

При переходе к конкурентному рынку электроэнергии у теплоэлектростанций, ввиду низких издержек на производство электроэнергии и тепла, возникнут предпосылки к получению сверхприбыли за счет возможности продавать энергию по рыночным тарифам.

Таким образом, вполне вероятно введение какого-либо механизма изъятия сверхприбыли, образуемой вследствие прогнозируемого в рамках конкурентного рынка электроэнергии ценопринимающего характера тарифообразования для данного типа генераций.

Поскольку Оценщики не располагают данными о возможном механизме изъятия сверхприбыли, в модели данный механизм не учитывается, при этом риск возможного изменения фискальной политики государства в отношении генерирующих компаний учитывается при определении величины специфического риска Компании.

Кроме того, одним из основных видов сырья, используемых в производстве электрической и тепловой энергии ОАО «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии», является природный газ, мазут, уголь. Правительством РФ разработана программа об изменении предельных уровней цен (тарифов) на товары (услуги) естественных монополий, данная программа направлена на повышение доли свободных цен в либерализуемых отраслях, а также учитывает корректировку финансовых параметров и инвестиционных программ естественных монополий.

Разработан уточненный прогноз изменения индексов роста регулируемых оптовых цен на газ на 2009-2011г.г. Тем не менее, учитывая, что имеется несколько вариантов роста цен на природный газ и то, что варианты постоянно корректируются, меняются сроки и темпы роста цен, степень риска, связанного с возможным изменением фискальной политики государства можно охарактеризовать как высокую.

**Вывод: Уровень риска высокий.**

#### Сводный перечень специфических рисков предприятия

Таблица 98

Фактор риска	Степень риска			Результат
	Низкая	Средняя	Высокая	
Зависимость от ключевых сотрудников	1	2	3	2
Корпоративное управление	1	2	3	1
Зависимость от ключевых потребителей	1	2	3	2
Зависимость от ключевых поставщиков	1	2	3	2
Риск изменения фискальной политики государства	1	2	3	3
Итого (сумма)				10
Рассчитанная степень риска				2,0

#### Алгоритм расчета премии за специфический риск

Таблица 99

Степень риска	Рассчитанное значение	Размер премии за специфический риск, %
Низкая	=1 но <1,5	0-1
Средняя	>=1,75 но < 2,25	2-3
Высокая	>=2,75-3	4-5

Источник: Методология и руководство по проведению оценки бизнеса и / или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России», разработанных компанией «Deloitte & Touche», анализ ООО «Аудит – новые технологии».

Как видно из приведенных выше расчетов, размер специфического риска вложения средств в рассматриваемую компанию лежит в диапазоне  $\geq 1,75$  но  $< 2,25$ , что соответствует размеру премии за специфический риск от 2 до 3, поскольку рассчитанная степень риска равна 2,0, Оценщиком выбрано

значение размера премии за специфический риск равное – 2,5%, как наиболее близко соответствующее полученному результату.

Таким образом, специфический риск оцениваемого Предприятия составляет 2,5 %.

#### **Премия за страновой риск**

Премия за страновой риск отражает дополнительный доход, который потребует инвестор за риск, связанный с вложениями в российские компании по сравнению с компаниями, функционирующими в США.

Расчет премии за страновой риск базируется на анализе кредитных рейтингов долговых инструментов Российской Федерации и США и определяется как разница между доходностью облигаций Казначейства США (20-Year Treasury Constant Maturity Rate) и доходностью долговых инструментов РФ (Еврооблигации) с аналогичным сроком погашения (20 лет). В результате премия за страновой риск на момент оценки составляет 3,05%.

### **7.6.11. Определение стоимости собственного капитала**

Таким образом, в соответствии с моделью CAPM, требуемая норма прибыли на вложенный капитал составляет:

#### **Расчет стоимости собственного капитала**

Таблица 100

Наименование	Значение
Безрисковая ставка, %	4,58
Премия за риск инвестирования в акционерный капитал, %	4,36
Бета без учета долговой нагрузки	0,49
Бета с учетом долговой нагрузки	0,60
Премия за страновой риск, %	3,05
Премия за малую капитализацию, %	2,2
Премия за специфический риск оцениваемой компании, %	2,5
Стоимость собственного капитала, %	12,20

*Источник: расчеты Оценщика*

Таким образом, ставка доходности на собственный капитал для оцениваемой компании составляет 12,20%.

### **7.6.12. Расчет стоимости заемного капитала**

Стоимость кредитов была определена на основании данных ЦБ РФ о средневзвешенных процентных ставках по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в иностранной валюте на срок свыше 1 года в декабре 2009 г. по данным Бюллетеня банковской статистики №1 (200). Начиная с 2009г. ставка налога на прибыль принята равной 20%.



## Расчет синтетического показателя средней стоимости кредитов

Таблица 101

Показатели	Размер риска, %
Стоимость кредитов в долл. США	8,7
Ставка налога на прибыль на 2009 год	20
Стоимость банковских кредитов (после налогов), округленно	6,96

Источник: данные ЦБ РФ

Наиболее распространенным подходом в оценке является использование фиксированной ставки дисконтирования на всем горизонте модели. Тем не менее, существует ряд случаев, когда такой подход может приводить к искажению результатов оценки. Так, например, использование фиксированной ставки дисконтирования предполагает ориентирование оцениваемой компании на некую постоянную структуру капитала, являющуюся оптимальной (обычно берется структура, сложившаяся в отрасли). Для некоторых компаний использование такого предположения, начиная с первого прогнозного периода, не является реалистичным в силу существования ряда объективных причин, не позволяющих достичь заданного оптимального уровня долговой нагрузки.

В таких случаях может применяться переменная, «плавающая» ставка дисконтирования для расчета стоимости активов доходным методом, что позволяет отразить изменения структуры капитала.

Алгоритм расчета выглядит следующим образом:

- определяется начальная (текущая) структура капитала компании, применяемую для расчета ставки дисконтирования для первого прогнозного периода;
- определяется горизонт, в течение которого будет возможно осуществить переход на оптимальную структуру капитала;
- рассчитывается значение соотношения заемных и собственных средств в период изменения структуры капитала (с применением линейной интерполяции для определения значений данных коэффициентов);
- используя методологию определения ставки дисконтирования, рассчитать ставку для каждого года в период изменения структуры капитала.

