности для применения методов доходного подхода.

Затратный подход

На дату оценки Общество располагает ликвидными оборотными активами и имуществом, обладающим рыночной полезностью. Таким образом, применение затратного подхода обосновано и обеспечено минимальной исходной информацией.

Определение рыночной стоимости собственного капитала Общества на основе доходного подхода

Общие положения

Стоимость бизнеса, определенная с использованием доходного подхода, есть текущая стоимость будущего потока доходов предприятия. Таким образом, задача сводится к оценке прогнозируемых доходов и расходов предприятия, имеющихся у него обязательств (кредитов, займов и пр.) и непрофильных активов. В рамках доходного подхода возможно использование двух (наиболее традиционных) методов расчета.

Метод капитализации доходов предполагает деление репрезентативной величины денежного потока на коэффициент капитализации для пересчета доходов предприятия в текущую стоимость. Данный метод применим для оценки предприятия, характеризующегося стабильными доходами.

Метод дисконтирования денежных потоков (метод дисконтирования) основан на прогнозировании денежных потоков от функционирования предприятия в будущем для каждого из нескольких временных промежутков, которые затем пересчитываются в текущую стоимость. Данный метод явно предпочтительнее для оценки предприятия, денежные потоки которого в будущем будут иметь нерегулярный (неподдающийся описанию простой алгебраической формулой) характер.

Выбор метода расчетов

Оценка на основе доходного подхода

Оценка рыночной стоимости 25% государственной доли собственного капитала ЗАО «Saima Telecom» не осуществлялась в рамках доходного подхода.

30
178

Определение рыночной стоимости собственного капитала Общества на основе затратного подхода

В рамках затратного подхода стоимость ЗАО «Saima Telecom» была определена методом накопления чистых активов.

Общие положения

Стоимость, определенная методом накопления активов, есть рыночная или иная (далее в общем случае — скорректированная³) стоимость (приобретения, создания) активов предприятия — далее по тексту раздела скорректированная стоимость или стоимость, — за вычетом скорректированной стоимости его обязательств. Следовательно, задача оценки бизнеса сводится к оценке отдельных активов, принадлежащих предприятию, и оценке его обязательств.

Оценка активов действующего предприятия имеет некоторую особенность — иногда стоимость определенного актива предприятия проявляется лишь при использовании его на данном предприятии в конкретных целях, при продаже такого актива стоимость его реализации гораздо ниже стоимости, определяемой его полезностью на данном предприятии. И наоборот, есть активы, стоимость которых проявляется только при продаже компании или ее части — например, деловая репутация предприятия и другие. Такая особенность оценки бизнеса затратным подходом должна быть учтена при выборе подходов и методов для оценки каждого вида активов.

Процедура оценки методом накопления активов включает в себя следующие этапы:

- Изучение бухгалтерской отчетности предприятия и состава активов/обязательств на последнюю отчетную дату.
- Определение скорректированной стоимости всех активов предприятия (недвижимости, оборудования, нематериальных активов, запасов, дебиторской задолженности и пр.).
- Определение скорректированной стоимости обязательств.
- Составление «экономического» баланса предприятия, в котором активы и пассивы отражены по их скорректированной стоимости.
- Определение рыночной стоимости собственного капитала путем вычитания из скорректированной стоимости активов предприятия скорректированной стоимости всех его обязательств.

Далее в настоящем Отчете описано последовательное выполнение процедуры оценки стоимости ЗАО «Saima Telecom» методом накопления активов.

Изучение бухгалтерской отчетности Общества

Исходной информацией в методе накопления активов являются балансовые показатели. В общем случае балансовые показатели корректируются с учетом финансовой истории предприятия, положения предприятия на рынке выпускаемой продукции, динамики развития предприятия, состояния рынка и т.д. Из балансовых показателей необходимо исключить

³ В общем случае (по умолчанию), под скорректированной стоимостью понимается рыночная стоимость за вычетом налоговых последствий совершения потенциальной сделки. Частные случаи определения скорректированной стоимости будут описаны в соответствующих разделах настоящего Отчета.

факторы, нетипичные для предприятия, и учесть факторы, которые не учитываются в балансе предприятия по тем или иным причинам.

Основой для проведения оценки послужила бухгалтерская отчетность ЗАО «Saima Telecom» по состоянию на 01.01.2010 г. Балансовая стоимость активов и пассивов Общества приведена в нижеследующей таблице.

