

**Экспертно-аналитическая записка**  
**по проверке предпродажной подготовки и экспертизе определения**  
**начальной цены продажи пакетов акций ОАО “НГК “Славнефть”,**  
**которые подлежат приватизации в 2002 году согласно Программе**  
**приватизации государственных и муниципальных предприятий**  
**на 2002 год**

**Основание проверки:** план работы Счетной палаты Российской Федерации на 2002 год (пункт 4.7).

**Цель проверки**

Оценка проведения предпродажной подготовки и экспертиза определения начальной цены продажи пакетов акций ОАО “НГК “Славнефть”.

**Объект проверки**

Российский фонд федерального имущества, ОАО “НГК “Славнефть”.

**1. Формирование и структура уставного капитала**  
**ОАО “НГК “Славнефть”**

1.1. Акционерное общество открытого типа “Нефтегазовая компания “Славнефть” (далее - Компания) учреждено Правительством Российской Федерации в лице Госкомимущества России, Правительством Республики Беларусь в лице Мингосимущество Республики Беларусь и физическими лицами - акционерами Мозырского нефтеперерабатывающего завода.

Учредителями Компании с Российской стороны являются: АО “Мегионнефтегаз”, АО “Мегионнефтегазгеология”, АО “Ярославнефтеоргсинтез”, АО “Ярославский нефтеперерабатывающий завод им. Д.И. Менделеева”, АО “Ярославнефтепродукт” (109,432 тыс. рублей), АО “Костроманефтепродукт” (33,578 тыс. рублей), АО “Ивановонефтепродукт”, АО “Мегионнефтепродукт”.

Доля акций, принадлежащих Российской Федерации в уставном капитале компании, составляет 82,93 %, доля акций, принадлежащих Мингосимуществу Республики Беларусь составляет 10,83 %, вклад ООО “НПЗ+” составил 6,24 процента.

В соответствии с редакцией устава, утвержденной Собранием акционеров Компании 30 января 1999 года (протокол № 8), уставный капитал Компании составил 4754,3 тыс. рублей, разделенных на обыкновенные акции номинальной стоимостью 0,1 копейки в количестве 4754238 тыс. штук.

1.2. Приватизация ОАО “НГК “Славнефть” осуществлялась в соответствии с планом приватизации доли Российской Федерации в капитале Компании, утвержденным распоряжением Госкомимущества России от 5 декабря 1995 года № 1771-р, с учетом изменений, утвержденных 26 декабря 1996 года № 1372-р.

По итогам трех специализированных аукционов проданный пакет акций ОАО “НГК “Славнефть” составил 7,97 % уставного капитала.

В результате доля Российской Федерации в уставном капитале Компании составила 74,95 %, в том числе 19,68 % акций РФФИ, предназначенных для продажи на коммерческом конкурсе с инвестиционными условиями и 10,25 % акций объединенного ФАРПа, доля Мингосимущества Республики Беларусь в уставном капитале составила - 10,83 процента. До настоящего времени соотношение долей не изменялось.

По состоянию на 25 сентября 2002 года зарегистрированы 5024 акционера ОАО “НГК “Славнефть”. Акционерами Компании являются:

- Министерство имущественных отношений Российской Федерации (владелец)- 2627815544 штук, 55,273 % уставного капитала;
- РФФИ (акции находятся в номинальном держании у ОЮЛ “Депозитарно-расчетный союз”) - 935677000 штук, 19,681 %;
- ЗАО ИНГ Банк (Евразия), номинальный держатель - 626558865 штук, 13,179 %;
- остальные юридические лица-резиденты, 29 акционеров - 42535016 штук акций, 0,895 %;
- физические лица-резиденты, 4851 акционер - 52535016 акций, 0,123 %;
- Минэкономики Республики Беларусь (владелец) - 515087000 акций, 10,834 %;
- юридические и физические лица-нерезиденты, 140 акционеров - 738431 акций, 0,015 % уставного капитала.

В соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 9 октября 2002 года № 1422-р размер пакета акций ОАО “НГК “Славнефть”, принадлежащих Минимуществу России и выставляемых на продажу в 2002 году, составляет 74,95 процента.

Решение об условиях приватизации акций ОАО “НГК “Славнефть” принято Министерством имущественных отношений Российской Федерации и утверждено его распоряжением от 11 октября 2002 года № 3543-р. На открытый аукцион выставляется 3563492544 обыкновенных именных акции, в том числе 2715692544 акции первого выпуска (государственный регистрационный номер 73-1-5366) и 847800000 акций второго выпуска (государственный регистрационный номер 73-1-5865).

1.3. ОАО “НГК “Славнефть” является вертикально-интегрированной Компанией. Корпоративная структура Компании (учреждение дочерних и зависимых обществ) осуществляется в соответствии со статьей 6 Федерального закона от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ “Об акционерных обществах”. Принятие решений о создании и ликвидации дочерних обществ, 100 % акций которых принадлежит Компании, входит в исключительную компетенцию Совета директоров (подпункт 24 пункта 8.3 устава в редакции от 18 февраля 1999 года и подпункт 8 статьи 8 редакции устава от 6 сентября 2002 года).

Полная корпоративная структура Компании (с учетом аффилированных лиц дочерних обществ), по данным представленным руководством ОАО “НГК “Славнефть”, включает 99 предприятий, которые учтены Компанией при составлении сводной бухгалтерской отчетности за 2001 год и I полугодие 2002 года. Из них:

- нефтедобывающие предприятия (всего на сумму 14614,3 млн. рублей, вложения в акции (доли) составляет к общей сумме вложений в дочерние общества 93,6 %): ОАО “Славнефть-Мегионнефтегазгеология” (7892 тыс. рублей, в том числе приобретено акций за I полугодие 2002 года на сумму 6048 тыс. рублей); ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз” - 1616533 тыс. рублей; ОАО “Обънефтегазгеология” - 1724540 тыс. рублей; ЗАО “Обънефтегазгеология” - 2189255 тыс. рублей; ОАО СП “Соболь” - 1893339 тыс. рублей; ООО “Славнефть-Нижневартовск” - 109796 тыс. рублей; ОАО “Мессояханефтегаз” - 779133 тыс. рублей; ОАО “Пайяха” - 46344 тыс. рублей; ОАО “Русско-Реченское” - 197029 тыс. рублей; ОАО “Сузун” - 70415 тыс. рублей; ООО “Славнефть-Красноярскнефтегаз” - 177477 тыс. рублей; ЗАО “Славнефть-Красноярскнефтегаз” - 500 тыс. рублей; ООО “Ачимовское” - 10,0 тыс. рублей; ОАО “Варьеганнефть” - 5802065 тыс. рублей (акции общества учтены в бухгалтерском балансе общества 4 апреля 2002 года. В соответствии с решением третейского суда от 4 ноября 2002 года договора купли-продажи ценных бумаг ОАО “Варьеганнефть”, в соответствии с которыми были приобретены данные акции, признаны недействительными. Во исполнение решения суда ОАО “НГК “Славнефть” обязано в срок до 1 декабря 2002 года вернуть акции ОАО “Варьеганнефть”);

- нефтеперерабатывающие предприятия (вложения составили 679356 тыс. рублей, 4,3 % от общей суммы вложений в акции (доли) дочерних обществ): ОАО “Слав-

нефть-Ярославнефтеоргсинтез” - 670026 тыс. рублей, ОАО “Славнефть-Ярославский НПЗ” - 8284 тыс. рублей, ЗАО “ЯРВАЗ” - 152 тыс. рублей, ЗАО “ЯРБИТ” - 70 тыс. рублей, ОАО “Мозырский НПЗ” - 824 тыс. рублей.

27 предприятий осуществляют оптовую и розничную продажу нефти, посредническую и иную деятельность. Основные сбытовые акционерные общества Компании: ОАО “Славнефть-Ярославнефтепродукт”, ЗАО “Славнефть-Центрнефтепродукт”, ЗАО “Славнефть-Санкт-Петербург”, ООО “Славнефть-Калуга”.

## **2. Финансово-хозяйственная деятельность ОАО “НГК “Славнефть” в период 2000 год - I полугодие 2002 года**

Результаты деятельности группы дочерних и аффилированных предприятий “НГК “Славнефть” в 2001 году в сравнении с 2000 годом по отдельным показателям улучшились при снижении других показателей.

На конец 2001 года на 15578 млн. рублей увеличилась сумма основных средств, в основном за счет роста имущества дочерних обществ, а именно, наиболее значимые: ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз”, ОАО “Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез”, ООО “Славнефть-Красноярскнефтегаз” (на сумму 8647 млн. рублей), а также за счет вновь приобретенных дочерних обществ - ОАО “СП “Соболь”, ЗАО “Обьнефтегеология”, ЗАО “СК “Славнефтьстрой” (на сумму 1514 млн. рублей).

Долгосрочные финансовые вложения за год уменьшились и составили 2469 млн. рублей. Инвестиции в дочерние, зависимые и другие общества возросли с 343,4 млн. рублей до 953 млн. рублей.

Краткосрочные обязательства увеличились с начала года на 9223 млн. рублей, или на 195,6 % (с 4715 млн. рублей до 13938 млн. рублей), краткосрочные кредиты банков также увеличились с 2535 млн. рублей на 1 января 2001 года до 12581 млн. рублей на 1 января 2002 года, или более чем в 5 раз.

Долгосрочных кредиты банков по сравнению с 2000 годом возросли на сумму 6615 млн. рублей, или на 319 % (с 2071 млн. рублей на 1 января 2001 года до 8686 млн. рублей на 1 января 2002 года).

В целом по группе дочерних и аффилированных предприятий в I полугодии 2002 года долги возросли на 30 % и составили более 49 млрд. рублей, притом, что собственный капитал остался на прежнем уровне. Увеличилась более чем на 40 % кредиторская задолженность, она составила более 31 млрд. рублей, а, кроме того, на 44 млрд. рублей были выданы поручительства в обеспечении обязательств предприятий.

Выручка от продажи товаров, продукции, работ, услуг в 2001 году по сравнению с 2000 годом увеличилась на 16353 млн. рублей, или на 22,7 % (с 71846 млн. рублей до 88199 млн. рублей). Основные доли выручки составляют выручка за нефть 36 % (31487 млн. рублей) и за нефтепродукты 37 % (32519 млн. рублей), при этом себестоимость по нефти - 21 % (12411 млн. рублей), по нефтепродуктам - 46 % (27665 млн. рублей), валовая прибыль за нефть составляет 19076 млн. рублей, или 67 % от значения валовой прибыли, и 4854 млн. рублей, или 17 %, за нефтепродукты.

Валовая прибыль практически не изменилась по сравнению с 2000 годом.

В связи с ростом коммерческих и управленческих расходов прибыль от продаж понизилась на 20 % до 18664 млн. рублей. Вследствие превышения внереализационных расходов над внереализационными доходами (ОАО “НГК “Славнефть”, ОАО “Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез”, ООО “Славнефть-Трейд”) прибыль до налогообложения отчетного периода уменьшилась на 38 % и составила 14224 млн. рублей.

Чистая прибыль 2001 года составила 10862 млн. рублей, что на 43 % ниже 2000 года. Чистая прибыль 2001 года, принадлежащая ОАО «НГК «Славнефть», составила 8641 млн. рублей.

На формирование чистой прибыли в I полугодии 2002 года оказали влияние превышение операционных расходов над доходами на 578 млн. рублей и увеличение коммерческих расходов на 1346 млн. рублей. В итоге размеры чистой прибыли снизились на 1976 млн. рублей, или на 29 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Данные о размерах начисленных и перечисленных дивидендов на акции Компании приведены в приложении № 1 (приложения в Бюллетене не публикуются).

В 2001 году по сравнению с 2000 годом произошло сокращение размера чистой прибыли Компании в 2,4 раза: с 8785782 тыс. рублей до 3585795,46 тыс. рублей. При этом величина дивидендов на государственный пакет по итогам 2001 года осталась неизменной - 605,8 млн. рублей. Соответственно, доля указанных дивидендов в чистой прибыли компании выросла с 6,9 % до 16,9 %, при снижении базовой прибыли на одну обыкновенную акцию с 1,66 рубля до 0,75 рубля.

В соответствии со скорректированным Техпромфинпланом ОАО «НГК «Славнефть» на 2002 год, утвержденным на заседании Правления Компании 26 апреля 2002 года, чистая прибыль за 2002 год составит 1200000 тыс. рублей (или 1351200 тыс. рублей при цене нефти 17 долларов США за баррель, 2279200 тыс. рублей при цене 19 долларов США за баррель при фактической среднегодовой цене 26 долларов США за баррель); план по дивидендам (100 %) - 410000 тыс. рублей.

