



123557, Москва, Б. Тишинский пер., д. 8, стр. 2  
☎ (095) 105-11-91 🌐 [www.infopark.ru](http://www.infopark.ru) ✉ [info@infopark.ru](mailto:info@infopark.ru)

## **ОТЧЕТ № 265**

**ОБ ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОДНОЙ ОБЫКНОВЕННОЙ  
ИМЕННОЙ БЕЗДОКУМЕНТАРНОЙ АКЦИИ И ОДНОЙ  
ПРИВИЛЕГИРОВАННОЙ ИМЕННОЙ БЕЗДОКУМЕНТАРНОЙ АКЦИИ  
ОАО «СВЯЗЬ» КОМИ**

**Заказчик: ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант»**

**Оценщик: ЗАО «Консультационное агентство «ИНФО-ПАРК»**

***ПО СОСТОЯНИЮ на 01 декабря 2003 года***

***Москва 2003 г.***

## ОГЛАВЛЕНИЕ

1. ПОСТАНОВКА ЗАДАНИЯ НА ОЦЕНКУ .....	3
2. ЭКСПЕРТНОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	4
3. ОГРАНИЧИТЕЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ И СДЕЛАННЫЕ ДОПУЩЕНИЯ .....	5
4. КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ОЦЕНИВАЕМОГО ПРЕДПРИЯТИЯ .....	6
5. РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ – ТЕРМИН И ЕГО ОПРЕДЕЛЕНИЕ .....	9
6. ЦЕЛЬ И НАЗНАЧЕНИЕ ОЦЕНКИ .....	10
7. ВЫБОР МЕТОДА ОЦЕНКИ .....	12
7.1. Методические подходы к оценке акций .....	12
7.2. Согласование результатов оценки, полученных разными подходами .....	13
7.3. Выбор подходов к оценке рыночной стоимости акций .....	13
8. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ ПО ДАННЫМ РТС .....	15
9. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ ПО ДАННЫМ РТС .....	21
10. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ ОАО «СВЯЗЬ» КОМИ В СООТВЕТСТВИИ С МЕТОДИКОЙ ФКЦБ .....	27
11. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ С УЧЕТОМ ПОПРАВОК К СТАТЬЯМ БАЛАНСА НА ИХ РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ .....	32
10.1 Нематериальные активы .....	32
10.2 Основные средства .....	32
10.2.1. Оценка величины совокупного износа основных средств .....	36
10.2.2. Результаты определения скорректированной стоимости основных средств .....	38
10.3 Незавершенное строительство .....	39
10.4 Долгосрочные финансовые вложения .....	40
10.5 Запасы .....	41
10.6 Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты) .....	41
10.7 Денежные средства .....	44
10.8 Долгосрочные и краткосрочные обязательства .....	44
10.9 Результаты расчета скорректированной стоимости чистых активов .....	46
12. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ ПО РЕЗУЛЬТАТАМ ВЫЧИСЛЕНИЯ СКОРРЕКТИРОВАННОЙ СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ .....	47
13. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ, ПОЛУЧЕННЫХ ДВУМЯ ПОДХОДАМИ .....	49
14. АНАЛИЗ СОБЫТИЙ ПОСЛЕ 01.12.2003 Г. .....	52
15. ЗАЯВЛЕНИЕ О КАЧЕСТВЕ ОЦЕНКИ .....	53
16. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ И НОРМАТИВНЫХ ДОКУМЕНТОВ, ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ПРИ СОСТАВЛЕНИИ ОТЧЕТА .....	54
17. ПРИЛОЖЕНИЕ 1. КОПИИ ЛИЦЕНЗИИ И СТРАХОВОГО ПОЛИСА ОЦЕНЩИКА, СЕРТИФИКАТОВ ЭКСПЕРТОВ-ОЦЕНЩИКОВ .....	55
18. ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ИНФОРМАЦИОННЫЕ МАТЕРИАЛЫ .....	56

## 1. ПОСТАНОВКА ЗАДАНИЯ НА ОЦЕНКУ

<b>Оцениваемый объект:</b>	Одна обыкновенная именная бездокументарная акция и одна привилегированная именная бездокументарная акция ОАО «Связь» Коми
<b>Местоположение объекта:</b>	167981, Республика Коми, г. Сыктывкар, ул. Ленина, д.60
<b>Цель оценки:</b>	Определение рыночной стоимости
<b>Назначение оценки:</b>	Возможный выкуп акций Обществом ОАО «Связь» Коми по требованию акционеров
<b>Дата определения стоимости объекта оценки:</b>	01 декабря 2003 года
<b>Дата составления отчета:</b>	20 декабря 2003 года
<b>Основание для проведения оценки</b>	Договор №075/09 от 04 декабря 2003 г. между ЗАО «Консультационное агентство «ИНФО-ПАРК» и ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант»
<b>Лицензия на право осуществления оценочной деятельности:</b>	Лицензия № 000269 выдана Министерством имущественных отношений Российской Федерации 27.08.2001 г. на срок до 27.08.2004 г
<b>Оценщик</b>	ЗАО «Консультационное агентство «ИНФО-ПАРК», ИНН 7733055564. Адрес: 123557 Москва, Большой Тишинский пер., дом 8, стр.2 Расчетный счет 40702810400000107913 АО АКБ «БИН», Пресненское отделение, Москва, Средний Тишинский пер., д. 28/1 к/с 30101810200000000205
<b>Страхование ответственности оценщика</b>	Страховой полис на сумму 1 000 000 руб. Серия LO 12030, номер 0533288, срок действия до 29 ноября 2004 г., выдан страховой группой «Спасские Ворота»

## 2. ЭКСПЕРТНОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рыночная стоимость одной обыкновенной именной бездокументарной акции ОАО «Связь» Коми по состоянию на 01.12.2003 года составляет:

**0,075 (семьдесят пять тысячных) долл. США.**

При курсе ЦБ РФ для доллара США по состоянию на 01.12.2003 г., равном 29,7387 рубля за доллар эта величина составит:

**2, 23 (два и двадцать три сотых) рубля.**

Рыночная стоимость одной привилегированной именной бездокументарной акции ОАО «Связь» Коми по состоянию на 01.12.2003 года составляет:

**0,046 (сорок шесть тысячных ) долл. США.**

При курсе ЦБ РФ для доллара США по состоянию на 01.12.2003 г., равном 29,7387 рубля за доллар эта величина составит:

**1,37 (один и тридцать семь сотых) рубля.**

Оценка выполнена в соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности» №135-ФЗ от 29 июля 1998 г.

При оценке учтены стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденные постановлением Правительства Российской Федерации от 6.07.2001 г. №519, система нормативных документов Российского общества оценщиков, Международные стандарты оценки Международного комитета стандартов оценки (IVSC).

Согласно п. 20. Стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденных постановлением Правительства Российской Федерации от 6.07.2001 г. №519, итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, составленном в порядке и на основании требований, установленных Федеральным законом "Об оценочной деятельности в Российской Федерации", стандартами оценки и нормативными актами по оценочной деятельности уполномоченного органа по контролю за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации, может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более 6 месяцев.

*Генеральный директор*  
*ЗАО «Консультационное агентство*  
*«ИНФО-ПАРК»*

\_\_\_\_\_ *О.Г. Орлов*

*Руководитель департамента оценки*  
*ЗАО «Консультационное агентство*  
*«ИНФО-ПАРК», кандидат технических*  
*наук*

\_\_\_\_\_ *Ю.С. Зайцев*

### 3. ОГРАНИЧИТЕЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ И СДЕЛАННЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

В процессе подготовки настоящего отчета, Оценщик исходил из достоверности представленных документов.

Отчет подготовлен с учетом следующих допущений и ограничивающих условий:

- ❑ *юридическая экспертиза прав собственности не проводилась. Права собственности рассматриваются свободными от каких-либо претензий и ограничений. Оценщик не несет ответственности за обстоятельства юридического характера, связанные с объектами оценки;*
- ❑ *отдельные части настоящего отчета не могут трактоваться отдельно, а только в полном объеме;*
- ❑ *настоящий отчет может использоваться только по указанному в нем назначению;*
- ❑ *все расчеты, заключения и выводы сделаны Оценщиком на основании достоверной информации из источников открытого доступа, тем не менее, Оценщик не может гарантировать их абсолютную точность, поэтому там, где это возможно, делаются ссылки на источник информации;*
- ❑ *Заказчик заранее обязуется освободить Оценщика от всякого рода расходов и материальной ответственности, происходящих из иска третьих лиц вследствие легального использования результатов настоящего исследования;*
- ❑ *при проведении оценки предполагалось отсутствие каких-либо скрытых факторов, влияющих на стоимость оцениваемого имущества. На Оценщике не лежит ответственность по обнаружению (или в случае установления) подобных факторов;*
- ❑ *от Оценщика не требуется появление в суде или свидетельствовать иным образом в связи с проведением данного исследования, кроме как на основании отдельного договора с заказчиком или официального вызова в суд;*
- ❑ *заключение о стоимостях, содержащихся в отчете, относятся к объектам оценки в целом;*
- ❑ *мнение Оценщика относительно стоимости объектов действительно только на дату оценки. Оценщик не принимает на себя никакой ответственности за изменения социальных, экономических, юридических, физических, природных и иных факторов и изменения местного или федерального законодательства, которые могут произойти после этой даты, повлиять на рыночные факторы, и, таким образом, повлиять на рыночную стоимость объектов;*
- ❑ *отчет содержит профессиональное мнение Оценщика относительно стоимости оцениваемых объектов и не является гарантией того, что они будут реализованы по цене, указанной в отчете по оценке.*

## 4. КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ОЦЕНИВАЕМОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

ОАО «Связь» Коми (далее по тексту также – Предприятие) было основано 23 июня 1994 г. в ходе приватизации государственного предприятия по связи и информатизации Республики Коми.

В настоящее время уставный капитал Предприятия составляет 385 758 645 рублей и состоит из 283 656 424 обыкновенных и 94 538 326 привилегированных акций номинальной стоимостью 1,02 рубля каждая. Основными владельцами обыкновенных акций Предприятия являются ОАО «Связьинвест», МГИ и Предприятие НСН через свои дочерние компании. Среди миноритарных акционеров – в основном российские и иностранные юридические лица, и физические лица, которым также принадлежит большая часть привилегированных акций Предприятия.

**Таблица 1 Структура акционеров Предприятия (по состоянию на 19 декабря 2003 г.)**

Акционер	Доля в уставном капитале, %
ОАО «Связьинвест»	19,0%
МГИ	19,0%
Номинальные держатели	26,4%
Юридические лица	7,4%
Физические лица	28,2%

ОАО «Связь» Коми – крупнейший и основной оператор в республике из более чем тридцати операторов, действующих на ее территории. Предприятие является естественным монополистом: ее доля на рынке услуг связи в регионе составляет 90 процентов. Предприятие имеет широкую филиальную сеть на территории всей республики.

Численность населения региона, в котором работает Предприятие, составляет 1134,5 тыс. человек. Уровень телефонной плотности фиксированной связи достиг к середине 2003 г. значения 24,9 ОТА на 100 жителей.

На основе лицензии № 3073 на предоставление услуг электросвязи, лицензии № 14615 на предоставление услуг по эфирной трансляции телевизионных и звуковых программ и передаче дополнительной информации и ряда других лицензий Предприятие предоставляет следующие основные услуги: местная электросвязь, междугородная и международная электросвязь (по заказной и автоматической системе обслуживания), документальная электросвязь, проводное вещание, услуги телематических служб, услуги передачи данных, услуги по аренде каналов и трактов. Всего Предприятие имеет 8 лицензий на оказание различных услуг (Перечень лицензий приведен в Приложении 2 к отчету).

В соответствии с вышеупомянутыми основными лицензиями предоставление Компанией услуг ограничено территорией республики.

**Таблица 2 Основные показатели развития Предприятия**

Показатели	2000	2001	2002	9 мес.2003
Количество основных телефонных аппаратов (на конец периода), тыс.	248 662	259 626	270 136	275 971
Коэффициент цифровизации, %	38,4%	44,4%	49,5%	51,1%
Доля ГТС, %	80,0%	80,4%	80,9%	81,0%
Доля абонентов квартирного сектора, %	87,7%	87,0%	87,0%	86,9%

**Таблица 3 Структура основных услуг электросвязи (по доле в общих доходах)**

Услуги связи	2000	2001	2002	9 мес.2003
Местная телефонная связь (ГТС и СТС)	36,9%	36,8%	40,0%	39,2%
Междугородная и международная связь	56,9%	57,8%	54,8%	55,3%
Документальная электросвязь, передача данных, новые услуги	3,1%	3,4%	3,2%	3,4%
Проводное и эфирное радиовещание	2,8%	2,1%	1,7%	2,1%

В качестве приоритетных Предприятие сосредоточивает свои усилия на дальнейшем развитии услуг местной телефонной связи, услуг междугородной и международной связи и новых услуг передачи данных.

**Таблица 4 Основные финансовые результаты деятельности Предприятия (по данным бухгалтерской отчетности по РСБУ)**

Показатели (тыс. руб.)	2000	2001	2002	9 мес.2003
<i>Отчет о прибылях и убытках</i>				
Выручка от реализации	651 699	873 367	1 113 968	994 272
Прибыль от продаж	191 018	244 833	325 582	306 647
Норма прибыли от продаж, %	29,3%	28,0%	29,2%	30,8%
Чистая прибыль	73 363	73 907	115 527	180 748
Норма чистой прибыли, %	11,3%	8,5%	10,4%	18,2%
<i>Баланс</i>				
Оборотные активы	245 683	362 557	254 235	358 146
Доля, %	21,80%	26,74%	18,78%	23,19%
Внеоборотные активы	881 123	993 345	1 099 289	1 185 997
Доля, %	78,20%	73,26%	81,22%	76,81%
Итого активы	1 126 806	1 355 902	1 353 524	1 544 143
Собственный капитал	547 825	644 522	744 307	901 154
Доля, %	48,62%	47,53%	54,99%	58,36%
Долгосрочные пассивы	346 747	284 163	300 235	236 898
Доля, %	30,77%	20,96%	22,18%	15,34%
Краткосрочные пассивы	232 234	427 217	308 982	406 091
Доля, %	20,61%	31,51%	22,83%	26,30%
Итого пассивы	1 126 806	1 355 902	1 353 524	1 544 143

Из таблицы 4 следует:

- ◆ Норма прибыли от продаж в 2003 г. увеличилась по сравнению с этим показателем в предыдущие 3 года;
- ◆ Норма чистой прибыли в 2003 г. увеличилась по сравнению с этим показателем в предыдущие 3 года;
- ◆ Доля оборотных и доля внеоборотных активов в валюте баланса в 2003 г. мало отличается от этих показателей в предыдущие три года и явной тенденции по этим показателям не наблюдается;
- ◆ За последние 4 года наблюдается тенденция к увеличению доли собственного капитала в валюте баланса;
- ◆ За последние 4 года наблюдается тенденция к уменьшению доли долгосрочных пассивов в валюте баланса;
- ◆ Доля краткосрочных пассивов в валюте баланса в 2003 г. мало отличается от этих по-

казателей в предыдущие три года и явной тенденции по этому показателю не наблюдается.

Приоритетными направлениями стратегического развития Предприятия являются:

- ◆ удовлетворение платежеспособного спроса на основные услуги за счет модернизации и расширения телефонных сетей на базе цифрового оборудования и повышения степени их задействования;
- ◆ развитие комплексного обслуживания корпоративных пользователей по единому договору и организация единого расчетного центра;
- ◆ повышение рентабельности пунктов предоставления услуг электросвязи за счет оптимизации номенклатуры услуг;
- ◆ предоставление полного спектра новых услуг, включая интернет, ISDN, интеллектуальные сети и другие;
- ◆ внедрение и сопровождение системы качества.