Оценщиком не производилась переоценка всех основных средств, так как не было предоставлено никаких правоустанавливающих и правоудостоверяющих документов на здания и сооружения, а также не было возможности Заказчиком настоящего отчета предоставить их для осмотра.

В балансе Общества не подвергалась корректировке ни одна из статей.

14

Таблица 17. Баланс, сом

Активы	Код строки	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
1. Оборотные активы						
Денежные средства в кассе, в том числе:	1100	80 564	626 894	197 029	1 038 112	507 790
Денежные средства в банке	1200	805 364	1 286 937	4 357 772	201 242	913 613
Краткосрочные инвестиции, в том числе:	1300					
Долговые ценные бумаги	1310					
Кредиты, займы выданные, депозитные вклады	1330					
Прочие оборотные активы	1340					
Прочие краткосрочные инвестиции	1350					
Счета к получению, в том числе:	1400	26 738 918	25 207 733	39 197 668	82 234 474	28 616 173
Счета к получению за товары и услуги	1410					
Резерв на безнадежные долги по счетам к получению	1420					
Дебиторская задолженность по прочим операциям, в том числе:	1500	21 022 960	19 872 798	33 380 971	76 529 441	24 834 471
Дебиторская задолженность сотрудников и директоров	1520					
Налоги оплаченные авансом	1530	1 365	- 350 659	69 083	- 56	- 242 071
Проценты, дивиденды к получению	1540					
Задолженность заказчиков по договору на строительство	1550					
Задолженность заказчиков по договору на строительство	1570					
Текущая часть долгосрочной дебиторской задолженности	1580					
Прочая дебиторская	1590	5 714 593	5 685 593	5 747 614	5 705 089	4 023 773

задолженность						
Товарно-материальные запасы, в том числе:	1600	15 064 959	18 135 015	19 622 469	7 827 205	7 570 463
Товары	1610	1 303 620	1 130 857	2 133 872	1 099 219	983 724
Запасы сырья и основных материалов	1620	2 341 862	5 562 894	6 031 768	6 707 115	6 545 628
Незавершенное производство	1630	11 418 420	11 418 420	11 418 420		
Готовая продукция	1640					
Сельхозпродукция с биологических активов	1650					
Запасы вспомогательных материалов, в том числе:	1700					
Топливо	1710			38 410	20 872	41 112
Запасные части	1720					
Строительные материалы	1730					
Прочие материалы	1740					
Малоценные и быстроизнашивающиеся предметы	1750					
Авансы выданные, в том числе:	1800	335 410	2 357 022	1 069 891	342 633	453 773
Запасы, оплаченные авансом	1810	163 433	706 362	431 220	108 818	447 054
Услуги, оплаченные авансом	1820					
Аренда, оплаченная авансом	1830					
Прочие виды авансовых платежей	1840	171 978	1 650 660	638 670	233 815	6 719
Задолженность учредителей (участников) по взносам в уставный капитал	1900					
Итого по разделу 1:	1000	43 025 216	47 613 601	64 444 828	91 643 666	38 061 812
2. Внеоборотные активы						
Балансовая стоимость основных средств, в том числе	2100	80 643 264	71 613 832	101 998 868	140 510 097	126 822 513
Земля	2110					
Незавершенное строительство	2120	190 203	624 706	23 720 966	43 446 229	18 961 862
Здания, сооружения	2130	464 187	100 847 239	666 744	858 374	1 006 493
Оборудование	2140	73 090 008	5 410 312	127 893 083	173 056 601	219 627 256
Канторское оборудование	2150	5 120 208	1 320 833	5 410 040	5 809 094	5 938 272
Мебель и принадлежности	2160	1 204 279	585 913	1 310 239	1 434 890	1 434 890
Транспортные средства	2170	574 378	37 653 254	1 019 252	1 027 106	229 267
Благоустройство арендованной собственности	2180			1 792 243	2 305 693	2 380 720
Благоустройство земельных участков	2190					

