

30 августа 2004 года

Президенту ОАО «МТС»
Сидорову Василию Васильевичу

Уважаемый Василий Васильевич!

В соответствии с договором о проведении оценочных работ, сотрудники ООО «Фирма Омега» произвели оценку рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС». Оценка проведена на Дату 27.08.2004г. Развернутый анализ и расчеты стоимости акций оцениваемого предприятия представлены в отчете об оценке. Отдельные части оценки, приведенные в отчете, не могут трактоваться отдельно, а только в совокупности, принимая во внимание все содержащиеся там допущения и ограничения. Проведенные исследования и анализ позволяют сделать следующий вывод:

рыночная стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» на Дату оценки составляет, с учетом сделанных ограничений и допущений:

155 рублей

СТО ПЯТЬДЕСЯТ ПЯТЬ РУБЛЕЙ

Предлагаемый Вашему вниманию отчет об оценке содержит, собранную информацию, этапы проведенного исследования и сделанные выводы. Аудиторская и иная проверка предоставленной информации, использованной в настоящем отчете не производилась. Оценщик полагается на достоверность информации, полученной в ходе деловых встреч и бесед с представителями ОАО «МТС», фондовых бирж. Кроме того, в состав отчета включены гарантии нашей объективности и независимости, а также ограничительные условия и сделанные допущения.

Оценка была проведена, а отчет составлен в соответствии со Стандартами оценки, утвержденными Постановлением Правительства РФ №519 от 06 июля 2001года, Федеральным законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" (ред. 27.02.2003 год).

С уважением,

Генеральный директор

Желтухин Л.Ю.

О Г Л А В Л Е Н И Е

1. Общие сведения	3
1.1. Основание для определения оценки	3
1.2. Применяемые стандарты оценки	3
1.3. Оценщик	3
1.4. Заказчик	3
1.5. Объект оценки	3
1.6. Собственник объекта оценки	3
1.7. Результаты оценки	3
1.8. Ограничительные условия и сделанные допущения	4
1.9. Квалификация оценщика	6
2. Определение задания на оценку	7
2.1. Цель оценки и вид определяемой стоимости	7
2.2. Оцениваемые права	7
2.3. Дата проведения оценки	8
2.4. Дата составления отчета	8
2.5. Процесс оценки	8
2.6. Обоснование методики, принятой для оценки объекта оценки.	8
2.6.1. Основные термины, определения, принципы оценки.	8
2.6.2. Анализ основных методов оценки активов предприятий и возможность их применения к определению начальной цены продажи акций.	12
3. Макроэкономический обзор России	16
3.1. Основные тенденции I полугодия 2004 года и оценки до конца года	16
3.2. Уровень инфляции и динамика цен	18
3.3. Внешнеэкономическая деятельность	19
4. Анализ отрасли.	21
4.1. Развитие рынка сотовой связи РФ	21
5. Характеристика оцениваемой Компании.	25
5.1. Юридические и физические данные о Компании.	25
5.2. Общие данные о Компании.	25
5.3. Зона обслуживания МТС и дочерних компаний.	25
5.4. История развития Компании.	26
5.5. МТС на фондовой бирже.	27
6. Анализ финансово-хозяйственной деятельности.	28
7. Метод рынка капитала (сравнительный подход).	34
7.1. Определение рыночной стоимости одной акции ОАО «МТС» рассчитанная на основе имеющихся котировок на Нью-Йоркской Фондовой Бирже	34
7.2. Определение рыночной стоимости одной акции ОАО «МТС» рассчитанная на основе имеющихся котировок на Московской межбанковской валютной бирже	35
8. Определение стоимости объекта методом капитализации прибыли (доходный подход).	36
9. Согласование результатов.	41
10. Заявление о проведенной оценке	43
Список использованных источников	44

1. Общие сведения

1.1. Основание для определения оценки

Договор на оказание оценочных услуг.

1.2. Применяемые стандарты оценки

Отчет составлен в соответствии с Федеральным законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" (ред. 27.02.2003 год), Стандартами оценки, утвержденными Постановлением Правительства РФ №519 от 06 июля 2001 года.

1.3. Оценщик

Желтухин Лев Юрьевич, Мироненко Виктория Александровна

1.4. Заказчик

ОАО «Мобильные ТелеСистемы», адрес: 109147, г. Москва, ул. Марксистская, д.4

1.5. Объект оценки

Объектом оценки является одна акция в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» с государственным регистрационным номером выпуска 1-01-04715-А от 22.01.2004г., номинальная цена одной акции 0,1 рубль.

Общий объем эмиссии 1 993 326 150 штук акций.

1.6. Собственник объекта оценки

Согласно представленной **Заказчиком** информации собственником оцениваемой одной акций в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» являются акционеры ОАО «Мобильные ТелеСистемы» согласно реестру.

1.7. Результаты оценки

Проведенные расчеты и анализ позволяют сделать вывод, что рыночная стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» для целей принятия управленческого решения, с учетом ограничительных условий и сделанных допущений, составляет:

155 рублей
СТО ПЯТЬДЕСЯТ ПЯТЬ РУБЛЕЙ

1.8 Ограничительные условия и сделанные допущения

Действие сертификата качества оценки ограничивается следующими условиями:

1. **Оценщик** не несет ответственности за достоверность установленных юридических прав, вывод о которых был сделан на основании информации, представленной **Заказчиком**.
2. От **Оценщика** не требуется появляться в суде или свидетельствовать иным образом по поводу **Отчета** или оцененной компании, кроме как на основании отдельного договора с **Заказчиком** или официального вызова суда.
3. При проведении оценки **Оценщик** предполагал отсутствие каких-либо скрытых факторов, влияющих на стоимость оцениваемого бизнеса. На **Оценщике** не лежит ответственность по обнаружению (или в случае обнаружения) подобных факторов.
4. Для проведения оценки **Оценщику** **Заказчик** предоставил бухгалтерские балансы (Форма 1 и Форма 2 за 2003 год поквартально, 1-й квартал 2004 года, полугодие 2004 года), уведомление об объединении выпусков эмиссионных ценных бумаг №115 от 22.01.2004 года, уведомление о государственной регистрации выпуска ценных бумаг №686 от 27.04.2000 года, уведомление о государственной регистрации выпуска ценных бумаг №722 от 10.05.2000 года, уведомление о регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг № 1171 от 11.08.2000 года, отчеты об итогах выпуска ценных бумаг № 1-02-04715-А и 1-01-04715-А, решения о выпусках ценных бумаг № 1-02-04715-А и 1-01-04715-А
5. В процессе сбора и обработки информации **Оценщику** не были представлены нижеследующие данные:
 - сведения об обременении объекта оценки правами иных лиц;
 - расшифровка всех статей баланса Компании, необходимая для установления количественных и качественных характеристик объекта оценки с целью определения его стоимости, а также другая информация, связанная с объектом оценки.
6. **Оценщиком** для определения рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» были использованы котировки бирж с максимальным объемом сделок, а именно котировки акций на ММВБ и котировки ADR на Нью-Йоркской Фондовой Бирже.
7. Исходные данные, использованные **Оценщиком** при подготовке **Отчета**, были получены из надежных источников и считаются достоверными. Тем не менее, **Оценщик** не может гарантировать их абсолютную точность, поэтому там, где это возможно, делаются ссылки на источник информации.
8. Ни **Заказчик**, ни **Оценщик** не могут использовать **Отчет** (или любую его часть) иначе, чем это предусмотрено договором об оценке.
9. Мнение **Оценщика**, относительно стоимости, действительно только на дату оценки. **Оценщик** не принимает на себя ответственность за последующие изменения социальных, экономических, юридических и природных условий, которые могут повлиять на стоимость оцениваемого имущества.

Отчет №897-04 об оценке рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».

10. Отчет об оценке содержит профессиональное мнение **Оценщика** относительно стоимости оцениваемого бизнеса и не является гарантией того, что он перейдет из рук в руки по цене, равной указанной в отчете стоимости.

Отчет об оценке был составлен в соответствии с нижеследующими ограничивающими условиями:

1. Заключение о стоимости, содержащееся в Отчете, базируется на данных о сложившейся рыночной ситуации на Дату оценки. Однако эти предположения могут измениться с течением времени.

2. Оценщик обязуется соблюдать условия строгой конфиденциальности во взаимоотношениях с Заказчиком, т.е. Оценщик обязуется не разглашать третьим лицам конфиденциальные сведения, полученные от Заказчика, равно как и результаты задания, выполненного для Заказчика, за исключением следующих лиц:

- лиц, письменно уполномоченные Заказчиком;
- суда, арбитражного или третейского суда;
- уполномоченных положениями действующего законодательства лиц, занимающихся экспертизой отчетов профессиональных оценщиков или принимающих для хранения обязательные копии документов, подготовленных профессиональными оценщиками, для целей проведения официальных аттестаций или аккредитаций профессиональных оценщиков.

3. Ни Заказчик, ни Оценщик не могут использовать Отчет (или любую его часть) иначе, чем это предусмотрено договором об оценке. Отчет или какая-либо его часть не могут быть предоставлены Заказчиком для использования в целях рекламы, для мероприятий по связи с общественностью без предварительного письменного согласования с Оценщиком.

1.9. Квалификация оценщика

ЖЕЛТУХИН ЛЕВ ЮРЬЕВИЧ,

Генеральный директор ООО «Фирма «ОМЕГА»

Образование — высшее.

Московский институт электронной техники – Государственный Технический университет.

Профессиональная подготовка:

Финансовая академия при Правительстве РФ

Диплом ПП № 064096

об успешном прохождении профессиональной переподготовки и повышению квалификации по программе « Оценка стоимости предприятия (бизнеса)»;

Институт профессиональной оценки

Диплом №00016

О соответствии квалификации на ведение профессиональной деятельности в сфере оценки стоимости предприятия (бизнеса);

АТТЕСТАЦИОННАЯ КОМИССИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ ГОРОДА МОСКВЫ

Свидетельство № 00321/ОС

об успешном прохождении профессиональной (государственной) аттестации оценщиков второго уровня

МИРОНЕНКО ВИКТОРИЯ АЛЕКСАНДРОВНА,

Образование – высшее.

2000 год - Московский институт современного бизнеса.

Профессиональная подготовка:

Институт профессиональной оценки

Диплом ПП № 323139

О соответствии квалификации на ведение профессиональной деятельности в сфере оценки стоимости предприятия (бизнеса).

Финансовая академия при Правительстве РФ

Диплом ПП № 315210

об успешном прохождении профессиональной переподготовки и повышению квалификации по программе « Оценка стоимости предприятия (бизнеса)»;

2. Определение задания на оценку

2.1. Цель оценки и вид определяемой стоимости

Определение рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» осуществляется для целей принятия управленческого решения.

В соответствии со Ст.3 Федерального закона № 135-ФЗ от 29.07.1998 "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" (ред. 27.02.2003 год) под рыночной стоимостью объекта оценки понимается следующее:

Рыночная стоимость объекта оценки - это 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.

Под публичной офертой в настоящем отчете понимается совокупность действий, регламентируемых Ст.447-449 ГК РФ.

2.2. Оцениваемые права

При проведении данной оценки была поставлена задача определения рыночной стоимости полного права собственности на одну акцию в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» для принятия управленческого решения.

Право собственности – это определенная совокупность правомочий, принадлежащих лицу-правообладателю. Право собственности является центральным правовым институтом во всякой системе права, важнейшим для рыночной экономики. Право собственности – это единственный вид вещного права, являющегося правом на свою вещь. Все остальные вещные права – это права на чужие вещи. Вещное право – право, дающее лицу юридическую власть над вещью. Различные виды вещных прав отличаются именно объемом этой власти, то есть набором конкретных правомочий лица-правообладателя. Вещное право устанавливает непосредственное отношение лица к вещи, такое лицо для осуществления своего права на вещь не нуждается в посредничестве других лиц. Объектом вещного права является вещь в материальном значении этого слова.

Право собственности, согласно Гражданскому кодексу РФ, часть 1(ст.209), включает право владения, пользования и распоряжения имуществом. Собственник вправе по своему усмотрению совершать в отношении принадлежащего ему имущества любые действия, не противоречащие закону и другим правовым актам и не нарушающие права и интересы других лиц, в том числе отчуждать свое имущество в собственность другим лицам, передавать им, оставаясь собственником, права владения, пользования и

распоряжения имуществом, отдавать имущество в залог и обременять его другими способами, распоряжаться им иным образом.

Право собственности на оцениваемую одну акцию в составе миноритарного пакета акций ОАО «Мобильные Телесистемы» принадлежит акционерам, согласно реестру.

Первый выпуск - выпуск обыкновенных акций в количестве 1 634 527 440 штук номинальной стоимостью 0,1 руб. размещенных путем конвертации обыкновенных именных акций ЗАО «МТС» в акции ОАО «МТС» зарегистрирован Московским РО ФКЦБ России 27.04.2000 г., государственный регистрационный номер выпуска 1-01-04715-А.

Второй выпуск - внеочередным общим собранием акционеров ОАО «МТС» от 04.04.2000г. (Протокол № 1) принято решение об увеличении уставного капитала Общества до 199 332 615 рублей путем размещения 358 798 710 дополнительных обыкновенных акций номинальной стоимостью 0,1 рубля каждая по закрытой подписке. Решение о выпуске ценных бумаг и проспект эмиссии зарегистрированы Московским РО ФКЦБ России 10.05.2000г., государственный регистрационный номер выпуска 1-02-04715-А.