## 5. РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ – ТЕРМИН И ЕГО ОПРЕДЕЛЕНИЕ

В соответствии с Федеральным Законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135 - РФ от 29.07.98 г., под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- ❑ *одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;*
- ❑ *стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;*
- ❑ *объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;*
- ❑ *цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;*
- ❑ *платеж за объект оценки выражен в денежной форме.*

## 6. ЦЕЛЬ И НАЗНАЧЕНИЕ ОЦЕНКИ

На рассмотрение Совета директоров Предприятия вынесен вопрос о проведении реорганизации Предприятия в форме присоединения к ОАО "Северо-Западный Телеком" и созыве внеочередного общего собрания акционеров Предприятия для утверждения решения о реорганизации. Это обстоятельство обуславливает цель и назначение оценки.

Цель и назначение оценки обусловлены нижеописанными требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ.

Пунктами 1 и 3 статьи 75 указанного закона установлено следующее:

«1. Акционеры - владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в случаях:

- ◆ реорганизации общества или совершения крупной сделки, решение об одобрении которой принимается общим собранием акционеров в соответствии с пунктом 2 статьи 79 настоящего Федерального закона, если они голосовали против принятия решения о его реорганизации или одобрении указанной сделки либо не принимали участия в голосовании по этим вопросам;
- ◆ внесения изменений и дополнений в устав общества или утверждения устава общества в новой редакции, ограничивающих их права, если они голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании.»

«3. Выкуп акций обществом осуществляется по цене, определенной советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже рыночной стоимости, которая должна быть определена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций.»

Статья 77 указанного Закона содержит положения об определении рыночной стоимости имущества, а именно:

«1. В случаях, когда в соответствии с настоящим Федеральным законом цена (денежная оценка) имущества, а также цена размещения или цена выкупа эмиссионных ценных бумаг общества определяются решением совета директоров (наблюдательного совета) общества, они должны определяться исходя из их рыночной стоимости.

2. Для определения рыночной стоимости имущества может быть привлечен независимый оценщик.

Привлечение независимого оценщика является обязательным для определения цены выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций в соответствии со статьей 76 настоящего Федерального закона, а также в иных случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом.

В случае определения цены размещения ценных бумаг, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно опубликовываются в печати, привлечение независимого оценщика необязательно, а для определения рыночной стоимости таких ценных бумаг должна быть принята во внимание эта цена покупки или цена спроса и цена предложения.

С нашей точки зрения важно обратить внимание на положение п. 2 статьи 77 Закона, указывающее на то, что в случае определения цены размещения ценных бумаг, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно опубликовываются в печати, для определения рыночной стоимости таких ценных бумаг должна быть принята во внимание эта цена покупки или цена спроса и цена предложения. Целесообразно также учесть следующее положение, присутствовавшее в предыдущей редакции Закона: «В случае, если имущество, стоимость которого требуется определить, является обыкновенными акциями общества, для определения рыночной стоимости указанного имущества могут быть также приняты во внима-

ние размер чистых активов общества, цена, которую согласен уплатить за все обыкновенные акции общества покупатель, имеющий полную информацию о совокупной стоимости всех обыкновенных акций общества, и другие факторы, которые сочтет важными лицо (лица), определяющее рыночную стоимость имущества». Данные положения будут учтены при выборе подходов к оценке стоимости акций ОАО «Связь» Коми.

Таким образом, целью и назначением данной работы является оценка рыночной стоимости одной обыкновенной именной бездокументарной акции (далее по тексту – одной обыкновенной акции) и одной привилегированной именной бездокументарной акции (далее по тексту – одной привилегированной акции) ОАО «Связь» Коми для выкупа акций у акционеров согласно статье 75 «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ.

## 7. ВЫБОР МЕТОДА ОЦЕНКИ

### 7.1. Методические подходы к оценке акций

Существует три основных подхода к оценке стоимости имущества: затратный, сравнительный и доходный. В стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденных постановлением Правительства Российской Федерации от 6.07.2001 г. №519, приведены следующие определения терминов подходов к оценке:

- **затратный подход** - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом его износа;
- **сравнительный подход** - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;
- **доходный подход** - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Применительно к оценке бизнеса и акций указанные подходы заключаются в следующем.

**Затратный подход** заключается в том, что все активы Предприятия (здания, сооружения, машины, оборудование, запасы, дебиторская задолженность, финансовые вложения и т.д.) оценивают по рыночной стоимости. Далее из полученной суммы вычитают стоимость обязательств Предприятия. Итоговая величина показывает рыночную стоимость собственного капитала Предприятия. Для расчетов используются данные баланса Предприятия на дату оценки (либо на последнюю дату). Проводится корректировка счетов баланса. Серьезным недостатком данного подхода является то, что он не учитывает фактическую степень эффективности и перспективы развития бизнеса.

**Доходный подход** представляет собой процедуру оценки стоимости исходя из условия связи стоимости бизнеса с текущей стоимостью будущих чистых доходов, которые принесёт данный бизнес. Приведенная к текущему моменту времени сумма будущих доходов служит ориентиром того, сколь много готов заплатить за оцениваемое Предприятие (пакет акций) потенциальный инвестор. Сложность применения данного подхода обусловлена субъективностью прогнозов доходов и расходов, ожидаемых при эксплуатации рассматриваемого предприятия.

**Сравнительный подход** базируется на рыночной информации и учитывает действия потенциального Продавца и Покупателя, обладающих сведениями о фактическом уровне цен спроса, предложения и сделок по рассматриваемым ценным бумагам. При достаточно развитом рынке цены сделок являются прямыми указателями на рыночную стоимость акций в данный момент времени. При менее развитом рынке рыночная стоимость акций определяется путем математической обработки статистических данных о ценах спроса, предложения и сделок в течение достаточно большого прошедшего интервала времени.

Оставаясь в рамках того или иного подхода, профессиональные оценщики могут использовать один или несколько оценочных методов. Целью использования более одного метода является достижение наибольшей обоснованности и очевидности выводов оценочного заключения. В наглядной форме все подходы и методы оценки акций приведены ниже.

Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
Метод накопления активов  Оценка ликвидационной стоимости (для компаний банкротов)	Метод рынка капитала Метод сделок Метод отраслевых коэффициентов: - отношение цены к прибыли - отношение цены к денежному потоку - отношение цены к прибыли до уплаты налогов - отношение цены к денежному потоку до уплаты налогов - отношение цены к балансовой стоимости - отношение рыночной стоимости капитала к прибыли до вычета амортизации, процентов и налогов	Метод дисконтирования будущих доходов  Метод капитализации доходов

## 7.2. Согласование результатов оценки, полученных разными подходами

Если для оценки использованы более одного подхода, то на заключительном этапе работ требуется выполнить согласование между собой результатов оценки, полученных разными подходами. Для этого анализируются слабые и сильные стороны каждого подхода, насколько они существенно влияют на итог оценки. С учетом результатов анализа назначаются весовые коэффициенты, с помощью которых стоимостные оценки, полученные каждым подходом, учитываются в итоговом результате оценки стоимости объекта.

## 7.3. Выбор подходов к оценке рыночной стоимости акций

Обыкновенные и привилегированные акции ОАО «Связь» Коми котируются в Российской Торговой Системе (РТС), величины котировок акций публикуются в сети Интернет и в средствах открытой печати на постоянной ежедневной основе. Помимо котировок проводятся сделки купли-продажи акций, и сведения о ценах сделок также публикуются в сети Интернет и в средствах открытой печати на постоянной основе. Кроме того, сведения о предприятии, которое является крупным эмитентом, анализируются специалистами инвестиционных компаний, которые предоставляют участникам рынка ценных бумаг регулярную информацию о стоимости акций и свои рекомендации. Поэтому, по нашему мнению, наиболее корректным подходом к оценке рыночной стоимости акций ОАО «Связь» Коми для цели их выкупа Предприятием у акционеров может быть признан сравнительный подход, реализуемый в данном случае путем анализа котировок и цен сделок с акциями. Дополнительно к этому подходу при оценке рыночной стоимости акций будет рассмотрена стоимость чистых активов предприятия в рамках затратного подхода к оценке, учитывая рекомендации Федерального закона «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ в предыдущей редакции.

Доходный подход предполагает использование в расчетах величин денежных потоков, которые прогнозируются для будущей деятельности Предприятия, и процедуру дисконтирования этих денежных потоков к дате проведения оценки. Данный подход не был применен по следующей причине.

На рассмотрение Совета директоров ОАО «Связь» Коми вынесен вопрос о проведении реорганизации Предприятия в форме присоединения к ОАО «Северо-Западный Телеком» и созыве внеочередного общего собрания акционеров Предприятия для утверждения решения о реорганизации. Это обстоятельство обуславливает цель и назначение оценки. Согласно п. 6

статьи 76 Закона от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» акции, выкупленные обществом в случае его реорганизации, погашаются при их выкупе. Это означает, что общество не сможет в будущем продать выкупленные акции по рыночной стоимости в не зависимости от эффективности будущей деятельности общества. Т.е. отсутствует возможность спекуляции в будущем акциями, которые ранее существовали. При этом акционер, выразивший несогласие участвовать в будущей деятельности общества, имеет право на результаты деятельности общества в прошлом, которые характеризуются объемом и стоимостью чистых активов этого общества и стоимостью акций на открытом рынке. Т.е. применение доходного подхода в случае оценки рыночной стоимости акций для цели выкупа их согласно статье 75 «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ у акционеров присоединяемого общества не целесообразно.

## **8. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ ПО ДАННЫМ РТС**

Нами были проанализированы котировки обыкновенных акций ОАО «Связь» Коми в РТС за последние 12 месяцев от 29.11.2002 г. до 01.12.2003 г. включительно

Таблица котировок приведена в Приложении 2. Эти же данные в графической форме представления приведены на рис. 1.

**Рис. 1 Цены спроса и предложения обыкновенных акций ОАО "Связь" Коми в РТС**

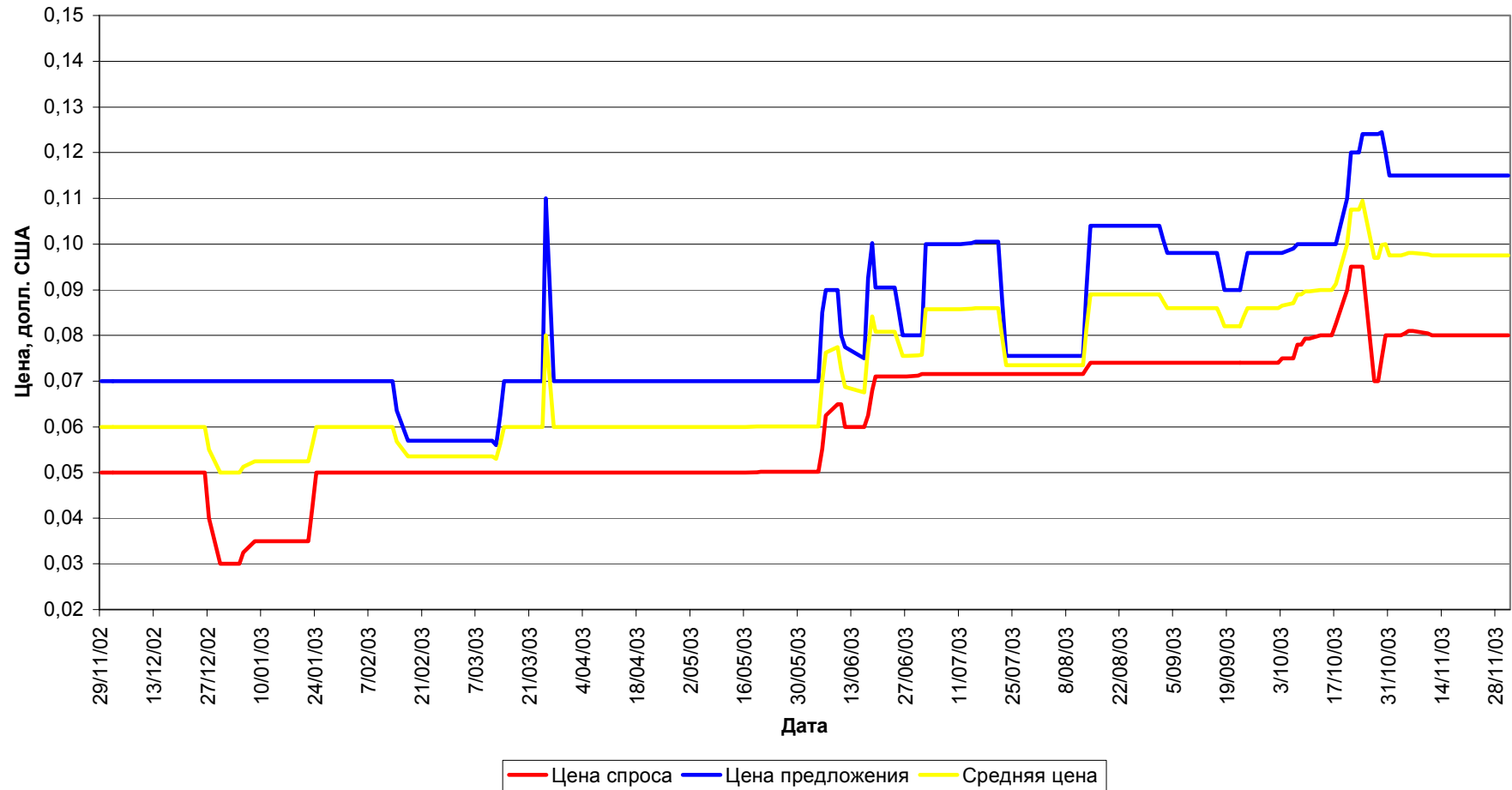




Таблица 5 содержит результаты статистической обработки данных котировок обыкновенных акций Предприятия за сроки 360 дней, 270 дней, 180 дней и 90 дней до 01.12.2003 г. включительно.

**Таблица 5. Анализ котировок обыкновенных акций**

.Параметр	Цена обыкновенных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
<b>360 дней</b>				
МИН	0,030	0,056	0,050	86,67%
МАКС	0,095	0,125	0,110	31,05%
СРЕДНЕЕ	0,062	0,084	0,073	36,46%
МЕДИАНА	0,063	0,076	0,074	20,80%
<b>270 дней</b>				
МИН	0,050	0,056	0,053	12,00%
МАКС	0,095	0,125	0,110	31,05%
СРЕДНЕЕ	0,067	0,090	0,078	34,18%
МЕДИАНА	0,072	0,091	0,081	26,57%
<b>180 дней</b>				
МИН	0,055	0,075	0,068	36,12%
МАКС	0,095	0,125	0,110	31,05%
СРЕДНЕЕ	0,075	0,099	0,087	32,22%
МЕДИАНА	0,074	0,100	0,086	35,14%
<b>90 дней</b>				
МИН	0,070	0,090	0,082	28,57%
МАКС	0,095	0,125	0,110	31,05%
СРЕДНЕЕ	0,078	0,107	0,093	36,00%
МЕДИАНА	0,080	0,100	0,090	25,00%

Таблица 6 содержит данные по сделкам с обыкновенными акциями Предприятия за рассматриваемый период времени.

Таблица 7 - Таблица 8 содержат результаты статистического анализа данных по сделкам.

**Таблица 6. Сделки по обыкновенным акциям**

Обыкновенные акции				
Дата	Число сделок за день	Объем торгов, долл. США	Средняя взвешенная цена, долл. США	Объем торгов, кол-во акций
13.03.03	1	4775	0,05	95506
05.06.03	2	16671	0,07	238152
17.06.03	2	8382	0,08	105452
13.08.03	1	7550	0,08	100000

**Таблица 7. Анализ сделок по обыкновенным акциям**

<b>Обыкновенные акции</b>			
Параметр	Число сделок за день	Общий объем сделок за день, долл. США	Средневзвешенная цена сделок за день, долл. США
<b>360 дней.</b>			
МИН	1,00	4775,00	0,050
МАКС	2,00	16671,00	0,079
СРЕДНЕЕ	1,50	9344,50	0,069
МЕДИАНА	1,50	7966,00	0,073
<b>270 дней</b>			
МИН	1,00	4775,00	0,050
МАКС	2,00	16671,00	0,079
СРЕДНЕЕ	1,50	9344,50	0,069
МЕДИАНА	1,50	7966,00	0,073
<b>180 дней</b>			
МИН	1,00	7550,00	0,070
МАКС	2,00	16671,00	0,079
СРЕДНЕЕ	1,67	10867,67	0,075
МЕДИАНА	2,00	8382,00	0,076
<b>90 дней</b>			
МИН	0,00	0,00	0,000
МАКС	0,00	0,00	0,000
СРЕДНЕЕ	0,00	0,00	0,000
МЕДИАНА	0,00	0,00	0,000

**Таблица 8. Анализ объемов торгов обыкновенными акциями**

<b>Обыкновенные акции</b>		
Период времени	Объем торгов, кол-во акций	Объем торгов в расчете на день, кол-во акций
360 дней	539 110	1497,5
270 дней	539 110	1996,7
180 дней	443 604	2464,5
90 дней	0	0

Для оценки рыночной стоимости акций мы применили также механизм расчета и последующего анализа индикативных цен акций, т.е., таких расчетных цен, которые могли бы быть в дни, когда сделки отсутствовали и которые определяются с учетом соотношения цен сделок и цен предложения / спроса в дни, когда сделки были.