33
177

Балансовая стоимость нематериальных активов, в том числе:	2900	37 571	27 552	602 744	538 116	1 321 227
Обеспечение, лицензионное соглашение	2910	50 095	50 095	70 967	70 967	70 967
Прочие нематериальные активы	2920	2 414 731	2 414 731	3 114 924	3 469 965	4 711 301
Незавершенные разработки	2930					
Итого по разделу 2:	2000	80 680 835	71 641 384	102 601 612	141 048 212	128 143 740
Итого активы:	2990	123 706 050	119 254 985	167 046 440	232 691 878	166 205 552
3.Краткосрочные обязательства						
Счета к оплате	3100	34 331 490	29 415 838	49 655 327	88 494 374	28 624 161
Авансы полученные	3200	1 731 367	11 723 921	9 194 307	8 991 002	2 497 969
Краткосрочные долговые обязательства, в том числе:	3300					
Прочие кредиты, займы	3320				5 912 727	
Текущая часть долгосрочных обязательств	3330	12	12			
Прочие краткосрочные долговые обязательства	3340	1 725 410	2 188 527		3 076 028	2 497 969
Налоги к оплате, в том числе:	3400	- 676 579	- 317 568	5 030 302	5 477 369	179 936
Налог на прибыль	3410	- 1 530 522	- 1 491 856	1 442 761	- 590 017	- 1 264 125
Подходный налог на доходы с физических лиц	3420	90 681	104 162	194 270	305 319	276 945
НДС	3430	338 088	312 473	2 162 983	4 464 241	530 688
Акцизы	3440					
Прочие налоги	3450	425 174	757 653	1 230 288	1 297 825	636 428
Краткосрочные начисленные обязательства, в том числе:	3500	417 346	387 462	1 876 080	2 431 046	2 605 030
Начисленные обязательства по оплате товаров, услуг	3510					
Начисленная заработная плата	3520	626 874	786 061	1 050 035	1 473 485	1 691 897
Начисленные взносы на социальное страхование	3530	417 346	387 462	827 523	957 558	913 129
Дивиденды к выплате	3540					5 118 195
Начисленные проценты по долговым обязательствам	3550			- 2 594		
Прочие начисленные расходы	3560	523	333	1 115	3	3
Прочие краткосрочные обязательства	3600	627 397	786 394			2 620 226
Резервы	3700					
Итого по разделу 3:	3000	36 431 020	41 996 048	65 756 016	105 393 791	39 025 291
4.Долгосрочные обязательства						

Долгосрочные обязательства, в том числе:	4100					
Облигации к оплате	4110					
Банковские кредиты, займы	4120					
Прочие кредиты, займы	4130					
Прочие долгосрочные обязательства	4160	4 634 906	5 964 770	5 828 252	4 538 897	3 207 510
Отсроченные доходы	4200					
Отсроченные налоговые обязательства	4300					
Целевые финансирования и поступления	4500					
Нераспределенная прибыль отчетного года	4700					
Итого по разделу 4:	4000	4 634 906	5 964 770	5 828 252	4 538 897	3 207 510
Итого обязательства:	4990	41 065 926	47 960 817	71 584 268	109 932 688	42 232 801
5. Собственный капитал						
Уставной капитал, в том числе:	5100	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000
Простые акции	5110					
Привилегированные собственные акции	5120					
Выкупленные собственные акции	5130					
Прочий уставной капитал	5140					
Прочий капитал, в том числе:	5200					
Дополнительный оплаченный капитал	5210					
Корректировки по переоценке активов	5220					
Курсовые разницы по операциям в иностранной валюте по зарубежным компаниям	5230					
Капитал авансированный собственниками	5240					
Нераспределенная прибыль	5300	54 824 287	71 094 168	95 262 173	122 559 190	123 772 751
Непокрытый убыток прошлых лет						
Резервный капитал	5400					
Итого по разделу 5 "Собственный капитал":	5000	55 024 287	71 294 168	95 462 173	122 759 190	123 972 751
Итого собственный капитал+ обязательства	5990	55 224 287	119 254 985	167 046 440	232 691 878	166 205 552

За основу для принятия результата оценки была принята стоимость собственного капитала согласно бухгалтерской отчетности в размере 123 972,75 тыс. сомов за 100% акций ЗАО «Saima Telekom».

35
179

**Рыночная стоимость 100% собственного капитала ЗАО «Saima Telecom» на дату
оценки 30 ноября 2010 г. составляет округленно:**

123 973,0 тыс.сомов

(Сто двадцать три миллиона девятьсот семьдесят три тысячи сомов).

Глава
11

Согласование результатов оценки стоимости 25% пакета акций ЗАО «Saima Telecom»

Итоговое суждение о стоимости собственного капитала ЗАО «Saima Telecom»

В рамках оценки рыночной стоимости собственного капитала Общества оценщиками были выполнены расчеты с использованием двух общепринятых подходов — затратного и доходного. Применение сравнительного подхода было обоснованно признано оценщиками невозможным (не реализуемым) вследствие закрытости рыночной информации и отсутствия аналогичных объектов в Кыргызстане. Результаты выполненных расчетов собственного капитала Общества, представлены в нижеследующей таблице.