Данные о размерах чистой прибыли дочерних и зависимых обществ ОАО «НГК «Славнефть», а также начисленных и перечисленных дивидендах на долю участия ОАО «НГК «Славнефть» в уставных капиталах дочерних и зависимых обществ приведены в приложении № 2. При этом доля ОАО «НГК «Славнефть» в 2000 году в чистой прибыли ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз» и ООО «Рифей» составила 5,4 млрд. рублей, при чистой прибыли ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз» - 4,4 млрд. рублей и ООО «Рифей» - 2,9 млрд. рублей; в 2001 году - 3,6 млрд. рублей, при чистой прибыли ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз» - 3 млрд. рублей и ООО «Рифей» - 2,25 млрд. рублей.

Суммарная чистая прибыль по итогам 2000 года 8 доходных обществ со 100 % участием ОАО «НГК «Славнефть», в том числе ООО «Рифей», ЗАО «Славнефть-Маркет», ЗАО «Русойл-Москва», составила 3039687,9 тыс. рублей; по итогам 2001 года - 2489493,5 тыс. рублей. Начисленные дивиденды на долю участия ОАО «НГК «Славнефть» в указанных обществах в 2000 году составили 302566 тыс. рублей, перечисленные - 257181,2 тыс. рублей; в 2001 году начисленные - 2301583,4 тыс. рублей, перечисленные - 2162024,6 тыс. рублей.

Сумма дивидендов на долю участия в уставных капиталах дочерних и зависимых обществ ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз», ОАО «Славнефть-Мегионнефтегазгеология», ОАО «Славнефть-ЯНПЗ им. Менделеева», ОАО «Славнефть-Ярославнефтепродукт», ОАО «Славнефть-ЯНОС», ООО «Славнефть-Калуга», ОАО «Славнефть-Центр-нефтепродукт», ОАО «ЯРВАЗ» составила: в 2000 году начисленных - 55056 тыс. рублей, перечисленных - 46898,2 тыс. рублей; в 2001 году начисленных - 8034,5 тыс. рублей; перечисленных - 7380 тыс. рублей.

### **3. Оценка минерально-сырьевой базы ОАО «НГК «Славнефть», дочерних и аффилированных предприятий**

Сырьевая база нефтяных и нефтегазовых месторождений ОАО «НГК «Славнефть», по данным Государственного баланса запасов полезных ископаемых, на 1 января 2002 года расположена в 6 субъектах Российской Федерации и составляет по извлекаемым запасам

нефти 794,9 млн. тонн по категориям А+В+С1, 537,8 млн. тонн по категории С2 и по газу - по категориям А+В+С1 - 265094 млн. куб. м, категории С2 - 545359 млн. куб. метров.

Распределение нефтяных и нефтегазовых месторождений ОАО "НГК "Славнефть" по субъектам Российской Федерации приведено в таблице:

Регион	Годовая добыча	(млн. тонн)	
		Извлекаемые запасы кат. А+В+С1	Извлекаемые запасы кат. С2
Ханты-Мансийский автономный округ	14,7	558,6	251,2
Ямало-Ненецкий автономный округ	0	91,5	88,0
Красноярский край	0	38,7	16,3
Таймырский автономный округ	0	24,7	14,0
Эвенкийский автономный округ	0,004	48,5	163,5
Ульяновская область	0,4	32,9	4,8
Всего	15,1	794,9	537,8

На долю Ханты-Мансийского автономного округа приходится 97,3 % добычи и 70,3 % извлекаемых запасов нефти по промышленным категориям.

Недропользователями по состоянию на 1 января 2002 года являлись непосредственно ОАО "НГК "Славнефть", а также дочерние и зависимые компании. До 2000 года добычу нефти осуществляли три организации: ОАО "Славнефть-Мегионнефтегаз", ОАО "Славнефть-Мегионнефтегазгеология" и ЗАО "Ариголнефтегеология". В 2000-2002 годах ОАО "НГК "Славнефть" и ее дочерние компании купили акции 13 предприятий-недропользователей: ОАО "Обьнефтегазгеология", ООО "Обьнефтегеология", ЗАО "СП "Соболь", ООО "Узуннефть", ООО "Шебурское", ЗАО СП "Нафта-Ульяновск", ОАО "Ульяновскнефть", ОАО "Нефтеразведка", ОАО "Мессояханефтегаз", ОАО "Сузун", ОАО "Русско-Речинское", ОАО "Пайяха" и ОАО "Варьеганнефть".

Только за счет покупки акций данных недропользователей ресурсная база по извлекаемым запасам нефти по категориям А+В+С1 увеличилась на 76,73 %, категории С2 - на 67,2 % и добыча - на 18,3 процента.

Данные за 2001 год о сырьевой базе нефтяных месторождений недропользователей ОАО "НГК "Славнефть" приведены в таблице:

Недропользователи	Уровень добычи	(тыс. тонн)		
		Извлекаемые запасы нефти по категориям		
		А+В	А+В+С1	С2
ОАО "НГК "Славнефть"	4		98869	184906
ОАО "Славнефть-Мегионнефтегаз"	12517	89209	333914	128609
ОАО "Варьеганнефть"	1244	66818	98050	13991
ОАО "СП "Соболь"	430		8037	2529
ОАО "Ульяновскнефть"	299		19741	708
ЗАО "Обьнефтегеология"	237		14782	16975
ЗАО "Ариголнефтнгеология"	216	3423	7593	1803
ЗАО СП "Нафта-Ульяновск"	93		12241	3854
ООО "Узуннефть"	26	232	8653	19841
ОАО "Нефтеразведка"	7		962	289
ОАО "Славнефть-Мегионнефтегазгеология"	4		9417	6252
ОАО "Мессояханефтегаз"			86060	80282
ОАО "Обьнефтегазгеология"			66431	56051
ОАО "Русско-Реченское"			5428	7728
ОАО "Сузун"			23457	1091
ОАО "Пайяха"			1255	12904
Итого	15077	159682	794890	537813

Всего на 1 января 2002 года ОАО "НГК "Славнефть", ее дочерние и зависимые компании имеют 72 лицензии с правом добычи на 87 нефтяных и нефтегазовых место-

рождений, в том числе 6 лицензий имеет непосредственно ОАО “НГК “Славнефть” (в 2002 году 4 лицензии переданы дочерним компаниям), 23 лицензии - ОАО “Ульяновскнефть”, 11 лицензий - ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз”.

По разрабатываемым месторождениям Ханты-Мансийского автономного округа качественная структура запасов нефти постепенно ухудшается. На 1 января 2002 года извлекаемые запасы в низкопроницаемых коллекторах по ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз” составляют 39,7 %, а по ЗАО “Обьнефтегеология” - 77,9 процента. Трудноизвлекаемые запасы высоковязкой нефти составляют по разрабатываемым месторождениям 13,6 %, а запасы нефти в подгазовых зонах - 9 процентов. Опережающие темпы разработки высокопродуктивных залежей привели к истощению их запасов и обеспеченности их добычи в общей структуре месторождений менее 10 лет.

17 месторождений разрабатываются с утвержденными Государственной комиссией по запасам полезных ископаемых извлекаемыми запасами нефти по категориям А+В+С1 в количестве 525,8 млн. тонн. С учетом проводимой доразведки на данных месторождениях остаточные извлекаемые запасы нефти по промышленным категориям на 1 января 2002 года составляют 448,9 млн. тонн.

На 37 месторождениях осуществляется добыча на основании оперативного прироста запасов или опытная добыча. В соответствии с Законом Российской Федерации “О недрах” по данным месторождениям требуется подготовка геологических отчетов для утверждения запасов в установленном порядке. Разработка месторождений без утвержденных запасов законодательством запрещена.

Резервные участки для постановки геологоразведочных работ с правом последующей добычи имеют запасы извлекаемой нефти по категориям С1+С2 716,9 млн. тонн. Фактически необходимо подготовить к разработке новые участки недр, сопоставимые по объемам с действующими нефтепромыслами. В соответствии с условиями лицензий через 5 лет при планомерном ведении геологоразведочных работ ОАО “НГК “Славнефть”, ее дочерние и зависимые компании имеют возможность увеличить извлекаемые запасы по промышленным категориям на предоставленных участках недр до 1000-1050 млн. тонн за счет перевода запасов категории С1 и С2 в более высокие категории и соответственно организовать годовую добычу нефти не менее 20-22 млн. тонн.

#### **4. Проверка организации подготовки аукциона**

Российскому фонду федерального имущества поручено обеспечить в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 9 октября 2002 года № 1422-р (пункт 5):

- проведение аукциона по реализации находящихся в федеральной собственности акций ОАО “НГК “Славнефть” с подведением его итогов в декабре 2002 года;
- перечисление до 15 февраля 2003 года в федеральный бюджет средств, вырученных от продажи указанных акций.

Минимуществом России передаточным распоряжением от 11 октября 2002 года № 317-пр переданы РФФИ 3563492544 акций, что составило 74,95 % уставного капитала Компании (19,68 % + 55,27 %).

РФФИ утвердил Положение о Комиссии по установлению начальной цены приватизируемого имущества, типовую форму протокола и типовую форму выписки из протокола, а также состав Комиссии из 6 человек - сотрудников РФФИ своим приказом от 19 сентября 2002 года № 49 “О Комиссии по установлению начальной цены приватизируемого федерального имущества”.

На заседании конкурсной комиссии от 19 июля 2002 года по проведению закрытого конкурса по отбору финансового консультанта для проведения работ по предпродажной

подготовке принадлежащих Российской Федерации акций ОАО “НГК “Славнефть” (19,68 %) были рассмотрены представленные предложения от 13 компаний: “Шродер Саломон Смит Барни”, ЗАО “Гамма Капитал”, ООО “ФБК”, ЗАО “Управляющая компания ОЛМА”, ООО “Дрезден Кляйнворт Бенсон ООО”, ЗАО “Юникон/МС Консультативная группа”, Дж. П. Морган секьюрити Лтд, ООО “Росэкспертиза”, Центр профессиональной оценки, HSBC Investment Bank, Тройка Диалог, ИБГ НИКОЙЛ, ЗАО “Кредит Свисс Ферст Бостон АО”.

В результате рассмотрения конкурсной комиссией закрытого конкурса по отбору финансового консультанта предложений компаний для проведения работ по предпродажной подготовке акций ОАО “НГК “Славнефть” (19,68 %) победителями были признаны: ООО “Росэкспертиза” и “Шродер Саломон Смит Барни” (Schroder Salomon Smith Barney).

РФФИ был заключен договор с ООО “Росэкспертиза” от 8 сентября 2002 года № 8-5/764 на проведение оценки акций ОАО “НГК “Славнефть”.

Предметом договора являлось оказание услуг по оценке рыночной стоимости находящегося в федеральной собственности пакета акций ОАО “НГК “Славнефть”. Оценке подлежали пакеты акций: в размере 935677000 штук, что соответствует 19,68 % уставного капитала Общества и в размере 3563492544 штуки, что соответствует 74,95 % уставного капитала Общества.

Общая стоимость услуг по договору составляет сумму эквивалентную 180 тыс. долларов США, в том числе сумма НДС - 30 тыс. долларов США.

В договоре РФФИ установило следующее “Краткое резюме отчета (по смыслу - техническое задание на выполнение работ) об оценке рыночной стоимости пакета акций ОАО “НГК “Славнефть”, составляющего 19,68 % (74,95 %) от уставного капитала: “Информация об объекте оценки (тип акций, общее количество акций и количество в оцениваемом пакете); Структура акционерного капитала; Краткая информация об ОАО “НГК “Славнефть”; Финансовое положение ОАО “НГК “Славнефть” (финансовые показатели, задолженность и состояние расчетов с бюджетом и т. д.); Методология оценки (применяемые методы) и основные предположения сделанные при оценке ОАО “НГК “Славнефть”; Результаты оценки с использованием различных методов; Сведение результатов оценки”.

К договору приложен Страховой полис от 31 января 2002 года серия ОО № 02-1/3-1470/02, выданный Страховой компанией “Интеррос-Согласие”, о страховании имущественных интересов, связанных с возмещением ООО “Росэкспертиза” причиненного прямого вреда имуществу третьих лиц при осуществлении им оценочной деятельности с суммой 10 тыс. рублей по одному страховому случаю и пределом ответственности (агрегатный лимит ответственности “Интеррос-Согласие”) в отношении ущерба третьему лицу, возникшего в результате непреднамеренной профессиональной ошибки, небрежности или упущения при осуществлении ООО “Росэкспертиза” оценочной деятельности, который составляет 10 млн. рублей. Срок действия договора страхования с 1 февраля 2002 года до 31 января 2003 года включительно.

ООО “Росэкспертиза” представило отчет в РФФИ об определении рыночной стоимости акций ОАО “НГК “Славнефть” 14 ноября 2002 года.

РФФИ в лице заместителя председателя С.Ш.Паршуковой подписал 26 ноября 2002 года “Акт об окончании работ по Договору № 8-5/764 от 8 августа 2002 года” с ООО “Росэкспертиза” и подтвердил, что “все работы выполнены в соответствии с требованиями указанного Договора в полном объеме и в договорные сроки. Претензий к выполненным работам со стороны Заказчика нет”.