Распоряжением Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе от 22.01.04 № 115 осуществлено объединение выпусков обыкновенных именных бездокументарных акций ОАО «МТС» № 1-02-04715-А от 10.05.2000 и № 1-01-04715-А от 22.01.2004г. Государственный регистрационный номер 1-02-04715-А от 10.05.2000 аннулирован и указанному выпуску присвоен Государственный регистрационный номер 1-01-04715-А от 22.01.2004г.

2.3. Дата проведения оценки

Оценка Объекта осуществлена по состоянию на 27 августа 2004 года.

2.4. Дата составления отчета

30 августа 2004 года.

2.5. Процесс оценки

Настоящий Отчет является полным повествовательным отчетом об оценке, отвечающим Федеральному закону «Об оценочной деятельности в РФ» №135-ФЗ от 29 июля 1998 года, Стандартам оценки, утвержденными Постановлением Правительства РФ №519 от 06 июля 2001года, с применением всех существующих методов оценки. В процессе работы были собраны все необходимые информационные данные и был проведен анализ всей необходимой информации для того, чтобы прийти к заключению об обоснованной рыночной стоимости.

2.6. Обоснование методики, принятой для оценки объекта оценки.

2.6.1. Основные термины, определения, принципы оценки.

При проведении оценки акций компаний, по которым отсутствуют биржевые котировки необходимо принимать во внимание всю доступную финансовую информацию, а также все существенные факторы, влияющие на формирование объективной рыночной стоимости. Необходимо отметить, что не существует универсальной формулы или методики, которая позволяла бы учитывать все многообразие факторов, влияющих на величину рыночной стоимости акционерного капитала.

Отчет №897-04 об оценке рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».

Объективная (рыночная) стоимость акций определяется как цена, по которой собственность переходит от добровольного продавца к добровольному покупателю, при этом первый не находится под воздействием факторов, вынуждающих его к продаже, а второй не находится под воздействием факторов, вынуждающих его к покупке; обе стороны располагают достаточными сведениями о фактах, имеющих отношение к сделке.

Процесс оценки ценных бумаг является, по сути дела, прогнозом на будущее и должен базироваться на информации, доступной на дату оценки.

В процессе оценки часто встает проблема определения (прогнозирования) рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% акций (паев) предприятия, а лишь конкретного пакета (пая).

Необходимым становится определение влияния на стоимость пакета (пая) того: контрольной или неконтрольной является доля, а также воздействия на эту стоимость степени ликвидности акций (паев) предприятия. Для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акций учитываются:

- Премия за приобретение контрольного пакета
- Скидки за неконтрольный характер
- Скидка за недостаточную ликвидность ценных бумаг

Оцениваемая доля владения может быть миноритарным или контрольным пакетом. Поскольку степень контроля влияет на стоимость оцениваемой доли, очень важным является определение стоимости контроля. Во-вторых, размер скидки или премии зависит от методов оценки. При определении стоимости владения контрольным пакетом используется метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод сделок, метод стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

Методы доходного подхода дают стоимость контрольного пакета так, как:

- выражают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием
- расчет денежных потоков базируются на контроле за решениями хозяйственной администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия

При использовании методов имущественного подхода получается стоимость контрольного пакета акций, т.к. только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать их.

При использовании метода сделок получается величина оценочной стоимости на уровне контрольного владения, т.к. этот метод основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний. С помощью метода рынка капитала – определяется стоимость свободно реализуемой меньшей доли, т.к. этот метод основывается на информации о котировках акций на мировых фондовых рынках. Если необходимо получить стоимость на уровне контрольного пакета, то необходимо к стоимости, полученной методом рынка капитала добавить премию за контрольный характер. Для получения стоимости миноритарного пакета из стоимости контрольного пакета, полученной методом доходного, имущественного подходов, методом сделок, необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер. В-третьих, в определении скидки или премии играет роль тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: открытые и закрытые. Оба типа выпускают акции и за счет этого формируют собственный капитал.

Разница между открытым и закрытым АО сводится к следующему: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров. Акции открытых акционерных обществ имеют право свободно обращаться. Если определяется стоимость меньшей непродаваемой доли закрытой компании с помощью метода дисконтированных денежных потоков, капитализации дохода, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости и метода сделок, то необходимо вычесть скидку на неконтрольный характер и скидку на недостаточную ликвидность. Если же определяется с помощью метода рынка капитала, то вычитается только скидка на недостаточную ликвидность.

Использованные термины и определения

В соответствии с вышеупомянутыми правилами в настоящем Отчете использованы термины, имеющие следующие значения:

Оценка стоимости - профессиональная услуга с конечным результатом в виде заключения об оценочной стоимости объекта оценки.

Объекты оценки - объекты гражданских прав, участвующие в гражданском обороте в соответствии с законодательством Российской Федерации. К объектам гражданских прав относятся вещи, включая деньги и ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права; работы и услуги; информация; результаты интеллектуальной деятельности, в том числе исключительные права на них (ст.128ГК).

Имущество - совокупность вещей и материальных ценностей, находящихся в собственности, оперативном управлении или хозяйственном ведении какого-либо лица (юридического или физического).

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.

Метод оценки - способ расчета стоимости объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

Дата проведения оценки - календарная дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки.

Цена - денежная сумма, предлагаемая или уплаченная за объект оценки или его аналог.

Аналог объекта оценки - сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам объекту оценки другой объект, цена которого известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях.

Срок экспозиции объекта оценки - период времени начиная с даты представления на открытый рынок (публичная оферта) объекта оценки до даты совершения сделки с ним.

Итоговая величина стоимости объекта оценки - величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки.

Дисконтирование — преобразование в текущую стоимость будущих денежных потоков (доходов и расходов).

Идентификация - это установление тождественности между тем, что записано в документе, и тем, что реально существует.

Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Премия за контроль – имеющие стоимостные выражения преимущества, связанные с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля за предприятием (по сравнению с владением миноритарным пакетом)

Скидка за неконтрольный характер – величина, на которую уменьшается стоимость доли оцениваемого пакета (в общей стоимости предприятия) с учетом ее неконтрольного характера. Логично выделить основные элементы, которые лежат в основе того факта, что стоимость распоряжения/владения контрольным пакетом всегда выше стоимости распоряжения/владения миноритарным пакетом:

- выборы Совета директоров и назначение менеджеров
- определение вознаграждения менеджеров и их привилегий
- определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса
- принятие решений о поглощениях и слияниях с другими компаниями
- принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия
- принятие решений об эмиссии
- изменение уставных документов
- распределение прибыли по итогам деятельности предприятия и установление размеров дивидендов
- принятие решения о продаже или приобретении собственных акций компании

Ликвидность – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого **скидка на недостаточную ликвидность** определяется как величина или доля в %%, на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, а низкая ликвидность снижает ее по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых бумаг.

Факторы, увеличивающие размер скидки:

- низкие дивиденды или невозможность их выплаты
- неблагоприятные перспективы продажи акций компании или ее самой
- ограничения на операции

Факторы, уменьшающие размер скидки:

- возможность свободной продажи акций или самой компании
- высокие выплаты дивидендов

Размер пакета относится к фактору, который может как увеличить, так и снизить скидку за недостаточную ликвидность. Контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритарный.

Миноритарные пакеты акций закрытых компаний менее ликвидны, чем миноритарные пакеты открытых. Это связано, во-первых, с правом первого отказа, при котором акционер миноритарного пакета в случае продажи своих акций обязан предложить их компании; во-вторых, с отсутствием права на разделение, т.е. отсутствием права на участие в продаже. Владельцы миноритарных пакетов при продаже акций не могут получить взамен на акцию такую же цену как и владельцы контрольного пакета. Как правило, эта цена значительно ниже.

2.6.2 Анализ основных методов оценки активов предприятий и возможность их применения к определению начальной цены продажи акций.

Рассмотрим основные методы, используемые как при оценке имущества предприятий, так и при оценке активов.

При использовании этих методов основные исходные данные могут быть получены на основании баланса предприятия.

На основе этой документации можно определить следующие основные характеристики:

- **степень ликвидности (отношение текущих активов к текущим пассивам)**
- **величину оборотного капитала**
- **объем долгосрочной задолженности**
- **структуру капитала**
- **величину собственного капитала**

Также стоит принять во внимание любые активы, не являющиеся существенными для основной деятельности предприятия (инвестиции в ценные бумаги, недвижимость, приносящую доход и т.д.

Такие отчеты должны содержать:

- **валовой доход по основным статьям;**
- **основные вычеты из валового дохода, включая проценты и другие расходы по каждой статье долгосрочной задолженности, отчисления на истощение недр, налоги и т.д.**
- **чистую прибыль;**
- **остаток, переданный в резервный капитал;**
- **корректировки и выверки нераспределенной прибыли согласно баланса.**

Эта информация (исходные данные) необходима для того, чтобы отделить повторяющиеся статьи доходов и расходов от неповторяющихся, разграничить доход от деятельности предприятия и доход от инвестиций, определить, не является ли какой либо из видов деятельности убыточным.

Потенциальная доходность является основным фактором, который позволяет определить текущую стоимость оцениваемых активов.

Оценка объекта осуществляется с позиции трех подходов: сравнительного, доходного и затратного внутри которых могут быть различные варианты и методы расчетов. Оставаясь в рамках того или иного подхода, профессиональные оценщики могут использовать один или несколько методов оценки. При отсутствии достаточно обоснованной исходной информации, требуемой для применения какого-либо из подходов к оценке обычно не рекомендуется использовать этот подход, поскольку он

может исказить действительную картину положения дел и внести в результат расчетов ошибку. Оценщик при проведении оценки обязан использовать (или обосновать отказ от использования) затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке. Оценщик вправе самостоятельно определять в рамках каждого из подходов к оценке конкретные методы оценки и на основе полученных в рамках каждого из подходов к оценке результатов определяет итоговую величину стоимости.

Полученная и обработанная информация является исходной для проведения оценки активов рассмотренным ниже методом.

Доходный подход

Метод капитализации прибыли

Метод капитализации прибыли является одним из вариантов доходного подхода. Как и другие варианты доходного подхода, он основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Метод капитализации прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли (или темпы ее роста будут постоянными). Согласно Отчету о прибылях и убытках за анализируемый период наблюдается тенденция увеличения прибыли и темпы ее роста постоянны, следовательно этот метод в данном случае применим. В рамках настоящего отчета этот метод объективно дает наиболее точный результат.

Метод дисконтирования денежных потоков.

Этот метод является наиболее часто используемым при проведении оценки активов (определении рыночной стоимости). Стоимость активов, согласно этому методу, измеряется способностью этих активов создавать доход. Основным при использовании этого метода - определить текущую стоимость прогнозируемых будущих доходов и стоимость используемого капитала.

Наиболее сложным вопросом при применении этого метода является определение ставки дисконтирования. Выбор этой ставки возможен с применением различных моделей. Как показывает наш опыт, при проведении таких расчетов наиболее приемлемым в настоящее время является применение модели кумулятивного построения.

Согласно этому методу, стоимость активов равна сумме дисконтированных потоков наличности за определенный период времени. После определения ожидаемого чистого притока денежных средств к нему прибавляется так называемая остаточная стоимость, в качестве которой можно использовать капитализированную стоимость при продаже в “постпрогнозный” период.

Полученная таким образом текущая стоимость прогнозируемых доходов и будет равна рыночной стоимости оцениваемых активов, и в свою очередь может быть принята в качестве начальной цены продажи оцениваемого пакета акций. Данный подход в рамках настоящего отчета не применялся.

Сравнительный подход

Сравнительный подход включает в зависимости от цели, объекта и конкретных условий оценки три основных метода: метод компании – аналога, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала или компании – аналога предполагает использование в качестве базы для сравнения реальную цену купли-продажи, сложившуюся на фондовом рынке. Метод применяется для оценки неконтрольного пакета акций.

Отчет №897-04 об оценке рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».

Метод сделок основан на использовании цены купли-продажи как контрольного пакета акций, так и предприятия в целом. Сфера применения данного метода – оценка предприятия или контрольного пакета акций.

Технологии применения метода компании-аналога и метода сделок практически совпадают, различие заключается только в типе исходной ценовой информации: либо цена одной акции, не дающая никаких элементов контроля, либо цена контрольного пакета, включающая премию за элементы контроля.

Метод отраслевых коэффициентов предполагает использование специальных формул, ценовых показателей и информации о продажах компаний. Сфера применения – ограниченный круг отраслей и конкретного бизнеса, имеющих узкую номенклатуру производства товаров и оказания услуг.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что в основе оценки лежат рыночные данные о ценовой информации. Т.е. оценщик ориентирует покупателя на фактические цены купли-продажи, интегрально учитывающие ситуацию на рынке. Другим достоинством является отражение реального спроса и предложения на данный объект инвестирования. Возможность выбора позволяет инвестору вкладывать капитал в бизнес, обеспечивающий оптимальное соотношение между ценой объекта инвестирования, прогнозируемым доходом и уровнем риска.

Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков. Во-первых, базой для расчета мультипликаторов служат ретроспективные данные – достигнутые в прошлом финансовые показатели. Т.е. метод не учитывает возможностей фирмы в будущем. Во-вторых, для определения степени аналогичности сравниваемых компаний с оцениваемой, а также для расчета всех мультипликаторов оценщик должен располагать разносторонней финансовой информацией. Получение дополнительной информации по специальному вопросу от компаний-аналогов является достаточно сложным процессом. В-третьих, поскольку абсолютно сходных предприятий практически не существует, для обеспечения необходимой сопоставимости оценщик должен делать сложные корректировки, расчеты и вносить некоторые поправки, требующие серьезного обоснования.