На текущий момент Компания имеет заемные средства. Фактическая структура на 2009 год: собственный капитал – 78,46%, заемный – 21,54%. Фактическая структура капитала соотношение D/E, равное 27,46%. При рассмотрении целевого соотношения структуры капитала (D/E), было принято соотношение источников средств, характерное для энергетических компаний США и составляющее 88,89% (среднее значение для Electric Utility (East, West, Central)).

Предполагается, что к 2015 году будет завершено реформирование отраслей естественных монополий и развития свободного рынка продажи газа и компания сможет выйти на оптимальный уровень заимствований. В Таблице ниже приведен расчет ставок дисконтирования, соответствующий заданным условиям по каждому году прогнозного периода.

По результатам расчетов средневзвешенная стоимость капитала составляет 12,61%, что соответствует денежному потоку, номинированному в долларовом эквиваленте, исходя из показателей американского рынка.

Основной валютой, в которой происходит получение выручки и оплата расходов, связанных с основной деятельностью Компании, является российский рубль. Поэтому ключевым фактором, оказывающим влияние на рост затрат, является рублевая инфляция. Исходя из этого, для оценки инвестированного капитала Компании Оценщик построил номинальный прогноз денежных потоков в российских рублях.

Для корректного применения ставки дисконта, построенного на основе наиболее развитого рынка ценных бумаг США, необходимо либо перевести прогнозный денежный поток в доллары США по прогнозному курсу, либо необходимо перевести ставку доходности из долларového эквивалента в рублевый, так как денежный поток Компании номинирован в рублевом эквиваленте.

Поскольку экономика США находится в нестабильном состоянии, прогноз курса доллара и прогноз инфляции в США требует введение дополнительных допущений и может привести к дополнительному искажению величины денежного потока. Поэтому Оценщик выбрал метод перевода ставки доходности из долларového эквивалента в рублевый.

Корректировка производится относительно доходности рублевых и долларových облигаций высочайшей категории доходности с одинаковым, максимально долгосрочным, периодом погашения<sup>31</sup>. Перевод осуществляется через коэффициент:

$$K = Y_p / Y_{eu}, \quad (\text{Формула 14})$$

где:

$Y_p$  - эффективная доходность по долгосрочным выпускам ГКО-ОФЗ, взвешенная по объемам в обращении и дюрации, которая на дату оценки составляет 7,02% годовых.

$Y_{eu}$  - эффективная доходность по долгосрочным выпускам Еврооблигаций РФ, которая на дату оценки составляет 7,63% годовых.

В результате расчета, коэффициент перехода по состоянию на 31 декабря 2009 г. составит 0,9201. Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала по ОГК-2 для условий российского рынка для рублевого денежного потока составляет 11,60%.

<sup>31</sup> По показателям российского рынка облигаций [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)



## Расчет величины WACC

Таблица 102

Показатель	Ед. изм.	База	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Стоимость собственного капитала</b>													
Безрисковая ставка (номинальная)	%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%	4,58%
Рыночная премия	%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%
Скорректированный коэффициент Бета		0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Расчетанный коэф. бета для ГК		0,60	0,64	0,67	0,72	0,74	0,74	0,76	0,79	0,79	0,79	0,79	0,60
Предварительная стоимость собственного капитала	%	4,45%	4,44%	4,43%	4,43%	4,42%	4,42%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,45%
Премия за размер	%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Специфический риск оцениваемой компании	%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Страновой риск	%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%
Окончательная стоимость собственного капитала оцениваемой компании	%	12,20%	12,19%	12,18%	12,18%	12,17%	12,17%	12,16%	12,16%	12,16%	12,16%	12,16%	12,20%
<b>Стоимость заемного капитала</b>													
Премия за риск неполучения доходов, %	%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Стоимость заемных средств (до налогов)	%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%
Ставка налога на прибыль	%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Стоимость заемных средств (после налогов)	%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%	14,10%
<b>Структура капитала</b>													
Соотношение долга к собственному капиталу	%	27,46%	33,50%	39,53%	45,57%	51,60%	57,64%	63,67%	69,71%	75,74%	75,74%	75,74%	75,74%
Собственный капитал	%	78,46%	74,91%	71,67%	68,70%	65,96%	63,44%	61,10%	58,93%	56,90%	56,90%	56,90%	56,90%
Заемный капитал	%	21,54%	25,09%	28,33%	31,30%	34,04%	36,56%	38,90%	41,07%	43,10%	43,10%	43,10%	43,10%

Показатель	Ед. изм.	База	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
			12,73%	12,78%	12,83%	12,88%	12,92%	12,96%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>	%	12,61%	12,73%	12,78%	12,83%	12,88%	12,92%	12,96%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
коэффициент пересчета		0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201	0,9201
<b>Средневзвешенная стоимость капитала для российского рынка</b>		11,60%	11,71%	11,76%	11,81%	11,85%	11,89%	11,92%	11,96%	11,96%	11,96%	11,96%	11,96%

### 7.6.13. Обоснование и расчёт собственного оборотного капитала

Собственный оборотный капитал (СОК) – разница между текущими активами и текущими пассивами. Величина текущих активов во многом определяется размером выручки компании и находится в прямой зависимости от нее. В свою очередь размер текущих пассивов в определенной степени зависит от величины текущих активов (поскольку краткосрочные обязательства призваны финансировать потребности в оборотном капитале). Следовательно, и текущие активы, и текущие пассивы зависят от величины выручки, поэтому вполне разумно увязать величину собственного оборотного капитала с выручкой.

При построении прогноза денежного потока оценщик определил величину оборотного капитала, необходимого для функционирования бизнеса.