РФФИ заключил также договор с компанией “Саломон Бразерс Интернешнл Лимитед” на возмездное оказание услуг от 4 ноября 2002 года (№ 8/1146). Предметом договора является оказание Фонду финансово-консультационных и инвестиционно-банковских

услуг в связи с продажей РФФИ принадлежащих Российской Федерации обыкновенных именных акций ОАО “НГК “Славнефть” в количестве 3563492544 штук номинальной стоимостью 0,001 рубля каждая, что составляет 74,95 % уставного капитала. В частности договор предусматривает “содействие Фонду в анализе оценочной стоимости пакета акций” ОАО “НГК “Славнефть”, составляющих 74,95 % уставного капитала “и в рамках такого анализа “Саломон Бразерс Интернешнл Лимитед” ознакомится ... с основной деятельностью, операциями, собственностью, финансовым положением и перспективами ОАО “НГК “Славнефть”.

В договоре указано, что “во избежание сомнений “Саломон Бразерс Интернешнл Лимитед” не будет оказывать услуги, которые подпадают под определение оценочной деятельности в соответствии с Федеральным законом от 29 июня 1998 года № 135-ФЗ “Об оценочной деятельности в Российской Федерации” с изменениями. При этом РФФИ подтвердил в договоре, что “компания привлекается исключительно в качестве консультанта РФФИ, как независимый подрядчик”. РФФИ подтвердил также в договоре, что “он был поставлен в известность о том, что компания была привлечена ОАО “Сибнефть” с целью организации финансирования с помощью рынков капитала для “Сибнефти”. Поступления от такого финансирования могут быть частично или целиком использованы “Сибнефтью” для приобретения акций” (имеются в виду акции ОАО “НГК “Славнефть”). Компания заверила РФФИ, что “не будет представлять интересы “Сибнефти” в ходе сделки” (то есть продажи акций ОАО “НГК “Славнефть”), а также “предпримет все разумные и необходимые меры по созданию “китайской стены” между сотрудниками компании, занятыми обслуживанием интересов Фонда и “Сибнефти”. “Вознаграждение” “Саломон Бразерс Интернешнл Лимитед” составит: в случае участия в аукционе хотя бы одной нероссийской энергетической компании - 0,6 % от цены продажи акций; в случае не участия в аукционе хотя бы одной нероссийской энергетической компании - 0,12 % от цены продажи акций; если сделка (продажа акций ОАО “НГК “Славнефть”) не состоится - 200 тыс. долларов США без учета НДС.

Компания “Саломон Бразерс Интернешнл Лимитед” представила заключение в РФФИ о стоимости 74,95 % пакета акций ОАО “НГК “Славнефть” 11 ноября 2002 года, то есть через 7 календарных дней после заключения с ней Фондом договора. Фактически оно было учтено Комиссией по установлению начальной цены приватизируемого федерального имущества.

С учетом изученных Фондом мнений финансовых консультантов и, учитывая близкие значения стоимости: Schroder Salomon Smith Barney - 1700 млн. долларов США (агрессивная цена), ООО “Росэкспертиза” - 1700 млн. долларов США (нижняя граница диапазона), предлагалось установить начальную цену пакета акций ОАО “НГК “Славнефть” в размере 74,95 % уставного капитала Общества равной 1700 млн. долларов США.

Комиссией РФФИ по определению начальной цены акций приватизируемого федерального имущества на заседании 16 ноября 2002 года (протокол № 9/105) были рассмотрены отчет об оценке пакета акций Общества в размере 74,95 % уставного капитала, подготовленный ООО “Росэкспертиза”, распоряжение Минимущества России от 11 октября 2002 года № 3543-р. Констатировалось, что пакет акций Общества в размере 74,95 % уставного капитала (3563492544 акции) подлежит продаже на аукционе с подачей предложений по цене в открытой форме. Нормативная цена указанного пакета акций составляет 40444,34 млн. рублей.

В результате рассмотрения было вынесено одно предложение, за которое единогласно проголосовали все члены Комиссии (6 человек - сотрудников РФФИ). Комиссия постановила:

“Пункт 1.1. Принять отчет оценщика ООО “Росэкспертиза” об оценке пакета акций ОАО “НГК “Славнефть” в размере 74,95 % уставного капитала, подготовленный в соответствии с договором от 8 августа 2002 года № 8-5/764.

Пункт 1.2. Установить начальную цену пакета акций ОАО “НГК “Славнефть” в размере 74,95 % уставного капитала (3563492544 акции), предназначенного для продажи на аукционе с подачей предложений по цене в открытой форме, в размере 1,7 млрд. долларов США”.

В целях непосредственной подготовки продажи находящихся в федеральной собственности акций ОАО “НГК “Славнефть” РФФИ утвердил приказом от 15 ноября 2002 года № 63 “О подготовке продажи находящихся в федеральной собственности акций ОАО “Нефтегазовая компания “Славнефть” порядок организации продажи на аукционе с открытой формой подачи предложений по цене находящихся в федеральной собственности акций ОАО “НГК “Славнефть”, составляющих 74,95 % уставного капитала Общества, и формы документов: информационного сообщения, заявки на участие в аукционе, форму договора о задатке.

В информационном сообщении, опубликованном в официальном бюллетене РФФИ “Реформа” от 16 ноября 2002 года № 73 (646), была указана информация о проведении торгов по продаже акций ОАО “НГК “Славнефть”, включая следующую: дата начала приема заявок на участие в аукционе - 18 ноября 2002 года; дата окончания приема заявок на участие в аукционе - 15 декабря 2002 года; время и место приема заявок - рабочие дни с 10.00 до 17.00 по московскому времени ... по адресу: ... г. Москва; дата, время и место определения участников аукциона - 10.00 по московскому времени 17 декабря 2002 года по адресу: ... г. Москва; дата, время и место подведения итогов аукциона (дата проведения аукциона) - 18 декабря 2002 года в 11.00 по московскому времени по адресу: ... г. Москва; шаг аукциона - эквивалент 20 млн. долларов США; общая номинальная стоимость акций - 3563492,5 рубля; нормативная цена выставленных на аукцион акций - 40444340000 рублей; начальная цена пакета акций - эквивалент 1,7 млрд. долларов США; балансовый отчет ОАО на последнюю отчетную дату перед опубликованием информационного сообщения (за 9 месяцев 2002 года); обязательства ОАО, в том числе кредиторская задолженность перед ... бюджетом... 701,669 млн. рублей; сведения о дочерних и зависимых обществах эмитента - приведены в приложении - “Перечень дочерних, зависимых и других обществ ОАО “НГК “Славнефть” в количестве: “дочерние” - 40 организаций, “зависимые” - 3 организации, “другие” - 5 организаций, всего поименовано 48 организаций.

## **5. Экспертиза определения начальной цены продажи пакета акций ОАО “НГК “Славнефть”**

### **Краткий обзор отрасли**

В российской экономике на долю всего топливно-энергетического комплекса приходится 20 % ВВП, из них на “нефтянку” - около 10 % ВВП. Нефтедобывающие и нефтеперерабатывающие предприятия обеспечивают около четверти налоговых и таможенных поступлений в казну. Более трети поступающей в Россию экспортной выручки также образуется за счет нефтяного сектора. По объему нефтяного экспорта Россия занимает второе место в мире, уступая лишь Саудовской Аравии, а по объему нефтедобычи находится на третьем месте, пропустив вперед все ту же Саудовскую Аравию и США.

В 2001 году в России было добыто 348,1 млн. тонн нефти и газового конденсата, рост к 2000 году составил более 25 млн. тонн. Основной прирост добычи за последние 2 года (около 30 млн. тонн) пришелся на Ханты-Мансийский автономный округ - главный неф-

тедобывающий регион страны. Здесь в 2001 году добыча нефти и конденсата составила около 200 млн. тонн - 57,5 % от суммарной добычи нефти в России.

Прогноз добычи и переработки нефти и природного газа по России приведен в таблице:

Показатели	2001 г.	2005 г.	2010 г.	2015 г.	2020 г.
Нефть и конденсат, млн. тонн	348,1	$\frac{308}{327}$	$\frac{305}{335}$	$\frac{305}{345}$	$\frac{305}{360}$
Природный и попутный газ, млрд. куб. м	581,2	$\frac{580}{600}$	$\frac{615}{655}$	$\frac{640}{690}$	$\frac{660}{700}$
Объем переработки нефти, млн. тонн	178	$\frac{175}{185}$	$\frac{185}{200}$	$\frac{190}{220}$	$\frac{200}{225}$

Примечание: в числителе - для пониженного, в знаменателе - для благоприятного варианта развития экономики.  
Источник: Энергетическая стратегия Российской Федерации на период до 2020 года.

В настоящее время в структуре собственности нефтедобывающего комплекса доля государства составляет чуть более 30 процентов. Количество недропользователей в добыче нефти превысило две сотни. Основу “нефтянки”, ее три четверти, составляют крупные, вертикально-интегрированные компании (далее - ВИНК), созданные по принципу “от скважины до бензоколонки”.

Первая ВИНК образовалась в ноябре 1991 года - “ЛУКОЙЛ”. В 1992-1996 годах были созданы еще 6 ВИНК - “ЮКОС”, “Сургутнефтегаз”, Сибирско-дальневосточная нефтяная компания (далее - “Сиданко”), “Славнефть”, “ОНАКО” и Тюменская нефтяная компания (далее - ТНК) и 2 региональные “Башнефть” и “Татнефть”.

На сегодняшний день в России можно выделить три типа крупных нефтекомпаний.

Первый тип нефтекомпаний - это те, которые являются основной частью финансово-промышленных групп. К их числу можно отнести “ЮКОС”, ТНК, “Сиданко”, “Сибнефть”, т. к. эти ВИНК управляются выходцами из финансово-банковской среды. Соответственно, их стратегия ориентируется, главным образом, на финансовый результат.

Ко второму типу относятся компании, возглавляемые менеджерами, выращенными и воспитанными нефтегазовой отраслью. Прежде всего, это “ЛУКОЙЛ” и “Сургутнефтегаз”. В своей деятельности эти ВИНК ориентируются на отраслевые приоритеты: повышение эффективности добычи нефти и использования скважин, ресурсосбережение, социальную защищенность работников.

Третья группа компаний включает в себя те, в управлении которыми важную роль играет государство в лице центральных органов власти - “Роснефть” и российско-белорусская “Славнефть” - или региональных органов власти - “Татнефть” и “Башнефть”. По мнению экспертов, эти представители нефтяной отрасли сильно уступают ВИНК первых двух типов и по финансовой эффективности, и по отраслевым показателям.

Компании	Нефтедобывающие предприятия
НК “ЛУКОЙЛ”	ООО “ЛУКОЙЛ-Западная Сибирь”, ООО “ЛУКОЙЛ-Нижневолжскнефть”, ООО “ЛУКОЙЛ-Пермнефть”, ООО “ЛУКОЙЛ-Астраханьморнефть”, ООО “ЛУКОЙЛ-Калининградморнефть”, ООО “Нефтяная компания Коми ТЭК”, ЗАО “ЛУКОЙЛ-Пермь”, ОАО “Архангельскгеолодобыча”
НК “ЮКОС”	ОАО “Юганскнефтегаз”, ОАО “Самаранефтегаз”, ОАО “Томскнефть”
НК “Сургутнефтегаз”	ОАО “Сургутнефтегаз”
ТНК	ОАО “Тюменнефтегаз”, ОАО “Самотлорнефтегаз”, ОАО “Оренбургнефть”, ОАО “ТНК-Нягань”, ОАО “Нижневартовское нефтегазодобывающее предприятие”, ОАО “ТНК-Нижневартовск”, ОАО “ТНК-Уваг”, ОАО “Нижневартовскнефтегаз”, ООО “Ковтыканефтегаз”, ОАО “Уральская нефтяная компания”, ОАО “Югранефть”, ОАО “Оренбург-геология”
НГК “Славнефть”	ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз”, ЗАО “Славнефть-Красноярскнефтегаз”, ЗАО “Ариол-нефтегеология”, ООО “Славнефть-Нижневартовск”, ЗАО СП “Нафта-Ульяновск”, ОАО “Обьнефтегазгеология”, ОАО “Узуннефть”, ООО “Шебурское”, ОАО “Мессояханефтегаз”

НК "Сибнефть"	ОАО "Ноябрьскнефтегаз"
НК "Роснефть"	ОАО "НК Роснефть-Дагнефть", ОАО "НК Роснефть-Пурнефтегаз", ОАО "Роснефть-Сахалинморнефтегаз", ОАО "Роснефть-Краснодарнефтегаз", ОАО "НК Роснефть-Ставропольнефтегаз", ОАО "Грознефтегаз"
НК "Сиданко"	ОАО "Удмуртнефть", ОАО "Саратовнефтегаз", ОАО "Новосибирскнефтегаз", ОАО "Варьганнефтегаз"
НК "Татнефть"	ОАО "Татнефть"

При этом, кроме крупных вертикально-интегрированных компаний, в России насчитывается еще свыше 130 независимых добытчиков нефти. На их долю приходится около 20 % добываемого в стране "черного золота". В отличие от ВИНК, работающих на крупных высокодебитных месторождениях, малые компании занимаются эксплуатацией небольших месторождений, зачастую с низким дебитом и невысоким качеством нефти.