В настоящее время АДР компании торгуются на Лондонской фондовой бирже и на Нью-Йоркской фондовой бирже. Акции МТС включены в перечень внесписочных ценных бумаг Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) и получили *Б-листинг* на ММВБ.

В рамках сравнительного подхода использовался метод рынка капитала.

Затратный подход

Метод ликвидационной стоимости

Оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в следующих случаях:

- Компания находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;
- Стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности

Ликвидационная стоимость представляет собой стоимость, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной продаже его активов. Ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной стоимости всех активов баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств. Так как Компания не находится в состоянии банкротства использование этого метода не целесообразно.

Метод чистой стоимости активов.

При использовании этого метода определяется рыночная стоимость всех активов, включая здания, сооружения, земельные участки, оборудование, запасы, финансовые активы и нематериальные активы.

При определении рыночной стоимости имущества используются три основных подхода расчета (затратный подход, подход сравнения рыночных продаж, доходный подход).

Затратный подход - показывает оценку восстановительной стоимости объекта за вычетом физического, функционального и экономического износа. При оценке недвижимости к полученной величине добавляется стоимость земельного участка.

Подход сравнения рыночных продаж - базируется на анализе продаж аналогичных объектов оценки на данном рынке в определенные временные сроки.

Доходный подход - основанный на анализе капитализации или дисконтировании денежных потоков от прибыли, которая может быть получена при использовании объекта оценки.

Полученные в результате проведенного анализа данные по расчету анализируются оценщиками, и на основании сопоставления делается вывод о рыночной стоимости оцениваемого имущества.

Товарные запасы и готовая продукция оцениваются по рыночным ценам, а устаревшие запасы списываются.

Дебиторская задолженность оценивается путем анализа сроков ее возникновения, просроченная задолженность частично или полностью списывается, а ценные бумаги оцениваются по их рыночной цене (котировки на бирже).

Нематериальные активы (изобретения, товарные марки, программное обеспечение, обученный персонал, архивы, льготные условия аренды и т.д.) оцениваются аналогично оценке имущества предприятия.

На последнем этапе оценки стоимости активов, рыночные стоимости по каждой из групп активов складываются, и в сумме получают рыночную стоимость капитала предприятия. Но поскольку покупатель зачастую не будет оплачивать текущие и долгосрочные обязательства предприятия, из совокупного капитала их вычитают. Полученная таким образом величина и будет равна рыночной стоимости предприятия, определенная методом чистых активов. В связи с отсутствием достоверной, исчерпывающей информации о составе активов Компании, невозможности их осмотра и идентификации (учитывая большую номенклатуру, территориальную разбросанность), данный метод в рамках настоящего отчета не применялся.

3. Макроэкономический обзор России

3.1. Основные тенденции I полугодия 2004 года и оценки до конца года

По оценке Минэкономразвития, в I полугодии ВВП увеличился к соответствующему периоду 2003 года на 7.4%. Во II квартале текущего года темпы экономического развития (ВВП, промышленного производства, инвестиций в основной капитал, реальных располагаемых денежных доходов населения) с исключением сезонного фактора заметно ускорились по сравнению с началом года.

Рост ВВП в I полугодии текущего года более чем наполовину определялся продолжающимся наращиванием экспорта при одновременном повышении вклада потребления домашних хозяйств. Несмотря на укрепление реального курса рубля, вклад отечественных производителей в удовлетворение внутреннего спроса на товары и услуги повысился с 2.9 процентных пункта в 2003 году до 3.3 п.п., по оценке, в первом полугодии 2004 года, что свидетельствует об определенном увеличении конкурентоспособности российских товаров. Вместе с тем во II квартале по сравнению с началом года структура внутреннего спроса несколько изменилась в пользу импортных товаров, хотя укрепление курса рубля в данный период практически приостановилось. Это подтверждает вывод о снижении роли курсообразующего фактора в относительной конкурентоспособности отечественных товаров.

В промышленном производстве происходит сдвиг в сторону отраслей, производящих конечную продукцию. Их доля в приросте производства в I полугодии составила 44.7% против примерно 30% в I полугодии 2003 г. Темп роста этих отраслей составил 110.6% против 107.4% в целом по промышленности. Наибольший вклад (около 36%) в прирост промышленного производства за I полугодие 2004 г. внесло машиностроение и металлообработка (темп роста 114.9 процента).

В начале текущего года происходили существенные изменения в структуре инвестиций по источникам финансирования, с увеличением доли привлеченных средств. Отмечен качественный скачок в кредитовании инвестиционного процесса банковским сектором, удельный вес которого в структуре инвестиций в основной капитал возрос с 4.3% в I квартале 2003 г. до 8% в I квартале 2004 г. Суммарная доля банковских кредитов и заемных средств других организаций (страховых и инвестиционных компаний, промышленных и торговых предприятий и др.) составила в I квартале 2004 г. 18.9%, что в 2 раза больше, чем по итогам 2001 года.

Банковский кризис, проявившийся в мае – начале июля текущего года, пока не оказал значительного влияния на динамику основных макроэкономических показателей. Вместе с тем он способствовал замедлению роста кредитования экономики и населения и увеличению оттока капитала из частного сектора за рубеж. Ухудшение условий кредитования внесло свой вклад в снижение темпов развития розничной торговли и строительства, отмеченное в июне текущего года.

В I полугодии текущего года сохранялся опережающий рост заработной платы по сравнению с ростом производительности труда в большинстве отраслей экономики, кроме отрасли «связь».

При сохранении относительно высоких помесечных темпов роста ВВП в течение второго полугодия 2004 г. (на уровне 0.5%-0.4%) из-за эффекта «возрастающей базы» прошлого года, а также относительного ослабления внешнего спроса темп роста ВВП понизится и в целом за 2004 год оценивается на уровне 6.7 процента.

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Показатели	2003 год		2004 год			
	июнь	январь-июнь	июнь	январь-июнь	Справочно:	
					май	январь-май
Экономический рост, в % к соответствующему периоду предыдущего года						
ВВП	107.8	107.7	107.8 ¹⁾	107.4 ¹⁾	107.0 ¹⁾	107.4 ¹⁾
Объем промышленной продукции	107.0	106.8	109.2	107.4	105.5	107.0
Инвестиции в основной капитал	111.8	111.8	111.8	112.6	112.5	112.8
Инфляция, прирост в % (на конец периода)						
Потребительские цены	0.8	7.9	0.8	6.1	0.7	5.3
Цены производителей в промышленности	0.7	5.1	2.5	17.7	2.1	14.9
Финансы населения						
Номинальная начисленная среднемесячная зарплата, в руб.	5550	5048	6980 ²⁾	6407 ²⁾	6524	6292
Реальная зарплата, в % к соответствующему периоду предыдущего года	109.5	109.5	113.5 ²⁾	114.1 ²⁾	112.8	114.3
Реальные располагаемые денежные доходы, в % к соответствующему периоду предыдущего года	114.5	115.6	110.7	109.8	102.1	109.6
Федеральный бюджет, в % к ВВП						
Доходы	17.3	17.9	20.0	17.7	18.0	17.2
Дефицит(-), профицит(+)	1.0	3.1	5.3	4.3	6.7	4.1
Первичный дефицит(-), профицит(+)	2.6	5.0	6.4	5.7	7.3	5.5
Деньги и кредит						
Рост денежной массы (M2), в % за период	7.1	23.1	2.6 ¹⁾	12.6 ¹⁾	1.2	9.8
Обменный курс, в руб. за 1 долл. США (средний за период)	30.484	31.268	29.03	28.78	28.99	28.73
Индекс реального обменного курса рубля к доллару США, в % ¹⁾	102.2	111.0	100.1	104.4	99.0	104.3
Внешнеэкономическая деятельность, в млрд.долл.США						
Экспорт товаров	11.1	62.8	12.9 ¹⁾	77.7 ¹⁾	13.7	65.2
Импорт товаров	6.0	33.9	7.8 ¹⁾	42.2 ¹⁾	7.4	34.4
Золотовалютные резервы (изменение за период)	-0.452	+16.637	+2.614	+11.288	+2.948	+8.674

¹⁾ Оценка Минэкономразвития России

²⁾ Предварительные данные

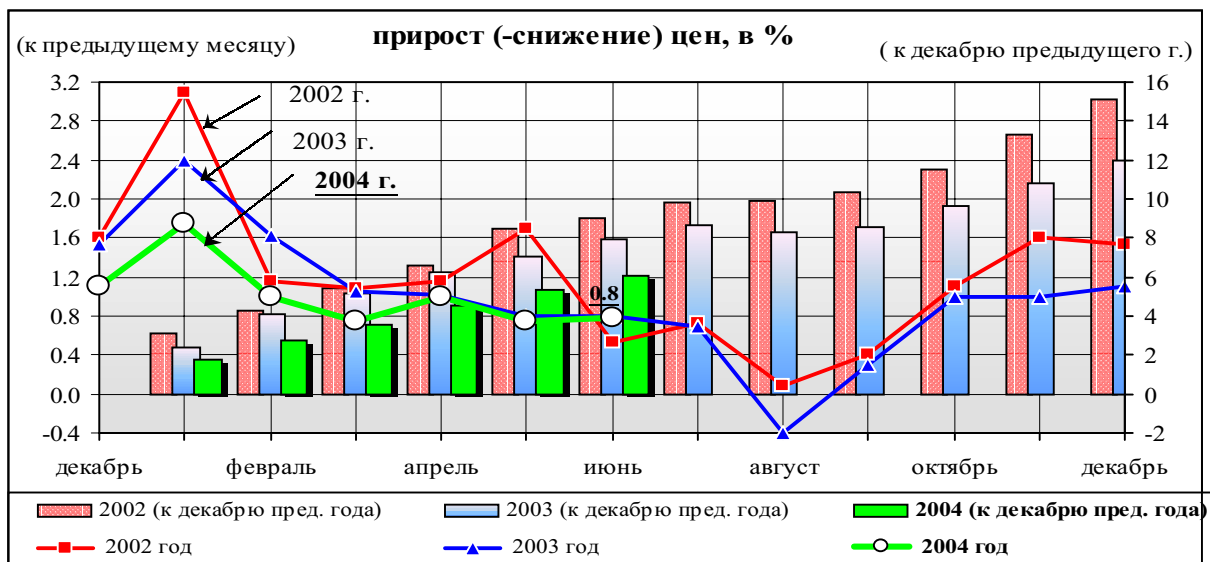
3.2 Уровень инфляции и динамика цен

За январь – июнь 2004 г. инфляция на потребительском рынке составила 6.1%, снизившись в 1.3 раза по сравнению с аналогичным периодом 2003 года (7.9 процента).

Показатель «базовой» инфляции (БИПЦ), очищенный от сезонных колебаний, составивший за I полугодие 2004 года 4.3%, также снизился по сравнению с показателями за I и II полугодия 2003 года (4.7% и 6.2% соответственно).

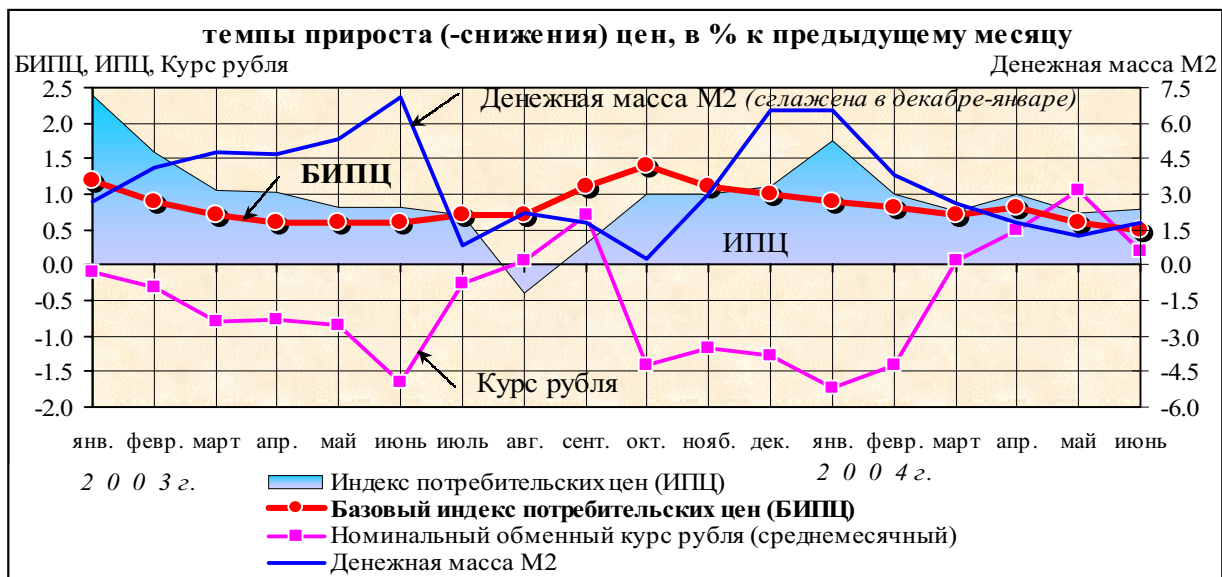
За прошедший период динамика инфляции в основном имела понижающийся тренд. После незначительного подъема темпов инфляции в январе до 1.8%, в феврале темпы прироста цен снизились до 1.0%, а с марта по июнь ежемесячный темп инфляции держится на отметке 0.7-0.9% (кроме апреля).