Для определения величины оборотного капитала был применен следующий алгоритм:

1. Проведен анализ оборотных активов по состоянию на дату оценки. Величина запасов, НДС и дебиторской задолженности корректировке не подвергались.
2. Проведен анализ краткосрочных пассивов компании на дату оценки. Кредиторская задолженность не корректировалась.
3. Определен целевой уровень оборачиваемости основных статей оборотного капитала.
4. Рассчитано значение каждой статьи путем умножения соответствующей величины на целевой коэффициент оборачиваемости.
5. Определен избыток/недостаток оборотного капитала на дату оценки как разность между фактическим скорректированным значением оборотного капитала оцениваемой компании и целевым уровнем основных статей оборотного капитала.
6. Определен избыток/недостаток оборотного капитала на дату оценки как разность между фактическим скорректированным значением оборотного капитала оцениваемой компании и целевым уровнем основных статей оборотного капитала.

#### Расчет оборотного капитала

Таблица 103

Наименование	2007г, факт	2008, факт	2009, факт
Текущие активы, принимаемые к расчету	4 743 835	7 614 232	11 654 477
запасы	2 223 783	2 727 084	2 443 608
НДС	48 303	53 816	118 753
Дебиторская задолженность (до 12 месяцев)	2 471 749	4 833 332	9 082 052
Прочие оборотные активы	0	0	10 064
Текущие обязательства, принимаемые к расчету	2 063 510	4 004 859	3 878 557
Кредиторская задолженность	2 063 510	4 004 859	3 878 557
Прочие краткосрочные обязательства	0	0	0
СОК, факт	2 680 325	3 609 373	7 775 920



## Показатели оборачиваемости основных статей оборотного капитала

Таблица 104

Наименование	оборачиваемость в 2007г, дн.	оборачиваемость в 2008г	оборачиваемость в 2009г	средняя за 2 года	Целевой уровень оборачиваемости
запасы	24	25	23	24,0	25
НДС	1	0	1	0,5	1
Дебиторская задолженность (до 12 месяцев)	27	44	85	64,5	30
Кредиторская задолженность	22	37	36	36,5	35

Базой для расчета оборачиваемости запасов, дебиторской и кредиторской задолженностей, а также НДС служит выручка.

Целевой уровень оборачиваемости дебиторской задолженности принят на уровне 30 дней, исходя из предположения, что расчеты за потребление электроэнергии происходят раз в месяц в середине расчетного периода.

Целевой уровень оборачиваемости запасов и НДС принят по средним фактическим данным за два года.

Целевой уровень оборачиваемости кредиторской задолженности принят по расчетным показателям финансового состояния гарантированного поставщика, согласно которым рекомендуемое значение оборачиваемости кредиторской задолженности составляет 35 дней «Правила функционирования розничных рынков электрической энергии в переходный период реформирования электроэнергетики» (утв. Правительством РФ от 31 августа 2006г. №530.)

Выручка по 2010 году принята по плановым показателям.

В расчет оборотного капитала не включены денежные средства и краткосрочные финансовые вложения. Данная статья была учтена при расчете чистого долга.



## Прогноз величины собственного оборотного капитала

Таблица 105

Периоды	2009 факт	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Общая выручка, тыс. руб.	40 712 364	44 019 960	53 694 824	57 303 745	67 004 876	72 004 789	80 107 555	89 884 866	96 278 332	105 603 671	111 922 435	118 552 117
Норматив формирования собственных оборотных средств %	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575
Потребность в собственных оборотных средствах (нормативная), тыс. руб.	2 342 355	2 532 655	3 089 291	3 296 928	3 855 075	4 142 741	4 608 928	5 171 458	5 539 301	6 075 828	6 439 373	6 820 807
Необходимый прирост (+) излишек (-) собственных оборотных средств, тыс. руб.	10 302	190 300	556 636	207 637	558 147	287 666	466 186	562 530	367 843	536 526	363 545	381 434

#### 7.6.14. Денежный поток в постпрогнозном периоде

Метод дисконтированных денежных потоков предусматривает деление временного интервала на: прогнозный период, в течение которого явно прогнозируются все компоненты денежного потока от деятельности Компании и их изменения, и постпрогнозный период, для которого принимается допущение, что денежный поток стабилизировался, а все его возможные изменения интегрируются в терминальной ставке капитализации в виде единой поправки к ставке дисконтирования (модель Гордона).

Величина денежного потока в постпрогнозном периоде базируется на росте выручки, прибыли от операционной деятельности, эффективной налоговой ставке, амортизации, капитальных вложениях и изменениях в оборотном капитале. Денежный поток в постпрогнозном периоде рассчитывается на основе следующих допущений:

- рост выручки равен долгосрочному прогнозу инфляции для России;
- эффективная налоговая ставка равна эффективной налоговой ставке в последний год прогноза;
- объем капитальных вложений равен амортизационным отчислениям;
- величина оборотного капитала равна величине оборотного капитала в последний год прогноза, скорректированной на долгосрочный темп роста денежного потока в постпрогнозный период.

#### 7.6.15. Расчет стоимости реверсии

Результаты деятельности компании в терминальный период характеризуются стабильной степенью роста выручки и стабильной нормой прибыльности. Денежный поток оцениваемой компании в терминальный период характеризуется следующим образом:

- более низкий уровень капиталовложений;
- имеет среднюю степень риска;
- отдача на капитал близка или равна стоимости капитала;
- финансовый рычаг близок или равен среднеотраслевому показателю.

Существует три основных подхода для расчета терминальной стоимости:

- ликвидационная стоимость;
- метод рыночных мультипликаторов;
- модель постоянного роста (модель Гордона).

Достоверно известно, что бизнес оцениваемой компании не будет ликвидирован ни в прогнозном, ни в постпрогнозном периоде. Поэтому метод ликвидационной стоимости неприменим. Метод рыночных мультипликаторов применим в условиях стабильности экономики и достоверности долгосрочных прогнозов, что на данный момент невыполнимо. Кроме того, метод рыночных мультипликаторов не учитывает долгосрочную перспективу роста доходов компании.