Результаты расчета индикативных цен обыкновенных акций приведены на рис. 2.

Рис. 2 Индикативные цены сделок по обыкновенным акциям ОАО "Связь" Коми в РТС

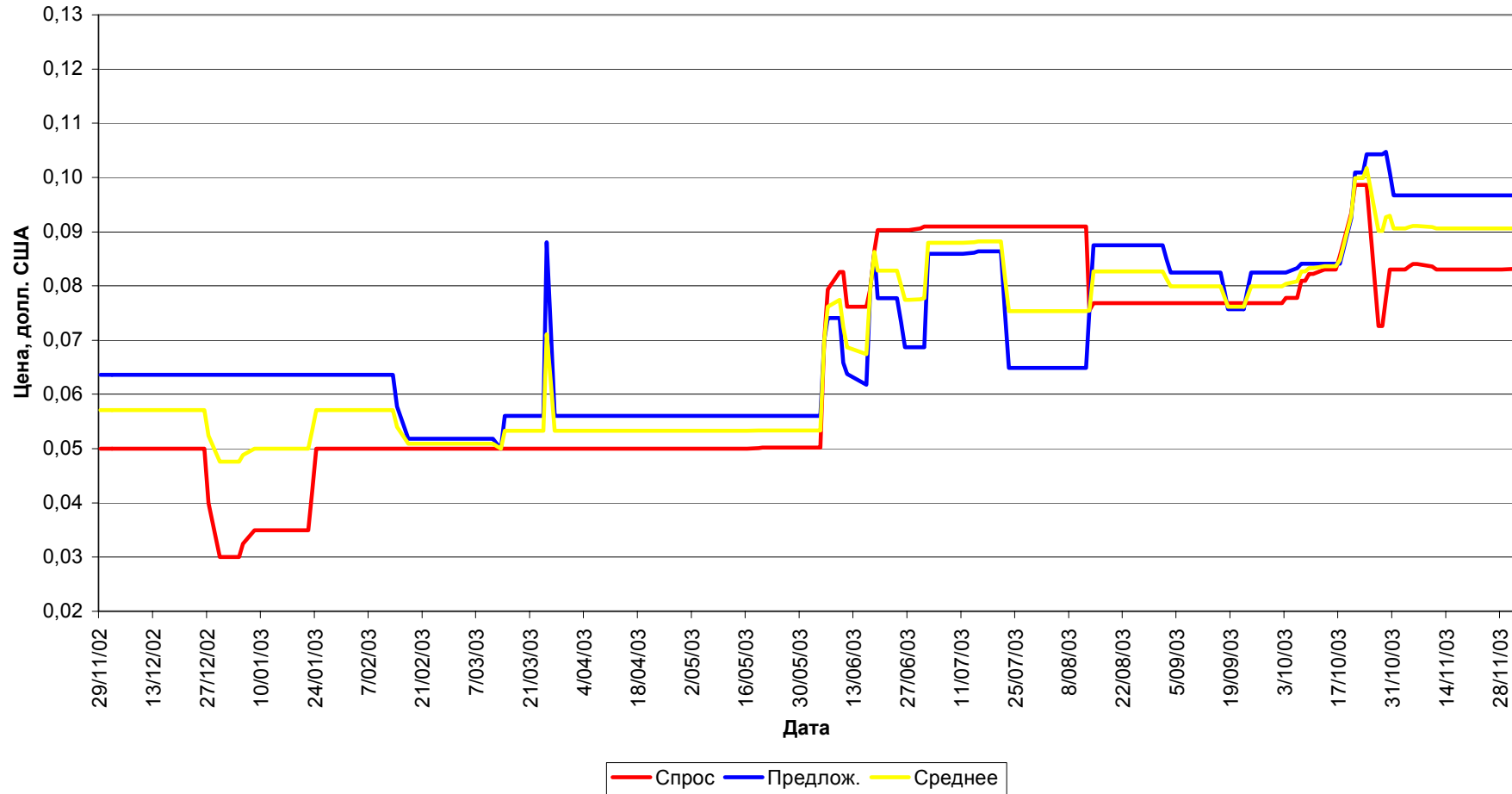


Таблица 9 содержит результаты статистической обработки средних индикативных цен обыкновенных акций.

**Таблица 9. Результаты статистической обработки средних индикативных цен обыкновенных акций**

Параметр	Индикативные цены обыкновенных акций, долл. США
<b>360 дней</b>	
Мин	0,042
Макс	0,106
Среднее	0,069
Медиана	0,072
<b>270 дней</b>	
Мин	0,050
Макс	0,106
Среднее	0,074
Медиана	0,079
<b>180 дней</b>	
Мин	0,068
Макс	0,106
Среднее	0,083
Медиана	0,081
<b>90 дней</b>	
Мин	0,078
Макс	0,106
Среднее	0,089
Медиана	0,087

Для обыкновенных акций средневзвешенное значение индикативных цен равняется 0,069 долл. США для отрезка времени 360 дней, 0,074 долл. США для отрезка времени 270 дней, 0,083 долл. США для отрезка времени 180 дней, 0,089 долл. США для отрезка времени 90 дней.

При этом средневзвешенные цены сделок с акциями этого вида (см. Таблица 7) равны 0,069 долл. США для отрезков времени 360 дней и 270 дней и 0,075 долл. США для отрезка времени 180 дней. Поскольку наибольшее количество проданных акций в расчете на один день приходится на отрезок времени 180 дней и учитывая, что в последние 90 дней сделок не было, рыночная стоимость одной обыкновенной акции ОАО «Связь» Коми, определенная на основе анализа данных РТС, по состоянию на 01.12.2003 г. принята равной **0,075 долл. США.**

## **9. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ ПО ДАННЫМ РТС**

Нами были проанализированы котировки привилегированных акций ОАО «Связь» Коми в РТС за последние 12 месяцев от 29.11.2002 г. до 01.12.2003 г. включительно

Таблица котировок приведена в Приложении 2. Эти же данные в графической форме представления приведены на рис. 3.

**Рис. 3. Цены спроса и предложения привилегированных акций ОАО "Связь" Коми в РТС**

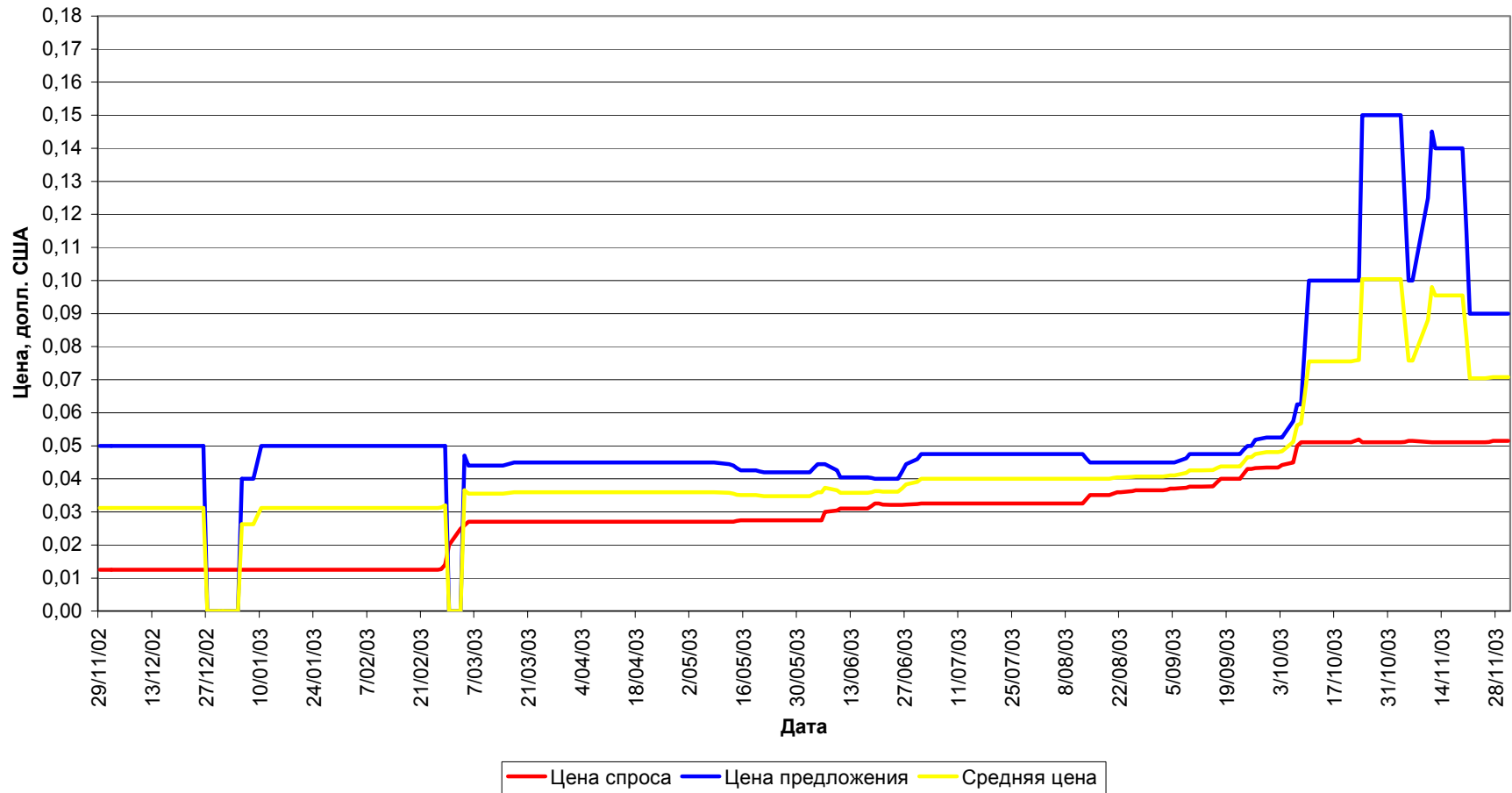


Таблица 10 содержит результаты статистической обработки данных котировок привилегированных акций Предприятия за сроки 360 дней, 270 дней, 180 дней и 90 дней до 01.12.2003 г. включительно.

**Таблица 10. Анализ котировок привилегированных акций**

.Параметр	Цена привилегированных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
<b>360 дней</b>				
МИН	0,013	0,040	0,026	220,00%
МАКС	0,052	0,150	0,101	188,46%
СРЕДНЕЕ	0,031	0,057	0,044	86,90%
МЕДИАНА	0,031	0,048	0,036	53,23%
<b>270 дней</b>				
МИН	0,027	0,040	0,035	48,15%
МАКС	0,052	0,150	0,101	188,46%
СРЕДНЕЕ	0,036	0,060	0,048	66,77%
МЕДИАНА	0,033	0,046	0,040	40,00%
<b>180 дней</b>				
МИН	0,028	0,040	0,036	45,45%
МАКС	0,052	0,150	0,101	188,46%
СРЕДНЕЕ	0,040	0,067	0,054	68,01%
МЕДИАНА	0,037	0,048	0,041	29,69%
<b>90 дней</b>				
МИН	0,037	0,045	0,041	22,45%
МАКС	0,052	0,150	0,101	188,46%
СРЕДНЕЕ	0,047	0,089	0,068	89,51%
МЕДИАНА	0,051	0,090	0,071	76,47%

Сделок с привилегированными акциями Предприятия за рассматриваемый период времени не было. Таблица 11 содержит сведения о последней сделке с привилегированными акциями до даты проведения оценки.

**Таблица 11. Сведения о последней сделке с привилегированными акциями до даты проведения оценки**

Привилегированные акции			
Дата	Число сделок за день	Общий объем сделок за день, долл. США	Средневзвешенная цена сделок за день, долл. США
16/09/02	1	14146	0,050

На основе данных о сделке, совершенной 16.09.2002 г., были определены индикативные цены акций в 12 – месячный период времени до даты проведения оценки 01.12.2003 г. включительно, т.е., такие расчетные цены акций, которые могли бы быть в дни, когда сделки отсутствовали и которые определяются с учетом соотношения цен сделок и цен предложения / спроса в дни, когда сделки были.

Результаты расчета индикативных цен привилегированных акций приведены на рис. 4.

Рис. 4 Индикативные цены сделок по привилегированным акциям ОАО "Связь" Коми в РТС

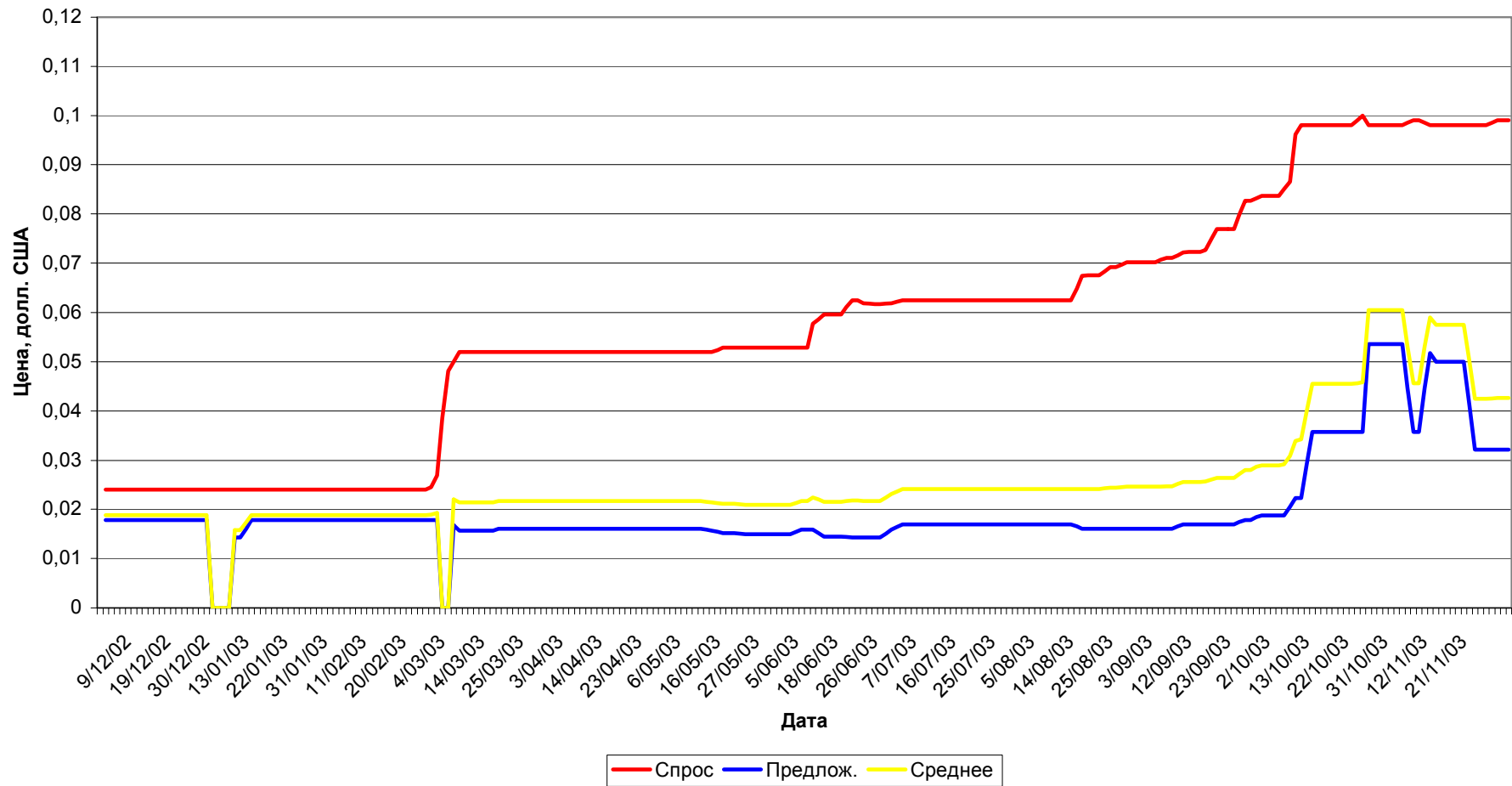




Таблица 9 содержит результаты статистической обработки средних индикативных цен привилегированных акций.