Динамика инфляции (ИПЦ) на потребительском рынке



Траектория БИПЦ, также как и ИПЦ, в I полугодии 2004 года имела медленно затухающий характер - ее темп с 0.9% в январе понизился до 0.5% в июне.

Динамика базового индекса потребительских цен



Анализ динамики и характера инфляции в январе-июне 2004 г., проведенный в Минэкономразвития, показывает, что замедление темпов инфляции в истекшем полугодии произошло за счет следующих факторов:

- *ограничения роста регулируемых цен и тарифов естественных монополий.* Вклад данного фактора в инфляцию за истекший период года снизился до 1.3 п.п., составив в общей инфляции 22% против 2.3 п.п. (29%) в январе-июне 2003 г.
- *роста номинального обменного курса рубля по отношению к декабрю 2003 г., который дал отрицательный вклад в инфляцию.* За январь-июнь 2004 г. он составил – 0.4 п.п. (-7%) против –0.3 п.п. за аналогичный период прошлого года;
- *замедления темпов роста доходов населения в начале текущего года.* Вклад данного фактора в инфляции снизился до 0.6 п.п. (10%) против 0.9 п.п. в прошлом году (12 процентов).

3.3 Внешнеэкономическая деятельность

Внешнеторговый оборот России в январе-июне 2004 года составил, по оценке, 119.9 млрд. долл. и увеличился по сравнению с соответствующим периодом 2003 года на 23.9 процента, в том числе со странами дальнего зарубежья – 98.3 млрд. долл. (+22.0%), со странами СНГ – 21.6 млрд. долл. (+34.2 процента).

Положительное сальдо торгового баланса составило 35.5 млрд. долл., в том числе со странами дальнего зарубежья – 32.0 млрд. долл., со странами СНГ – 3.5 млрд. долл.



Экспорт из России в страны дальнего зарубежья в январе-июне 2004 года, по оценке, составил 65.2 млрд. долл., что на 22.3% больше, чем в первом полугодии 2003 года.

В первом полугодии в области поддержки экспорта товаров и услуг усилия были направлены на реализацию системы мер государственной поддержки отечественных экспортеров в целях повышения экспортного потенциала и роста доли высокотехнологичной и наукоемкой продукции в общем объеме российского экспорта.

Все большее значение для эффективной поддержки экспорта и продвижения продукции и услуг на внешние рынки приобретает выставочно-ярмарочная деятельность. В этой области осуществлялись меры по улучшению координации при подготовке и проведении российских экспозиций на крупнейших международных выставочно-ярмарочных мероприятиях за рубежом, которые предусмотрены Перечнем выставок и ярмарок, организуемых за рубежом в 2004 году.

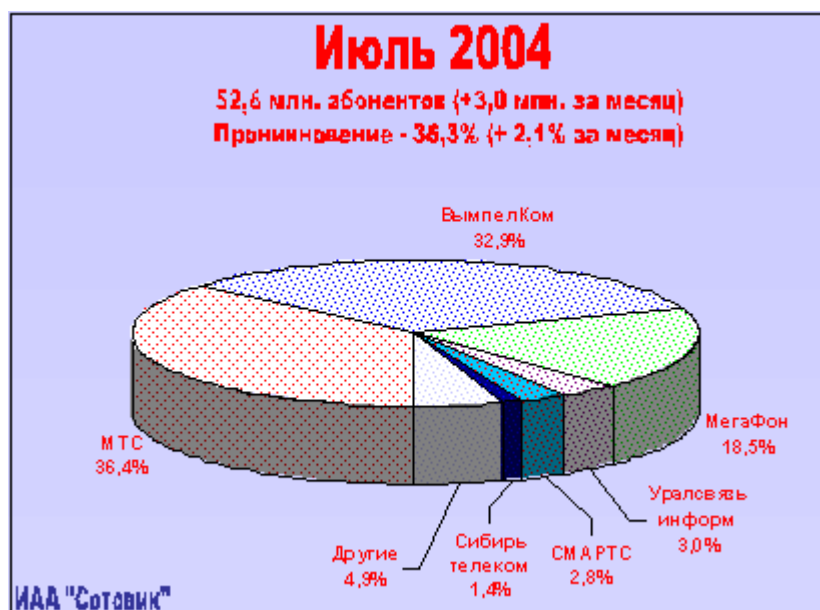
Большое внимание продолжало уделяться вопросам улучшения условий доступа для российских товаров на внешние рынки. Осуществлялась целенаправленная деятельность соответствующих подразделений Минэкономразвития России по отмене дискриминационных ограничений в отношении российских товаров. Проводилась работа в направлении универсального признания России страной с рыночной экономикой. В тех же целях предпринимались меры по дальнейшей гармонизации, сближению или взаимному признанию технических норм и стандартов.

Отношения со странами строились по пути совершенствования условий торгово-экономического сотрудничества, создания благоприятных условий для взаимовыгодного экономического сотрудничества.

4. Анализ отрасли.

4.1. Развитие рынка сотовой связи РФ

Исторически июль в России всегда был наиболее "мощным" месяцем, если говорить о летнем приросте абонентских баз операторов сотовой связи. 2004-й год не стал исключением. Общее число абонентов сотовой связи в России выросло практически до 53 млн. Суммарный прирост числа абонентов в июле 2004 года превысил 3.05 млн, а считая с декабря 2003 года рост составил уже 16.3 млн. За год, прошедший с июля 2003 года абонентская база российских операторов сотовой связи почти что удвоилась - рост составил 95% или 25.64 млн.



В Москве число абонентов сотовой связи за месяц выросло на 360.000, что обеспечило всего лишь 12% общего прироста числа абонентов по России.

"ВымпелКом", ужесточил политику в отношении учета оттока, ограничив срок "неактивности" (когда абонент сохраняет нулевой баланс на своем счете) четырьмя месяцами. Последствие использования этой новой политики - весьма скромные итоги месяца, тогда как МТС завершил июль, нарастив свою абонентскую базу в Москве еще на 230.000. Московский "МегаФон" подписал более 110.000 новых абонентов - это наивысшее достижение, которого когда-либо добивалась компания в московской лицензионной зоне.

МТС, таким образом, вернул себе звание лидера в Московском регионе по числу абонентов, которое было утеряно в январе 2002 года, к тому же МТС смог подключить в июле больше абонентов, чем любая другая компания совокупно по регионам, не включая абонентские базы Московского региона и С.Петербурга+Ленобласти. На долю "ВымпелКома" осталось лишь первенство по числу подключений (но не по числу абонентов) в С.Петербурге. "МегаФон", как ожидает MForum (с этим согласны и аналитики АС&М) в августе "возьмет планку" 10 млн абонентов.

	31.07.2004	30.06.2004
Общее число абонентов мобильной связи России	52.520.000	49.470.000
Проникновение в России	36.2%	34.1%
Общее число абонентов мобильной связи в Москве	13.759.384	13.397.720
Проникновение в Москве	81.0%	78.9%
Общее число абонентов мобильной связи в С.Петербурге	4.684.195	4.425.304
Проникновение в С.Петербурге	73.9%	69.8%
Общее число абонентов мобильной связи в регионах (без Московского и С.П.+Ленобл.)	34.076.421	31.646.976
Проникновение в регионах	28.0%	26.0%
Источник: АС&М		

16 июля 2004 года МТС приобрел акции "Уздунробиты" - лидирующего оператора GSM/AMPS в Узбекистане. Сделка завершилась 2 августа 2004 года, поэтому абоненты "Уздунробиты" будут консолидироваться в совокупную базу МТС, начиная с конца августа 2004 года. В настоящее время "Уздунробита" обслуживает около 224,000 абонентов.

Весьма активная конкуренция наблюдается в последнее время в Украине. Ведущие игроки, как-то МТС (УМС) и "Киевстар" вступили в жесткую фазу конкуренции, причем "Киевстар" выступает в качестве догоняющего. Можно ожидать, что конкуренция усилится, по мере развертывания пан-Украинских сетей компаниями DCC и WellCOM.

Все же в сравнении, следует признать, что большинство стран СНГ заметно отстают от России по таким показателям, как темпы прироста абонентских баз операторов сотовой связи и росту проникновения. Все сотовые операторы СНГ (включая Россию) в совокупности обслуживают около 65 млн абонентов по итогам 1 полугодия 2004 (30 июня 2004 года), при этом доли России и Украины составляют, соответственно, 76% и 13% от общего числа абонентов.

Таблица 4.1.1 Темпы прироста абонентских баз операторов сотовой связи и рост проникновения

Операторы	31-07-2004	30-06-2004
МТС	24.937.500	23.534.000
Москва	6.350.000	6.120.000
Украина (УМС)	4.960.000	4.634.000
Неконсолидированные абоненты в Беларуси	817.500	744.700
"ВымпелКом"	17.300.000	16.290.000
Москва	6.204.000	6.183.000

"МегаФон"	9.758.995	9.046.320
Москва	1.145.484	1.035.405
Таджикистан	25.300	24.180
"Уралсвязьинформ"	1.617.500	1.492.600
Группа СМАРТС	1.491.000	1.410.000
"Сибирьтелеком"	710.175	677.800
"Нижегородская сотовая связь"	453.000	451.834
"Екатеринбургская сотовая связь"	304.906	294.231
"Скай Линк"	184.000	184.000
"Новая телефонная компания"	180.920	160.886

Существенным фактором развития отрасли сотовой связи является постоянный прогресс в области производства и продаж мобильных телефонов. Очевидно, что имеется взаимосвязь между этими двумя сферами.

Наиболее значимым фактором развития этих отраслей является прирост абонентских баз операторов за соответствующий период времени (особенно на региональных рынках).

Пока российский рынок сотовой связи будет характеризоваться высокими темпами роста, именно составляющая прироста абонентских баз будет оказывать наибольшее влияние на объемы рынка. При этом следует учитывать, что по мере роста степени проникновения на различных рынках растет и доля абонентов, которые одновременно используют несколько сим-карт (обычно не более 2-х). Естественно, следует учитывать, что абсолютный прирост абонентских баз на рынке не эквивалентен числу реально появившихся новых абонентов на рынке, которые и создают основной объем покупок для рынка сотовых телефонов. Следующим фактором, который следует учитывать при оценке объемов рынка сотовых телефонов, является объем рынка, вызванный процессом «replacement» (покупка телефонов на замену устаревших моделей). Данный сегмент рынка в РФ во многих регионах только формируется. Тем не менее, на рынке существует ограниченное число развитых региональных рынков, где данный сегмент уже играет значительную роль при формировании объемов рынка.

Вновь приобретаемые модели, в основном, относятся к средней ценовой категории и выше.

Российский рынок является «перевалочным пунктом» для поставок сотовых телефонов в ряд стран бывшего СССР.

Упрощенная форма описания рынка сотовых телефонов: Официальные поставки производителей + «Серый» ввоз сотовых телефонов – Реэкспорт в страны бывшего СССР = Прирост абонентских баз* + Объем рынка «replacement» +/- Изменение товарных запасов в торговых сетях.

* с учетом корректировки на число абонентов, пользующихся несколькими сим-картами.

Очевидный фактор роста серого рынка обусловлен реформой властных структур, и, в частности, появлением Мининформсвязи, которое затруднило сертификацию новых моделей.

Под объемом рынка на уровне розничных продаж следует понимать объем продаж новым абонентам + объем рынка «replacement».

По оценкам ИАА «Сотовик», объем рынка розничных продаж сотовых телефонов по итогам 1 полугодия 2004 г. составил около 13,5 млн. штук или около 2 млрд. USD. При этом, во
Отчет №897-04 об оценке рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».

2 квартале 2004 г. зафиксирован заметный рост объемов рынка, как в штучном, так и в денежном выражениях. Кроме того, ожидается дальнейший рост объемов рынка по итогам следующего квартала.

Итоги первого квартала 2004 г. демонстрируют существенный прирост абонентской базы сотовых операторов. Уровень проникновения сотовой связи в России за три месяца 2004 г. вырос с 26 до 29%. Полученные данные позволяют пересмотреть прогноз справедливой стоимости ADR ОАО «МТС» и ОАО «ВымпелКом» в сторону повышения.

Новый уровень справедливой оценки одной ADR для ОАО «ВымпелКом» составляет 133 долл., для ОАО «МТС» - 153 долл. Результаты первого квартала 2004 г. подтверждают выбранную направленность стратегий развития МТС и ВымпелКома. Это максимально использование преимуществ экстенсивного развития в регионах у ВымпелКома, и завоевание более прочных позиций на рынке сотовой связи Москвы у МТС.

В среднесрочной перспективе конкурентные преимущества МТС на сотовом рынке Москвы оцениваются как более высокие. В условиях практически полной насыщенности услугами сотовой связи МТС делает ставку на развитие стандартных видов дополнительных услуг - передачу СМС-сообщений. Именно эти виды услуг встречают повышенный спрос со стороны абонентов. В тоже время ОАО «ВымпелКом» более уверенно чувствует себя на региональном рынке сотовой связи. Затраты на привлечение одного дополнительного абонента у него по-прежнему ниже чем у МТС, а в качестве способа выхода на новый рынок компания предпочитает строительство новых сетей связи нежели приобретение уже готовых местных операторов. Этому способствует более сильная финансовая поддержка компании со стороны основных акционеров компании. По итогам первого квартала 2004 г. прирост абонентской базы у ВымпелКома в регионах составил 1970 тыс. чел, что на 127 тыс. больше прогнозируемого нами значения. В то же время фактический прирост количества абонентов МТС в Москве оказался 44 тыс. чел. выше ожидаемого. В целом же, итоги первого квартала 2004 г. не содержат основания для пересмотра конкурентных преимуществ развития МТС и ВымпелКома.