Величина реверсии была определена по формуле (модель Гордона):

$$TV = \frac{CF_n \text{adj}}{i - g},$$

(Формула 15)

где:

$CF_n^{adj}$  – скорректированный денежный поток в год, следующий за последним годом прогнозного периода, с учетом темпа роста, изменения оборотного капитала и поправки к постпрогнозной стоимости возникающей при нормализации капитальных вложений;

$i$  – ставка дисконта;

$g$  – долгосрочные темпы роста денежного потока (в данном случае Оценщиком сделано предположение о стабилизации, а соответственно, неизменности и постоянстве величины выручки в постпрогнозный период, соответственно, изменение выручки за пределами 2018 года будет соответствовать долгосрочным темпам роста инфляции).

#### 7.6.16. Расчет рыночной стоимости объекта оценки в рамках доходного подхода

Стоимость предприятия, определяемая на основе метода дисконтирования денежных потоков, складывается из текущей стоимости денежных потоков прогнозного периода и стоимости реверсии в постпрогнозный период.

Стоимость предприятия определяется из соотношения:

$$PV = \sum_{k=1}^K \frac{CF_k}{(1+i)^k} + \frac{TV}{(1+i)^K}, \quad \text{(Формула 16)}$$

где:

- $CF_k$  – денежный поток  $k$ -го прогнозного года;
- $K$  – количество прогнозных лет;
- $i$  – ставка дисконта;
- $TV$  – стоимость реверсии.

Расчет величины денежных потоков предприятия представлен в Таблице ниже.



## Расчет величины денежных потоков предприятия (ОГК-2)

Таблица 106

НАИМЕНОВАНИЕ	2009, факт	2010 план	2 011	2 012	2 013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Выручка от реализации продукции, работ и услуг без налогов, тыс. руб	40 712 364	44 019 960	53 694 824	57 303 745	67 004 876	72 004 789	80 107 555	89 884 866	96 278 332	105 603 671	111 922 435	118 552 117
Себестоимость (цеховая)	36 975 595	41 865 773	48 304 141	53 967 855	58 107 655	62 719 911	68 992 828	75 409 642	80 201 530	86 202 744	89 988 632	93 892 965
Прибыль (убыток) от продаж	3 736 769	2 154 187	5 390 684	3 335 890	8 897 221	9 284 879	11 114 727	14 475 224	16 076 802	19 400 927	21 933 803	24 659 151
Прочие доходы	1 694 978	1 876 341	2 039 582	2 192 551	2 346 030	2 498 521	2 648 433	2 794 097	2 933 801	3 065 822	3 188 455	3 300 051
Прочие расходы	2 571 345	2 846 479	3 094 123	3 326 182	3 310 711	3 542 384	3 509 354	3 737 215	3 684 822	3 905 389	3 832 214	4 042 078
Прибыль до налогообложения	2 352 486	1 184 049	4 336 143	2 202 259	7 932 539	8 241 017	10 253 805	13 532 106	15 325 782	18 561 360	21 290 044	23 917 125
налог на прибыль	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Чистая прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия, тыс.руб	1 708 392	947 239	3 468 915	1 761 807	6 346 032	6 592 813	8 203 044	10 825 685	12 260 626	14 849 088	17 032 035	19 133 700
рентабельность	0,042	0,022	0,065	0,031	0,095	0,092	0,102	0,120	0,127	0,141	0,152	0,161
Амортизация по простому способу	690 244	772 260	772 260	772 260	772 260	772 260	772 260	772 260	772 260	772 260	772 260	772 260
Амортизация по тех.вооруж.		30 975	45 162	75 626	58 128	118 338	118 338	118 338	118 338	118 338	118 338	118 338
Амортизация нового строит-ва		84 730	158 248	170 177	197 158	422 519	422 519	422 519	422 519	422 519	422 519	422 519
налог на имущество		21 035	24 691	28 750	33 722	46 320	43 691	41 063	38 434	35 806	33 177	30 549
Изменение оборотного капитала		- 190 300	- 556 636	- 207 637	- 558 147	- 287 666	- 466 186	- 562 530	- 367 843	- 536 526	- 363 545	- 381 434

НАИМЕНОВАНИЕ	2009, факт	2010 план	2 011	2 012	2 013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Денежный поток на собственный капитал		1 623 869	3 863 257	2 543 484	6 781 708	7 571 944	9 006 284	11 535 209	13 167 465	15 589 873	17 948 430	20 034 834
Ставка дисконтирования		0,1166	0,1171	0,1176	0,1181	0,1185	0,1189	0,1192	0,1196	0,1196	0,1196	0,1196
Среднегодовой фактор (СФ)		0,5000	1,5000	2,5000	3,5000	4,5000	5,5000	6,5000	7,5000	8,0000	8,5000	9,0000
Ставка дисконтирования с учетом СФ		0,9464	0,8469	0,7573	0,6766	0,6042	0,5391	0,4808	0,4287	0,4051	0,3829	0,3619
Текущая стоимость прогнозируемых денежных потоков		1 536 749	3 271 881	1 926 158	4 588 733	4 574 689	4 855 593	5 546 694	5 644 383	6 315 841	6 872 098	7 249 749
Общая сумма текущей стоимости	49 086 198											
Текущая стоимость построгозной стоимости	236 901 156											
Приведенная построгозная стоимость	85 724 385											
Рыночная стоимость бизнеса	134 810 583											
Плюс: Рыночная стоимость долгосрочных финансовых вложений и избыточных активов	2 334 880											
Плюс/минус: избыток/недостаток оборотного капитала	10 302											
<b>корректировка</b>	<b>4 572 462</b>											

НАИМЕНОВАНИЕ	2009, факт	2010 план	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Минус: Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов	-											
Плюс/минус: Сальдо между ОНО и ОНА	- 373 592											
Плюс: денежные средства	1 540 660											
Плюс: Краткосрочные финансовые вложения	3 405 394											
Итого рыночная стоимость инвестированного капитала без учета поправок на контроль и ликвидность	141 728 227											
Минус: чистый долг	93 255 231											
необходимые фин. вл	83 648 574											
кредиты и займы	9 606 657											
Итого рыночная стоимость инвестированного капитала	48 472 996											



Потоки денежных средств дисконтируются с учетом временного фактора, взятого на середину периода дисконтирования.