Таблица 18. Результаты оценки стоимости 100% акций ЗАО «SaimaTelecom»

Таблица 20. Подход	Таблица 21. Результат, тыс.сом
Доходный	Не применен
Затратный	123 973
Сравнительный	Не применен

Совокупность указанных факторов является неотъемлемой частью функционирующего бизнеса. Расчет стоимости подобного актива методами сравнительного подхода не представляется возможным вследствие отсутствия достаточного объема открытой и достоверной информации по аналогичным компаниям. Расчет стоимости собственного капитала Общества с применением доходного подхода не представляется возможным из-за отсутствия необходимой информации по расшифровке годовых затрат компании.

Рыночная стоимость 100% акций ЗАО «Saima Telecom» на дату оценки 01 11.2010 года, составляет :

123 973 тыс.сомов

(Сто двадцать три миллиона девятьсот семьдесят три тысячи сомов).

Рыночная стоимость пакета акций ЗАО «Saima Telecom», составляющего 25% долю собственного капитала Общества, на дату оценки 01.11.2010 года с учетом округления, составляет:

30 993 тыс. (Тридцать миллионов девятьсот девяносто три тысячи) сомов.

Но с учетом того, что пакет акций ЗАО «Saima Telecom» в размере 25% не является контрольным. Следовательно, необходимо учесть скидку на неконтрольность пакета акций. По данным международной статистики фондовых рынков. Эта скидка составляет обычно 20-30% от оцененной стоимости предприятия (собственного капитала). (См.: С.В.Валдайцев. Оценка бизнеса. - М., «Проспект», 2008, с.117). Оценщиками принята величина скидки на неконтрольность пакета акций 20%.

37
1891

С учетом скидки на неконтрольность пакета акций, стоимость 25% пакета акций составит:
24 794,4 тыс. сомов.

Необходимо также учесть форму собственности Общества – Закрытое акционерное общество, в котором приоритетное право выкупа акций предоставляется акционерам ЗАО, что позволяет учесть скидку в размере 27% на закрытость компании:

18 099 910 (Восемнадцать миллионов девяносто девять тысяч девятьсот десять) сомов.

Заключение о стоимости оцениваемой доли 25% простых именных акций ЗАО «Saima Telecom»

Рыночная стоимость 25% акций ЗАО «Saima Telecom» на дату оценки 01.11.2010 года, составляет:

18 099 910 (Восемнадцать миллионов девяносто девять тысяч девятьсот десять) сомов.

Глава
12

Сведения об оценщиках

Сведения об оценщиках, состав выполненных ими работ

Богубаева Н.И. – эксперт-оценщик 1 категории, стаж работы в области профессиональной оценки — 9,5 лет, имеет высшее образование в области оценки.

Эксперт-оценщик 1 категории



Богубаева Н.И.

Перечень нормативных документов и использованной литературы

Фишмен Джей, Пратт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт «Руководство по оценке стоимости бизнеса», М.: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2000 г.

Десмон Гленн М., Келли Ричард Э. «Руководство по оценке бизнеса», М., РОО, 1996 г.

Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. McKinsey & Company, «Стоимость компаний: оценка и управление», М., ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999 г.

Григорьев В.В., Федотова М.А. «Оценка предприятия», М., Инфра-М, 1997 г.

Шеннон П. Пратт «Оценка бизнеса. Анализ и оценка закрытых компаний».

Стандарты оценки имущества, обязательные к применению всеми субъектами оценочной деятельности в Кыргызской Республике, утвержденные Постановлением Правительства Кыргызской Республики №217 от 03.04.2006 г.

Временные правила для оценщиков и оценочных организаций, утвержденные Постановлением Правительства от 17.08.2003 г. № 743.

Перечень Приложений

Приложение 1. Копии документов Исполнителя и оценщиков.

- Свидетельство о регистрации юридического лица.
- Сертификаты оценщиков.

Приложение 2. Копии документов, предоставленные Обществом.

- Свидетельство о регистрации предприятия.
- Бухгалтерский баланс форма (№1, форма №2,3) по состоянию на период с 01.01.2005 г. по 01.01.2010 г.
- Устав предприятия.
- Письмо от 23.04.2010 г. исх. № 177.

41
185