5. Характеристика оцениваемой Компании.

5.1 Юридические и физические данные о Компании.

Название Компании – ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (МТС).

Основной вид деятельности – телекоммуникации, оператор мобильной связи GSM.

Лицензия - Лицензии Министерства РФ по связи и информатизации NN 14452-14457, 14662-14668, 14680, 15282, 15403. Товар и услуги сертифицированы.

Учредители:

АФК «Система» (50,4%)

Т-Mobile — Deutsche Telecom (25,1%)

Акции в свободном обращении (22,5%)

Другие (2%)

5.2. Общие данные о Компании.

ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (МТС) — крупнейший оператор сотовой связи в России и странах СНГ, обслуживающий более 22,8 миллионов активных абонентов. Лицензионный портфель МТС включает большинство регионов России, Украину и Белоруссию, а население, проживающее на лицензионной территории компании, достигает 200,6 миллиона человек.

МТС уделяет приоритетное внимание сервису и обслуживанию абонентов: открыто более 200 комплексных центров продаж и обслуживания, более 7000 дилерских точек, где можно подключиться к сети.

Благодаря обширной собственной сети и набору роуминговых соглашений абоненты МТС остаются на связи в 140 странах мира и 700 городах России, Украины и Белоруссии.

5.3. Зона обслуживания МТС и дочерних компаний.

Зона обслуживания приведена для двухдиапазонных телефонов GSM-900/1800

К тарифной зоне внутрисетевого роуминга также относятся:

Республика Марий-Эл — зона действия филиала ОАО «ВолгаТелеком»;

Республика Северная Осетия — Алания — зона действия оператора «Телесот-Алания»;

Республика Дагестан — зона действия оператора «Дагтелеком»;

Республика Бурятия — зона действия оператора «Улан-Удэнская Сотовая Сеть».



5.4. История развития Компании.

Компания «Мобильные ТелеСистемы» была образована Московской городской телефонной сетью (МГТС), Deutsche Telecom (DeTeMobil), Siemens и еще несколькими акционерами как закрытое акционерное общество в октябре 1993 года. Четыре российских компании владели 53% акций, две немецкие компании — 47%. В начале 1995 года АФК «Система» приобрела пакет у российских держателей акций, а DeTeMobil выкупил акции компании Siemens.

1 марта 2000 года в результате слияния ЗАО «МТС» и ЗАО «РТК» было образовано ОАО «Мобильные ТелеСистемы». 28 апреля 2000 года Федеральная комиссия по ценным бумагам РФ зарегистрировала начальную эмиссию акций ОАО «МТС».

В этом же году компания вышла на мировые фондовые рынки. С 30 июня акции МТС котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже (в виде американских депозитарных расписок) под символом *МВТ*.

Стартовав в Московской лицензионной зоне в 1994 году, МТС в 1997 году получила лицензии и стала активно развиваться в Твери и Тверской области, Костроме и Республике Коми. В 1998 году МТС купила «Русскую телефонную компанию» и вместе с ней приобрела лицензии на строительство сети в Смоленской, Псковской, Калужской, Тульской, Владимирской и Рязанской областях. Участвуя в работе компании «РеКом», МТС строит сети в Брянской, Курской, Орловской, Липецкой, Воронежской и Белгородской областях. Заключенное соглашение с компанией «Росико» позволяет МТС развивать стандарт GSM-1800 еще в 17 регионах Центральной России и 11 регионах на Урале.

В 2000 году сеть МТС заработала в Амурской и Ярославской областях, республике Удмуртия. В 2001 году МТС продолжила региональную экспансию, расширив свою сеть еще на семь регионов России. В том же году МТС вышла на Северо-Запад России, приобретя компанию «Телеком XXI».

В апреле 2002 года МТС приобрела крупнейшего оператора Юга России — компанию «Кубань GSM», что позволило включить в сеть «Мобильных ТелеСистем» главные курорты страны. В октябре МТС объявила о покупке еще одного оператора в Южном федеральном округе — «Донтелеком», усилив таким образом свое присутствие в этом стратегически важном регионе. Приобретение оператора в Башкортостане, строительство сетей в Перми и Челябинске

укрепили позиции МТС на Урале. В 2002 году запущены сети МТС в Мурманске, Тамбове, Архангельске и Ненецком АО, Вологде, Тюмени, Республике Карелии и на Алтае. В октябре компания расширила свой лицензионный портфель: приобретение «Мобильными ТелеСистемами» ООО «Бит» принесло МТС лицензии на предоставление услуг мобильной связи стандарта GSM 900 в четырех регионах России: Туве, Сахалинской области, Чукотском автономном округе и Республике Калмыкии.

В июне 2002 года МТС запустила сеть в Республике Беларусь.

В августе 2003 года МТС завершила приобретение 100% акций УМС, лидера рынка мобильной связи на Украине.

В соответствии со своей стратегией региональной экспансии в апреле МТС стала владельцем контрольного пакета акций крупнейшего оператора в Татарстане «ТАИФ-ТЕЛКОМ».

В 2003 году МТС приобрела 100% акций ряда ведущих региональных операторов сотовой связи: «Сибчелендж» (Красноярский край, Республика Хакасия, Таймырский (Долгано-Ненецкий) АО), «Томская Сотовая Связь» (Томская область), «МарМобайл GSM» (Республика Марий Эл). Кроме того, в результате серии сделок, МТС стала владельцем 50% акций компании «Примтелефон» (Приморский край и Сибирь), 50% «Астрахань Мобайл» (Астраханская область), 50% «Волгоград Мобайл» (Волгоградская область). Лицензионная зона компании в Российской Федерации увеличилась до 76 регионов, население которых составляет 127,3 млн. человек.

В соответствии со стратегией консолидации, компания увеличила свое участие до 100% в компании «Кубань GSM», до 88,5% в компании «Сибирские Сотовые Системы-900» (Новосибирская область, Республика Алтай), до 99,85% в «Уралтел» (Свердловская область).

Наряду с приобретением региональных операторов сотовой связи, МТС продолжила строительство собственных сетей и в 2003 году осуществила коммерческий запуск в Оренбургской и Саратовской областях, Алтайском крае.

На сегодняшний день ОАО «Мобильные ТелеСистемы» является крупнейшим оператором сотовой связи в Восточной и Центральной Европе.

5.5. МТС на фондовой бирже.

Выпуск АДР МТС 3-го уровня был успешно размещен на [Нью-Йоркской фондовой бирже](#) (NYSE: MBT) 30 июня 2000 года. МТС стала второй в России компанией, осуществившей программу АДР самого высокого уровня. АДР были выпущены Morgan Guaranty Trust Company of New York, депозитарием компании. Каждая АДР представляет собой 20 обыкновенных именных акций МТС.

В настоящее время, АДР компании также торгуются на Лондонской фондовой бирже, Франкфуртской бирже, Берлинской фондовой бирже и Мюнхенской фондовой бирже. Основные объемы торгов приходятся на Нью-Йоркскую фондовую биржу.

С апреля 2003 года около 5% акций МТС обращаются в форме Глобальных депозитарных расписок, что увеличило количество акций в свободном обращении до 22,5%.

С 3 октября 2003 года акции МТС включены в перечень внесписочных ценных бумаг Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ). В декабре 2003 года акции МТС получили *Б-листинг* на ММВБ.

Зарегистрированы следующие выпуски ценных бумаг ОАО «МТС» :

Первый выпуск - выпуск обыкновенных акций в количестве 1 634 527 440 штук номинальной стоимостью 0,1 руб. размещенных путем конвертации обыкновенных именных акций ЗАО «МТС» в акции ОАО «МТС» зарегистрирован Московским РО ФКЦБ России 27.04.2000 г., государственный регистрационный номер выпуска 1-01-04715-А.

Второй выпуск - внеочередным общим собранием акционеров ОАО «МТС» от 04.04.2000г. (Протокол № 1) принято решение об увеличении уставного капитала Общества до 199 332 615 рублей путем размещения 358 798 710 дополнительных обыкновенных акций номинальной стоимостью 0,1 рубля каждая по закрытой подписке.

Решение о выпуске ценных бумаг и проспект эмиссии зарегистрированы Московским РО ФКЦБ России 10.05.2000г., государственный регистрационный номер выпуска 1-02-04715-А.

Распоряжением Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе от 22.01.04 № 115 осуществлено объединение выпусков обыкновенных именных бездокументарных акций ОАО «МТС» № 1-02-04715-А от 10.05.2000 и № 1-01-04715-А от 22.01.2004г. Государственный регистрационный номер 1-02-04715-А от 10.05.2000 аннулирован и указанному выпуску присвоен Государственный регистрационный номер 1-01-04715-А от 22.01.2004г.

6. Анализ финансово-хозяйственной деятельности.

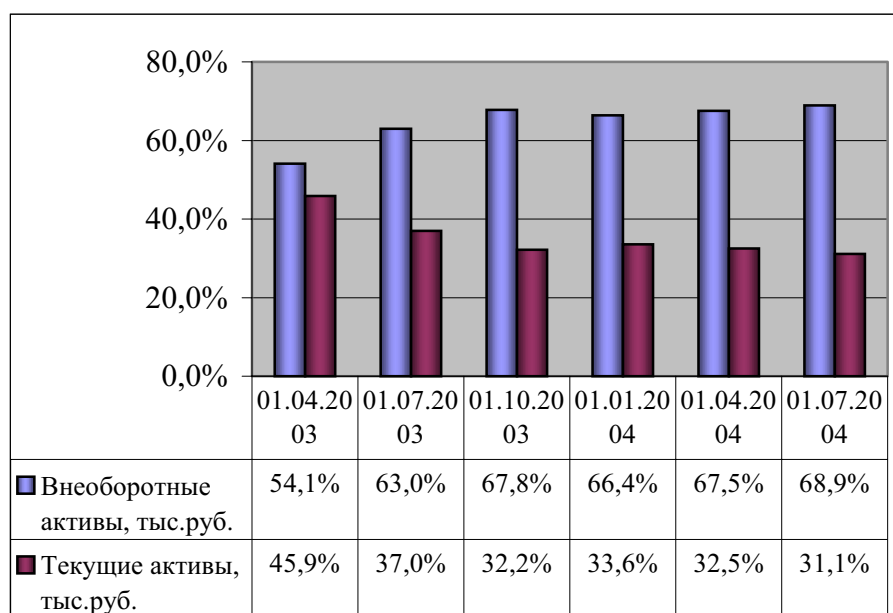
Источниками информации для анализа финансового состояния являлись:

- форма N 1 «Бухгалтерский баланс» за 2003 год поквартально, 1-й квартал 2004 года, полугодие 2004 года;
- форма N 2 «Отчет о прибылях и убытках» за 2003 год поквартально, 1-й квартал 2004 года, полугодие 2004 года;

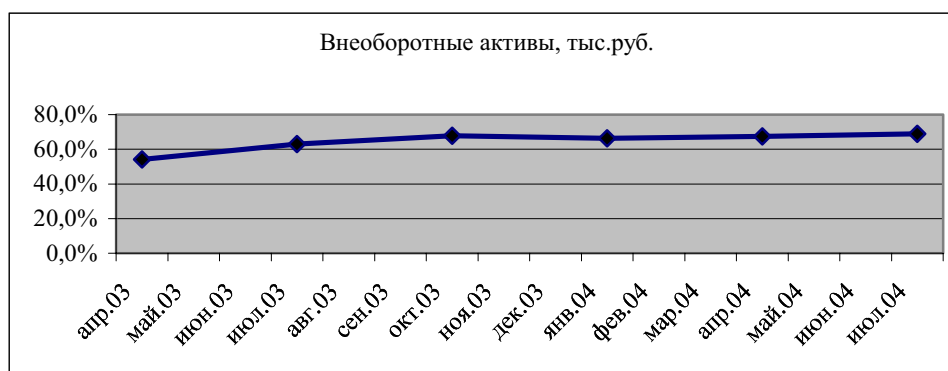
**Таблица 6.1. Состав активов ОАО «МТС»
за анализируемый период.**

	01.04.2003	01.07.2003	01.10.2003	01.01.2004	01.04.2004	01.07.2004
Всего активов, тыс. руб.	71583224	76474844	88822631	97858532	100395773	101393174
Внеоборотные активы, тыс.руб.	38717398	48164205	60216287	64996575	67760142	69903226
Текущие активы, тыс.руб.	32865826	28310639	28606344	32861957	32635631	31489948

В целом, увеличение имущества свидетельствует о наращивании Предприятием хозяйственного оборота. На конец анализируемого периода большую часть в структуре имущества занимают внеоборотные активы.

Диаграмма 6.1. Динамика изменений состава активов ОАО «МТС» за анализируемый период.

В конце анализируемого периода структура имущества характеризуется достаточно высокой долей внеоборотных активов, которая повысилась с 54,1% до 68,9%. Внеоборотные активы Предприятия за анализируемый период увеличились с 34 717 398 тыс. рублей до 69 903 226 тыс. руб.