В результате получается величина рыночной стоимости бизнеса Компании.

Затем полученная величины корректируется на недостаток/избыток Оборотного капитала и величину избыточных активов, стоимость которых в данном случае соответствует величине долгосрочных финансовых вложений (2 188 522 тыс. руб.) и непрофильных активов (146 358 тыс. руб.). Данная величина определена в Затратном подходе. Также проводится корректировка на величину денежных средств и краткосрочных финансовых вложений.

Для определения окончательной стоимости акционерного капитала необходимо провести дополнительные корректировки. При расчете рыночной стоимости собственного (акционерного) капитала необходимо учесть влияние на итоговую стоимость таких составляющих активов и обязательств, как отложенные налоговые активы и обязательства (ОНА и ОНО). Поскольку данные составляющие бизнеса Компании отнесены в балансе к долгосрочным активам и обязательствам, переносящим свою стоимость на протяжении нескольких отчетных периодов, а также учитывая объективную невозможность определения части данных активов и обязательств в соответствующих периодах, включить их в расчет скорректированного оборотного капитала не представляется правомерным. Тем не менее, не учесть данные активы и обязательства совсем также неверно. В связи с этим, при определении рыночной стоимости собственного капитала нами было принято решение учесть данные составляющие как разницу между ОНА и ОНО.

Кроме того, необходимо учесть задолженность перед участниками по выплате доходов, поскольку данная величина не участвует в расчете СОК.

#### Корректировки

Таблица 107

Наименование	Значение, тыс. Руб.
корректировка	4 572 462
Минус: Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов	-
Плюс/минус: Сальдо между ОНО и ОНА	- 373 592
Плюс: денежные средства	1 540 660
Плюс: Краткосрочные финансовые вложения	3 405 394

Источник: расчеты «АНТ»

В результате получается величина стоимости капитала, инвестированного в Компанию. Затем из полученной величины вычитается сумма чистого долга. Итоговая величина представляет собой стоимость собственного капитала.

Сумма чистого долга Компании рассчитывалась как сумма полученных Компанией кредитов и займов, на дату оценки эта величина составляет 9 606 657 тыс. руб. и величины необходимых капитальных вложений согласно «Бизнес-плана генерирующей компании «ОГК-2» в размере 83 648 574 тыс. руб.

Таким образом, стоимость 100 % пакета акций ОАО «ОГК-2», определенная методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода, по состоянию на 31 декабря 2009 года с учетом ограничительных условий и сделанных допущений, составляет:

**48 472 996 000 (Сорок восемь миллиардов четыреста семьдесят два миллиона девятьсот девяносто шесть тысяч) руб.**

## 7.7. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИТОГОВОЙ СТОИМОСТИ 100% ПАКЕТА АКЦИЙ ОАО «ОГК-2»

Определение итоговой стоимости Банка проводилось исходя из ограничений, накладываемых качеством полученной информации и особенностями каждого из применяемых подходов.

Для определения рыночной стоимости 100% пакета акций ОАО «ОГК-2» оценщиками рассматривалась возможность применения затратного и доходного подходов к оценке бизнеса.

### **Затратный подход (метод чистых активов)**

Затратный подход отражает ретроспективные результаты деятельности компании, выраженные в его активах и обязательствах. Затратный подход важен для оценки компаний, в балансе которых значительный удельный вес занимают основные фонды. Основным недостатком данного метода является то, что в рамках затратного подхода не учитывается способность активов предприятия приносить доход, этот метод не учитывает рыночную конъюнктуру и перспективы отрасли.

Оцениваемая компания имеет ряд особенностей, которые отражаются в затратном подходе. Специфика Компании состоит в том, что её стоимость в большей степени зависит от величины материальных активов (производственной базы), которые имеются у Компании.

### **Доходный подход (метод дисконтирования денежных потоков)**

Метод дисконтированных денежных потоков является одним из основных методов оценки, предполагающим анализ и прогнозирование возможного дохода, позволяет учесть риск отрасли компании, берет в расчет конкретные ожидания управляющих предприятием в отношении выручки и расходов.

Основные трудности, связанные с применением метода дисконтирования денежных потоков, заключаются в сложности определения обоснованной величины денежного потока, а также степени его волатильности. Тем не менее, неопределенность, связанная с будущими потоками во многом нивелируется при расчете ставки дисконтирования (чем выше неопределенность, тем больше ставка дисконта). Поэтому, по мнению оценщиков, результаты доходного подхода дают реалистичную оценку стоимости. Этот метод является наиболее широко применяемым способом оценки рыночной стоимости предприятий в международной практике как наилучшим образом отвечающий информационным потребностям инвесторов.

Потенциальный покупатель бизнеса руководствуется принципом ожидания, который гласит, что стоимость бизнеса предприятия зависит от прибыли, которая может быть получена от использования предприятия в будущем.

В результате применения трех подходов при оценке ОАО «ОГК-2» были получены следующие результаты:

•	затратный	34 920 300 тыс. руб. (справочно)
•	сравнительный	51 596 389 тыс. руб.
•	доходный	48 472 996 тыс. руб.

В данном случае стоимость предприятия, определенная затратным подходом не отражает реальной стоимости предприятия. Исходя из анализа исходных данных для расчета рыночной стоимости основных средств, величина рыночной стоимости основных средств ОАО «ОГК 2» не соответствует действительности, и использование данной величины при определении стоимости предприятия ОАО «ОГК 2» в рамках затратного подхода некорректно.



Поэтому Оценщиком принято решение использовать полученные результаты по определению рыночной стоимости объекта оценки в рамках затратного подхода как справочную информацию.

Основываясь на разных подходах к оценке, были получены результаты, которые позволяют прийти к согласованному мнению о стоимости объекта оценки как с учетом количественного, так и качественного их значения.

В общем случае, в итоговом согласовании каждому из результатов, полученных тремя подходами, придается свой вес. Логически обосновываемое численное значение весовой характеристики соответствующего подхода зависит от таких факторов как характер предприятия и его активов, цель оценки и используемое определение стоимости, количество и качество данных, подкрепляющих каждый примененный метод.