Динамика добычи нефти с газовым конденсатом нефтяными компаниями России приведена в таблице:

Компании	(тыс. тонн)								
	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	I кв. 2002 г.
"ЛУКОЙЛ"	56899,6	53453,7	50982,3	53420,0	53667,1	53354	77800*	78322*	18702,4
"ЮКОС"	37316,7	36094,5	35269,9	35601,1	34111,3	34187	49550**	58070**	15733,7
"Сургутнефтегаз"	34251,5	33325,7	33256,6	33905,9	35171,4	35472	40620	44030	11603,4
ТНК	24722,2	22571,8	21309,6	20885,9	19651,5	19615	28570	40700***	8899,5
"Татнефть"	23609,7	25022,1	24778,6	24538,3	24439,6	24064	24336,7	24611,8	6049,6
"Сибнефть"	22677,7	20350,2	18612,4	18165,4	17313,8	16322	17199	20671	5870,7
"Сиданко"	25551,3	22866,4	20814,7	20254,6	19902,9	9234	9309	15630	3885,3
"Роснефть"	12641,7	12463,3	12740,3	13042,1	12626,1	12544	13740	14941,6	3845,7
"Славнефть"	13493,2	13233,2	12883,3	12300,0	11783,8	11931,3	12166,9	14927,5	3845,2
"Башнефть"	18782,0	17736,7	16343,9	15358,8	12891,4	12261	11940	11590	2984,0

\* с учетом "Коми ТЭК" и СП.

\*\* с учетом ВНК и ВСНК.

\*\*\* с учетом "Оренбургнефть".

Себестоимость добычи нефти нефтяными компаниями в 2001 году составила: "Татнефть" - 5,4 долларов США за баррель, "Башнефть" - 4,5; "Сургутнефтегаз" - 4,0; "ЛУКОЙЛ" - 3,3; "Славнефть" - 3,7; "Роснефть" - 3,6; ТНК - 3,6; "Сибнефть" - 2,2; "ЮКОС" - 2,0 долларов США за баррель.

Себестоимость добычи нефти во многом определяется горно-геологическими условиями и степенью выработанности месторождений. Добыча тонны нефти на длительно использовавшихся месторождениях требует значительно больших затрат, чем на новых. Средняя себестоимость добычи нефти по Российской Федерации составляет 3,6 долларов США за баррель. Для сравнения: средняя стоимость добычи барреля нефти на Ближнем Востоке составляет менее 2 долларов США, в Африке - 6 долларов США, в Южной Америке и США - 8 долларов США, в скандинавских странах - 10 долларов США.

У ТНК, "Роснефти", "Славнефти" и "ЛУКОЙЛа" себестоимость добычи приближается к среднему уровню по стране. Несколько дороже обходится добыча нефти "Сургутнефтегазу", наименьшая себестоимость - на месторождениях "Сибнефти" и "ЮКОСа", а наиболее дорогая добыча - у "Татнефти" - 5,4 долларов США за баррель.

В среднесрочной перспективе НК "ЛУКОЙЛ" намерена добиться снижения себестоимости добычи нефти с 3,3-3,9 долларов США до 2,6-2,8 долларов США за баррель. По планам нефтекомпаний, себестоимость переработки нефти не должна превышать 10 долларов США за тонну.

НПЗ, находящиеся в собственности нефтяных компаний, приведены в таблице:

Компании	Заводы	Суммарная мощность, млн. т в год
----------	--------	----------------------------------

“ЛУКОЙЛ”	ООО “Пермнефтеоргсинтез”, ООО “Волгограднефтепереработка”, ОАО “Ухта-нефтепереработка”, АО “Петротел” (Румыния), АО “Нефтохим-Бургас” (Болгария), ОАО “Одесский НПЗ” (Украина)	51,7 (в т.ч. зарубежные - 18,1)
ТНК	ОАО “Рязанский НПЗ”, ОАО “Нижеартовский НПО”, ОАО “Линос” (Украина), ОАО “Орскнефтеоргсинтез”	43,6 (в т.ч. зарубежные - 16)
“ЮКОС”	ОАО “Куйбышевский НПЗ”, ОАО “Сызранский НПЗ”, ОАО “Новокуйбышевский НПЗ”, ОАО “Ачинский НПЗ”, ОАО “Стрежевский НПЗ”, Ангарский НПЗ	31,2
“Славнефть”	ОАО “Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез”, ОАО “Славнефть-Ярославский НПЗ им. Менделеева”, ОАО “Мозырский НПЗ” (Белоруссия)	26,5 (в т.ч. зарубежные - 12)
“Сибнефть”	ОАО “Омский НПЗ”	19,5
“Сургутнефтегаз”	ООО “ПО Киришинефтеоргсинтез”	17,3
“Роснефть”	ОАО “Комсомольский НПЗ-Роснефть”, ОАО “НК Роснефть-Туапсинский НПЗ”, ОАО “НК Роснефть-МОПЗ “Нефтепродукт”	9,8
“Сиданко”	ОАО “Саратовский НПЗ”	7,1 (проектная мощность - 10 млн. т)

Объем первичной переработки нефти крупнейшими нефтяными компаниями приведен в таблице:

Компании	2000 г.	2001 г.	2001 г. в % к 2000 г.
“ЛУКОЙЛ”	32,2	38,047	118,0
“ЮКОС”	26,7	29,0	108,6
“Славнефть”	16,8	17,2	102,3
“Сургутнефтегаз”	16,3	16,2	99,4
ТНК	11,6	14,6	125,8
“Сибнефть”	12,6	13,3	105,6
“Роснефть”	7,1	7,7	108,5

Количество действующих АЗС, принадлежащих ВНК, характеризуется следующими данными:

Компании	2000 г.	2001 г.
“ЛУКОЙЛ”	1020	3544
“ЮКОС”	1278	около 1300
“Роснефть”	1087	около 1000
ТНК	250	1000
“Сибнефть”	859	около 1000
“Славнефть”	187	около 1000
“Татнефть”	около 100	более 400
“Сургутнефтегаз”	293	282

### Определение начальной цены продажи пакета акций ОАО “НГК “Славнефть”

В ходе проведения проверки ОАО “НГК “Славнефть” (далее - Компания) в части определения начальной цены продажи 74,95 % пакета акций, которые подлежат приватизации в 2002 году согласно Программе приватизации государственных и муниципальных предприятий на 2002 год, установлено следующее:

- в настоящее время государство контролирует ОАО “НГК “Славнефть” в лице Министерства имущественных отношений Российской Федерации, которому принадлежит 55,27 % акций ОАО “НГК “Славнефть” и Российского фонда федерального имущества - соответственно 19,68 процента. Другими крупными акционерами Компании являются Республика Беларусь - 10,83 % и ЗАО “Депозитарно-клиринговая компания” - 12,98 %, в которой в номинальном держании находится пакет акций, принадлежащий трастовой компании, по 25 % которой владеют ОАО “Тюменская нефтяная

компания” и ОАО “Сибнефть”, в то же время трастовой компании также принадлежат различные доли в дочерних компаниях ОАО “НГК “Славнефть”;

- ОАО “НГК “Славнефть” не имеет непосредственно в собственности основных производственных активов. Активы принадлежат ОАО “НГК “Славнефть” через владение пакетами акций дочерних и зависимых обществ, что также подтверждается заключением ФСФО России (письмо от 27 августа 2002 года № ОЧ-06/4453). Контроль осуществляется путем корпоративного управления и контроля за деятельностью обществ через принятие решений на собраниях акционеров (участников) и решений совета директоров (правлений) дочерних обществ в рамках компетенции органов управления, определенных действующим законодательством и уставами обществ. Кроме того, данные общества находятся согласно сводной бухгалтерской отчетности под контролем Компании, которая концентрирует у себя основные финансовые потоки.

Согласно отчету об определении рыночной стоимости пакета обыкновенных акций ОАО “НГК “Славнефть”, проведенном ООО “Росэкспертиза” по поручению Российского фонда федерального имущества, стоимость пакета акций 74,95 % ОАО “НГК “Славнефть”:

- по методу скорректированной стоимости чистых активов рыночная стоимость пакета акций составила сумму 2134943 тыс. долларов США;
- по методу сопоставимых компаний - 3113740 тыс. долларов США;
- по методу дисконтированных денежных потоков (по сценарию № 1) - 2889772 тыс. долларов США;
- по методу дисконтированных денежных потоков (по сценарию № 2) - 1772769 тыс. долларов США;
- по методу дисконтированных денежных потоков (по сценарию № 3) - 1968421 тыс. долларов США.

Результатом расчетов рыночной стоимости пакета обыкновенных акций ОАО “НГК “Славнефть”, составляющего 74,95 % от уставного капитала, рассчитанной ООО “Росэкспертиза” с учетом сделанных предложений и допущений, явилась сумма 1772769 тыс. долларов США (при условии 30 % размера премии за контроль).

#### **Замечания на отчет № 8-5/764 об оценке рыночной стоимости пакета обыкновенных акций ОАО “НГК “Славнефть”**

Цель оценки: определение рыночной стоимости пакета акций ОАО “НГК “Славнефть” для расчета начальной цены продажи на аукционе по состоянию на 1 июля 2002 года.

Оценка осуществлена в соответствии с требованиями Федерального закона от 21 декабря 2001 года № 178-ФЗ “О приватизации государственного и муниципального имущества”.

Корпоративная структура ОАО “НГК “Славнефть” представлена в отчете в виде следующих сегментов: блок добычи, блок переработки, блок сбыта.

В отчете приводится весьма подробный “Обзор отрасли”, результаты которого практически не используются в дальнейших материалах об оценке.

Методы оценки соответствуют содержанию известных, изложенных в специальной литературе, методических указаний. Исключение составляет множитель (1-t), с применением которого никак нельзя согласиться, так как формула, предложенная С.В. Валдайцевым<sup>1</sup> для условий налогообложения, существовала задолго до того, как был введен Налоговый кодекс. Другим возражением является использованный порядок определения показателя - коэффициент бета. Для этой цели были выбраны показатели по 9 компаниям, на основании которых была рассчитана средневзвешенная величина - 1,004. Не-

<sup>1</sup> С.В.Валдайцев “Оценка бизнеса и инноваций”. М., 1997 г., с. 121.

понятно, почему нельзя было взять показатель ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз” равный 0,359. Тем более, что предприятие является самой крупной структурной единицей в ОАО “НГК “Славнефть”. В этом случае значение коэффициента дисконтирования было бы другим.

Анализ проверки результатов арифметического расчета коэффициента дисконтирования также свидетельствует о несовпадении с “ответом”, приведенным в отчете. При этом следует отметить, что истинность значения коэффициента дисконтирования невозможно в данном случае ни доказать, ни опровергнуть, так как комплексный аудит Компании до оценки пакета акций не проводился.

Расчету стоимости акций предшествуют исходные предпосылки, содержание которых заключается в расчете стоимости лицензий, привилегированных акций и условий использования метода дисконтирования денежных потоков. По этому поводу следует отметить следующее.

Лицензии на право разработки минерального сырья не могут быть включены в состав нематериальных активов в соответствии с ПБУ-14/2000 года, поэтому данный актив не является объектом рыночного оборота. Тем не менее, авторы отчета представили стоимость лицензии “как стоимость запасов нефти и газа с учетом суммарного объема запасов”, а с этим нельзя согласиться.

Стоимость привилегированных акций получена в результате длинного и непонятного расчета. На самом деле, почему надо определять долю дивидендов по этим акциям в чистой прибыли на основании данных по РАО ЕЭС, Сбербанку России или Ростелекому, разве нельзя было значение этого показателя определить непосредственно из содержания устава соответствующих акционерных обществ.

Содержание исходных предпосылок, которые должны быть использованы при расчете стоимости Компании в рамках метода дисконтирования денежных потоков, изложено в форме трех сценариев, один из которых - сценарий № 2 - принят как базовый. Несмотря на довольно обширный материал (12 стр.) в отчете отсутствуют данные о применении этого материала.

Расчет стоимости акций произведен с использованием трех методических подходов. Представляется нецелесообразным рассматривать содержание первых двух подходов, так как результаты их применения не были использованы при подведении итогов процесса оценки. Целесообразно остановиться на анализе результатов расчетов, полученных при использовании метода дисконтирования денежных потоков, причем по сценарию № 2, который и был принят в качестве окончательного результата оценки стоимости пакета акций.

Действительно, результаты применения метода скорректированных чистых активов получены на основе данных баланса Компании, при этом, не сказано является ли этот баланс результатом использования сводной бухгалтерской отчетности, подготовленной в соответствии с приказом Минфина России № 112 от 30 декабря 1996 года. Данное обстоятельство не помешало авторам добавить (скорректировать) к стоимости чистых активов весьма сомнительные данные о “стоимости запасов”, к тому же, являющихся государственной собственностью, а также “долгосрочные финансовые вложения в дочерние и зависимые общества”, до суммы 71052 млн. рублей.