**Таблица 12. Результаты статистической обработки средних индикативных цен привилегированных акций**

Параметр	Индикативные цены привилегированных акций, долл. США
<b>360 дней</b>	
Мин	0,022
Макс	0,099
Среднее	0,042
Медиана	0,035
<b>270 дней</b>	
Мин	0,033
Макс	0,099
Среднее	0,047
Медиана	0,039
<b>180 дней</b>	
Мин	0,035
Макс	0,099
Среднее	0,053
Медиана	0,040
<b>90 дней</b>	
Мин	0,041
Макс	0,099
Среднее	0,067
Медиана	0,071

Для привилегированных акций средневзвешенное значение индикативных цен равняется 0,042 долл. США для отрезка времени 360 дней, 0,047 долл. США для отрезка времени 270 дней, 0,053 долл. США для отрезка времени 180 дней и 0,067 долл. США для отрезка времени 90 дней.

При рассмотрении данных рисунка 3 обращает на себя внимание следующее обстоятельство. В течение 10 месяцев анализируемого года до окончания сентября 2003 г. котировки предложения и спроса привилегированных акций имели относительно стабильные величины. Котировки предложения лежали в основном в пределах 0,04 - 0,05 долл. США, а котировки спроса постепенно увеличивались от 0,013 до 0,044 долл. США. С начала октября 2003 г. произошло резкое увеличение котировок предложений акций до 0,09 – 0,15 долл. США при незначительном увеличении котировок спроса до 0,051 долл. США. При этом сделок с привилегированными акциями в данный период времени не было, т.е. рост котировок акций не нашел отражения в сделках.

Таблица 13 содержит результаты статистической обработки средних индикативных цен привилегированных акций без учета данных последних 60 дней рассматриваемого периода времени. При этом для периода времени 120 дней, предшествующих последним 60 дням до даты проведения оценки получено среднее значение индикативных цен 0,040 долл. США.

**Таблица 13. Результаты статистической обработки средних индикативных цен привилегированных акций без учета данных последних 60 дней до даты проведения оценки**

Параметр	Индикативные цены обыкновенных акций, долл. США
<b>300 дней, предшествующих последним 60 дням до даты проведения оценки</b>	
Мин	0,022
Макс	0,048
Среднее	0,034
Медиана	0,034
<b>210 дней, предшествующих последним 60 дням до даты проведения оценки</b>	
Мин	0,033
Макс	0,048
Среднее	0,037
Медиана	0,036
<b>120 дней, предшествующих последним 60 дням до даты проведения оценки</b>	
Мин	0,035
Макс	0,048
Среднее	0,040
Медиана	0,039

Поскольку нет основания утверждать с уверенностью, что всплеск котировок привилегированных акций, существующий с октября 2003 г., не случайный, и не является лишь результатом спекулятивной деятельности, а отражает действительное повышение рыночной стоимости акций, то оценка рыночной стоимости привилегированных акций Предприятия была выполнена на основе следующих величин:

- среднее значение индикативных цен для периода 180 дней до даты проведения оценки - 0,053 долл. США;
- среднее значение индикативных цен для периода 120 дней, предшествующих последним 60 дням до даты проведения оценки - 0,040 долл. США.

В первом из этих значений учтен всплеск котировок привилегированных акций, существующий с октября 2003 г., как не случайный, во втором значении этот всплеск не учтен, т.е. рассматривается как случайный. Каждой из этих величин индикативных цен присвоен вес значимости 50%, поскольку нет оснований отдать предпочтение ни одному из указанных двух мнений о всплеске котировок акций.

Параметр	Величина, долл. США	Вес значимости	Взвешенная величина, долл. США
Среднее значение индикативных цен для периода 180 дней до даты проведения оценки	0,040	0,5	0,020
Среднее значение индикативных цен для периода 120 дней, предшествующих последним 60 дням до даты проведения оценки	0,053	0,5	0,026
<b>Рыночная стоимость одной привилегированной акции</b>			<b>0,046</b>

Таким образом определено, что рыночная стоимость одной привилегированной акции ОАО «Связь» Коми, определенная на основе анализа данных РТС, по состоянию на 01.12.2003 г. равна **0,046 долл. США.**

## **10. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ ОАО «СВЯЗЬ» КОМИ В СООТВЕТСТВИИ С МЕТОДИКОЙ ФКЦБ**

Расчет стоимости чистых активов Предприятия выполнялся в соответствии с порядком их оценки, установленным Приказом Министерства Финансов РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29 января 2003 г. № 10н, 03-6/пз «Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» (далее в отчете - методика ФКЦБ), содержание пунктов 1 – 4 которого приведено ниже.

1. Под стоимостью чистых активов акционерного общества понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его пассивов, принимаемых к расчету.

2. Оценка имущества, средств в расчетах и других активов и пассивов акционерного общества производится с учетом требований положений по бухгалтерскому учету и других нормативных правовых актов по бухгалтерскому учету. Для оценки стоимости чистых активов акционерного общества составляется расчет по данным бухгалтерской отчетности.

3. В состав активов, принимаемых к расчету, включаются:

- внеоборотные активы, отражаемые в первом разделе бухгалтерского баланса (нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы);

- оборотные активы, отражаемые во втором разделе бухгалтерского баланса (запасы, налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные средства, прочие оборотные активы) за исключением стоимости в сумме фактических затрат на выкуп собственных акций, выкупленных акционерным обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования, и задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал.

4. В состав пассивов, принимаемых к расчету, включаются:

- долгосрочные обязательства по займам и кредитам и прочие долгосрочные обязательства;

- краткосрочные обязательства по займам и кредитам;

- кредиторская задолженность;

- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;

- резервы предстоящих расходов;

- прочие краткосрочные обязательства.

Для оценки используется баланс Предприятия по состоянию на 30.09.2003 г. Таблица 14 содержит данные баланса и результаты его вертикального анализа, предусматривающего определение доли каждой строки баланса в величине валюты баланса.

**Таблица 14 Баланс ОАО «Связь» Коми на 30.09.2003 г. (в тыс. руб.)**

АКТИВ	Код строки баланса	на 30.09.2003 г.	Доля строки в валюте баланса
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
Нематериальные активы	110	10	0,00%
в том числе:			
Патенты, лицензии, товарные знаки	111	10	0,00%
Организационные расходы	112		
Деловая репутация организации	113		
Основные средства	120	955453	61,88%
в том числе:			
земельные участки и объекты природопользования	121	12	0,00%
Здания, машины, оборудование и др.	122	903331	58,50%
Незавершенное строительство	130	225547	14,61%
Доходные вложения в материальные ценности	135	148	0,01%
в том числе:			
имущество для передачи в лизинг	136	148	0,01%
имущество, предоставляемое по договору проката	137		
Долгосрочные финансовые вложения	140	4839	0,31%
в том числе:			
инвестиции в дочерние общества	141		
инвестиции в зависимые общества	142	2733	0,18%
инвестиции в другие организации	143	2108	0,14%
займы, предоставленные на срок более 12 мес.	144		
Прочие долгосрочные финансовые вложения	145		
Прочие внеоборотные активы	150		
<b>ИТОГО по разделу I</b>	<b>190</b>	<b>1 185 997</b>	<b>76,81%</b>
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
Запасы	210	41453	2,68%
в том числе:			
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	211	30044	1,95%
животные на выращивании и откорме	212		
Затраты в незавершенном производстве	213	18	0,00%
готовая продукция и товары для перепродажи	214	1582	0,10%
Товары отгруженные	215		
Расходы будущих периодов	216	9809	0,64%
Прочие запасы и затраты	217		
НДС по приобретенным ценностям	220	54945	3,56%
Дебиторская задолженность (свыше 12 мес.)	230		
в том числе:			
покупатели и заказчики	231		
векселя к получению	232		
задолженность дочерних и зависимых обществ	233		
Авансы выданные	234		
Прочие дебиторы	235		
Дебиторская задолженность (менее 12 месяцев)	240	215788	13,97%
в том числе:			
покупатели и заказчики	241	84420	5,47%
векселя к получению	242		
задолженность дочерних и зависимых обществ	243		
задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал	244		
Авансы выданные	245	76686	4,97%
Прочие дебиторы	246	54682	3,54%
Краткосрочные финансовые вложения	250	12136	0,79%
в том числе:			

<b>АКТИВ</b>	<b>Код строки баланса</b>	<b>на 30.09.2003 г.</b>	<b>Доля строки в валюте баланса</b>
займы, предоставленные на срок менее 12 мес.	251		
собственные акции, выкупленные у акционеров	252		
Прочие краткосрочные финансовые вложения	253		
Денежные средства	260	33 824	2,19%
в том числе:			
касса	261	773	0,05%
расчетные счета	262	9407	0,61%
валютные счета	263		
Прочие денежные средства	264	23644	1,53%
Прочие оборотные активы	270		
Расходы, не профинансированные из бюджета	271		
<b>ИТОГО по разделу II</b>	<b>290</b>	<b>358 146</b>	<b>23,19%</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 190+290)</b>	<b>300</b>	<b>1 544 143</b>	<b>100,00%</b>

ПАССИВ	Код строки баланса	На 30.09.2003 г.	Доля строки в валюте баланса
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>			
Уставный капитал	410	385759	24,98%
Добавочный капитал	420	298440	19,33%
Резервный капитал	430	5 776	0,37%
в том числе:			
Резервы, образованные в соответствии с законодательством	431	5 776	0,37%
Резервы, образованные в соответствии с учредительными докумен- тами	432		
Фонд социальной сферы	440		
Нераспределенная прибыль прошлых лет	460	30431	1,97%
Непокрытый убыток прошлых лет	465		
Нераспределенная прибыль отчетного года	470	180748	11,71%
Непокрытый убыток отчетного года	475		
<b>ИТОГО по разделу III</b>	<b>490</b>	<b>901154</b>	<b>58,36%</b>
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
Займы и кредиты	510	217 000	14,05%
в том числе:			
Кредиты банков на срок более 12 мес.	511	33980	2,20%
займы на срок более 12 мес.	512	183020	11,85%
Прочие долгосрочные обязательства	520	19898	1,29%
<b>ИТОГО по разделу IV</b>	<b>590</b>	<b>236 898</b>	<b>15,34%</b>
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
Займы и кредиты	610	210 529	13,63%
в том числе:			
Кредиты банков на срок менее 12 мес.	611	210529	13,63%
займы на срок менее 12 мес.	612		
Кредиторская задолженность	620	182 604	11,83%
в том числе:			
поставщики и подрядчики	621	83641	5,42%
векселя к уплате	622	1240	0,08%
задолженность перед дочерними и зависимыми обществами	623		
задолженность перед персоналом организации	624	13068	0,85%
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	625	6287	0,41%
задолженность перед бюджетом	626	25114	1,63%
авансы полученные	627	20677	1,34%
прочие кредиторы	628	32577	2,11%
Задолженность участникам по выплате доходов	630	12848	0,83%
Доходы будущих периодов	640	110	0,01%
Резервы предстоящих расходов	650		
Прочие краткосрочные обязательства	660		
<b>ИТОГО по разделу V</b>	<b>690</b>	<b>406 091</b>	<b>26,30%</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)</b>	<b>700</b>	<b>1 544 143</b>	<b>100,00%</b>

Таблица 15 содержит результаты расчета стоимости чистых активов Предприятия, выполненного по методике ФКЦБ.

**Таблица 15 Расчет стоимости чистых активов ОАО «Связь» Коми по методике ФКЦБ (в тыс. руб.)**

№	Наименование показателя	Код строки ба- ланса	на 30.06.2003 г.
	<b>АКТИВ</b>		
	<b>1. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
1	Нематериальные активы	110	10
2	Основные средства	120	955 453
3	Незавершенное строительство	130	225 547
4	Доходные вложения в материальные ценности	135	148
5	Долгосрочные финансовые вложения	140	4 839
6	Прочие внеоборотные активы	150	
	<b>2. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
7	Запасы	210	41 453
8	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	54 945
9	Дебиторская задолженность, скорректированная на задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал	230+240-244	215 788
10	Краткосрочные финансовые вложения, скорректированные на собственные акции, выкупленные у акционеров	250-252	12 136
11	Денежные средства	260	33 824
12	Прочие оборотные активы	270	
13	<b>ИТОГО АКТИВОВ с учетом корректировок (сумма пунктов 1-12)</b>		<b>1 544 143</b>
	<b>ПАССИВ</b>		
14	<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>		<b>642 879</b>
15	<b>Стоимость чистых активов (итого активов минус итого обязательств, п.13 – п. 14)</b>		<b>901 264</b>

Таким образом, стоимость чистых активов ОАО «Связь» Коми, вычисленная по методике ФКЦБ, по состоянию на 30.09.2003 г. составила 901 264 тыс. руб.

## 11. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ С УЧЕТОМ ПОПРАВОК К СТАТЬЯМ БАЛАНСА НА ИХ РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ

### 10.1 Нематериальные активы

Предприятие имеет 8 лицензий на оказание различных услуг (Перечень лицензий приведен в Приложении 2 к отчету). Также имеется товарный знак «Свободный интернет». Балансовая стоимость нематериальных активов – 10 тыс. руб. Согласно статье 7 Федерального закона от 8 августа 2001 г. N 128-ФЗ «О лицензировании отдельных видов деятельности»: «Вид деятельности, на осуществление которого предоставлена лицензия, может выполняться только получившим лицензию юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем». Т.е., в случае распродажи имущества Предприятия лицензии не могут быть отчуждены на открытом рынке как самостоятельные объекты, и по этой причине они не обладают рыночной стоимостью в трактовке данного понятия в Законе № 135 - РФ от 29.07.98 г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

Стоимость статьи нематериальные активы не переоценивалась, поскольку она составляет лишь 0,0006% от величины валюты баланса и даже многократное изменение этой стоимости не может ощутимо повлиять на скорректированную стоимость чистых активов Предприятия.

### 10.2 Основные средства

Таблица 16 содержит выдержку из баланса Предприятия на 30.09.2003 г., относящуюся к основным средствам. Из них подавляющая по стоимости часть относится к зданиям, машинам и оборудованию и др. (строка 122). Кроме того, на праве собственности ОАО «Связь» Коми принадлежит земельный участок площадью 5815 кв.м. стоимостью 11536 рублей (строка 121). Этот земельный участок отдельно далее не рассматривался, а учитывался в общей массе основных средств. Возможная погрешность оценки скорректированной стоимости основных средств, обусловленная данным обстоятельством, не может значительно повлиять на точность итогового результата оценки по причине крайне малой стоимости земельного участка по сравнению со стоимостью всех основных средств.

**Таблица 16. Основные средства ОАО «Связь» Коми по балансу на 30.09.2003 г.**

АКТИВ	Код строки баланса	Стоимость на 30.09.2003 г.
Основные средства	120	955453
В том числе:		
Земельные участки и объекты природопользования	121	12
здания, машины, оборудование и др.	122	903331

Для корректировки стоимости основных средств, включая здания, сооружения и прочие основные средства (земельный участок, принадлежащий Предприятию, не учитывается, причина чего объяснена выше), использован затратный подход, предусматривающий следующие действия:

- определение полной стоимости воспроизводства или полной стоимости замещения объекта оценки



- определение совокупного износа;
- определение рыночной стоимости уменьшением полной стоимости воспроизводства объекта на величину совокупного износа.