Для определения весов результатов различных подходов в итоговой величине рыночной стоимости объекта оценки используются пять критериев, которые описывают те или иные имеющиеся преимущества или недостатки примененного Оценщиком метода расчета с учетом особенностей сегмента рынка, объекта и поставленной перед оценщиком задачи настоящей оценки. На основе весов рассчитывается обобщенная стоимость оцениваемого имущества путем умножения, полученного с помощью данного подхода ориентира стоимости на округленный вес подхода, рассчитанный в целях обобщения результатов оценки.

Результаты обобщения представлены в таблице, представленной ниже.

**Расчет итоговой стоимости 100% пакета акций ОАО «ОГК-2»**

Таблица 108

Критерий	Сравнительный подход	Доходный подход	Затратный подход
Рыночная стоимость определенная разными подходами	51 596 389	48 472 996	-
	Баллы		
Применимость подхода к оценке объекта оценки согласно принципам и стандартам оценки	5	5	-
Адекватность, достоверность и достаточность информации, на основе которой проводилась оценка	6	4	-
Способность подхода отразить действительные намерения типичного покупателя или продавца с точки зрения концепции рыночной стоимости	9	1	-
Учет динамики и конъюнктуры рынка (включая риски)	9	1	-
Соответствие подхода виду рассчитываемой стоимости	9	1	-
Итого сумма баллов для данного подхода	38	12	-
Сумма баллов	50		
Вес подхода, %	76%	24%	
<b>Согласованная итоговая стоимость 100% пакета акций, округленно</b>	<b>50846 775</b>		



### **Корректировка на контроль и недостаточную ликвидность**

Согласно действующему законодательству, каждая обыкновенная акция общества предоставляет акционеру – её владельцу одинаковый объем прав (статья 31 Закона «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 года №208-ФЗ).

При этом владелец определенной доли акций в общем их объеме получает дополнительные права, связанные с реализацией управленческих функций в акционерном обществе. Наличие дополнительных прав у владельца контрольного пакета акций обуславливает более высокую стоимость акций в данном пакете по сравнению с акциями в миноритарном пакете, владельцы которого не имеют таких прав. Для отражения прав контроля в стоимости пакета акций используют премию за контроль.

Таким образом, премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с меньшей долей, то есть владением миноритарным пакетом акций. Для отражения неконтрольного характера акций в миноритарном пакете используют скидку за неконтрольный характер.

Разница между ценой, по которой была продана 1 акция в составе пакета, и ценой продажи акции на фондовом рынке до того, как рынок отреагировал на данную сделку, составляет дополнительную стоимость, которую уплатил покупатель за возможность принимать участие в управлении компанией. При переходе от 100% пакета акций к оценке пакетов акций меньших размеров, применяются итоговые поправки на степень контроля пакета, ликвидность и, при наличии привилегированных акций, на тип акций.

Поскольку в течение последних пяти лет дивиденды по привилегированным акциям не начислялись и не выплачивались, в соответствии со статьей 32 Федерального закона «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995г., все акции, и обыкновенные и привилегированные, имеют одни и те же права по всем вопросам компетенции общего собрания акционеров и являются голосующими. Соответственно, они имеют одинаковую стоимость.

Поскольку в рамках настоящей оценки определяется стоимость 1 обыкновенной именной бездокументарной акции ОАО «ОГК-2» в составе миноритарного пакета, то необходимо внести поправку на степень контроля.

Скидка на неконтрольный характер и недостаточную ликвидность производилась на основе исследований к.т.н. Яскевича Е.Е. по сделкам с акциями российских акционерных обществ - Доклад от 22.01.2008г. «Обоснование премий и скидок в современных российских условиях». Согласно полученным результатам, для миноритарных и мажоритарных пакетов составлены зависимости, которые приведены ниже в Таблице.

#### **Величины надбавок и скидок для различных удельных весов пакетов акций**

Таблица 109

Удельный вес пакета	Скидка (-) или Надбавка (+)	Минимальная	Средняя	Максимальная
0+	Скидка	- 0,39	- 0,56	- 0,74
0,05	Скидка	- 0,33	- 0,50	- 0,68
0,10	Скидка	- 0,27	- 0,47	- 0,67
0,15	Скидка	- 0,21	- 0,38	- 0,56
0,20	Скидка	- 0,16	- 0,26	- 0,36
0,25	Скидка	- 0,12	- 0,22	- 0,33
0,30	Скидка	- 0,09	- 0,20	- 0,30
0,35	Скидка	- 0,06	- 0,16	- 0,27
0,40	Скидка	- 0,04	- 0,12	- 0,21

Удельный вес пакета	Скидка (-) или Надбавка (+)	Минимальная	Средняя	Максимальная
0,45	Скидка	-0,02	-0,06	-0,10
0,50-	Скидка	0	0	0
0,50+	Надбавка	0,26	0,32	0,72
0,55	Надбавка	0,24	0,36	0,48
0,60	Надбавка	0,22	0,29	0,36
0,65	Надбавка	0,19	0,26	0,33
0,70	Надбавка	0,16	0,24	0,31
0,75	Надбавка	0,12	0,20	0,29
0,80	Надбавка	0,08	0,14	0,19
0,85	Надбавка	0,04	0,06	0,09
0,90	Надбавка	0,01	0,02	0,03
0,95	Надбавка	0	0	0
1,00-	Надбавка	0	0	0

Источник информации: Исследование Яскевича Е.Е. «Обоснование премий и скидок в современных российских условиях», (Методические материалы к семинару 22.01.2008 г. по теме «Премии и скидки при оценке стоимости бизнеса»).

Нижеприведенный график показывает общие тенденции изменений надбавок и скидок для проданных пакетов некотирующихся акций ОАО. Данные приводятся по общим скидкам и надбавкам, учитывающим ликвидность и контроль.

Рис. 21.