#### **Замечания к методу скорректированных чистых активов:**

*в разделе активов:*

- не учтены нематериальные активы;
- основные средства занижены в 90 раз;
- не учтена и не проведена оценка (корректировка) гудвилла (в связи с продажей пакета акций);

- незавершенное строительство занижено в 10 раз;
- завышены долгосрочные финансовые вложения в 28 раз;
- запасы занижены в 7 раз;
- дебиторская задолженность занижена на 30 %;
- краткосрочные финансовые вложения завышены в 1,5 раза;
- денежные средства занижены в 4 раза;
- НДС в скорректированных чистых активах не должен учитываться;

*в разделе пассивов:*

- не учтены целевое финансирование и поступления (в размере 92 млн. рублей).
- заемные средства: долгосрочные средства занижены почти в 3 раза; краткосрочные завышены на 14 %;
- задолженность учредителям завышена в 57 раз;
- отложенный налог на прибыль, учтено 588,7 млн. рублей;
- отложенный налог на прибыль не обоснован.

#### **Замечания по Международной оценке:**

- не учтены нематериальные активы (гудвилл крайне мал);
- долгосрочные финансовые вложения занижены;
- кредиторская задолженность занижена в 3 раза;
- не учтено незавершенное строительство (в сумме 13221 млн. рублей).

Результаты применения сравнительного метода вызывают странное впечатление. Не понятно, как это из величины показателей о запасах, добыче, выручки от реализации и чистой прибыли, а также мультипликаторов, характеризующих отношение капитализации различных компаний к этим показателям, определяется стоимость собственного капитала, разве в распоряжении оценщиков не было данных первого раздела пассива балансов предприятий. Использование показателя “уровень консолидации”, по всей видимости, является новым вкладом в теорию оценки. Итоговая величина о стоимости ОАО “НГК “Славнефть” неизвестно откуда взялась. Непонятно, почему не была использована информация о величине капитализации самой крупной структурной единицы Компании - ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз”.

Так по данным АК&М (Бюллетени №№ 464, 484, 494), стоимость акции “Славнефть - Мегионнефтегаз” составила на 20 марта 2002 года - 5,03 долларов США, на 10 июля 2002 года - 5,11 долларов США, на 23 октября 2002 года - 9,72 долларов США. Таким образом, учитывая фактор роста стоимости акции ведущего предприятия, необходимости уменьшения стоимости акций при распространении на всю совокупность акций Компании можно утверждать, что стоимость акции будет находиться в интервале от 2 до 5 долларов США. В этом случае стоимость 3565 млн. штук акций только ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз” будет от 7131 до 17825 млн. долларов США.

Итоги применения метода дисконтирования сводятся к тому, что приводятся результаты расчетов по трем сценариям, в разрезе отдельных блоков и значении стоимости 74,95 % акций.

Результаты расчета по сценарию № 2 представлены в виде 8 таблиц: блок добычи – 7 обществ, блок переработки - 2 общества, Компания, блок сбыта - 3 общества. Общая итоговая стоимость только по всем предприятиям сценария № 2 составляет сумму 2264206 тыс. долларов США. При этом следует отметить, что общее количество обществ Компании из того же самого отчета состоит из 75 дочерних, зависимых и других обществ, из них в блок добычи входит 8 основных обществ, в блок переработки - 6 обществ, в блок сбыта - 10 обществ, в геологоразведку - 5 обществ, остальные 9 обществ выполняют функции снабжения, строительства, банковских услуг, организации отдыха и другие.

Содержание таблиц представляет следующее.

Первые строки, включая показатель “Чистая прибыль”, получены из формы 2 приложения к балансу. Показатель “Чистый денежный поток” выполнен по алгоритму, процесс и результаты реализации которого не приводятся, поэтому приходится верить “на слово”. Суждение о качестве и достоверности расчета коэффициента дисконтирования было высказано выше. Если считать, что величина этого показателя определена правильно, то коэффициент капитализации будет равен  $17,97 - 3 = 14,97$ . Тогда величина терминальной стоимости (реверсии) для ОАО “Славнефть-ЯНОС” будет равна  $(88599/0,1497) \times (1/(1,1797)^7) = 2965$ , где ^ - показатель степени, а в расчетах эта величина равна 191757. И так по всем другим расчетам.

Заключительная часть содержит много рассуждений по поводу значимости каждого из подходов оценки для того, чтобы объявить без каких-либо обоснований окончательное значение стоимости ОАО “НГК “Славнефть”, равное 1772769 долларов США.

Складывается странное ощущение, что результат данной оценки каким-то образом совпадает с мнением редакции журнала “Эксперт” от 14 октября 2002 года № 334, стр. 6, статья “Лучше продать”. В этой заметке говорится со ссылкой на “методику, прописанную в Законе о приватизации”, что “сумма, за которую могут быть проданы 74,95 % акций “Славнефти”, не может быть меньше 1,3 млрд. долларов США. По некоторым оптимистическим оценкам, приватизация “Славнефти” может принести казне до 2 млрд. долларов США”. Результат, изложенный в отчете, представляет примерно среднее значение между цифрами 1,3 и 2 млрд. долларов США.

В итоге, следует отметить, что произвольность в выборе исходных данных для расчета, неточность применения методики, неполнота представленных расчетов, свидетельствуют о недостоверности, полученных в отчете результатов оценки стоимости акций ОАО “НГК “Славнефть”.

### **Выводы о величине стоимости пакета обыкновенных акций ОАО “НГК “Славнефть”**

1. Имущественный подход. Если все же допустить, что оценка сделана правильно, то приведенное значение должно быть увеличено как минимум по следующим причинам:

- нефтедобыча в России в настоящий период времени не достигла уровня 1990 года, поэтому эта разница может рассматриваться как резервные мощности, составляющие примерно 15 %;

- возможность повышения уровня использования эксплуатируемых скважин - 15 % и глубины переработки нефти - 20 %;

- необходимость учета существующего уровня теневой экономики, по данным Госкомстата России, - 30 %;

- обязательность превышения цены предложения над возможной ценой сделки - 10 процентов.

По данным Отчета, 12 обществ стоят 2,3 млрд. долларов США, тогда только 40 обществ стоят как минимум не менее 3 млрд. долларов США. Учитывая значение приведенных выше факторов, эта величина должна быть увеличена примерно в 2 раза и составить сумму почти 6 млрд. долларов США.

2. Целесообразно, чтобы организация аукциона по продаже акции была организована при максимально возможной начальной цене с таким расчетом, чтобы покупатель был определен по минимальной скидке с этой цены.

## Обзор подходов и методов определения рыночной стоимости пакета акций ОАО “НГК “Славнефть”

При определении рыночной стоимости бизнеса действующего предприятия (контрольного или неконтрольного пакета акций) в соответствии с международными стандартами, стандартами Российской Федерации могут использоваться три принципиально различных подхода (затратный, сравнительный и доходный), внутри которых могут быть варианты и различные методы расчетов. В наглядной форме все подходы и методы приведены в таблице, а ниже будет дано краткое описание каждого из них:

Подходы	Затратный	Сравнительный	Доходный
Методы	Стоимость скорректированных чистых активов. Ликвидационная стоимость. Избыточной прибыли.	Компания-аналог: рынок капитала, сделки. Отраслевые коэффициенты: отношение цены к прибыли, отношение цены к денежному потоку, отношение цены к балансовой стоимости, отношение рыночной стоимости капитала к прибыли.	Дисконтированный будущий поток доходов. Капитализация потока доходов. Примечание: под потоком могут пониматься денежный поток для собственного капитала, бездолговой денежный поток на номинальной и реальной основе и т.д.

### Доходный подход

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

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

Существует два метода пересчета чистого дохода в текущую стоимость: метод капитализации дохода и метод дисконтированных будущих денежных потоков.

*Метод капитализации дохода* используется, когда имеется достаточно данных для определения нормализованного денежного потока, текущий денежный поток примерно равен будущим денежным потокам, ожидаемые темпы роста умеренны или предсказуемы, денежный поток - значительная положительная величина. Этот метод в данном случае применяется для определения стоимости миноритарного пакета акций ОАО “НГК “Славнефть”.

*Метод дисконтированных будущих денежных потоков* используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих, прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной. Другими словами, метод более применим к приносящим доход предприятиям, имеющим нестабильные потоки доходов и расходов, а, следовательно, может использоваться для оценки как привилегированных, так и обыкновенных акций.

### Затратный подход

Суть данного подхода заключается в том, что все активы предприятия (здания, машины, оборудование, запасы, дебиторская задолженность, финансовые вложения и т.д.)

оценивают по рыночной стоимости. Далее из полученной суммы вычитают стоимость обязательств предприятия. Итоговая величина показывает рыночную стоимость собственного капитала предприятия. Для расчетов используются данные баланса предприятия на дату оценки (либо на последнюю дату). Проводится корректировка счетов баланса. Рассчитывается рыночная стоимость земельного участка.

Существуют два метода определения стоимости бизнеса в рамках затратного подхода.

*Метод стоимости скорректированных чистых активов.* При применении данного метода предприятие оценивается с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим, и у него имеются значительные материальные активы. В этом случае определяется рыночная стоимость пакета акций. Этот метод применялся для оценки обыкновенных акций ОАО «НГК «Славнефть».

*Метод ликвидационной стоимости предприятия* применяется, когда предприятие находится в ситуации банкротства или ликвидации, либо есть серьезные сомнения в способности предприятия оставаться действующим. Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия, отдельной распродаже его активов и после расчетов со всеми кредиторами. Для оцениваемого предприятия использование данного метода нецелесообразно.

### **Сравнительный (рыночный) подход**

Сравнительный подход базируется на рыночной информации и учитывает текущие действия продавца и покупателя. Данный подход предусматривает использование информации по открытым компаниям, акции которых котируются на фондовом рынке, такая информация может использоваться в качестве ориентиров и при оценке компаний закрытого типа. В рамках данного подхода используются далее описанные методы оценки.

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

*Метод сделок (продаж)* является частным случаем метода рынка капитала. Метод основан на ценах приобретения контрольных пакетов акций сходных предприятий, либо цен приобретения целых аналогичных предприятий. Цена акций принимается по результатам сделок на мировых фондовых рынках. Метод определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием.

*Метод отраслевых соотношений* основан на специальных формулах и ценовых показателях, используемых в отдельных отраслях производства. Формулы и ценовые показатели выводятся эмпирическим путем из данных о продажах предприятий. Используется для ориентировочных оценок предприятий.

**Вывод:** исходя из имеющихся данных и цели оценки, целесообразно произвести расчет рыночной стоимости обыкновенных акций расчетами в доходном подходе методом дис-

контрированного денежного потока, в затратном подходе - методом стоимости скорректированных чистых активов, в сравнительном подходе - по компании-аналогу.

### **Определение рыночной стоимости пакета акций ОАО “НГК “Славнефть” методом скорректированных чистых активов**

Расчет стоимости скорректированных чистых активов ОАО “НГК “Славнефть” проводился в соответствии с действующим порядком оценки стоимости чистых активов. В расчетах использован алгоритм методики, предусматривающий оценку рыночной стоимости каждого из видов активов, находящихся на балансе общества.

Однако принимались во внимание обстоятельства ограничительного характера, не позволяющие в полной мере использовать результаты расчета стоимости по методу чистых активов для определения рыночной стоимости общества: стоимость активов, принимаемая в расчет, является балансовой стоимостью, зафиксированной в определенном уровне цен, а не рыночной стоимостью активов, адекватно отражающей текущую ситуацию на рынке.

Соответственно в нее необходимо было внести поправки, проведя предварительную оценку обоснованной рыночной стоимости каждого актива в отдельности и определив, насколько балансовая сумма обязательств соответствует их рыночной стоимости.

Стоимость предприятия по затратному подходу определялась как разность между стоимостью скорректированных чистых активов Компании и ее обязательствами (долгами).

Исходя из сказанного, в расчетах были внесены корректировки в отдельные статьи баланса.

#### *Нематериальные активы.*

Нематериальные активы подразделяются на четыре основные группы:

- интеллектуальная собственность;
- имущественные права;
- отложенные или отсроченные расходы;
- цена фирмы (гудвилл).

В рамках интеллектуальной собственности выделяются:

- права на объекты промышленной собственности (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, наименование мест происхождения товаров и меры по пресечению недобросовестной собственности согласно статье 1/2 Парижской конвенции по охране промышленной собственности;

- права на секреты производства (ноу-хау);

- права на объекты авторского права и смежных прав: на все виды научных, литературных, художественных произведений, программные продукты и базы данных, топологии интегральных микросхем.

Имущественные права - право пользования земельными участками, природными ресурсами, водными объектами, право осуществления производственной деятельности по перевозке грузов, пассажиров и т.п. Подтверждением этих прав служат лицензии, свидетельства.