Полная стоимость воспроизводства **Спв** объектов основных средств определялась по методике, учитывающей то, что основные средства предприятия подвергались в последний раз процедуре переоценки по состоянию на 01.01.1997 г. Таблица 17 содержит значения балансовой стоимости основных средств Предприятия, начиная с 01.01.1997 г.

**Таблица 17. Балансовая стоимость основных средств с 01.01.1997 г.**

Дата	Балансовая стоимость на соответствующие даты по категориям основных средств, тыс. руб.			
	Здания	Сооружения	Прочие основные средства	Всего
1/01/97	188828	440009	493133	1121970
1/01/98	230519	549308	531589	1311416
1/01/99	230891	612729	576902	1420522
1/01/00	231642	646431	630544	1508617
1/01/01	234200	682925	674845	1591970
1/01/02	241271	687238	804486	1732995
1/01/03	240993	684174	921813	1846980
30/09/03	241844	681497	965316	1888657
1/12/03	241302	682852	1000421	1924575

Для объектов, принятых на учет до 1.01.1997 г. применена следующая формула расчета величины полной стоимости воспроизводства (ПВС):

$$C_{пв} = C_б * K_{1.01.97-д.о.}$$

где  $C_б$  – балансовая стоимость объекта основных средств;

$K_{1.01.97-д.о.}$  – коэффициент увеличения стоимости основного средства от 1.01.1997 г. до даты проведения оценки стоимости.

При этом для зданий величина коэффициента  $K_{1.01.97-д.о.}$  определена по формуле:

$$K_{1.01.97-д.о.} = K_{1.01.91-1.07.03} * K_{1.07.03-д.о.} / K_{1.01.91-1.01.97}$$

где  $K_{1.01.91-1.07.03}$  - коэффициент увеличения стоимости строительно-монтажных работ в отрасли «связь» страны к 01.07.2003 г. по отношению к сметным ценам, введенным с 01.01.1991 г., вычисленный по данным, приведенным в бюллетене выпуск 44 за 2003 г. информационного агентства КО-ИНВЕСТ;

$K_{1.07.2003-д.о.}$  - коэффициент увеличения стоимости строительно-монтажных работ за период с 1.07.2003 г. до даты проведения оценки 01.12.2003 г., который определен по прогнозным данным, приведенным в бюллетене выпуск 44 за 2003 г. информационного агентства КО-ИНВЕСТ;

$K_{1.01.91-1.01.97}$  - коэффициент увеличения стоимости строительно-монтажных работ в отрасли «связь» страны к 01.01.1997 г. по отношению к сметным ценам, введенным с 01.01.1991 г., приведенный в бюллетене выпуск 19 за 1997 г. информационного агентства КО-ИНВЕСТ.

Для сооружений величина коэффициента  $K_{1.01.97-д.о.}$  определена по формуле:

$$K_{1.01.97-д.о.} = K_{1.01.84-1.07.03} * K_{1.07.03-д.о.} / K_{1.01.84-1.01.97}$$

где  $K_{1.01.84 - 1.07.03}$  - коэффициент увеличения стоимости строительно-монтажных работ для сооружений с преимущественным применением проводов и кабелей, в республике Коми за период с 1.01.1984 г. по 1.07. 2003 г., вычисленный по данным, приведенным в бюллетене выпуск 44 за 2003 г. информационного агентства КО-ИНВЕСТ;

$K_{1.07.03 - д.о}$  - коэффициент увеличения стоимости строительно-монтажных работ за период с 1.07.2003 г. по даты проведения оценки 01.12.2003 г., который определен по прогнозным данным, приведенным в бюллетене выпуск 44 за 2003 г. информационного агентства КО-ИНВЕСТ;

$K_{1.01.84 - 1.01.97}$  - коэффициент увеличения стоимости строительно-монтажных работ в отрасли «связь» страны за период с 1.01.1984 г. по 1.01.1997 г., приведенный в бюллетене (выпуск 38 за 2002 г.) информационного агентства КО-ИНВЕСТ.

Для прочих основных средств, которые, в основном, являются технологическим оборудованием, величина коэффициента  $K_{1.01.97 - д.о}$  определена по формуле:

$$K_{1.01.97-д.о.} = K_{1.01.91-1.07.03} * K_{1.07.03-д.о.} / K_{1.01.91-1.01.97}$$

где  $K_{1.01.91 - 1.07.03}$  - коэффициент увеличения стоимости технологического оборудования в отрасли «связь» страны к 01.07.2003 г. по отношению к сметным ценам, введенным с 01.01.1991 г., вычисленный по данным, приведенным в бюллетене выпуск 44 за 2003 г. информационного агентства КО-ИНВЕСТ;

$K_{1.07.2003 - д.о}$  - коэффициент увеличения стоимости технологического оборудования за период с 1.07.2003 г. по даты проведения оценки 01.12.2003 г., который определен по прогнозному тренду, базирующемуся на данных увеличения стоимости технологического оборудования в отрасли «связь» страны за первое полугодие 2003 г.

$K_{1.01.91 - 1.01.97}$  - коэффициент увеличения стоимости технологического оборудования в отрасли «связь» страны к 01.01.1997 г. по отношению к сметным ценам, введенным с 01.01.1991 г., приведенный в бюллетене выпуск 19 за 1997 г. информационного агентства КО-ИНВЕСТ.

Для объектов, принятых на учет после 1.01.1997 г. применена следующая формула расчета величины полной восстановительной стоимости:

$$C_{нв} = C_{б} * K_{н.у.-д.о.}$$

где  $C_{б}$  – балансовая стоимость объектов основных средств, принятых на учет в рассматриваемом интервале времени;

$K_{н.у.-д.о}$  – коэффициент увеличения стоимости от середины рассматриваемого интервала времени до даты проведения оценки.

Таблица 18 - Таблица 20 содержат результаты расчета коэффициента удорожания зданий, сооружений и прочих основных средств Предприятия за период от 01.01.1997 г. до 30.09.2003 г. и величины ПВС для основных средств, принятых на учет в период с 01.10.2003 г. до даты проведения оценки. Эти величины будут использованы далее для расчета скорректированной остаточной стоимости основных средств после учета износа.

**Таблица 18. Расчет коэффициента удорожания зданий Предприятия за период от 01.01.1997 г. до 30.09.2003 г. и величины ПВС для зданий, учтенных в период времени от 01.10.2003 г. до 01.12.2003 г.**

Дата	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Период времени	Величина изменения балансовой стоимости за период	Коэффициент удорожания от середины периода времени до 01.12.2003 г.	ПВС с учетом удорожания, тыс. руб.	Коэффициент удорожания по отношению к балансовой стоимости на 30.09.2003 г.
1/01/97	188828			3,218	607606	
1/01/98	230519	1997 г.	41691	3,076	128259	
1/01/99	230891	1998 г.	372	2,941	1094	
1/01/00	231642	1999 г.	751	2,593	1947	
1/01/01	234200	2000 г.	2558	2,002	5122	
1/01/02	241271	2001 г.	7071	1,514	10706	
1/01/03	240993	2002 г.	-278	1,381	-384	
30/09/03	241844	9 месяцев 2003 г.	851	1,057	900	
				Итого ПВС	755250	3,123
1/12/03	241302	10-й, 11-й месяцы 2003 г.	-542	1,021	-553	

**Таблица 19. Расчет коэффициента удорожания сооружений Предприятия за период от 01.01.1997 г. до 30.09.2003 г. и величины ПВС для сооружений, учтенных в период времени от 01.10.2003 г. до 01.12.2003 г.**

Дата	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Период времени	Величина изменения балансовой стоимости за период	Коэффициент удорожания от середины периода времени до 01.12.2003 г.	ПВС с учетом удорожания, тыс. руб.	Коэффициент удорожания по отношению к балансовой стоимости на 30.09.2003 г.
1/01/97	440009			3,977	1749920	
1/01/98	549308	1997 г.	109299	3,394	370992,8	
1/01/99	612729	1998 г.	63421	3,758	238327,4	
1/01/00	646431	1999 г.	33702	3,263	109980,8	
1/01/01	682925	2000 г.	36494	2,169	79142,39	
1/01/02	687238	2001 г.	4313	1,541	6647,107	
1/01/03	684174	2002 г.	-3064	1,265	-3876,9	
30/09/03	681497	9 месяцев 2003 г.	-2677	1,057	-2830,43	
				Итого ПВС	2548303,5	3,739
1/12/03	682852	10-й, 11-й месяцы 2003 г.	1355	1,021	1383,622	

**Таблица 20. Расчет коэффициента удорожания прочих основных средств Предприятия за период от 01.01.1997 г. до 30.09.2003 г. и величины ПВС для прочих основных средств, учтенных в период времени от 01.10.2003 г. до 01.12.2003 г.**

Дата	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Период времени	Величина изменения балансовой стоимости за период	Коэффициент удорожания от середины периода времени до 01.12.2003 г.	ПВС с учетом удорожания, тыс. руб.	
1/01/97	493133			3,640	1794912	Коэффициент удорожания по отношению к балансовой стоимости на 30.09.2003 г.
1/01/98	531589	1997 г.	38456	3,471	133496,4	
1/01/99	576902	1998 г.	45313	3,388	153527,3	
1/01/00	630544	1999 г.	53642	2,048	109847,1	
1/01/01	674845	2000 г.	44301	1,479	65509,84	
1/01/02	804486	2001 г.	129641	1,236	160232,2	
1/01/03	921813	2002 г.	117327	1,140	133741,3	
30/09/03	965316	9 месяцев 2003 г.	43503	1,057	45996,32	
				Итого ПВС	2597262,7	2,691
1/12/03	1000421	10-й, 11-й месяцы 2003 г.	35105	1,021	35846,54	

### 10.2.1. Оценка величины совокупного износа основных средств

В теории оценки различают следующие виды износа имущества. **Физический износ**<sup>1</sup> характеризует уменьшение стоимости имущества вследствие потери его элементами своих первоначальных свойств. **Функциональный износ** характеризует уменьшение стоимости имущества вследствие потери им способности использоваться по своему прямому назначению. **Внешний износ** характеризует уменьшение стоимости имущества вследствие изменения условий окружающей среды.

Физический износ основных средств, учтенных в балансе по состоянию на 30.09.2003 г., принят в данной оценке на 10% больше суммы накопленной амортизации, измеренной в процентах от величины балансовой стоимости этих основных средств. Указанное увеличение физического износа по сравнению с накопленной амортизацией определено экспертным путем на основе опыта работ Оценщика и обусловлено двумя причинами. Во-первых, экономически обусловленный полный срок жизни имущества до завершения его способности приносить доход и обладать в этой связи рыночной стоимостью часто меньше, чем срок амортизации объектов. Во-вторых, в последнее десятилетие в связи с общими экономическими трудностями в стране и резким снижением платежной способности населения у предприятий недостает денежных средств на ремонты имущества, из-за чего техническое состояние имущества ухудшается более быстрыми темпами. Это может быть распространено и на предприятия связи, особенно расположенные в отдаленных районах страны, в том числе на ОАО «Связь» Коми.

Физический износ основных средств, поступивших на учет с 01.10.2003 г. по 01.12.2003 г., принят равным нулю.

Таблица 21 содержит сводку величин функционального износа имущества, составлен-

<sup>1</sup> Международные стандарты оценки. Кн. 1, Г.И. Микерин и др. – М.: ОАО «Типография «НОВОСТИ», 2000. – 264 с.

ную с учетом данных, приведенных в специальной литературе. В этой сводке функциональный износ ставится в зависимость от характеристик конкурентоспособности имущества.

**Таблица 21 Величины функционального износа имущества**

ХАРАКТЕРИСТИКА СОСТОЯНИЯ ИМУЩЕСТВА	Величина износа, %
Соответствует лучшим мировым образцам. Вполне вписывается в современный технологический процесс	0
Вполне конкурентоспособно, однако имеются образцы, лучшие по второстепенным параметрам. Используется в составе действующей технологической цепочки, хотя незначительно устаревшей	5-10
Конкурентоспособно, однако, имеются образцы, незначительно лучшие по основным параметрам. Используется в составе действующей технологической цепочки, хотя устаревшей	15-35
Не конкурентоспособно, значительно уступает лучшим образцам по основным параметрам (почти в 2 раза). Используется в составе действующей технологической цепочки, хотя значительно устаревшей	40-70
Безнадёжно не конкурентоспособно, снято с производства, во всех отношениях проигрывает аналогам. Не вписывается в действующий технологический процесс (не нужно в принципе в рамках используемой технологии)	75-100

В связи с существованием технического прогресса степень снижения конкурентоспособности имущества имеет корреляцию со степенью расходования экономически полезного срока службы имущества. Чем больше степень расходования экономически полезного срока службы имущества, тем больше величина функционального износа. Поскольку физический износ при рациональном использовании имущества напрямую характеризует степень расходования экономически полезного срока службы имущества, то величину функционального износа допустимо связывать с уровнем физического износа. На основе накопленного опыта работ по оценке имущества предприятий связи и учитывая, что имущество ОАО «Связь» Коми в целом конкурентоспособно, мы в дальнейших расчетах приняли величины функционального износа основных средств, лежащие в границах для конкурентоспособного имущества (см. Таблица 21), которые являются осторожно консервативными и приведены в следующей таблице в связке с физическим износом.

**Таблица 22. Оценка функционального износа основных средств**

Физический износ, %	Функциональный износ, средние величины, %
До 10 %	0
От 11 до 25 %	3
От 26 до 50 %	7
От 51 до 75 %	15
От 76 до 100 %	25

В итоге скорректированная стоимость основных средств вычисляется по формуле:

$$C = C_{\text{б}} * K_{\text{и}} * (1 - I_{\text{ф}} / 100) * (1 - I_{\text{фу}} / 100)$$

где **C** - скорректированная стоимость;

**C<sub>б</sub>** – балансовая стоимость;

**K<sub>и</sub>** - коэффициент удорожания;

**I<sub>ф</sub>** – процент физического износа;

**I<sub>фу</sub>** – процент функционального износа.

### 10.2.2. Результаты определения скорректированной стоимости основных средств

Таблица 23 содержит результаты расчета поправки к величине остаточной стоимости основных средств Предприятия в балансе на 30.09.2003 г. Она учитывает индексацию цен и износы (до учета внешнего износа), а также остаточную стоимость основных средств, которые по сведениям, полученным от Предприятия, не используются и не будут использоваться (см. Приложение 2). Поскольку величины балансовой стоимости объектов, указанные в данной таблице, включают в себя сведения по объектам основных средств (строка 120 баланса) и имуществу для передачи в лизинг (строка 136 баланса), то поправка к остаточной стоимости основных средств вычислена после вычитания остаточной стоимости имущества для передачи в лизинг из суммы остаточной стоимости основных средств и остаточной стоимости имущества для передачи в лизинг.

**Таблица 23. Результаты расчета поправки к величине остаточной стоимости основных средств в балансе на 30.09.2003 г.**

Тип основных средств	Балансовая стоимость на 30.09.2003 г., тыс. руб.	Коэффициент индексации балансовой и остаточной стоимости объектов к 01.12.2003 г.	Полная восстановительная стоимость (с учетом индексации), тыс. руб.	Износ физический	Функциональный износ	Скорректированная остаточная стоимость, тыс., руб.
по объектам, принятым на учет до 30.09.2003 г.						
Здания	243399	3,123	760106	38,25%	7%	436 516
Сооружения	681738	3,739	2549205	71,39%	15%	619 915
Прочие	964098	2,691	2593986	56,30%	7%	1 054 283
<b>Всего</b>	<b>1889235</b>		<b>5903296</b>			<b>2 110 714</b>
Добавка к остаточной стоимости за счет объектов, принятых на учет после 30.09.2003 г.						
Здания						-553
Сооружения						1384
Прочие						35847
					всего	36677
					итого	2 147 391
Остаточная стоимость основных средств (строка 120 баланса) и «имущества для передачи в лизинг» (строка 136 баланса)						955601
Остаточная стоимость «имущества для передачи в лизинг» (строка 136 баланса)						148
Остаточная стоимость основных средств, которые не используются, и не будут использоваться						341
<b>Поправка к остаточной стоимости основных средств на 01.12.2003 г.</b>						<b>1 191 301</b>

После суммирования остаточной стоимости основных средств 955 453 тыс. руб. по балансу на 30.09.2003 г. и поправки 1 191 301 тыс. руб. получена величина 2 146 754 тыс. руб. скорректированной остаточной стоимости основных средств до учета внешнего износа.