Скидки и надбавки



Объектом оценки является 1 обыкновенная именная бездокументарная акция ОАО «ОГК-2» в составе миноритарного пакета. Для миноритарных пакетов акций соответствует значение долевого участия «0+»: скидка за отсутствие контроля и ликвидности в размере 39%.

Итоговая стоимость 100% пакета акций составляет 50 846 774 тыс. руб.

100% пакет акций ОАО «ОГК-2» составляет 32 734 568 382 штуки обыкновенных акций номиналом 0,3627 рублей.

Стоимость 1 акции в миноритарном пакете составит:  $50\,846\,774\,000 \text{ руб.} \cdot (1-39\%) / 32\,734\,568\,382 = 0,94 \text{ руб.}$

Таким образом, стоимость 1 обыкновенной именной бездокументарной акции ОАО «ОГК-2» в составе миноритарного пакета по состоянию на 31 декабря 2009г., с учетом округления и сделанных допущений составляет:

**94 (Девяносто четыре) копейки.**

Генеральный директор ООО «Аудит-НТ»



\_\_\_\_\_ А.Б. Кириллова

Зам. руководителя отдела оценки

\_\_\_\_\_ Л.Н. Бакирова

Оценщик

\_\_\_\_\_ И.Л. Аджиева

Оценщик

\_\_\_\_\_ Н.А. Белякова

Оценщик

\_\_\_\_\_ А.А. Смирнов



## 8. ДЕКЛАРАЦИЯ ОЦЕНЩИКА

Мы, оценщики, выполнявшие данную работу, подтверждаем на основании наших знаний и убеждений, что:

- утверждения и факты, содержащиеся в данном Отчете, являются правильными и корректными;
- анализ, мнения и заключения соответствуют сделанным допущениям и ограничивающим условиям, и являются нашими личными, независимым и профессиональным анализом, мнениями и заключениями;
- в отношении имущества, 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 пристрастности по отношению к лицам, являющимся на дату вступления в силу настоящего отчета владельцами оцененного мной имущества или намеревающихся совершить с ним сделку;
- оплата наших услуг не связана с определенной итоговой величиной стоимости объекта, и также не связана с заранее предопределенной стоимостью или стоимостью, определенной в пользу клиента;
- содержащиеся в Отчете анализ, мнения и заключения составлены Оценщиком самостоятельно и действительны строго в пределах ограничительных условий и допущений, являющихся частью настоящего Отчета;
- оценка была проведена, а Отчет составлен в соответствии с Федеральным законом от 29.07.1998. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и Федеральными стандартами оценки (ФСО №1, ФСО №2, ФСО №3), обязательными к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденными приказами Министерства экономического развития и торговли РФ № 254, № 255, №256 от 20.07.2007 г.

Оценщик

И.Л. Аджиева

Оценщик

Н.А. Белякова

Оценщик

А.А. Смирнов

## 9. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

### 9.1. ПЕРЕЧЕНЬ КОПИЙ ДОКУМЕНТОВ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ОЦЕНЩИКОМ И УСТАНОВЛИВАЮЩИХ КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ И КАЧЕСТВЕННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ (ПРЕДОСТАВЛЕНЫ ЗАКАЗЧИКОМ)

#### Перечень документов и информации по ОГК-2

1. Свидетельство о регистрации Общества.
2. Свидетельство о постановке на учет в налоговом органе.
3. Устав Общества в действующей редакции.
4. Информация об акционерах Общества, владеющих более 2% акций от уставного капитала Общества.
5. Вид вложений (акции, облигации, векселя и др.), их эмитент, количество, балансовая стоимость и дата приобретения по облигациям и векселям – срок погашения и уровень доходности, отдельно по каждому вложению за 2008-2009 годы.
6. Реестр свидетельств о государственной регистрации права собственности Общества на земельные участки и объекты недвижимости.
7. Реестр договоров аренды земельных участков.
8. Лицензии, выданные Обществу, на осуществление различных видов деятельности.
9. Бухгалтерская отчетность Общества и его дочерних и зависимых обществ (годовая (формы №№1-5, с пояснительными записками и аудиторскими заключениями) за 2007-2009 годы со всеми справками, приложениями).
10. Данные об открытых Обществом расчетных счетах в банках с указанием проблемных банков (отозвана лицензия, внешнее управление и т.п.).
11. Перечень всех налогов и сумм налоговых выплат по годам за 2007-2009 годы с указанием ставок (если они отличаются от общей) и вида используемых льгот.
12. Удельные расходы топлива на производство электро- и теплоэнергии за 2007, 2008, 2009.2010 годы.
13. Динамика изменения тарифов на электро- и теплоэнергию 2007-2009гг.
14. Информация по основным конкурентам Общества (в разрезе групп продукции, работ, услуг): наименование, доля рынка, конкурентные преимущества.
15. Перечень основных средств (представлен в электронном виде).
16. Бизнес-план, в том числе отчет о выполнении бизнес-плана за 2009, бюджет доходов и расходов, план функционирования Общества на 2010 год.
17. Топливный баланс разбивкой по станциям.
18. Информация о реализации инвестиционных проектов ОАО «ОГК-2».
19. Данные о привлеченных кредитах и займах, а также прочих долгосрочных обязательствах (объем, процентная ставка, обеспечение, график погашения).
20. Расшифровка долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений по состоянию на 31.12.2009 год.
21. Расшифровка дебиторской и кредиторской задолженности по состоянию на 31.12.2009 год.
22. Расшифровка запасов по состоянию на 31.12.2009 год.
23. Реестр непрофильных активов по состоянию на 31.12.2009 год.
24. Реестр векселей за 2008-2009 гг..
25. Тарифы на тепло и э/э на 2009г., регулируемые тарифы на э/э на 2010-2015 гг..