Отложенные или отсроченные расходы - издержки, представленные в виде организационных расходов (гонорары юристам за составление учредительных документов, услуги за регистрацию фирмы, приобретение программ и другие).

Под ценой общества (гудвилл) понимается стоимость его деловой репутации. Деловая репутация в структуре нематериальных благ выделена согласно статье 150 Гражданского кодекса Российской Федерации. Гудвилл в деловом мире рассматривается как стоимость практически всех элементов нематериальных активов, другие оценщики определяют

гудвилл как величину, на которую стоимость бизнеса превосходит рыночную стоимость его материальных активов и той части нематериальных активов, что отражена в бухгалтерской отчетности. При этом оценщики используют понятие “гудвилл” во втором значении. Однако сторонники обеих точек зрения сходятся в одном, что гудвилл:

- присутствует только при наличии избыточной прибыли;
- не может быть отделен от действующего предприятия (не может быть продан отдельно от него).

Гудвилл возникает, когда предприятие получает стабильные, высокие прибыли, его доход на активы (или на собственный капитал) выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов. Гудвилл как экономическая величина принимается на баланс только в момент смены владельца предприятия.

Следует заметить, что в расчет величины скорректированных чистых активов включаются *нематериальные активы*, отвечающие следующим требованиям:

- имеют документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением или созданием;
- права общества на владение данными нематериальными активами должно быть подтверждено документом (патентом, лицензией, актом, договором и т.п.), выданным в соответствии с законодательством Российской Федерации.

В балансе ОАО “НГК “Славнефть” на момент проведения оценки нематериальные активы числятся в размере 8480 млн. рублей. В состав нематериальных активов ОАО “НГК “Славнефть” включило: права на пользование недрами Куюмбинского блока, Терско-Камовского блока, Южно-Островного лицензионного участка, Тагульского участка; лицензии на монтаж, наладку, ремонт и техобслуживание оборудования и систем противопожарной защиты (всего лицензий на сумму 147566,4 тыс. рублей); товарный знак, систему стратегического управления, квартиру, программное обеспечение - на сумму 151861 тыс. рублей. С начисленным износом по нематериальным активам в сумме 14338,3 тыс. рублей, т.е. остаточная стоимость нематериальных активов составила 137,5 млн. рублей. Кроме того, в состав нематериальных активов включена приобретенная деловая репутация ОАО “НГК “Славнефть” на сумму 8225 тыс. рублей.

Но, согласно методике изложенной в приказе Минфина России от 5 августа 1996 года № 71 и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 5 августа 1996 года № 149, при расчете чистых активов учитываются нематериальные активы, имеющие документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением. В этом случае приобретенная деловая репутация не может быть учтена. Кроме того, отрицательная деловая репутация учтена в структуре пассива баланса.

Следовательно, величина нематериальных активов составит 124 млн. рублей.

По статье **“Основные средства”** в расчет приняты величины рыночной стоимости объектов недвижимости и оборудования, определенные с использованием затратного подхода. В основе затратного подхода лежит принцип замещения, согласно которому инвестор не заплатит за объект недвижимости сумму большую, чем та, в которую обойдется возведение аналогичного по назначению и качеству объекта без чрезмерной задержки.

**Затратный подход** предусматривает возможность оценки следующими методами: сравнительной стоимости единицы, стоимости укрупненных элементов, количественного анализа. Любой из этих методов подразумевает в зависимости от конкретных условий определение восстановительной стоимости имущества либо стоимости замещения.

Стоимость восстановления определяется как стоимость воспроизводства точной копии оцениваемого объекта с использованием тех же материалов и спецификаций, но по текущим ценам.

Стоимость замещения определяется как текущая стоимость нового аналогичного объекта, эквивалентного по всем параметрам оцениваемому объекту.

**При применении сравнительного подхода** стоимость объекта оценки определяется по сравнению с ценой продажи аналогичных объектов. Основой применения данного метода является тот факт, что стоимость объекта оценки непосредственно связана с ценой продажи аналогичных объектов. Каждая сопоставимая продажа сравнивается с оцениваемой недвижимостью. В цену сопоставимой продажи вносятся поправки, отражающие существенные различия между ними.

В данном случае оценке подлежит стоимость не отдельных объектов недвижимости и оборудования, а всего имущественного комплекса. Изучение рынка и предложений на продажу, которые были бы наиболее сопоставимы с оцениваемым имущественным комплексом, показало отсутствие таких аналогов. Имеется информация только по отдельным объектам оценки, которые не могут быть сопоставимыми с оцениваемым имущественным комплексом в целом. Поэтому сравнительный подход в расчетах объектов недвижимости и оборудования не применяется.

**Подход к оценке объектов недвижимости и оборудования с точки зрения их доходности** представляет собой процедуру оценки стоимости, использующую предположение, что рыночная стоимость объектов оценки непосредственно связана с текущей стоимостью всех будущих чистых доходов, которые принесут данные объекты. Предполагается, что инвестор приобретает приносящие доход объекты недвижимости и оборудование на сегодняшние деньги в обмен на право получать в будущем доход от их коммерческой эксплуатации (например, сдавая их в аренду) и от последующей продажи.

Рассматриваемый имущественный комплекс является единым по функциональному назначению предприятием ОАО «НГК «Славнефть». В связи с этим, невозможно на момент оценки рассматривать комплекс как совокупность отдельных, самостоятельных объектов, приносящих доход и, тем самым, служащий мериллом капитализированной стоимости всего предприятия. При этом отсутствуют данные о реальной арендной плате за пользование подобными производственными мощностями.

Поэтому в данном случае доходный подход находит применение в оценке стоимости не отдельных объектов недвижимости и оборудования, а при оценке всего предприятия и его бизнеса.

С учетом специфики оцениваемого предприятия в данном отчете стоимость объектов недвижимости и оборудования оценивается по стоимости восстановления основных объектов.

**Оценка стоимости основных средств.** В соответствии с затратным подходом рыночная стоимость объектов недвижимости формируется как стоимость земли плюс стоимость улучшений за вычетом накопленного износа, но с учетом предпринимательской прибыли и НДС.

Следует отметить, что стоимость права использования земли не определялась применительно к отдельным объектам основных фондов. Поскольку оценке подлежит бизнес действующего предприятия, то стоимость права использования земли было бы целесообразно определять применительно ко всей Компании и тогда учитывать в составе нематериальных активов.

Накопительный износ принят по фактическим данным Компании.

Изменения основных средств практически обусловлены информационной составляющей, принятой в размере 15 %, и коэффициентом, учитывающим их более трудную реализуемость (длительный срок экспозиции), равным - 20 процентов.

Предпринимательская прибыль (девелопера) составляет 3 процента.

Тогда стоимость основных средств будет равна 32055 млн. рублей ( $33828 \times 1,15 \times 0,8 \times 1,03$ ).

**Незавершенное строительство.** В балансе ОАО «НГК «Славнефть» на конец 2001 года числится незавершенное строительство в объеме 13221 млн. рублей. В основном к незавершенному строительству отнесено оборудование, находящееся в монтаже.

С учетом износа и трудной реализуемости данных элементов имущества Компании, рыночная стоимость незавершенного строительства будет составлять 8610 млн. рублей ( $10663 \times 0,95 \times 0,85$ ).

**Долгосрочные финансовые вложения.** Поскольку в группу предприятий ОАО «НГК «Славнефть», согласно сводной бухгалтерской отчетности, входит 99 юридических лиц, в бухгалтерскую отчетность, согласно Методическим рекомендациям по составлению и представлению сводной бухгалтерской отчетности по приказу Минфина России от 12 мая 1999 года № 36н, при объединении бухгалтерской отчетности не включаются финансовые вложения головной организации в уставные капиталы дочерних обществ в части, принадлежащей головной организации.

Однако Методика исчисления чистых активов, утвержденная в приказе Минфина России от 5 августа 1996 года № 71 и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 5 августа 1996 года № 149, определяет расчет чистых активов акционерного общества, т. е. одного предприятия. В данном же случае определяются чистые активы группы предприятий, при этом исключение долгосрочных финансовых вложений предприятий группы не целесообразно.

Поэтому на основании представленных документов ОАО «НГК «Славнефть» долгосрочные финансовые вложения в дочерние предприятия составили 15564,4 млн. рублей, долгосрочные финансовые вложения в сторонние предприятия и организации - 2469,0 млн. рублей. В сумме долгосрочные финансовые вложения составили 18033,43 млн. рублей.

**Запасы.** Производственные запасы представляют собой различные вещественные элементы производства, используемые в качестве предметов труда в производственном процессе. Они целиком потребляются в каждом производственном цикле и полностью переносят свою стоимость на стоимость производимой продукции.

Классификация запасов определяется их функцией, которую они выполняют в процессе производства. Выделяют следующие классификационные группы: сырье и основные материалы, вспомогательные материалы, покупные полуфабрикаты, отходы, тара, запасные части, МБП.

Материально-производственные запасы принимаются к бухгалтерскому учету по фактической себестоимости.

Фактической себестоимостью материально-производственных запасов, приобретенных за плату, признается сумма фактических затрат организации на приобретение за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов (кроме случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации).

Фактическими затратами на приобретение материально-производственных запасов могут быть:

- суммы, уплачиваемые в соответствии с договором поставщику (продавцу);
- суммы, уплачиваемые организациями за информационные и консультационные услуги, связанные с приобретением материально-производственных запасов;
- таможенные пошлины и иные платежи;
- невозмещаемые налоги, уплачиваемые в связи с приобретением единицы материально-производственных запасов;
- вознаграждения, уплачиваемые посреднической организации, через которую приобретены материально-производственные запасы;

- затраты по заготовке и доставке материально-производственных запасов до места их использования, включая расходы по страхованию.

Запасы учитываются в балансе с использованием одного из трех методов: либо по средней себестоимости, либо по себестоимости первых по времени закупок (метод ФИФО), либо по себестоимости последних по времени закупок (метод ЛИФО). Выбор метода организации учета на предприятии осуществляется руководством предприятия, исходя из его специфики. Однако при использовании любого из трех методов учета оценщикам при расчете рыночной стоимости запасов необходимо скорректировать балансовую стоимость, исходя из рыночных цен. Причем необходимо учесть влияние инфляции, которая в первом и втором случаях вносит большую корректировку, чем в третьем случае учета запасов. В любом случае к рыночной стоимости добавляются фактические затраты по транспортировке и складированию, если они не учитывались при постановке на баланс. При анализе деятельности предприятия выявлено, что обновление этих позиций происходит каждые полгода, после чего эти суммы списываются.

Все сопутствующие затраты (контрактные обязательства, транспортировка и т.д.) уже учтены в балансовой стоимости. На данном предприятии имеются запасы в размере 8 % от итога баланса, в том числе материалы и другие аналогичные ценности в количестве 4 % от итога баланса, готовая продукция и товары для перепродажи - 2 %, расходы будущих периодов - 1 процент. Поскольку система организации учета в разрезе счетов №№ 10, 12, 13, 16 не позволяет определить точные сроки приобретения каждого инвентарного номера, целесообразно предположить, что наиболее достоверным, в связи с быстрой оборачиваемостью запасов, является определение рыночной стоимости запасов и товарно-материальных ценностей на 1 января 2002 года с учетом коэффициента дисконтирования при ставке дисконта равной норме прибыли (доходности) функционирующего капитала на данном предприятии 26 % годовых. При данной ставке дисконта коэффициент дисконтирования на дату оценки составляет 1,19. Тогда запасы на 1 ноября 2002 года будут оценены на сумму 8833 млн. рублей.

**Дебиторская задолженность.** Дебиторская задолженность в соответствии, как с международными, так и с российскими стандартами бухгалтерского учета определяется как суммы, причитающиеся компании от покупателей (дебиторов). Дебиторская задолженность возникает в случае, если услуга (или товар) проданы, а денежные средства не получены. Как правило, покупателем не представляется какого-либо письменного подтверждения задолженности за исключением подписи о приемке товара (услуг) на товаросопроводительном документе.

При оценке статьи “Дебиторская задолженность” учитывалась вероятность ее погашения в будущем, то есть оценка степени неопределенности в отношении получения этих выгод. В частности, с полной определенностью можно считать, что некоторую часть дебиторской задолженности в конечном итоге будет невозможно взыскать. В случаях, когда ожидается, что дебиторскую задолженность невозможно будет взыскать полностью, в учете создается резерв на покрытие безнадежной дебиторской задолженности. Эта операция выполняет две функции:

- безнадежная задолженность относится на расходы того отчетного периода, в котором реализация привела к возникновению такой задолженности (принцип соответствия, по которому расходы и связанные с ними доходы должны отражаться в том же периоде);

- дебиторская задолженность на конец отчетного периода оценивается по чистой цене реализации, т.е. в сумме денежных средств, которые ожидается получить.