Практика оценки рыночной стоимости Российских предприятий свидетельствует, что на современном этапе их существования многим из них присущ внешний износ. Он выражается в не полной загрузке основных средств по отношению к проектной загрузке, например из-за отсутствия объема потребления продукции или услуг, достаточного для полной загрузки мощностей предприятия. Внешний износ может быть обусловлен также недостаточной платежеспособностью населения, вызывающей снижение выручки от продажи товаров и услуг. Практическим следствием этого может быть то, что рыночная стоимость имущества предприятия оказывается меньше остаточной стоимости основных средств, поскольку потенциальный покупатель предприятия не заплатит за это имущество больше той суммы, которую он сможет вернуть с



учетом приемлемого для него процента прибыли в период последующего функционирования предприятия под его началом. Совместный анализ материалов нашей работы по оценке чистых активов и акций предприятий связи Северо-Западного региона страны при решении вопроса об их присоединении к ОАО «Петербургская телефонная сеть» в 2001 г. а также материалов, размещенных на сайте [www.nwtelecom.ru](http://www.nwtelecom.ru) ОАО «Северо - Западный Телеком», которые посвящены вопросам реорганизации предприятий связи Северо -Западного региона страны, свидетельствует, что предприятиям связи также присущ внешний износ. Косвенным свидетельством наличия этого износа является решение о реорганизации упомянутых предприятий с целью повышения эффективности их работы.

Таблица 24 содержит алгоритм расчетов при оценке величины внешнего износа основных средств предприятий.

**Таблица 24. Последовательность расчетов при оценке внешнего износа основных средств предприятий**

№№	Формула	Параметр
1		Величина стоимости чистых активов предприятия, вычисленная без учета корректировки на внешний износ активов
2		Сумма обязательств, принимаемых к учету при расчете скорректированной стоимости чистых активов
3		Стоимость основных средств без учета корректировки на внешний износ
4	$4 = 1 + 2 - 3$	Стоимость активов без учета основных средств
5		Рыночная стоимость акционерного капитала
6	$6 = 5 + 2 - 4$	Стоимость основных средств с учетом корректировки на внешний износ
7	$7 = (3 - 6) / 3 * 100 \%$	Величина внешнего износа, %

В результате использования данного алгоритма расчетов при анализе сведений по предприятиям связи Северо - Западного региона страны определено, что внешний износ основных средств этих предприятий мог находиться в диапазоне 18% - 41% (крайние величины износа из полученного ряда значений исключены как не типичные). Поскольку ОАО «Связь» Коми в целом схоже с другими предприятиями связи Северо - Западного региона мы приняли для последующих расчетов величину внешнего износа основных средств ОАО «Связь» Коми близкой среднеарифметическому значению указанных величин и равной 30%.

В итоге после учета внешнего износа определена скорректированная стоимость основных средств ОАО «Связь» Коми, которая равна **1 502 728 тыс. руб.**

Возможные погрешности, внесенные нами в расчеты из-за необходимости принятия экспертных решений по некоторым величинам (индексы изменения полной восстановительной стоимости, величинам функционального и внешнего износов) будут учтены нами ниже при согласовании результатов оценки рыночной стоимости акций, полученных разными методическими подходами.

### 10.3 Незавершенное строительство

Стоимость незавершенного строительства Предприятия согласно балансу на 30.09.2003 г. составляет 225 547 тыс. руб. По сведениям, полученным от Предприятия, объектов незавершенного строительства, которые не будут достраиваться и вводиться в эксплуатацию, нет. Поэтому в дальнейших расчетах будет использоваться стоимость незавершенного строительства **225 547 тыс. руб.**

## 10.4 Долгосрочные финансовые вложения

Суммарная стоимость долгосрочных финансовых вложений согласно балансу на 30.09.2003 г. составляет 4 839 тыс. руб. Эта сумма составляет инвестиции в зависимые общества (строка 142) и в другие организации (строка 143) баланса.

Согласно теории и практике оценки долгосрочные финансовые вложения Предприятия, осуществляемые в виде вкладов в уставные капиталы или приобретения акций других предприятий, рекомендуется корректировать с учетом стоимости чистых активов предприятий, в которые были осуществлены долгосрочные инвестиции, или с учетом результатов сделок с акциями этих предприятий на рынке ценных бумаг. Суть данной корректировки сводится к тому, что сумма инвестиций в то или иное предприятие замещается в статье бухгалтерского баланса «Долгосрочные финансовые вложения» долей стоимости предприятия. Принимаемая в расчет доля стоимости предприятия, в которое осуществлены долгосрочные инвестиции, берется равной доле участия оцениваемого Предприятия в уставном капитале этого предприятия.

Для анализа использованы балансы основных эмитентов, в уставных капиталах которых Предприятие имеет значительные доли, или стоимость приобретения этих долей относительно высока. При этом были учтены эмитенты, в уставные капиталы которых внесены 95% величины долгосрочных финансовых вложений Предприятия.

Таблица 25 содержит результаты расчета стоимости долей ОАО «Связь» Коми в стоимости чистых активов дочерних компаний, балансы которых нами получены, а также величины поправки на изменение стоимости долгосрочных вложений Предприятия в эти компании, которая равна **4 842 тыс. руб.**

**Таблица 25. Результаты расчета величины поправки к балансовой стоимости долгосрочных финансовых вложений Предприятия**

Эмитент	ЗАО "Инвестиционная компания "Связь"	ООО "Кабельви-део"	ЗАО "Парма-Телеком"	ООО "Парма-Пейджинг"	ООО "Парма-Информ"	ООО "Карт-Центр Мета"	ООО "Банк Сбережений и Развития"
Стоимость чистых активов, тыс. руб.	7485	-207	28	349	6567	4429	54082
Доля ОАО "Связь" Коми в акционерном капитале эмитента	50,46%	51,00%	34,18%	50,00%	50,00%	18,90%	4,29%
Стоимость доли без учета фактора контроля, тыс. руб.	3777	0	9 585	175	3 283 331	837 014	2320
Скидка на неконтрольный характер пакета			25,59%			28,03%	30,35%
Стоимость доли с учетом фактора контроля, тыс. руб.	3777	0	7	175	3283	602	1616
Итого, тыс. руб.	9 460,24						
Инвестиции в уставные капиталы, тыс. руб.	2522,94	25,50	34,18	50,00	100,00	830,00	1055,60
Итого, тыс. руб.	4 618,22						
Отличие стоимости доли от величины инвестиций в уставный капитал, тыс. руб.	1254	-26	-27	125	3183	-228	560
Поправка, тыс. руб.	4 842						

Приведенные в этой таблице величины стоимости чистых активов эмитентов определялись по методике ФКЦБ. Скидка на неконтрольный характер миноритарных пакетов акций оп-



ределялась с использованием следующей формулы<sup>2</sup>:

$$C_{н.х} = 1 - 1 / (1 + P_k),$$

где:  $C_{н.х}$  - скидка на неконтрольный характер пакета;

$P_k$  – премия за контроль.

Для расчета премии за контроль в российской практике используются данные статистических исследований, ежегодно публикуемых в американском справочнике по слияниям и поглощениям компаний Mergerstat Review. Использован вероятный диапазон премии за контроль 30% - 45%. Этому диапазону премий за контроль соответствует диапазон 23,1% - 31% величин скидки на неконтрольный характер пакета (определен по вышеприведенной формуле). Верхняя граница этого диапазона скидок отнесена к доле в акционерном капитале до 50%, нижняя граница диапазона скидок отнесена к доле в акционерном капитале около 0%. Для долей акционерного капитала эмитентов, принадлежащих Предприятию, величины скидок на неконтрольный характер определены линейной интерполяцией в пределах указанного диапазона скидок.

После добавления поправки 4 842 тыс. руб. к балансовой стоимости 4 839 тыс. руб. долгосрочных финансовых вложений получена скорректированная стоимость долгосрочных финансовых вложений, равная **9 681 тыс. руб.**

## 10.5 Запасы

Суммарная стоимость запасов Предприятия согласно балансу на 30.09.2003 г. равна 41 453 тыс. руб. По сведениям, полученным от Предприятия, стоимость на 30.09.2003 г. запасов, которые не будут использоваться в производственной деятельности составляет 34,9 тыс. руб. После вычитания этой величины из балансовой стоимости запасов получена скорректированная стоимость запасов **41 418 тыс. руб.**

## 10.6 Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)

Суммарная величина дебиторской задолженности согласно балансу на 30.09.2003 г. составляет 215 788 тыс. руб.

Таблица 26 Структура дебиторской задолженности ОАО «Связь» Коми

№ п/п	Дебиторы	Код строки баланса	Величина дебиторской задолженности (тыс. руб.)
1	Покупатели и заказчики	241	84420
2	Векселя к получению	242	0
3	Задолженность дочерних и зависимых обществ	243	0
4	Авансы выданные	245	76686
5	Прочие дебиторы	246	54682
<b>Итого</b>		<b>240</b>	<b>215788</b>

Для корректировки стоимости дебиторской задолженности могут использоваться два метода, каждый из которых учитывает условия договоров, по которым возникла данная дебиторская задолженность.

Первый метод относится к договорам, по которым срок погашения долга еще не наступил. В этом случае основой для корректировки стоимости дебиторской задолженности является общепринятое понимание, что деньги, которые предполагается получить в будущем, стоят

<sup>2</sup> Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 1998.-512 с.

меньше такой же суммы денег, имеющейся в настоящее время. Расчет текущей стоимости денежных сумм, которые должны быть выплачены в будущем, предполагает операцию дисконтирования этих сумм с использованием ставки дисконта, учитывающей риск неполучения денег.

Второй метод относится к договорам, по которым срок погашения долга уже истек. В этом случае основой для корректировки стоимости дебиторской задолженности является понимание того, что для просроченной задолженности существует вероятность вообще не получить долг или получить его с задержкой по отношению к текущему моменту времени. В случае задержки возврата долга оценка реальной стоимости этого долга производится с учетом понимания очевидного факта, что деньги, получаемые сегодня, стоят больше, чем та же сумма, которая ожидается в будущем.

Подход к оценке дебиторской задолженности с учетом вероятности не возврата долгов описан в книге<sup>3</sup>, где приведена таблица (см. Таблица 27) со значениями вероятности безнадёжности долгов в зависимости от срока существования дебиторской задолженности.

**Таблица 27. Вероятность безнадёжности долгов**

Срок существования дебиторской задолженности, мес.	До 1 мес.	1-2 мес.	2-3 мес.	3-4 мес.	4-5 мес.	5-6 мес.	6-12 мес.	12-24 мес.	Свыше 24 мес.
Вероятность безнадёжности долгов	0,025	0,050	0,075	0,100	0,150	0,300	0,500	0,750	0,950

Учитывая, что для Предприятий связи обычно предусматривается задержка оплаты по договорам не более 1-го месяца после оказания услуг, мы использовали второй из указанных методов.

В нижеприведенной таблице (см. Таблица 28) указаны величины задолженности по дебиторам и по срокам ее существования. Корректировка балансовой величины дебиторской задолженности предполагает уменьшение этой задолженности на прогнозируемую величину потери денежных средств, которая может возникнуть вследствие неполного возврата задолженности или задержки получения долга. При этом дебиторская задолженность учтена за вычетом резерва по сомнительной задолженности.

Прогнозируемая величина потери денежных средств вычисляется путем умножения величины учитываемой дебиторской задолженности в зависимости от срока ее существования на величину коэффициента потери денежных средств. Этот коэффициент учитывает совместно вероятность неполучения долга или задержку его получения. Его значения отличаются от значений, приведенных в книге<sup>3</sup> (см. Таблица 27) в сторону уменьшения в связи со спецификой работы Предприятий связи (оплата за выполненные услуги осуществляется в основном после оказания услуг в течение до 1-го месяца, имеются реальные рычаги воздействия на должников, побуждающие их вернуть долг).

В итоге получена поправка к величине дебиторской задолженности, равная 6 159 тыс. руб. После ее вычитания из балансовой стоимости задолженности 215 788 тыс. руб. получена скорректированная величина дебиторской задолженности, учитываемая по строке 240 баланса, равная **209 629 тыс. руб.**

<sup>3</sup> "Financial management" CARANA Corporation-USAID-RPC, Moscow 1997.

**Таблица 28. Расчет поправки для корректировки стоимости дебиторской задолженности, тыс. руб.**

	Сальдо на конец периода за вычетом резерва по сомнительной задолженности	Сальдо на конец периода без учета резерва по сомнительной задолженности	Дебиторская задолженность, тыс. руб.					резерв по сомнительным долгам	Сумма задолженности со сроком больше 90 дней	Превышение суммой задолженности со сроком больше 90 дней величины резерва по сомнительным долгам
			Срок существования задолженности, дней							
			0-45	45-90	90-180	180-360	>360			
Краткосрочная дебиторская задолженность, отраженная в строке 241	84 420	132 487	65 520	18 801	8 148	6 638	33 379	48 066	48 166	99
<i>учитываемая в расчете задолженность</i>	84 420		65 520	18 801	99					
Авансы выданные, отраженные в строке 245	76686	76686	15130	56330	3135	798	1293			
<i>учитываемая в расчете задолженность</i>	76 686		15130	56330	3135	798	1293			
Краткосрочная дебиторская задолженность, отраженная в строке 246	54682	54682	42064	467	203	742	11206			
<i>учитываемая в расчете задолженность</i>	54 682		42064	467	203	742	11206			
Итого учитываемая задолженность	215 788		122 714	75 598	3 437	1 540	12 499			
Вероятность безнадежных долгов (коэффициент потери денежных средств)			0,01	0,02	0,05	0,08	0,25			
Прогнозируемая величина потери денежных средств по просроченной задолженности	<b>6159</b>		1227	1512	172	123	3125			

## 10.7 Денежные средства

Общая сумма денежных средств Предприятия согласно балансу на 30.09.2003 г. составила **33 824 тыс. руб.** Данная статья не подвергается корректировке, поскольку представляет собой денежные средства Предприятия, имеющие наивысшую степень ликвидности.

## 10.8 Долгосрочные и краткосрочные обязательства

Как отмечалось ранее (см. Раздел 10 Отчета) в состав пассивов, принимаемых к расчету, включаются:

- долгосрочные обязательства по займам и кредитам и прочие долгосрочные обязательства;
- краткосрочные обязательства по займам и кредитам;
- кредиторская задолженность;
- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;
- резервы предстоящих расходов;
- прочие краткосрочные обязательства.

По данным статьям бухгалтерского баланса могут быть проведены корректировки величин обязательств, в которых фигурируют займы, кредиты и задолженность, возникшие в иностранной валюте. Эти обязательства в балансе показываются в Российских рублях. И если величины обязательств, выраженные в иностранной валюте и пересчитанные в рубли по курсу на дату составления баланса, соответствуют значению в балансе, то в этом случае корректировки не требуются. В противном случае корректировки необходимо внести.

Суммарная величина обязательств, участвующих в расчете чистых активов, на основании данных баланса на 30.09.2003 г. составляет 642 879 тыс. руб.

Информация по обязательствам, возникшим в иностранной валюте, была предоставлена Предприятием по состоянию на 30.09.2003 г. (см. Таблица 29). В эту таблицу мы дополнительно ввели колонки №№ 4 и 6.