## 9.2. НОРМАТИВНЫЕ И ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ АКТЫ, МЕТОДИЧЕСКАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». ФЗ РФ №135-ФЗ от 29.07.1998 г. (в действ. ред.).
2. «Гражданский кодекс Российской Федерации» ч. 1-2// ФЗ №15 от 26.01.1996 г.
3. «О внесении изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации и ФЗ «О введении в действие части первой Гражданского кодекса Российской Федерации». Федеральный закон №45-ФЗ от 16.04.2001 г.
4. «Налоговый кодекс Российской Федерации» часть первая. (в действ. ред.). Принят Государственной Думой 16.07.1998 г. Одобрен Советом Федерации 01.07.1998 г.
5. «Налоговый кодекс Российской Федерации» часть вторая. (в действ. ред.). Принят Государственной Думой 19.07.2000 г. Одобрен Советом Федерации 26.07.2000 г.
6. «Об акционерных обществах» ФЗ РФ от 26.12.1995 года №208-ФЗ. (в действ. ред.).
7. «О введении в действие земельного кодекса Российской Федерации». ФЗ РФ № 137-ФЗ от 25.10.2001 г.
8. «О порядке отражения в бухгалтерском учете отдельных операций, связанных с введением в действие первой части Гражданского кодекса Российской Федерации», Приказ Министерства финансов РФ №81 от 28.07.1995 г. (в действ. ред.).
9. «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ». Приказ Министерства Финансов РФ № 10н от 29.01.2003 г. и Приказ Федеральной Комиссии по Рынку Ценных Бумаг № 03-6/пз от 29.01.2003 г. Зарегистрирован в Минюсте РФ 12.03.2003 г. №4252.
10. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО №1)», утвержденные Приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. №256.
11. Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО №2)», утвержденные Приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. №255.
12. Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО №3), утвержденные Приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. №254.
13. «Методические рекомендации по оценке стоимости земельных участков». Утверждены распоряжением Минимущества России от 07.03.2002 № 568-р.
14. Об инструкции «О порядке заполнения форм годового бухгалтерского отчета предприятий, объединений и организаций». Письмо Министерства финансов СССР № 33в от 26.07.1991 г. (в ред. Письма Министерства финансов РФ от 16.03.92 № 6).
15. «О ведении бухгалтерского учета в акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью». Письмо Минфина СССР от №99 от 31.07.1990 г.
16. «О формах бухгалтерской отчетности организаций» (вместе с «Указаниями об объеме форм бухгалтерской отчетности», «Указаниями о порядке составления и представления бухгалтерской отчетности»), Приказ Минфина РФ №4н от 13.01.2000 г.
17. Методические рекомендации по оценочной деятельности. Оценка рыночной стоимости Предприятия (бизнеса). Голицын В.А. - зам. Председателя Комитета ТПП РФ по оценочной деятельности. <http://www.kodtpp.ru>. тел.: (095) 921-3584.
18. Маркетинг: выбор лучшего решения. Голубков Е.П., Секерин В.Д., Голубкова Е.Н. М., 1993 г.
19. Практический маркетинг. Учебное пособие. Дихтль.Е., Хершген Х. М., Высшая школа, 1995 г.
20. Маркетинговый анализ. Ковалёв А.И., Войленко В.В. М. 1996 г.
21. Маркетинг на предприятии: практическое пособие. Кретов И.И. М., АР «Финстатинформ», 1994г.
22. Ефимова О.В. Финансовый анализ. - 3-е изд., перераб. и доп. - М: Изд-во "Бухгалтерский учет", 1999г.
23. Методика финансового анализа. А.Д.Шеремет, Р.С.Сайфулин, Е.В.Негашев. М., Издательство «ИНФВА-М», 2000 г.



24. Оценка рисков долговых обязательств на Российских Предприятиях. Учебное пособие. Кафедра «Оценочная деятельность и антикризисное управление» при Финансовой Академии при Правительстве РФ. Авт.: Федотова М.А., Булычёва Г.В., Малышев О.А., Раева И.В., Синева О.Н. Москва 2001 г.
25. Риски в предпринимательской деятельности. Лапуста М.Г., Шаршукова Л.Г. – М.: ИНФРА-М, 1998 г., - с. 19.
26. Методика определения рисков и практические методы их снижения. - Методическое пособие ИБГ «Никойл», 1998 г.
27. Риск – менеджмент. Балабанов И.Т. Финансы и статистика, 1996 г.
28. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий. Учебное пособие Института профессиональной оценки. Авт. Булычёва Г.В.
29. Оценка недвижимости. Учебник. Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. Москва «Финансы и статистика», 2002 г.
30. Оценка рисков долговых обязательств на Российских Предприятиях. Учебное пособие. Кафедра «Оценочная деятельность и антикризисное управление» при Финансовой Академии при Правительстве РФ. Авт.: Федотова М.А., Булычёва Г.В., Малышев О.А., Раева И.В., Синева О.Н. Москва 2001 г.
31. Оценка бизнеса. Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. М., 1998 г.
32. Оценка стоимости дебиторской задолженности. В.И.Прудников. Челябинск, 2000 г.
33. Оценивая бизнес: анализ и оценка закрытых компаний. Пратт Ш. Избранные главы. 2-ое издание, ин-т экономич. Развития Всемирного банка, М., РОО, 1998 г.
34. Стоимость предприятия (теоретические подходы и практика оценки). Научн. Ред. АбдулаевН.А.. М. Высшая школа приватизации и предпринимательства, 1999 г.
35. Оценка бизнеса и инноваций. Валдайцев С.В. М, 1997 г.
36. Оценка бизнеса и управление стоимостью Предприятия: учебное пособие для вузов. Валдайцев С.В. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001 г.-720с.
37. Междисциплинарные вопросы оценки стоимости. Под ред. Рутгайзера В.М.; Акад. нар. хоз-ва при Правительстве РФ, Шк. финансового менеджмента, Каф. оценочной деятельности.- Москва: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2000 г.
38. Интернет – сайт Центрального банка РФ - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).
39. Анализ социально экономической ситуации по данным Центрального банка Российской Федерации, <http://www.cbr.ru>
40. Статья к.т.н. Яскевич Е.Е. «Анализ факторов, обуславливающих введение скидок и надбавок для оцениваемых пакетов акций (ДОЛЕЙ)».

**ПРИЛОЖЕНИЕ. КОПИИ ДОКУМЕНТОВ ЗАКАЗЧИКА И ОЦЕНЩИКА**