Одним из индикаторов частичной или полной невозможности взыскания дебиторской задолженности является банкротство должника. К другим показателям относятся

ликвидация предприятия-должника, исчезновение должника, наличие нескольких неудачных попыток взыскания задолженности и невозможность взыскания задолженности в силу закона или срока давности.

Таким образом, при оценке дебиторской задолженности выявляют две группы обязательств: задолженности, которые будут погашены, а также долги, нереальные для взыскания. Последние подлежат списанию за счет соответствующих источников финансирования на основании и в соответствии с требованиями законодательства. Списание просроченной дебиторской задолженности может производиться за счет:

- резерва сомнительных долгов;
- валовой прибыли (прибыли до налогообложения);
- чистой прибыли предприятия.

Оценка безнадежной задолженности в отношении общей дебиторской задолженности основывалась на ретроспективном анализе и прогнозах хозяйственной деятельности предприятия. Для определения этого процента может использоваться общая сумма реализации (в том числе при определении рыночной стоимости дебиторской реализации за наличные). Если соотношение между реализацией в кредит и обычной реализацией не меняется значительно из года в год, полученный результат будет удовлетворительным и может быть принят в качестве ориентира в прогнозном периоде. Если данный показатель имеет определенную динамику изменения, то коэффициент, применяемый к данным по реализации, должен быть изменен соответствующим образом.

На основании анализа хозяйственной деятельности и текущего состояния дебиторской задолженности ОАО «НГК «Славнефть» было определено, что дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты) среднегодовая в 2000 году составила 18055 млн. рублей и в 2001 году - 16351 млн. рублей. За вычетом резервов по сомнительным долгам (свыше 3 месяцев) в размере 1689 млн. рублей, дебиторская задолженность составит 15514 млн. рублей.

Согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации (статьи 128, 132) дебиторская задолженность может рассматриваться как часть имущества должника. При этом дебиторская задолженность не обладает функцией товара, поэтому иметь рыночную стоимость (продаваться) может только уступка права требования. С приобретением дебиторской задолженности покупатель получает право требования, пени, штрафов, неустоек, предусмотренных договорами между должником и кредитором.

Главная задача оценки дебиторской задолженности - это определение рыночной стоимости ее реализации, т.е. определение денежного эквивалента, который ожидает получить покупатель в результате переуступки права требования задолженности, отраженной по статьям бухгалтерского учета. Этот денежный эквивалент, как правило, отличается от величины, отраженной в балансе задолженности, и учитывает, прежде всего, финансовое состояние дебитора, динамику задолженности в прошлом, данные фондового рынка по долговым обязательствам (векселям) предприятий-дебиторов или их аналогов.

Для установления рыночной стоимости задолженности предприятий-дебиторов могут быть использованы различные методы: метод сравнения рыночных продаж, метод альтернативного заимствования, метод дисконтирования денежных потоков (ДДП).

В данном случае использован метод ДДП. Стоимость дебиторской задолженности, полученная методом ДДП, является суммой ожидаемых будущих доходов собственника, выраженных в текущих стоимостных показателях. Определение стоимости дебиторской задолженности данным методом основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данную дебиторскую задолженность сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов, полученных в результате реализации права ее требования.

Аналогичным образом собственник не продает дебиторскую задолженность по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Предполагается, что в результате своего взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Приведение будущей стоимости вложенных средств (FV) к текущей стоимости вложенных средств (PV) при известном периоде дисконтирования ( $\eta$ ) и норме дисконта (E) осуществляется по формуле:

$$PV = \frac{FV}{(1+E)^n}$$

В случае определения дебиторской задолженности - это период оборачиваемости дебиторской задолженности, который по данным финансового анализа установлен в размере 51 день или округленно 2 месяца, что составляет 0,17 года. Норма дисконта принята - 24 процента.

Тогда текущая рыночная стоимость прав требования дебиторской задолженности будет составлять 14917 млн. рублей ( $PV = 15514 : (1 + 0,24)^{0,17}$ ).

**Краткосрочные финансовые вложения.** На данной статье отражаются краткосрочные вложения в высоколиквидные ценные бумаги.

На момент оценки ОАО «НГК «Славнефть» производило краткосрочные финансовые вложения в уставные капиталы других обществ в размере 9958 млн. рублей. С учетом ожидаемой доходности на вложенный капитал в размере 15 % и ее капитализации ( $K_k=0,32$ ) рыночная стоимость краткосрочных финансовых вложений составит 12536 млн. рублей ( $9958 + 9958 \times 0,15 : 0,32$ ).

**Прочие оборотные активы.** Из-за недостаточно достоверной информации о составе данной статьи сумма оставлена без изменений, т.е. в размере 28 млн. рублей.

**Пассивы.** Корректировки в статьи пассива не вносились, имея в виду тот факт, что ОАО «НГК «Славнефть» будет производить расчеты по возникшим обязательствам в полном объеме. Всего пассивы составляют 38700 млн. рублей.

Таблица расчетов по методу скорректированных чистых активов:

(млн. рублей)		
Наименование Показателя	Балансовая стоимость на 1.07.2002 г.	Уточненная стоимость на 1.07.2002 г.
1	2	3
<b>Активы</b>		
1. Нематериальные активы	8480	124
2. Основные средства	33828	32055
3. Незавершенное строительство	13221	8610
4. Долгосрочные финансовые вложения	2469	18033
5. Прочие внеоборотные активы	0	0
6. Итого: внеоборотные активы (п.п.1+2+3+4+5)	57998	58822
7. Запасы	7423	8833
8. Дебиторская задолженность	13851	14917
9. Краткосрочные финансовые вложения	9958	12536
10. Денежные средства	9152	9152
11. Прочие оборотные активы	28	28
12. Итого: оборотные активы (п.п. 7+8+9+10+11)	40412	45466
13. Всего активы: (п.6+п.12)	98410	104288
1	2	3
<b>Пассивы</b>		
14. Целевые финансирования и поступления	92	92
15. Заемные средства – долгосрочные	8809	8809

16. Заемные средства – краткосрочные	13938	13938
17. Кредиторская задолженность	14447	14447
18. Расчеты по дивидендам	14	14
19. Резервы предстоящих расходов и платежей	1306	1306
20. Прочие пассивы	94	94
21. Итого пассивы (п.п. 14+15+16+17+18+19+20):	38700	38700
22. Стоимость чистых активов (п.13 - п.21):	59710	65588
23. Количество акций (млн. штук)	4754	4754
24. Стоимость одной акции (в рублях)	12,56	13,80
25. Стоимость одной акции (в долларов США, по курсу ЦБ РФ на 01.11.02 г. - 31,77 руб. за 1 доллар США)	0,40	0,43
26. Премия за контроль (30 %)	17913	19676
27. Стоимость пакета акций с учетом премии за контроль	77623	85264
28. Стоимость пакета обыкновенных акций (74,95 %), принадлежащих государству, в уставном капитале ОАО “НГК “Славнефть”	58178,44	63905,67
29. Стоимость пакета обыкновенных акций (74,95 %), принадлежащих государству, в уставном капитале ОАО “НГК “Славнефть” (в млн. долларов США)	1831,24	2011,51

### **Заключение по подходу на основе метода скорректированных чистых активов**

В соответствии с принятой методологией из полученной рыночной стоимости всех перечисленных активов необходимо вычесть стоимость обязательств предприятия (текущих и долгосрочных).

Таким образом, стоимость 100 % пакета обыкновенных акций, определенная методом скорректированных чистых активов по состоянию на 1 ноября 2002 года составляет 65588 млн. рублей, а с учетом премии на контроль (30 %) - 85264 млн. рублей.

Рыночная стоимость пакета акций с долей в уставном капитале ОАО “НГК “Славнефть” 74,95 % будет составлять 63905,67 млн. рублей, или 2012 млн. долларов США.

### **Определение рыночной стоимости пакета акций (74,95 %), находящегося в федеральной собственности, в ОАО “НГК “Славнефть” методом дисконтированного денежного потока**

Доходный подход позволяет провести прямую оценку стоимости предприятия, в зависимости от ожидаемых в будущем доходов. Он предусматривает:

- анализ и прогнозирование валовых доходов;
- анализ и прогнозирование расходов;
- анализ и прогнозирование инвестиций;
- расчет денежного потока для каждого прогнозируемого года;
- выбор ставки дисконта;
- определение дохода, который будет получен в остаточный период;
- расчет текущей стоимости будущих денежных потоков в прогнозный и остаточный период.

Ожидаемая стоимость предприятия, какой она окажется на момент предполагаемой его перепродажи, представляет собой прогнозируемую, так называемую, остаточную (после указанного момента) ценность предприятия или сумму остающихся ему к получению (отсчитывая от планируемого времени перепродажи) прибылей. Остаточная ценность предприятия должна выявляться применительно к такому моменту, когда динамика роста прибылей предприятия стабилизируется.

### **Выбор длительности прогнозного периода**

При анализе дисконтированных денежных потоков составляется на некоторый период времени прогноз движения денежных средств, который может отразить любые

изменения в финансовых потоках и тем самым учесть множество факторов, влияющих на финансовые потоки.

Высокий уровень риска, характеризующий российский рынок инвестиций, делает неоправданным рассмотрение длительного периода в качестве прогнозного, так как суммы прироста стоимости с течением времени стремятся к нулю. С другой стороны, прогнозный период должен продолжаться пока темпы роста предприятия не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов). Исходя из этого, был выбран прогнозный период равный 5 годам. По окончании этого срока предприятие должно выйти на стабильные темпы роста. Для проведения расчетов было учтен ожидаемый темп инфляции. В расчетах он был принят в размере 12 % в год. Темп прироста продукции принят в размере 3 % в год. Расчеты произведены в рублях, а итоговый результат пересчитан также и в долларах США (на курс Банка России на 1 ноября 2002 года 1 доллар США = 31,77 рубля).

В данном расчете за основу был принят поток чистой прибыли.

### **Расчет чистой прибыли**

Денежный поток сформирован за счет:

- основной (обычной) деятельности от добычи нефти, продажи нефти и нефтепродуктов, услуг по процессингу и прочей реализации;
- инвестиционной деятельности от участия в акционерном капитале дочерних обществ, поступлений от реализации основных средств, обновления основных средств;
- финансовой деятельности от участия в других организациях, привлечения займов и кредитов, процентов, как к получению, так и к уплате, прочих операционных расходов и доходов.

При обосновании (расчетах) денежных потоков за основу были взяты сводные бухгалтерские балансы (формы 1-5) за последние 3 года (1998-2001 годы), а по некоторым показателям (валовая выручка от реализации продукции, себестоимость реализации и др.) проводился анализ и по данным бухгалтерского баланса за I полугодие 2002 года.

*В операционной (основной) деятельности* за первый год расчетного периода валовая выручка от продажи продукции (за минусом НДС, акцизов и аналогичных обязательных платежей) принята на уровне 2001 года - 88199 млн. рублей. За 6 месяцев 2002 года валовая выручка выросла по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 20 процентов. Однако в расчетах прогнозного периода темп роста выручки каждого последующего года к предыдущему году принят в размере 3 % и, кроме того, учтена инфляция в размере 12 процентов.

Себестоимость реализации продукции в первый год расчетного периода принята на уровне 2001 года в размере 59975 млн. рублей, что составляет 68 % от валовой выручки.

В последующие годы прогнозного периода себестоимость реализации продукции принята с тем же темпом роста, как и для валовой выручки.

Операционная прибыль сформирована с учетом изменений в оборотном капитале. Поскольку ОАО "НГК "Славнефть" имеет излишки оборотных средств, то их прирост (в расчете на год - 4269 млн. рублей) в связи с ростом валовой выручки не предусматривался.

На прогнозный период оценивается чистая прибыль после налогообложения. Ставка налога на прибыль принята в размере 24 процентов.

В чистом денежном потоке от основной (обычной) деятельности предусмотрено рефинансирование за счет амортизации основных фондов.

*В инвестиционной деятельности* предусмотрены капиталовложения на обновление основных фондов в размере 25 % от чистой прибыли, полученной от основной дея-

тельности. Этих средств достаточно для 100 % обновления основных фондов в течение 5 лет. Здесь же учтены поступления от реализации основных средств и увеличение доли участия в акционерном капитале дочерних обществ.

В финансовой деятельности предусмотрены выплаты дивидендов по обыкновенным акциям в размере фактически сложившегося дохода от участия в других организациях, проценты к получению и проценты выплаченные, прочие операционные доходы и расходы. Поступления денежных средств от привлечения долгосрочных и краткосрочных займов и кредитов приняты по консолидированной финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с международными стандартами, в размере 33389 млн. рублей.

При формировании денежных потоков финансовая деятельность обоснована с учетом схемы финансирования таким образом, чтобы суммарное сальдо от всех видов деятельности (операционной (обычной), инвестиционной и финансовой) было неотрицательным на всех шагах расчетного периода и обеспечивало достижение стабильного суммарного денежного потока.