Увеличение произошло за счет увеличения долгосрочных финансовых вложений на 18 345 244 тыс. руб. (с 13 233 068 тыс. руб. до 31 578 312 тыс. руб.). Основная часть внеоборотных активов в анализируемом периоде неизменно приходилась на долгосрочные финансовые вложения.

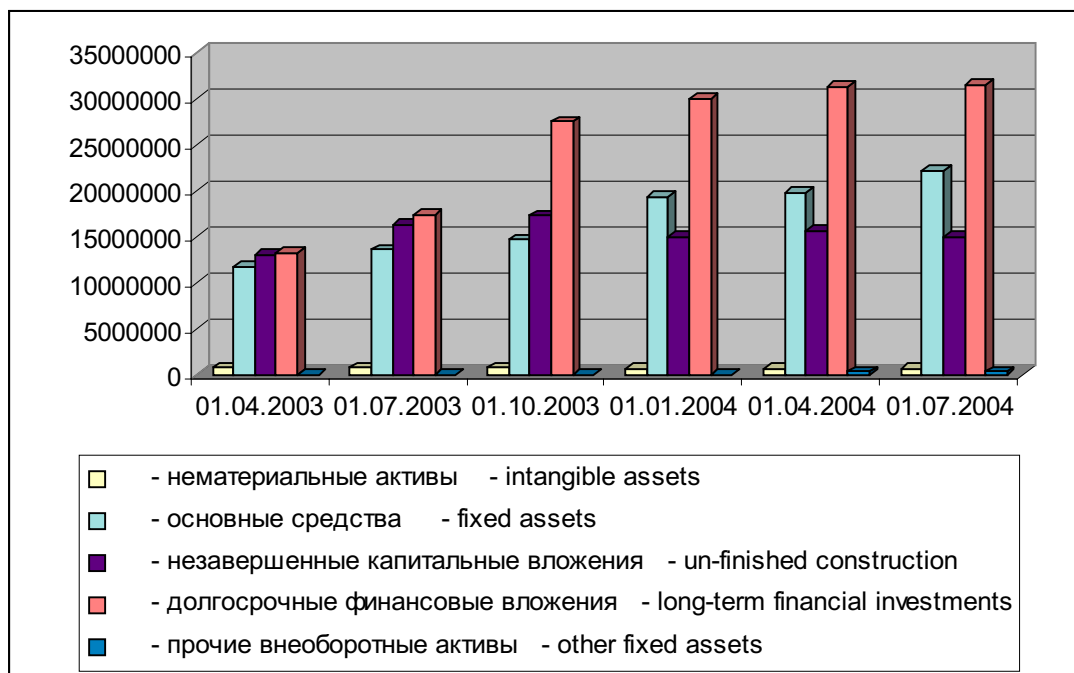
Доля основных средств в имуществе на конец анализируемого периода составила 31,8%.

Стоимость нематериальных активов Предприятия снизилась со 800 468 тыс. руб. до 716 603 тыс. руб.

Доля незавершенных капитальных вложений в имуществе на конец анализируемого периода составила 21,5%.

Структура внеоборотных активов за анализируемый период существенно не изменилась.

Отчет №897-04 об оценке рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».



В течение анализируемого периода доля оборотных активов в общей стоимости активов, снизилась с 45,9% до 31,1%. В абсолютном выражении о стоимость оборотных активов уменьшилась с 32 865 826 тыс. руб. до 31 489 948 тыс. руб.

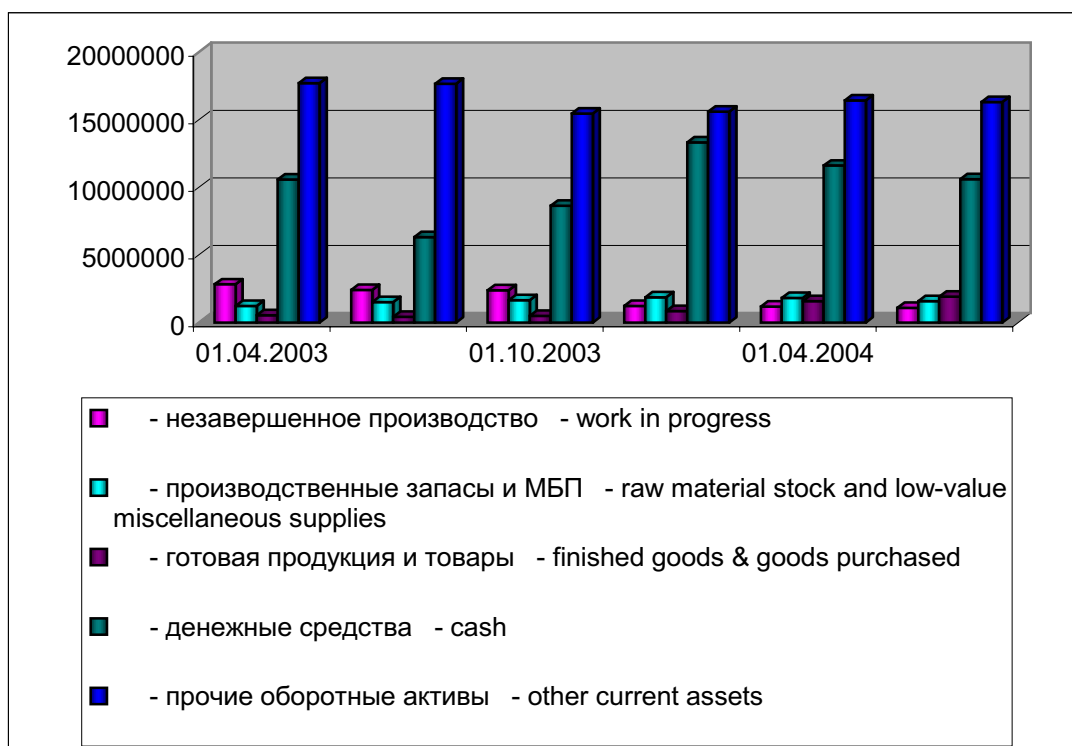
Структура оборотных активов за анализируемый период существенно не изменилась. В то же время, в анализируемом периоде основная часть оборотных активов неизменно приходилась на прочие текущие активы (дебиторскую задолженность платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты) и на конец анализируемого периода составили 51,8 %).

Стоимость запасов за анализируемый период увеличилась на 347 281 тыс. руб. (с 1 231 558 тыс. руб. до 1 578 839 тыс. руб.), при этом доля запасов в оборотных активах увеличилась (с 3,7% до 5,0%).

Стоимость незавершенного производства за анализируемый период уменьшилась на 1 737 745 тыс. руб. (с 2 424 418 тыс. руб. до 1 086 673 тыс. руб.), при этом доля незавершенного производства в оборотных активах уменьшилась (с 8,6% до 3,5%).

Стоимость готовой продукции и товаров за анализируемый период увеличилась на 1 384 065 тыс. руб. (с 528 477 тыс. руб. до 1 912 542 тыс. руб.), при этом доля готовой продукции и товаров в оборотных активах увеличилась (с 1,6% до 6,1%).

Доля денежных средств за анализируемый период изменилась незначительно (с 32,2% до 33,7%).



Пассивы предприятия (источники финансирования) по признаку принадлежности разделяются на собственный капитал и заемный капитал.

Инвестированный капитал составляет 70,5% доли общих пассивов.

В составе инвестированного капитала выделяют следующие составляющие на 1 июля 2004 г. Уставной капитал 24,7% или 17 639 415 тыс. руб.

(в Уставной капитал входит сам уставной капитал на сумму 199333 тыс. руб. и добавочный капитал 17 440 082 тыс. руб.)

Накопленный капитал 38,6% или 27 599 500 тыс. руб.

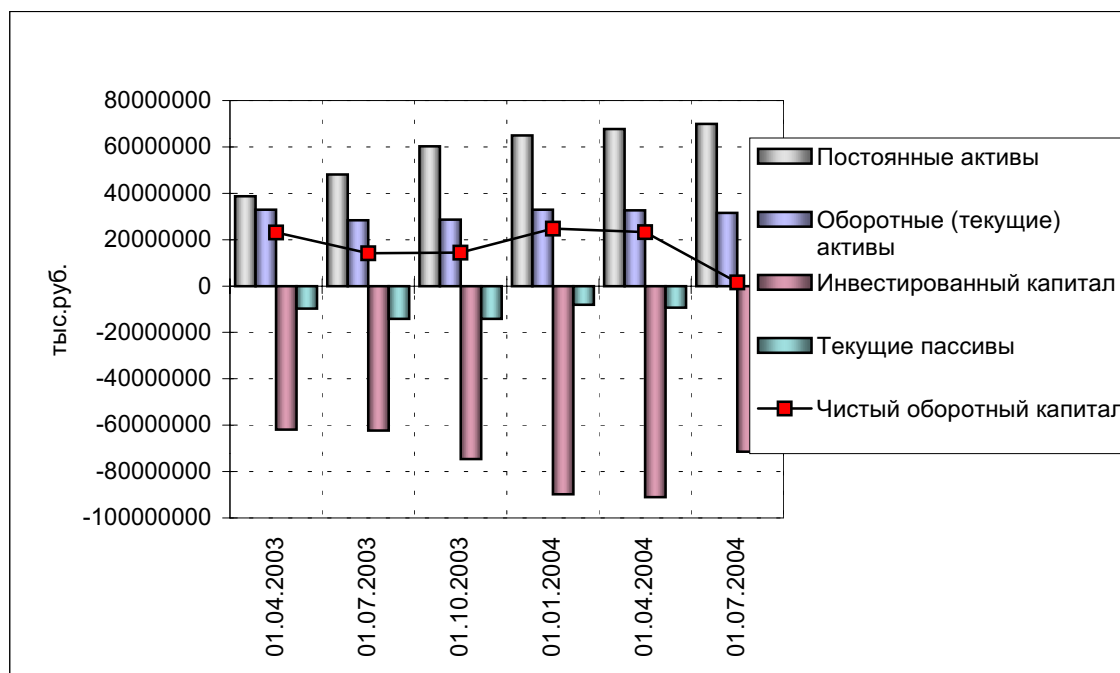
Положительная величина накопленного капитала говорит о том, что предприятие имеет прибыли.

Долгосрочные обязательства на 1 июля 2004 г. составляют 36,7 % или 26 228 416 тыс. руб.

Текущие пассивы состоят в основном из краткосрочных кредитов 37,8%, кредиторская задолженность 18,5%, расчетов с бюджетом 2,8%, расчеты по заработной плате 0,6%, прочие текущие пассивы 40,4%.

Чистый оборотный капитал имеет положительную величину и на 1 июля 2004 года равен 1 564 105 тыс. руб., положительное значение ЧОК показывает, какая доля оборотных активов финансируется за счет собственного капитала компании.

Диаграмма 6.1 Чистый оборотный капитал



Коэффициент общей ликвидности имеет значение на конец рассматриваемого периода ниже нормативного (2) и равно 1,058. Коэффициент срочной ликвидности ниже нормативного (0,9) и равен 0,420.

Коэффициент абсолютной ликвидности выше нормативного (0,2) и равен 0,356, т.е. способность выполнять краткосрочные обязательства за счет свободных денежных средств высокая. Коэффициент покрытия среднесрочных платежей денежными средствами равен 31,05 дня, т.е. на конец анализируемого периода фактический остаток свободных денежных средств покрывает 31 день усредненных платежей.

На 1 июля 2004 года прибыль от обычной деятельности составила 6 143 798 тыс. руб.

Прибыльность продаж находилась в пределах от 33,8% до 46,4%, на 1 июля 2004 года показатель равен 45,7%, значение показывает долю прибыли от основной деятельности в выручке от реализации.

Рентабельность всего капитала в течение анализируемого периода находилась в пределах от 2,9% до 5,3%, на 1 июля 2004 года равна 2,9%. Рентабельность всего капитала показывает, сколько чистой прибыли без учета стоимости заемного капитала приходится на рубль вложенного в предприятие капитала.

Необходимо отметить, что рост рентабельности собственного капитала также находился в диапазоне от 6,1% до 10,4%, на 1 июля 2004 года составил 6,1%. Рентабельность собственного капитала характеризует эффективность использования вложенных в организацию собственных средств. Рентабельность собственного капитала показывает, сколько чистой прибыли приходится на рубль собственных средств.

Положительный «эффект рычага» 3,27% свидетельствует, что увеличение заемного капитала повышает рентабельность собственного капитала.

Анализ периода оборота каждого из элементов текущих пассивов отражает продолжительность периода (в днях), в течение которого организация имеет возможность распорядиться данным источником финансирования.