**Таблица 29. Информация по обязательствам ОАО «Связь» Коми, возникшим в иностранной валюте**

Наименование кредитора	Итого остаток в валюте на 30.09.2003г.	Наименование валюты	Курс ЦБ РФ для валюты на 30.09.2003 г	Итого остаток по балансу на 30.09.2003г., руб.	Итого остаток по курсу на 30.09.2003г., руб.
1	2	3	4	5	6
АКБ "Пробизнес-банк"	1 035 651	USD	30,6119	33 979 208	31 703 245
Минфин РФ ("Внешэконом-банк")	3 989 166	EUR	35,0751	139 920 380	139 920 396
Минфин РФ ("Внешэконом-банк")	1 220 739	EUR	35,0751	42 817 529	42 817 542
ИскраТел	17 625	USD	30,6119	539 535	539 535
ИскраТел	17 590	USD	30,6119	538 474	538 463
ИскраТел	160 772	USD	30,6119	4 921 530	4 921 536
ИскраТел	154 303	EUR	35,0751	5 412 200	5 412 193
ИскраТел	71 491	EUR	35,0751	2 507 537	2 507 554
				230 636 393	228 360 465
				Поправка, руб.	-2 275 928
				Поправка, тыс. руб.	<b>-2 276</b>

Согласно данным, приведенным в таблице, величины остатков по этим обязательствам по данным баланса Предприятия на 30.09.2003 г. в Российских рублях отличаются от величин остатков, пересчитанных в Российские рубли по курсу рубля по отношению к EUR и USD на 30.09.2003 года (1 EUR = 35,0751 рубля, 1 USD = 30,6116 рублей). Поправка к балансовой стоимости обязательств, возникших в иностранной валюте, равна (-2276 тыс. руб.).

После прибавления указанной поправки к суммарной величине обязательств, участвующих в расчете чистых активов 642 879 тыс. руб. получена скорректированная величина обязательств, участвующих в расчете чистых активов, равная **640 603 тыс. руб.**

## 10.9 Результаты расчета скорректированной стоимости чистых активов

Таблица 30 содержит результаты оценки скорректированной стоимости чистых активов Предприятия. При этом для повышения точности результата оценки по состоянию на дату проведения оценки 01.12.2003 г., стоимость основных средств, которая является доминирующей в суммарной стоимости активов Предприятия, вычислена по состоянию на 01.12.2003 г. По остальным строкам баланса использованы сведения на последнюю отчетную дату 30.09.2003 г., как наиболее легитимные. Учитывая, что при нормальной деятельности предприятия стоимость чистых активов за короткий интервал времени обычно изменяется незначительно, в качестве итоговой скорректированной стоимости чистых активов ОАО «Связь» Коми по состоянию на дату оценки 01.12.2003 г. принимаем величину **1 449 463 тыс. руб.**, полученную указанным методом и приведенную в следующей таблице.

**Таблица 30 Расчет стоимости чистых активов ОАО «Связь» Коми с корректировкой статей баланса на их рыночную стоимость (в тыс. руб.)**

№	Наименование показателя	Код строки баланса	Стоимость
	<b>АКТИВ</b>		
	<b>1. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
1	Нематериальные активы	110	10
2	Основные средства	120	1 502 728
3	Незавершенное строительство	130	225 547
4	Доходные вложения в материальные ценности	135	148
5	Долгосрочные финансовые вложения	140	9681
6	Прочие внеоборотные активы	150	
	<b>2. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
7	Запасы	210	41 418
8	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	54 945
9	Дебиторская задолженность, скорректированная на задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал	230+240-244	209 629
10	Краткосрочные финансовые вложения, скорректированные на собственные акции, выкупленные у акционеров	250-252	12 136
11	Денежные средства	260	33 824
12	Прочие оборотные активы	270	
13	<b>ИТОГО АКТИВОВ с учетом корректировок (сумма пунктов 1-12)</b>		<b>2 090 066</b>
	<b>ПАССИВ</b>		
14	<b>ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ</b>		<b>640 603</b>
15	<b>Стоимость чистых активов (итого активов минус итого обязательств, п.13 – п. 14)</b>		<b>1 449 463</b>

## 12. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯ ПО РЕЗУЛЬТАТАМ ВЫЧИСЛЕНИЯ СКОРРЕКТИРОВАННОЙ СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

Окончательной целью нашей работы является определение рыночной стоимости одной обыкновенной и одной привилегированной акции, входящих в миноритарные пакеты акций, имеющиеся на руках у акционеров, которые возможно захотят продать их Предприятию согласно положениям статьи 75 Закона «Об акционерных обществах» при реорганизации Предприятия.

Величина скорректированной стоимости чистых активов ОАО «Связь» Коми, определенная в предыдущем разделе, характеризует стоимость акционерного капитала Предприятия и является базой для расчета стоимости мажоритарных пакетов акций. Чтобы определить стоимость единичных акций необходимо ввести в расчет так называемую «скидку за неконтрольный характер» единичной акции.

Скидка за неконтрольный характер - величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера. Она является производной от премии за контроль и рассчитывается по следующей формуле<sup>4</sup>:

$$C_{н.х} = 1 - 1 / (1 + P_k),$$

где:  $C_{н.х}$  - скидка на неконтрольный характер пакета;

$P_k$  – премия за контроль.

Для расчета премии за контроль в российской практике используются данные статистических исследований, ежегодно публикуемых в американском справочнике по слияниям и поглощениям компаний Mergerstat Review.

Объект оценки - одна обыкновенная акция одна привилегированная акция. Принимая во внимание это, эксперты-оценщики пришли к заключению, что размер скидки за неконтрольный характер, рассчитанный по вышеприведенной формуле, составляет 31 % (максимальное значение скидки за неконтрольный характер, вычисленный выше, см. п. 10.4).

К оцениваемым единичным акциям также необходимо применить скидку за недостаточную ликвидность. Данная скидка отражает способность ценной бумаги 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 процентном соотношении), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая - снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых бумаг.

В связи с незначительным количеством сделок купли-продажи акций ОАО «Связь» Коми в РТС (см. раздел 8) за последний год, а также с учетом рассмотрения вышеперечисленных факторов, определена величина скидки на недостаточную ликвидность акций в размере 25 %.

Количество обыкновенных акций ОАО «Связь» Коми – 283 656 424, количество привилегированных акций – 94 538 326. Отношение стоимости привилегированной акции к стоимости обыкновенной акции по результатам оценки на базе данных о котировках и сделках в РТС, равно  $D_{п/о} = 0,61$  (0,046 долл. США / 0,075 долл. США, см. п. 8, п. 9 Отчета).

Для оценки рыночной стоимости одной обыкновенной акции ОАО «Связь» Коми на основании вышеприведенных данных может быть применена формула:

<sup>4</sup> Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 1998. -512 с.

$$C_{a.o.} = \frac{C_{к.а.} \times (1 - C_{н.х.}) \times (1 - C_n)}{K_o + D_{п/о} \times K_n}$$

где:  $C_{a.o.}$  – рыночная стоимость одной обыкновенной акции;

$C_{к.а.}$  – стоимость акционерного капитала;

$C_{н.х.}$  – скидка на неконтрольный характер пакета акций;

$C_n$  – скидка на неликвидность пакета акций;

$K_o$  – количество обыкновенных акций Предприятия, находящихся на рынке;

$K_n$  – количество привилегированных акций Предприятия, находящихся на рынке;

$D_{п/о}$  – отношение стоимости привилегированной акции к стоимости обыкновенной акции.

В результате подстановки исходных величин в указанную формулу определена рыночная стоимость одной обыкновенной акции ОАО «Связь» Коми, базирующаяся на анализе скорректированной стоимости чистых активов этого Предприятия, по состоянию на 01.12.2003 г. - **0,074 долл. США**. Рыночная стоимость одной привилегированной акции ОАО «Связь» Коми, определенная умножением рыночной стоимости одной обыкновенной акции на коэффициент  $D_{п/о} = 0,61$ , равна **0,045 долл. США**.



## 13. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ, ПОЛУЧЕННЫХ ДВУМЯ ПОДХОДАМИ

Окончательными целью и назначением нашей работы является определение рыночной стоимости одной обыкновенной и одной привилегированной акции, входящей в миноритарные пакеты акций, имеющиеся на руках у акционеров, для выкупа акций у акционеров согласно положениям статьи 75 Закона «Об акционерных обществах» при реорганизации Предприятия.

В результате проведения оценки акций двумя подходами были получены следующие значения рыночной стоимости акций:

**Таблица 31. Результаты применения двух подходов к оценке рыночной стоимости акций**

Подход	Значение рыночной стоимости, долл. США	
	Обыкновенная акция	Привилегированная акция
Затратный подход (Метод определения скорректированной стоимости чистых активов)	0,074	0,045
Сравнительный подход	0,075	0,046

В соответствии с общепринятой методикой необходимо взвесить полученные результаты оценки с учетом степени доверия каждому из них, основанной на материалах анализа достижений и недостатков примененных подходов оценки в русле цели оценки.

Целью оценки является определение рыночной стоимости одной обыкновенной и одной привилегированной акции ОАО «Связь» Коми для выкупа акций у акционеров согласно статье 75 «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ.

В указанном Законе отмечено, что в случае определения цены размещения ценных бумаг, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно опубликовываются в печати, для определения рыночной стоимости таких ценных бумаг должна быть принята во внимание эта цена покупки или цена спроса и цена предложения. Т.е., Законодатель, специально обратил внимание пользователей Закона на необходимость принятия во внимание цен покупки, а также цен спроса и цен предложения ценных бумаг, для которых указанные сведения регулярно публикуются в печати. Действительно, если любой акционер имеет возможность получить без особых затруднений информацию о ценах покупки, спроса и предложения акций, отражающих фактическую ситуацию на рынке этих акций, то, естественно, он будет в первую очередь ориентироваться на данные цены при принятии решения о цене продажи акций Предприятию в условиях, определенных статьей 75 «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ.

При выполнении оценки рыночной стоимости акций ОАО «Связь» Коми сравнительным подходом в качестве исходных данных использовались сведения о котировках акций и о сделках с ними в РТС, являющейся источником информации, доступным для любого заинтересованного акционера Предприятия. Для расчетов использовался известный простой метод, следовательно, значимость результата определения рыночной стоимости обыкновенной и привилегированной акций, полученного нами в рамках сравнительного подхода, очень высока.

Далее рассмотрим значимость результата оценки рыночной стоимости акций, полученного затратным подходом (методом определения скорректированной стоимости чистых активов). В процессе применения этого подхода были использованы данные бухгалтерского баланса Предприятия по состоянию на 30.09.2003 г., многие статьи которого подверглись корректировке, учитывающей отличие рыночной стоимости активов и пассивов, характеризующихся данными статьями баланса, от их балансовой стоимости. Затем, чтобы перейти от полученной скорректированной стоимости чистых активов (стоимости акционерного капитала) к стоимости одной обыкновенной и одной привилегированной акции были введены в расчет поправки на неконтрольный характер пакета акций и на неликвидность акций.

Известно, что чем больше исходных параметров, участвующих в расчетах, могут

быть определены не абсолютно точно, тем меньше точность конечного результата расчета. В рамках затратного подхода для получения итоговых значений стоимости акций в расчет было введено множество различных параметров, точность определения которых не является абсолютной, поэтому степень доверия к результату оценки акций с помощью затратного подхода существенно меньше, чем степень доверия к результату такой оценки, полученному путем анализа данных о фактических сделках и котировках акций в РТС.

На основании изложенного выше мы присвоили результату оценки рыночной стоимости акций, полученному сравнительным подходом, вес значимости 0,9, а результату оценки, полученному затратным подходом, вес значимости 0,1.

Таблица 32 и Таблица 33 содержат процедуру согласования результатов оценки рыночной стоимости акций Предприятия, полученных двумя подходами.

**Таблица 32. Согласование результатов оценки рыночной стоимости одной обыкновенной акции, полученных сравнительным и затратным подходами**

Параметр	Стоимость одной обыкновенной акции, долл. США	Вес значимости результата оценки	Произведение стоимости на вес значимости
Сравнительный подход	0,075	90%	0,068
Затратный подход	0,074	10%	0,007
Итого, долл. США			0,075

**Таблица 33. Согласование результатов оценки рыночной стоимости одной привилегированной акции, полученных сравнительным и затратным подходами**

Параметр	Стоимость одной привилегированной акции, долл. США	Вес значимости результата оценки	Произведение стоимости на вес значимости
Сравнительный подход	0,046	90%	0,041
Затратный подход	0,045	10%	0,005
Итого, долл. США			0,046

В итоге, с учетом округления величин, получены следующие результаты.

Рыночная стоимость одной обыкновенной именной бездокументарной акции ОАО «Связь» Коми по состоянию на 01.12.2003 года составляет:

**0,075 (семьдесят пять тысячных) долл. США.**

При курсе ЦБ РФ для доллара США по состоянию на 01.12.2003 г., равном 29,7387 рубля за доллар эта величина составит:

**2, 23 (два и двадцать три сотых) рубля.**

Рыночная стоимость одной привилегированной именной бездокументарной акции ОАО «Связь» Коми по состоянию на 01.12.2003 года составляет:

**0,046 (сорок шесть тысячных ) долл. США.**

При курсе ЦБ РФ для доллара США по состоянию на 01.12.2003 г., равном 29,7387 рубля за доллар эта величина составит:

**1,37 (один и тридцать семь сотых) рубля.**

Итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в настоящем отчете, может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты пре-

доставления публичной оферты прошло не более 6 месяцев (см. Стандарты оценки, утвержденные Постановлением Правительства РФ № 519 от 06.07.2001 разд. 3., п.20)

## 14. АНАЛИЗ СОБЫТИЙ ПОСЛЕ 01.12.2003 Г.

Выполненный дополнительно анализ данных, представленных Заказчиком, и данных, опубликованных в открытых источниках информации, в частности сведений о котировках акций и о сделках с акциями ОАО «Связь» Коми, за период с даты оценки 01.12.2003 г. по дату составления отчета свидетельствует, что после даты оценки 01.12.2003 г., не произошло событий, которые могли бы значимо изменить величину рыночной стоимости акций Предприятия по сравнению с их стоимостью, определенной по состоянию на 01.12.2003 г.

## 15. ЗАЯВЛЕНИЕ О КАЧЕСТВЕ ОЦЕНКИ

Мы, нижеподписавшиеся, данным удостоверяем:

- *в соответствии с имеющимися у нас сведениями изложенные в данном отчете факты верны и соответствуют действительности;*
- *сделанный анализ, высказанные мнения и полученные выводы действительны исключительно в пределах оговоренных в данном отчете допущений и ограничивающих условий и являются нашими персональными, непредвзятыми, профессиональными анализом, мнениями и выводами;*
- *мы не имеем ни в настоящем, ни в будущем какого-либо интереса в объектах собственности, являющихся предметом данного отчета; мы также не имеем личной заинтересованности и предубеждения в отношении сторон, имеющих интерес к этим объектам;*
- *наше вознаграждение ни в коей степени не связано с объявлением заранее предопределенной стоимости, или тенденции в определении стоимости в пользу клиента с суммой оценки стоимости, с достижением заранее оговоренного результата или последующими событиями, которые могут наступить в результате использования Заказчиком или третьими сторонами выводов и заключений, содержащихся в отчете;*
- *задание на оценку не основывалось на требованиях определения минимальной цены, оговоренной цены или одобрения ссуды;*
- *оценка была проведена, а отчет был составлен в соответствии с законодательными актами Российской Федерации;*
- *участники составления отчета имеют профессиональное образование в области оценки недвижимости, машин и оборудования, нематериальных активов, бизнеса, реструктурирования предприятий;*
- *приведенные в отчете фактические данные, на основе которых проводился анализ, делались предположения и выводы, были собраны нами с наибольшей степенью использования наших знаний и умения, и являются, на наш взгляд, достоверными и не содержащими фактических ошибок.*

***Руководитель департамента оценки ЗАО «Консультационное агентство «ИНФО-ПАРК», кандидат технических наук***

\_\_\_\_\_ ***Ю.С. Зайцев***

Копии лицензии и страхового полиса Оценщика, а также сертификаты экспертов-оценщиков приведены в Приложении 1 к отчету.

## **16. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ И НОРМАТИВНЫХ ДОКУМЕНТОВ, ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ПРИ СОСТАВЛЕНИИ ОТЧЕТА**

1. Гражданский кодекс РФ. Ч . I - II // Федеральный закон № 15 - ФЗ от 26.01.1996 г.
2. Федеральный Закон РФ "Об акционерных обществах" № 208 – ФЗ от 26.12.95 г.
3. Федеральный Закон " Об оценочной деятельности в РФ " №135 –ФЗ от 29.07.98 года.
4. Федеральный Закон "О бухгалтерском учете" от 21. 11. 96 года № 129 – ФЗ.
5. Приказ Министерства Финансов РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29 января 2003 г. № 10н, 03-6/пз «Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».
6. Международные стандарты оценки (TIAVSC) МСО. Т. 1 - 4 // Международный Комитет по стандартам оценки имущества. - М . : 1995 год .
7. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 1998.-512 с.