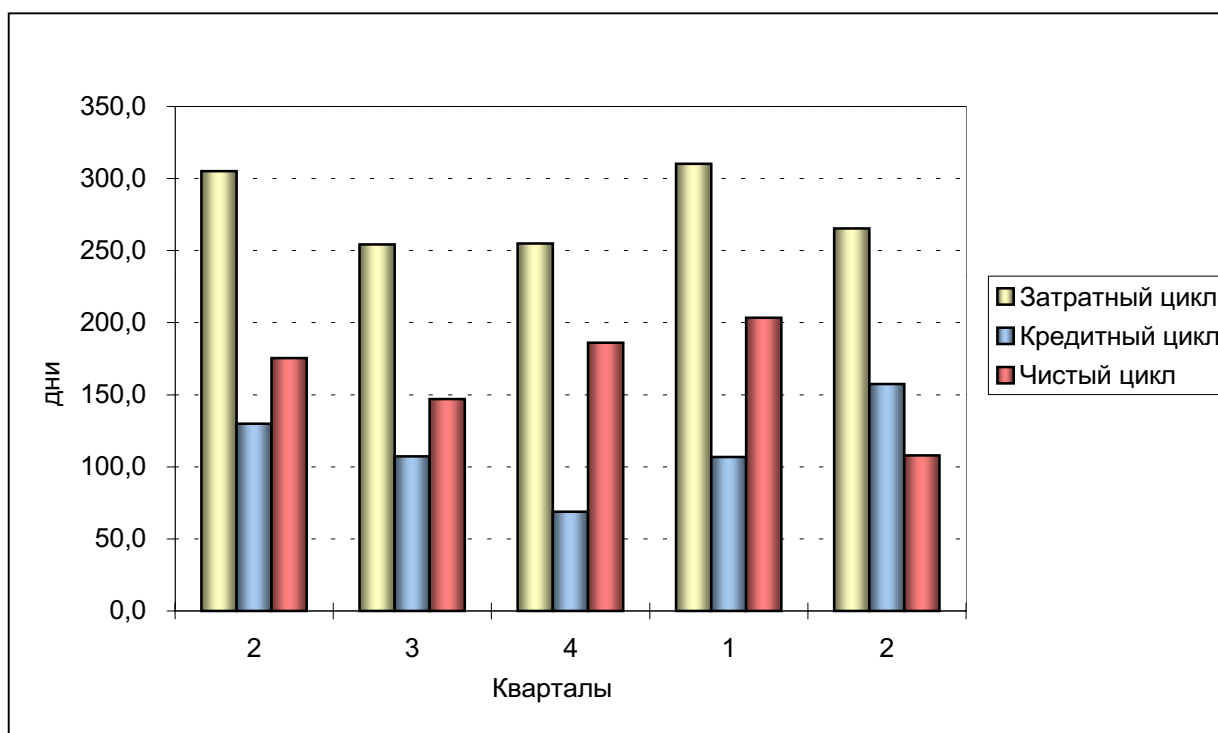
Так оборот кредиторской задолженности составил 50 дней

оборот авансов покупателей составил 0 дней

оборот прочих текущих пассивов составил 107 дней

Сумма периодов оборота элементов текущих пассивов носит название **кредитный цикл** предприятия и составляет 157 дней.

Диаграмма 6.2 Периода оборотов оборотных активов и текущих пассивов



Чем больше кредитный цикл, тем эффективнее предприятие использует возможность финансирования текущей деятельности за счет непосредственных участников производственного процесса.

Сумма периодов оборота отдельных элементов текущих активов, за исключением денежных средств, составляет **затратный цикл** предприятия и равен 265 дней.

Разность между затратным и кредитным циклом называется **чистым циклом** и равна 108 дней, характеризует организацию финансирования производственной деятельностью.

Коэффициент автономии равен 0,806 ниже нормативного (1). Коэффициент обеспеченности долгосрочных активов собственными средствами позволяет проконтролировать: то, что за счет собственного капитала должны быть профинансированы постоянные активы и часть оборотных средств. На 1 июля 2004 года коэффициент обеспеченности долгосрочных активов собственными средствами равен 1,022. Для финансово устойчивого предприятия коэффициент обеспеченности долгосрочных активов собственными средствами должен быть больше 1.

Таким образом, на 1 июля 2004 года предприятие характеризуется:

- не достаточной текущей и срочной ликвидностью
- высокой степенью абсолютной ликвидности
- показателем финансовой устойчивости ниже оптимального уровня
- положительным значением чистого оборотного капитала,
- высокими показателями прибыльности от основной деятельности

Финансовое состояние предприятия можно охарактеризовать как устойчивое для данной отрасли. Снижение показателей ликвидности и финансовой устойчивости связано с

возникновением во втором квартале 2004 года краткосрочных кредитов, погашение которых ожидается в течение 12 месяцев. Соответственно, в ближайшей перспективе после погашения кредитов следует ожидать улучшения финансовых показателей

Высокая прибыльность продукции предприятия, в сочетании с прогнозируемым ростом объемом реализации дают основание прогнозировать рост накопленного капитала.

7. Метод рынка капитала (сравнительный подход).

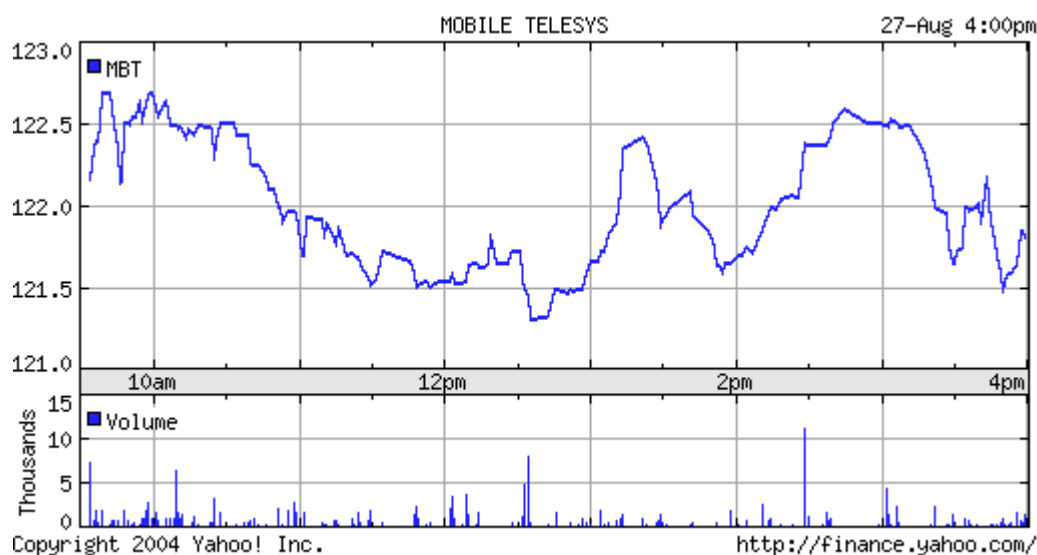
7.1 Определение рыночной стоимости одной акции ОАО «МТС» рассчитанная на основе имеющихся котировок на Нью-Йоркской Фондовой Бирже

С 30 июня 2000 года акции ОАО «МТС» были включены в листинг Нью-Йоркской Фондовой Биржи (NYSE) в виде Американских Депозитарных Расписок (*American Depository Receipts ADR*) под символом MBT.

Американские Депозитарные Расписки MBT были выпущены Morgan Guaranty Trust Company of New York, депозитарием компании. Каждая ADR представляет собой 20 обыкновенных именных акций МТС.

В качестве рыночной стоимости одной обыкновенной акции Оценщиком было принято значение цены закрытия на дату оценки, которое составило 6,091 \$/акция. Для получения цены одной акции цена одной ADR делится на количество акций в ADR.

Диаграмма № 7.1.1 Динамика котировок ADR и объемов торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже за последний день торгов 27 августа 2004 года:



В таблице № 7.1 представлен окончательный расчет рыночной стоимости одной обыкновенной акции составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».

Рыночная стоимость 1 обыкновенной акции ОАО «МТС» в миноритарном пакете, \$	Курс доллара на дату оценки (27.08.2004)	Рыночная стоимость 1 обыкновенной акции ОАО «МТС» в миноритарном пакете, рублей
6,091	29,22	177,98

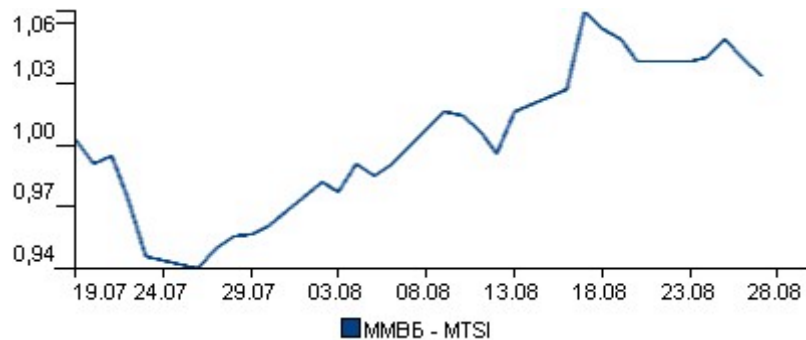
Таким образом, стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» рассчитанная на основе имеющихся котировок на Нью-Йоркской Фондовой Бирже (NYSE) в виде Американских Депозитарных Расписок составляет **177,98 рублей**.

7.2 Определение рыночной стоимости одной акции ОАО «МТС» рассчитанная на основе имеющихся котировок на Московской межбанковской валютной бирже

С 3 октября 2003 года акции МТС включены в перечень внесписочных ценных бумаг Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ). В декабре 2003 года акции МТС получили *Б-листинг* на ММВБ.

В качестве рыночной стоимости одной обыкновенной акции Оценщиком было принято значение цены закрытия на дату оценки, которое составило 6,119 \$/акция.

Изменение цены закрытия, \$



Цена закрытия (Мин) :	5.570 (26.07.2004)
Цена закрытия (Макс) :	6.309 (17.08.2004)
Последнее значение :	6.119
Амплитуда :	12.09%
Кол-во ▲ :	16
Кол-во ▼ :	14
Объем торгов (Мин) :	5 083.644 (10.08.2004)
Объем торгов (Макс) :	645 533.963 (23.07.2004)

В таблице № 7.2 представлен окончательный расчет рыночной стоимости одной обыкновенной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».

Рыночная стоимость 1 обыкновенной акции ОАО «МТС» в миноритарном пакете, \$	Курс доллара на дату оценки (27.08.2004)	Рыночная стоимость 1 обыкновенной акции ОАО «МТС» в миноритарном пакете, рублей
6,119	29,22	178,80

Таким образом, стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» рассчитанная на основе котировок имеющихсся на Московской межбанковской валютной бирже составляет **178,80 рублей.**

Согласование результатов:

В рамках сравнительного подхода стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» рассчитанная на основе имеющихсся котировок на Нью-Йоркской Фондовой Бирже (NYSE) в виде Американских Депозитарных Расписок составляет **177,98 рубля.**

В рамках сравнительного подхода стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» рассчитанная на основе котировок имеющихсся Московской межбанковской валютной бирже составляет **178,80 рублей.**

Учитывая полноту исследованной информации, двум полученным результатам придается одинаковое значение. При согласовании результатов в рамках сравнительного подхода мы берем среднее значение стоимости одной акции, полученное двумя способами.

$$(177,98 + 178,80)/2 = 178,39 \text{ рублей}$$

Таким образом, рыночная стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» определенная сравнительным подходом (методом рынка капитала), составляет, округленно: **178,39 рублей.**

8. Определение стоимости объекта методом капитализации прибыли (доходный подход).

Данный метод основан на допущении, что чистая прибыль компании будет неизменным или будет расти постоянными темпами, так, что стоимость определяется следующим образом:

$$\text{Стоимость} = \text{FCF} / (i-g), \text{ где}$$

FCF – чистая прибыль;

I - ставка дисконтирования;

G - ожидаемые темпы роста свободного денежного потока в бессрочной перспективе.

Выбор анализируемого периода производственной деятельности

В качестве анализируемого периода могут быть выбраны следующие временные отрезки:

- Деятельность последнего отчетного года
- Деятельность прогнозного года
- Средние значения за несколько отчетных лет (3-5 лет)

В качестве анализируемого периода производственной деятельности был выбран период полугодие 2004 года, как наиболее близкий годовой временной интервал к дате оценки.

Выбор величины, которая будет капитализирована

В качестве капитализированной величины может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока. Оценщиками в качестве капитализируемой величины выбрана чистая прибыль, как наиболее реальный показатель деятельности предприятия.

Определение ставки капитализации

С математической точки зрения ставка капитализации – это делитель, который применяется для преобразования величины денежного потока за один период времени в показатель стоимости.

Ставка капитализации обычно выводится из ставки дисконтирования путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока.

Расчет ставки дисконтирования

С технической, т.е. математической, точки зрения ставка дисконта – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющейся базой для определения рыночной стоимости бизнеса.

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дисконта на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, другими словами – это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Если рассматривать ставку дисконта со стороны предприятия как самостоятельного юридического лица, обособленного и от собственников (акционеров), и от кредиторов, то можно определить ее как стоимость привлечения предприятием капитала из разных источников.

Ставка дисконта или стоимость привлечения капитала должна рассчитываться с учетом трех факторов.

Первый – наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации.

Второй – необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени.

Третий – фактор риска.

В данном контексте риск определен как степень вероятности получения ожидаемых в будущем доходов.

Существуют различные методики определения ставки дисконта, наиболее распространенными из которых являются:

Для денежного потока для собственного капитала:

- модель оценки капитальных активов;
- модель кумулятивного построения;

В настоящем отчете ставка дисконтирования рассчитывалась методом кумулятивного построения.

Формула *кумулятивной (суммирующей) модели* имеет следующий вид:

$$I = I_{бр} + \sum I_{рi}$$

Где $I_{бр}$ - безрисковая ставка дохода

$\sum I_{рi}$ - суммарная премия за риск

$I_{рi}$ -i-я компонента суммарной премии за риск

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы. Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал; для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на вложенный капитал и заемные средства.

Для оцениваемого предприятия рассчитывалась ставка дисконта для собственного капитала в соответствии с моделью кумулятивного построения.

Отчет №897-04 об оценке рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС».

Обоснование и расчет ставки дисконтирования.

Ставка дисконтирования представляет собой норму отдачи, применяемую для перевода будущих платежей или поступлений в настоящую стоимость. Полученная настоящая стоимость определяет величину капитала, которую должен вложить инвестор, чтобы получить отдачу, равную определенной ставке дисконтирования.

Ставка дисконтирования для текущего дохода должна прямо или косвенно учитывать следующие факторы:

- Компенсацию за безрисковые, ликвидные инвестиции
- Компенсацию на фактор размера компании
- Компенсацию на качество управления
- Компенсацию на финансовую структуру
- Компенсацию на фактор производственной и территориальной диверсификации
- Компенсацию на диверсификацию клиентуры
- Компенсацию на фактор рентабельности и предсказуемости
- Компенсацию на прочие особенные риски

Для определения ставки дисконта используется *метод кумулятивного построения*, как дающий наиболее реальные результаты в условиях России. Данный метод заключается в следующем: к безрисковой ставке прибавляются надбавки за все вышеуказанные риски, выраженные в процентах:

$$R = R_f + C_1 + C_2 + C_3 + C_4 + C_5 + C_6 + C_7$$

Безрисковая ставка, R_f .

Учитывая ситуацию, сложившуюся на рынке РФ на дату оценки в качестве безрисковой ставки была взята ставка доходности в размере **8%**, что соответствует округленной доходности рублевых гособлигаций SU46014 («Ведомости») на день проведения оценки.

Компенсацию на фактор размера компании

Малый и средний бизнес имеют более ограниченный потенциал в привлечении финансовых ресурсов, нежели крупные компании. Учитывая размер рассматриваемой Компании, размер ее чистых активов, уставной капитал поправка на этот фактор составит **1%**.

Компенсацию на качество управления

Уровень образования и опыт управляющего персонала Компании позволяют учесть данный фактор в размере **1%**.

Компенсацию на финансовую структуру

Финансовая структура состоит из собственных и заемных средств. Эта поправка учитывает бремя долгов и расходы на их обслуживание. Учитывая общее финансовое состояние Компании, текущее соотношение пассивов и активов, поправка составит **2%**.

Компенсацию на фактор производственной и территориальной диверсификации

Производственная и территориальная диверсификация показывают степень зависимости Компании от различных отраслей и подотраслей, где находится ее конечный продукт, а также от географических границ сбыта продукции. В нашем случае поправка на данный фактор составит **1%**.

Компенсацию на диверсификацию клиентуры

В данном случае, диверсификация клиентуры позволяет учесть данную поправку в размере **1%**.

Компенсацию на фактор рентабельности и предсказуемости

Эта поправка характеризует прогнозируемость выручки предприятия, его доходов, динамики развития Компании. В нашем случае, особенности работы предприятия на рынке, его сложившийся имидж, характеристики текущего развития и ретроспектива прошлого, позволяют сделать вывод о равенстве этой поправки **2%**.

Компенсацию на прочие особенные риски

Данная компенсация учитывает возможные изменения в политической, экономической, социальной и прочих сферах, которые могут оказать воздействие на получение связанной с основными средствами потенциальной экономической выгоды. Величина компенсации за прочие риски по нашему мнению составляет **1%**.

Таблица 8.4. Расчет ставки дисконтирования.

№ пп	Наименование составляющих	Величина компенсации, %%
1.	Безрисковая ставка, R_f	8
2.	Компенсацию на фактор размера компании	1
3.	Компенсацию на качество управления	1
4.	Компенсацию на финансовую структуру	2
5.	Компенсацию на фактор производственной и территориальной диверсификации	1
6.	Компенсацию на диверсификацию клиентуры	1
7.	Компенсацию на фактор рентабельности и предсказуемости	2
8.	Компенсацию на прочие особенные риски	1
	Итоговая величина ставки дисконта, R	17

Таким образом, итоговая величина ставка дисконта составляет **17%**.

Расчет ставки капитализации

При известной ставке дисконтирования ставка капитализации определяется в общем виде по следующей формуле:

$$R = i - g, \text{ где}$$

R - ставка капитализации

i - ставка дисконтирования

g - ожидаемые темпы роста свободного денежного потока в бессрочной перспективе.

Финансовые показатели предприятий аналогов, емкость рынка аналогичных услуг (см. анализ отрасли), изменение экономических показателей страны (см. макроэкономический обзор), позволяют принять темпы роста на уровне 7%.

Соответственно ставка капитализации составила 10%.

Определение стоимости акций предприятия

В таблице представлен окончательный расчет стоимости акций методом капитализации денежного потока.

Финансовые показатели	Величина за годовой период
Чистая прибыль, руб.	12 287 454 000
Ставка дисконтирования, %	17
Темп роста, %	7
Коэффициент капитализации	0,10
Текущая стоимость, руб.	122 874 540 000

Таким образом, рыночная стоимость 100% пакета акций ОАО «МТС», определенная доходным подходом (методом капитализации чистой прибыли) составляет округленно, 122 874 540 000 рублей.

Исходя из количества обыкновенных акций, составляющих уставный капитал ОАО «МТС», а именно 1 993 326 150 шт., рыночная стоимость одной акций ОАО «МТС», полученная методом капитализации прибыли составила округленно 61,64 руб.

В виду того, что требуется оценить стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций, необходимо ввести скидку на не контрольный характер пакета. Стоимость одной акции с учетом данного фактора, составляет:

$$Lv1 = C_{дох.} * K1 = 61,64 \text{ руб.} * 0,7 = 43,15 \text{ руб.}$$

Где $K1$ – экспертный коэффициент, учитывающий поправку на неконтрольный характер размера пакета акций;

Таким образом, рыночная стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» полученная доходным подходом (методом капитализации прибыли) составляет: **43,15** рублей.

9. Согласование результатов.

В зависимости от объема и достоверности информации, использованной в рамках каждого из методов, результаты этих методов могут в большей или меньшей степени отличаться друг от друга. Таким образом, выбор итоговой величины стоимости происходит на основе нескольких промежуточных результатов. Для определения итоговой оценки стоимости, как правило, используется метод средневзвешенной, в соответствии с которым результату каждого из методов присваивается весовой коэффициент.

В результате расчетов получены следующие ориентиры рыночной стоимости одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» :

Доходный подход:	43,15 рублей
Сравнительный подход:	178,39 рублей

Для согласования результатов в данном отчете применен метод анализа иерархий (МАИ). Первым этапом применения МАИ является структурирование проблемы согласования результатов в виде иерархии. После иерархического воспроизведения проблемы элементы задачи сравниваются попарно по отношению к их воздействию на общую для них характеристику. Система парных сравнений приводит к результату, который может быть представлен в виде обратно симметричной матрицы. Элементом матрицы является интенсивность проявления одного элемента иерархии относительно другого, оцениваемая по шкале интенсивности от 1 до 9, где бальные оценки имеют следующий смысл:

- 1 – равная важность;
- 3 – умеренное превосходство одного над другим;
- 5 – существенное превосходство;
- 7 – значительное превосходство;
- 9 – очень сильное превосходство;
- 2,4,6,8 – промежуточные значения.

При сравнении критериев решается вопрос какой из них более важен, альтернатив – какая из них наиболее вероятна. Относительная сила, величина или вероятность каждого отдельного объекта в иерархии определяется оценкой соответствующего ему элемента собственного вектора матрицы приоритетов, нормализованного к единице. Критерии согласования:

- А – возможность отразить действительные намерения потенциального инвестора и продавца;
- Б – тип, качество, обширность данных, на основе которых проводится анализ;
- В – способность параметров, используемых методов учитывать конъюнктурные колебания;
- Г – способность учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость (местонахождение, размер, потенциальная доходность).

Матрица сравнения и расчетные значения приоритетов критериев:

	А	Б	В	Г		Вес критерия
А	1	7	7	7	$(1*7*7*7)$ в степ. $\frac{1}{4} = 4,3$	$4,3/6,49 = 0,66$
Б	1/7	1	5	5	$(1/7 * 1*5*5)$ в степ. $\frac{1}{4} = 1,37$	$1,37/6,49 = 0,22$
В	1/7	1/5	1	1	$(1/7 * 1/5*1*1)$ в степ. $\frac{1}{4} = 0,41$	$0,41/6,49 = 0,06$
Г	1/7	1/5	1	1	$(1/7 * 1/5*1*1)$ в степ. $\frac{1}{4} = 0,41$	$0,41/6,49 = 0,06$
Сумма					6,49	1

Возможность отразить действительные намерения потенциального инвестора и продавца:

	Д	С		Вес подхода по критерию А
Д	1	1/5	$(1*1/5)$ в степ. $\frac{1}{2} = 0,45$	0,17
С	5	1	$(1*5)$ в степ. $\frac{1}{2} = 2,24$	0,83
Сумма			2,69	1

Тип, качество, обширность данных, на основе которых проводится анализ:

	Д			Вес подхода по критерию Б
Д	1	1/5	$(1*1/5)$ в степ. $\frac{1}{2} = 0,45$	0,17
С	5	1	$(1*5)$ в степ. $\frac{1}{2} = 2,24$	0,83
Сумма			2,69	1

Способность параметров, используемых методов учитывать конъюнктурные колебания:

	Д			Вес подхода по критерию В
Д	1	1/5	$(1*1/5)$ в степ. $\frac{1}{2} = 0,45$	0,17
С	5	1	$(1*5)$ в степ. $\frac{1}{2} = 2,24$	0,83
Сумма			2,69	1

Способность учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость (местонахождение, размер, потенциальная доходность)

	Д	С		Вес подхода по критерию Г
Д	1	1/3	$(1*1/3)$ в степ. $\frac{1}{2} = 0,58$	0,25
С	3	1	$(1*3)$ в степ. $\frac{1}{2} = 1,73$	0,75
Сумма			2,31	1

Итоговое значение весов для каждого подхода.

	А	Б	В	Г	Итоговое значение весов для каждого подхода
	0,66	0,22	0,06	0,06	
Д	0,17	0,17	0,17	0,25	$0,66*0,17 + 0,22*0,17 + 0,06*0,17 + 0,06*0,25 = \mathbf{0,1748}$
С	0,83	0,83	0,83	0,75	$0,66*0,83 + 0,22*0,83 + 0,06*0,83 + 0,06*0,75 = \mathbf{0,8252}$
Сумма					1

В соответствии с этими соображениями, при выводе итоговой стоимости объекта, весовые коэффициенты распределились следующим образом:

<i>Подходы оценки</i>	<i>Величина стоимости, руб.</i>	<i>Вес</i>
Сравнительный	178,39	0,8252
Доходный	43,15	0,1748
Итоговая рыночная стоимость	154,75	

Таким образом, рыночная стоимость одной акции в составе миноритарного пакета акций ОАО «МТС» с учетом сделанных ограничений и допущений составляет, округленно,

155 рублей

10. Заявление о проведенной оценке

Мы, Желтухин Лев Юрьевич и Мироненко Виктория Александровна, являясь надлежащими профессиональными оценщиками, с полным пониманием существа вопроса и в соответствии со сложившимся у нас мнением заявляем, что:

- все факты, изложенные в настоящем Отчете, нами проверены;
- приведенные анализы, мнения, выводы ограничиваются лишь принятыми нами предположениями и существующими ограничительными условиями и представляют собой наши личные беспристрастные профессиональные формулировки;
- в отношении объекта оценки, являющегося предметом настоящего Отчета, мы не имеем никакой личной заинтересованности ни сейчас, ни в перспективе, а также мы не состоим в родстве, не имеем никаких личных интересов или пристрастий по отношению к лицам, являющимся на дату вступления в силу настоящего отчета владельцами оцененного нами объекта оценки или намеревающихся совершить с ним сделку;
- оплата наших услуг не связана с обусловленной или заранее установленной стоимостью объекта оценки или с деятельностью по оценке объекта оценки, благоприятствующей интересам клиента, с суммой стоимости оцененного товарного знака, с достижением оговоренных или с возникновением последующих событий и совершением сделки с объектом оценки;
- наши анализы, мнения и выводы осуществлялись, а Отчет об оценке объекта оценки составлен в полном соответствии с Правилами осуществления оценочной практики профессиональных оценщиков;
- в ходе подготовки Отчета об оценке никто не оказывал нам существенной профессиональной помощи.

Желтухин Л.Ю.

Мироненко В.А.

Список использованных источников

1. Федеральный закон Российской Федерации об « Оценочной деятельности в Российской Федерации » от 16 июля 1998 года .
2. Стандарты оценки, утвержденные Постановлением Правительства РФ №519 от 06 июля 2001года.
3. Кодекс профессиональной этики членов Российского Общества Оценщиков. - М .: 1994 .
4. Генри С. Харисон "Оценка недвижимости", Учебное пособие - Российское Общество Оценщиков, Москва 1994 г.
5. Гленн М. Десмонд, Ричард Э. Келли, Руководство по оценке бизнеса, пер. с англ., РОО, Академия оценки, М.. 1996 г.
6. В.В. Ковалев, Финансовый анализ., М.:Финансы и статистика, 1997
7. М.А. Федотова и др, Оценка бизнеса, М.:Институт профессиональной оценки, 1998
8. Данные прессы (Ведомости, Коммерсант, Эксперт), бюллетеней московских бирж
9. Интернет: www.interfintrade.ru, www.mforum.ru, www.mts.ru, www.nyse.com, www.skrin.ru