## **17. ПРИЛОЖЕНИЕ 1. КОПИИ ЛИЦЕНЗИИ И СТРАХОВОГО ПОЛИСА ОЦЕНЩИКА, СЕРТИФИКАТОВ ЭКСПЕРТОВ-ОЦЕНЩИКОВ**

## 18. ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ИНФОРМАЦИОННЫЕ МАТЕРИАЛЫ

**Таблица 34. Котировки обыкновенных акций ОАО «Связь» Коми в РТС, в долл. США**

Дата	Цены обыкновенных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
29.11.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
02.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
03.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
04.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
05.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
06.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
09.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
10.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
11.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
15.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
16.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
17.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
18.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
19.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
20.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
23.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
24.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
25.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
26.12.2002	0,05	0,07	0,060	40,00%
27.12.2002	0,04	0,07	0,055	75,00%
30.12.2002	0,03	0,07	0,050	133,33%
31.12.2002	0,03	0,07	0,050	133,33%
04.01.2003	0,03	0,07	0,050	133,33%
05.01.2003	0,03	0,07	0,051	115,38%
08.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
09.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
10.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
13.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
14.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
15.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
16.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
17.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
20.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
21.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
22.01.2003	0,04	0,07	0,053	100,00%
23.01.2003	0,04	0,07	0,056	64,71%
24.01.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
27.01.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
28.01.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
29.01.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
30.01.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
31.01.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%



Дата	Цены обыкновенных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
03.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
04.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
05.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
06.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
07.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
10.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
11.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
12.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
13.02.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
14.02.2003	0,05	0,06	0,057	27,00%
17.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
18.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
19.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
20.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
21.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
25.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
26.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
27.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
28.02.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
03.03.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
04.03.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
05.03.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
06.03.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
07.03.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
11.03.2003	0,05	0,06	0,054	14,00%
12.03.2003	0,05	0,06	0,053	12,00%
13.03.2003	0,05	0,06	0,056	25,00%
14.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
17.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
18.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
19.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
20.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
21.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
24.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
25.03.2003	0,05	0,11	0,080	120,00%
26.03.2003	0,05	0,09	0,070	80,00%
27.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
28.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
31.03.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
01.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
02.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
03.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
04.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
07.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
08.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
09.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
10.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
11.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
14.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
15.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%

Дата	Цены обыкновенных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
16.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
17.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
18.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
21.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
22.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
23.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
24.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
25.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
28.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
29.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
30.04.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
05.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
06.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
07.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
08.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
12.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
13.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
14.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
15.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
16.05.2003	0,05	0,07	0,060	40,00%
19.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,72%
20.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
21.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
22.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
23.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
26.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
27.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
28.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
29.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
30.05.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
02.06.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
03.06.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
04.06.2003	0,05	0,07	0,060	39,44%
05.06.2003	0,06	0,09	0,070	54,26%
06.06.2003	0,06	0,09	0,076	44,00%
09.06.2003	0,07	0,09	0,078	38,46%
10.06.2003	0,07	0,08	0,073	23,08%
11.06.2003	0,06	0,08	0,069	29,17%
16.06.2003	0,06	0,08	0,068	25,00%
17.06.2003	0,06	0,09	0,078	48,00%
18.06.2003	0,07	0,10	0,084	47,43%
19.06.2003	0,07	0,09	0,081	27,46%
20.06.2003	0,07	0,09	0,081	27,46%
21.06.2003	0,07	0,09	0,081	27,46%
23.06.2003	0,07	0,09	0,081	27,46%
24.06.2003	0,07	0,09	0,081	27,46%
25.06.2003	0,07	0,09	0,078	20,07%
26.06.2003	0,07	0,08	0,076	12,68%
27.06.2003	0,07	0,08	0,076	12,68%
30.06.2003	0,07	0,08	0,076	12,28%

Дата	Цены обыкновенных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
01.07.2003	0,07	0,08	0,076	11,89%
02.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
03.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
04.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
07.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
08.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
09.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
10.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
11.07.2003	0,07	0,10	0,086	39,86%
14.07.2003	0,07	0,10	0,086	40,21%
15.07.2003	0,07	0,10	0,086	40,56%
16.07.2003	0,07	0,10	0,086	40,56%
17.07.2003	0,07	0,10	0,086	40,56%
18.07.2003	0,07	0,10	0,086	40,56%
21.07.2003	0,07	0,10	0,086	40,56%
22.07.2003	0,07	0,09	0,080	23,08%
23.07.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
24.07.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
25.07.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
28.07.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
29.07.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
30.07.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
31.07.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
01.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
04.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
05.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
06.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
07.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
08.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
11.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
12.08.2003	0,07	0,08	0,074	5,59%
13.08.2003	0,07	0,09	0,081	23,37%
14.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
15.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
18.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
19.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
20.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
21.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
22.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
25.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
26.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
27.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
28.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
29.08.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
01.09.2003	0,07	0,10	0,089	40,54%
02.09.2003	0,07	0,10	0,088	36,49%
03.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
04.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
05.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
08.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%

Дата	Цены обыкновенных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
09.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
10.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
11.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
12.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
15.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
16.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
17.09.2003	0,07	0,09	0,084	27,03%
18.09.2003	0,07	0,09	0,082	21,62%
19.09.2003	0,07	0,09	0,082	21,62%
22.09.2003	0,07	0,09	0,082	21,62%
23.09.2003	0,07	0,09	0,084	27,03%
24.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
25.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
26.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
29.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
30.09.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
01.10.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
02.10.2003	0,07	0,10	0,086	32,43%
03.10.2003	0,08	0,10	0,087	30,67%
06.10.2003	0,08	0,10	0,087	32,00%
07.10.2003	0,08	0,10	0,089	28,21%
08.10.2003	0,08	0,10	0,089	28,21%
09.10.2003	0,08	0,10	0,090	26,18%
10.10.2003	0,08	0,10	0,090	26,18%
13.10.2003	0,08	0,10	0,090	25,00%
14.10.2003	0,08	0,10	0,090	25,00%
15.10.2003	0,08	0,10	0,090	25,00%
16.10.2003	0,08	0,10	0,090	25,00%
17.10.2003	0,08	0,10	0,091	21,21%
20.10.2003	0,09	0,11	0,100	22,22%
21.10.2003	0,10	0,12	0,108	26,32%
22.10.2003	0,10	0,12	0,108	26,32%
23.10.2003	0,10	0,12	0,108	26,32%
24.10.2003	0,10	0,12	0,110	30,53%
27.10.2003	0,07	0,12	0,097	77,14%
28.10.2003	0,07	0,12	0,097	77,14%
29.10.2003	0,08	0,12	0,100	66,00%
30.10.2003	0,08	0,12	0,100	50,00%
31.10.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
03.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
04.11.2003	0,08	0,12	0,098	42,86%
05.11.2003	0,08	0,12	0,098	41,98%
06.11.2003	0,08	0,12	0,098	41,98%
10.11.2003	0,08	0,12	0,098	42,86%
11.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
12.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
13.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
14.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
17.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
18.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%

Дата	Цены обыкновенных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
19.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
20.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
21.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
24.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
25.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
26.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
27.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
28.11.2003	0,08	0,12	0,098	43,75%
01.12.2003	0,08	0,12	0,098	43,66%

**Таблица 35. Котировки привилегированных акций ОАО «Связь» Коми в РТС, в долл. США**

Дата	Цены привилегированных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
29.11.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
02.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
03.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
04.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
05.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
06.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
09.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
10.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
11.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
15.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
16.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
17.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
18.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
19.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
20.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
23.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
24.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
25.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
26.12.2002	0,01	0,05	0,031	300,00%
27.12.2002	0,01	Нет данных	Нет данных	Нет данных
30.12.2002	0,01	Нет данных	Нет данных	Нет данных
31.12.2002	0,01	Нет данных	Нет данных	Нет данных
04.01.2003	0,01	Нет данных	Нет данных	Нет данных
05.01.2003	0,01	0,04	0,026	220,00%
08.01.2003	0,01	0,04	0,026	220,00%
09.01.2003	0,01	0,05	0,029	260,00%
10.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
13.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
14.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
15.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
16.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
17.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
20.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
21.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%

Дата	Цены привилегированных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
22.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
23.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
24.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
27.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
28.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
29.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
30.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
31.01.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
03.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
04.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
05.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
06.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
07.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
10.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
11.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
12.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
13.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
14.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
17.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
18.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
19.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
20.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
21.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
25.02.2003	0,01	0,05	0,031	300,00%
26.02.2003	0,01	0,05	0,031	292,16%
27.02.2003	0,01	0,05	0,032	257,14%
28.02.2003	0,02	Нет данных	Нет данных	Нет данных
03.03.2003	0,03	Нет данных	Нет данных	Нет данных
04.03.2003	0,03	0,05	0,037	80,77%
05.03.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
06.03.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
07.03.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
11.03.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
12.03.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
13.03.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
14.03.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
17.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
18.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
19.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
20.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
21.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
24.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
25.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
26.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
27.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
28.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
31.03.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
01.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
02.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
03.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%

Дата	Цены привилегированных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
04.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
07.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
08.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
09.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
10.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
11.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
14.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
15.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
16.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
17.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
18.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
21.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
22.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
23.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
24.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
25.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
28.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
29.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
30.04.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
05.05.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
06.05.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
07.05.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
08.05.2003	0,03	0,05	0,036	66,67%
12.05.2003	0,03	0,04	0,036	64,81%
13.05.2003	0,03	0,04	0,036	62,96%
14.05.2003	0,03	0,04	0,035	58,72%
15.05.2003	0,03	0,04	0,035	54,55%
16.05.2003	0,03	0,04	0,035	54,55%
19.05.2003	0,03	0,04	0,035	54,55%
20.05.2003	0,03	0,04	0,035	53,64%
21.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
22.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
23.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
26.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
27.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
28.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
29.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
30.05.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
02.06.2003	0,03	0,04	0,035	52,73%
03.06.2003	0,03	0,04	0,035	57,27%
04.06.2003	0,03	0,04	0,036	61,82%
05.06.2003	0,03	0,04	0,036	61,82%
06.06.2003	0,03	0,04	0,037	48,33%
09.06.2003	0,03	0,04	0,037	39,34%
10.06.2003	0,03	0,04	0,036	30,65%
11.06.2003	0,03	0,04	0,036	30,65%
16.06.2003	0,03	0,04	0,036	30,65%
17.06.2003	0,03	0,04	0,036	30,65%
18.06.2003	0,03	0,04	0,036	26,77%
19.06.2003	0,03	0,04	0,036	23,08%

Дата	Цены привилегированных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
20.06.2003	0,03	0,04	0,036	23,08%
21.06.2003	0,03	0,04	0,036	24,22%
23.06.2003	0,03	0,04	0,036	24,42%
24.06.2003	0,03	0,04	0,036	24,61%
25.06.2003	0,03	0,04	0,036	24,61%
26.06.2003	0,03	0,04	0,037	31,42%
27.06.2003	0,03	0,04	0,038	38,20%
30.06.2003	0,03	0,05	0,039	42,19%
01.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
02.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
03.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
04.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
07.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
08.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
09.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
10.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
11.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
14.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
15.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
16.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
17.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
18.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
21.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
22.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
23.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
24.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
25.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
28.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
29.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
30.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
31.07.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
01.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
04.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
05.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
06.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
07.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
08.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
11.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
12.08.2003	0,03	0,05	0,040	46,15%
13.08.2003	0,03	0,05	0,040	37,04%
14.08.2003	0,04	0,05	0,040	28,39%
15.08.2003	0,04	0,05	0,040	28,21%
18.08.2003	0,04	0,05	0,040	28,21%
19.08.2003	0,04	0,05	0,040	28,21%
20.08.2003	0,04	0,05	0,040	26,58%
21.08.2003	0,04	0,05	0,041	25,00%
22.08.2003	0,04	0,05	0,041	25,00%
25.08.2003	0,04	0,05	0,041	24,14%
26.08.2003	0,04	0,05	0,041	23,29%
27.08.2003	0,04	0,05	0,041	23,29%



Дата	Цены привилегированных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
28.08.2003	0,04	0,05	0,041	23,29%
29.08.2003	0,04	0,05	0,041	23,29%
01.09.2003	0,04	0,05	0,041	23,29%
02.09.2003	0,04	0,05	0,041	23,29%
03.09.2003	0,04	0,05	0,041	22,45%
04.09.2003	0,04	0,05	0,041	21,62%
05.09.2003	0,04	0,05	0,041	21,62%
08.09.2003	0,04	0,05	0,042	24,16%
09.09.2003	0,04	0,05	0,043	26,50%
10.09.2003	0,04	0,05	0,043	26,33%
11.09.2003	0,04	0,05	0,043	26,33%
12.09.2003	0,04	0,05	0,043	26,33%
15.09.2003	0,04	0,05	0,043	25,66%
16.09.2003	0,04	0,05	0,043	21,79%
17.09.2003	0,04	0,05	0,044	18,75%
18.09.2003	0,04	0,05	0,044	18,75%
19.09.2003	0,04	0,05	0,044	18,75%
22.09.2003	0,04	0,05	0,044	18,75%
23.09.2003	0,04	0,05	0,045	17,47%
24.09.2003	0,04	0,05	0,047	16,28%
25.09.2003	0,04	0,05	0,047	16,28%
26.09.2003	0,04	0,05	0,048	19,65%
29.09.2003	0,04	0,05	0,048	20,69%
30.09.2003	0,04	0,05	0,048	20,69%
01.10.2003	0,04	0,05	0,048	20,69%
02.10.2003	0,04	0,05	0,048	20,69%
03.10.2003	0,04	0,05	0,048	18,64%
06.10.2003	0,05	0,06	0,051	27,78%
07.10.2003	0,05	0,06	0,056	25,00%
08.10.2003	0,05	0,06	0,057	22,55%
09.10.2003	0,05	0,08	0,066	59,31%
10.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
13.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
14.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
15.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
16.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
17.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
20.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
21.10.2003	0,05	0,10	0,076	96,08%
22.10.2003	0,05	0,10	0,076	94,17%
23.10.2003	0,05	0,10	0,076	92,31%
24.10.2003	0,05	0,15	0,101	194,12%
27.10.2003	0,05	0,15	0,101	194,12%
28.10.2003	0,05	0,15	0,101	194,12%
29.10.2003	0,05	0,15	0,101	194,12%
30.10.2003	0,05	0,15	0,101	194,12%
31.10.2003	0,05	0,15	0,101	194,12%
03.11.2003	0,05	0,15	0,101	194,12%
04.11.2003	0,05	0,13	0,088	143,90%
05.11.2003	0,05	0,10	0,076	94,17%

Дата	Цены привилегированных акций, долл. США			Отклонение предложение / спрос
	Цена спроса	Цена предложения	Средняя цена	
06.11.2003	0,05	0,10	0,076	94,17%
10.11.2003	0,05	0,13	0,088	143,90%
11.11.2003	0,05	0,15	0,098	184,31%
12.11.2003	0,05	0,14	0,096	174,51%
13.11.2003	0,05	0,14	0,096	174,51%
14.11.2003	0,05	0,14	0,096	174,51%
17.11.2003	0,05	0,14	0,096	174,51%
18.11.2003	0,05	0,14	0,096	174,51%
19.11.2003	0,05	0,14	0,096	174,51%
20.11.2003	0,05	0,12	0,083	125,49%
21.11.2003	0,05	0,09	0,071	76,47%
24.11.2003	0,05	0,09	0,071	76,47%
25.11.2003	0,05	0,09	0,071	76,47%
26.11.2003	0,05	0,09	0,071	75,61%
27.11.2003	0,05	0,09	0,071	74,76%
28.11.2003	0,05	0,09	0,071	74,76%
01.12.2003	0,05	0,09	0,071	74,76%