Анализ сформированного денежного потока (сальдо 3 видов деятельности) позволяет сделать вывод о том, что ОАО «НГК «Славнефть» нет необходимости привлекать кредиты и займы - положительное сальдо от всех видов деятельности достигается и без заемных средств. Причем положительное сальдо по всем видам деятельности без заемных средств имеет место даже в первый год прогнозного периода. Следует отметить, что в структуре капитала доля заемных средств составляет 40 %, это высокий процент, который влияет на учетную политику Компании.

#### **Расчет ставки дисконта**

Ставка дисконта - это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Ставка дисконта рассчитывается на той же основе, что и денежный поток, к которому она применяется. Для денежного потока собственного капитала применяется дисконт, равный требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал; для бездолгового денежного потока применяется дисконт, равный сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Существуют различные методики определения ставки дисконта:

- для денежного потока для собственного капитала: модель оценки капитальных активов, модель кумулятивного построения;
- для денежного потока для всего инвестированного капитала: модель средневзвешенной стоимости капитала.

Поскольку тип денежного потока содержит заемные средства, то ставку дисконта определим по модели средневзвешенной стоимости капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) определяется по следующей формуле:

$$WACC = K_d \times (1 - НП) \times W_p + K_p \times W_p + K_o \times W_o,$$

где:

$K_d$  - стоимость привлечения заемного капитала (21 %);

НП - ставка налога на прибыль (24 %);

$W_p$  - доля заемного капитала в структуре капитала (50 %);

$W_p$  - доля привилегированных акций в структуре капитала (0 %);

$W_0$  - для обыкновенных акций в структуре капитала (100 %);

$K_p$  - стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

$K_0$  - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции) - (28 %).

Используя приведенное выше выражение, средневзвешенная стоимость капитала составит:

$$WACC = 0,21 \times (1 - 0,24) \times 0,50 + 1 \times 0,28 = 0,36.$$

Таким образом, норма дисконта определенная по методу средневзвешенной стоимости капитала, будет равна 36 процентам.

Ставку дисконта ( $R$ ) можно также определить по модели оценки капитальных вложений, используя следующее выражение:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C,$$

где:

$R_f$  - безрисковая ставка дохода;

$\beta$  - коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

$R_m$  - общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

$S_1$  - премия для малых предприятий;

$S_2$  - премия за риск, характерный для оцениваемой компании;

$C$  - страновой риск.

Модель оценки капитальных активов (GAPM) основана на анализе массивов информации фондового рынка, конкретно - изменений доходности свободно обращающихся акций.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используется обычно ставка дохода по долгосрочным государственным обязательствам (облигациям или векселям). Однако в условиях России государственные ценные бумаги не всегда могут восприниматься как безрисковые. Для определения ставки дисконта в качестве безрисковой принимаем ставку по депозитам со сроком привлечения до года в наиболее надежных банках, равную 13,3 процента.

Коэффициент  $\beta$  представляет собой меру систематического риска на фондовом рынке. Он является общерыночным, характерным для всех компаний. По имеющимся данным “Росэкспертизы”, коэффициент  $\beta$  принимаем равным 1,004.

Показатель общей доходности рынка ( $R_m$ ) представляет собой среднерыночный индекс доходности и рассчитывается на основе анализа статистических данных, его значение составляет 28 процентов.

ОАО “НГК “Славнефть” не является малым предприятием, поэтому премия ( $S_1$ ) для малых предприятий не применяется.

Премия за риск ( $S_2$ ) характерна для оцениваемой Компании, поскольку ОАО “НГК “Славнефть” имеет обширную операционную (обычную) деятельность, осуществляя не только добычу, но и переработку нефти, и ее реализацию, в том числе через собственные АЗС, а также проводя геологоразведочные работы. Имеют место также инвестиционная и финансовая деятельность, которые не всегда имеют положительные сальдо. Также имеются особые риски, обусловленные ценовыми факторами на приобретаемые материалы и комплектующие, тарифами на электроэнергию, условиями труда и его оплаты и др. Величина премии за риски в связи с недостаточной территориальной и товарной диверсификацией, клиентуры, неудовлетворительным финансовым состоянием предприятия, а также особыми рисками принимается в размере 4,5 процента.

ОАО “НГК “Славнефть” осуществляет поставку нефти и нефтепродуктов не только на внутренний рынок, но и в ближнее и дальнее зарубежье. Эта деятельность также

подвержена рискам. Поэтому правомерно применение странового риска. Его значение составляет 3 процента.

Тогда ставка дисконта, определенная по модели оценки капитальных активов, составляет 36,16:

$$R = 13,3 + 1,004 \times (28 - 13,3) + 0 + 4,5 + 3 = 36,16.$$

Согласно выполненным расчетам методом дисконтированных денежных потоков можно сделать заключение о рыночной стоимости 100 % пакета обыкновенных акций ОАО «НГК «Славнефть», равной 92132,6 млн. рублей.

Поскольку пакет акций (74,95 %), принадлежащий государству, является мажоритарным, то вводится премия за контроль в размере 15 процентов.

Скидка на низкую ликвидность акций на фондовой бирже принимается равной нулю.

Тогда стоимость 100 % пакета акций ОАО «НГК «Славнефть» с учетом премии на контроль будет составлять 105952,5 млн. рублей. Рыночная стоимость пакета акций (74,95 %), определенная методом дисконтированного денежного потока, соответствует сумме 79411,4 млн. рублей или 2499,6 млн. долларов США (при курсе Банка России на 1 ноября 2002 года - 1 доллар США = 31,77 рубля).

### **Определение рыночной стоимости пакета акций ОАО «НГК «Славнефть» сравнительным подходом**

Особенностью сравнительного подхода к оценке собственности является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций, принадлежащих сходным компаниям; с другой стороны, на фактически достигнутые финансовые результаты.

Особое внимание уделяется:

- теоретическому обоснованию сравнительного подхода, сфере его применения, особенностям применяемых методов;
- критериям отбора сходных предприятий;
- характеристике важнейших ценовых мультипликаторов и специфике их использования в оценочной практике;
- основным этапам формирования итоговой величины стоимости;
- выбору величин мультипликаторов, взвешиванию промежуточных результатов, внесению поправок.

Сравнительный подход к оценке бизнеса предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, а также объективность результативной величины, являются следующие базовые положения:

- оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т.д. Это, в конечном счете, облегчает работу оценщика, доверяющего рынку;

- сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен;

- цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими, как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. В данном случае цена определяется рынком, так как оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании других подходов оценщик определяет стоимость предприятия на основе расчетов.

Сравнительный подход базируется на ретро информации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов.

Другим достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке.

Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике. Во-первых, базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы изменения развития предприятия в будущем. Во-вторых, сравнительный подход возможен только при наличии доступной разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу похожих фирм, отобранных оценщиком в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий-аналогов является достаточно сложным процессом. В-третьих, оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан выявить различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие - открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику. Третьим необходимым условием является наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию. Формирование соответствующего банка данных облегчит работу оценщика, поскольку сравнительный подход является достаточно трудоемким и дорогостоящим.

В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- метод компании-аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

В расчетах использован метод компаний-аналогов.

Данные о капитализации российских нефтяных компаний приведены в таблице:

Компании	Уставный капитал, млн. руб.	Количество акций обыкновенных, шт.	Количество акций привилегированных, шт.	Номинал, руб.	Цена 1 акции на 1.04.02 г., долларов США	Капитализация на 1.04.02 г., млн. долларов США
“ЮКОС”	8,948	2236991550	-	0,04	8,31	18589,4
“Сургутнефтегаз”	43428	35725994705	7701998235	1	0,37	13218,6
“ЛУКОЙЛ”	20,85	756782452	77211864	0,025	14,58	11033,9
“Татнефть”	2326,2	2178690700	147508500	1	0,68	1481,5
“Сибнефть”	7,586	4741299639	-	0,016	1,68	7965,4
“Башнефть”	204,8	167743783	37048657	1	3,0	503,2
ТНК	7,908	3163288400	-	0,0025	-	-
“Сиданко”	9,297	232415000	-	0,04	-	-
“Роснефть”	90,175	90174900	-	1	-	-
“Славнефть”	4,754	4754238000	-	0,01	-	-

Определение мультипликаторов по данным о компаниях ОАО “НК “ЮКОС” и ОАО “Сибнефть”:

Показатель	“ЮКОС”	Коэффициент	“Сибнефть”	Коэффициент
Капитализация, млн. рублей*	613788,03	1,00	280799,77	1,00
Запасы категории ABC <sub>1</sub> , млн. тонн	2410968,00	0,25	765681,00	0,37
Годовой объем добычи нефти, млн. тонн	58372,00	10,52	20671,00	13,58
Годовой объем реализации, млн. рублей	277585,74	2,21	104910,42	2,68
Балансовая прибыль, млн. рублей	92597,04	6,63	42231,88	6,65
Суммарные активы, млн. рублей	308011,32	1,99	167613,44	1,68
Балансовый капитал, млн. рублей	236451,06	2,60	118437,81	2,37

\* - капитализация компаний на 19.11.02 г. из базы данных АК&M-list.

Определение стоимости акций компании ОАО “НГК “Славнефть” с помощью мультипликаторов:

Показатели	Исходные данные по “Славнефть”	Мультипликаторы		Капитализация, млн. руб.		Стоимость акции, руб.	
		“ЮКОС”	“Сибнефть”	“ЮКОС”	“Сибнефть”	“ЮКОС”	“Сибнефть”
Запасы категории ABC <sub>1</sub> , млн. т	676310,00	0,25	0,37	172176,07	248024,55	36,22	52,17
Годовой объем добычи нефти, млн. т	15227,54	10,52	13,58	160119,27	206854,51	33,68	43,51
Годовой объем реализации, млн. руб.	87691,00	2,21	2,68	193899,32	234710,83	40,79	49,37
Балансовая прибыль, млн. руб.	8982,00	6,63	6,65	59538,02	59721,32	12,52	12,56
Суммарные активы, млн. руб.	114121,00	1,99	1,68	227414,06	191184,85	47,84	40,22
Балансовый капитал, млн. руб.	48598,00	2,60	2,37	126152,41	115219,18	26,54	24,24

Сравнительный метод на основе сравнения годовой добычи:

Показатели	“ЮКОС”	“Сибнефть”	“Славнефть”
Цена за 1 акцию на 19.11.02 г., долларов США	8,573	1,823	-
Количество акций	2236991750	4741299639	4754238000
Капитализация компаний, долларов США	19177731000	8643389242	-
Годовая добыча за 2001 г., т	58324000	20670000	15228000
Оценка на основе сравнения годовой добычи:			
Расчетная капитализация	по “ЮКОСу”		по “Сибнефти”
ОАО “НГК “Славнефть”, долларов США	5007175000		6367000000
Стоимость 74,95 % акций ОАО “НГК “Славнефть”, долларов США	3755000000		4775000000

Примечание: учитывая скидку при переходе на единую акцию, стоимость пакета акций должна быть не менее 2,7 млрд. долларов США.

### Согласование результатов оценки

Для определения рыночной стоимости пакета акций ОАО “НГК “Славнефть” были использованы все три традиционных метода: метод стоимости скорректированных чистых активов в рамках сравнительного подхода и метод дисконтированного денежного потока в рамках доходного подхода.

Для определения итоговой стоимости были проанализированы преимущества и недостатки примененных подходов. После анализа и сопоставления полученных данных, основываясь на фактах, предположениях и примененных в настоящем анализе методах оценки, мы пришли к следующему заключению.

Средневзвешенная стоимость пакета акций (74,95 %) ОАО “НГК “Славнефть”:

(млн. руб.)

Наименование объекта оценки	Полная	Определенная	Стоимость	Взвешенная	Стоимость	Стоимость	Средне-взвешенная стоимость
	Затратным методом	Методом сравнения продаж	Доходным методом	Затратным методом - 0,3	Методом сравнения продаж - 0,1	Доходным методом - 0,6	гр. 5+6+7
ОАО “НГК “Славнефть”	2012	4265	2450	604	427	1470	2501

Сводная таблица по определению рыночной стоимости пакета акций (74,95 %), находящихся в федеральной собственности, ОАО “НГК “Славнефть” методом дисконтированных денежных потоков приведена в приложении №3.

### Выводы

**1.** Результаты деятельности группы дочерних и аффилированных предприятий “НГК “Славнефть” в 2001 году в сравнении с 2000 годом по основным показателям улучшились.

На конец 2001 года на 15578 млн. рублей увеличилась сумма основных средств, в основном за счет роста имущества дочерних обществ, а именно, наиболее значимые: ОАО “Славнефть-Мегионнефтегаз”, ОАО “Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез”, ООО “Славнефть-Красноярскнефтегаз” (на сумму 8647 млн. рублей), а также за счет вновь приобретенных дочерних обществ - ОАО “СП “Соболь”, ЗАО “Обьнефтегеология”, ЗАО “СК “Славнефтьстрой” (на сумму 1514 млн. рублей).

Долгосрочные финансовые вложения за год уменьшились и составили 2469 млн. рублей. Инвестиции в дочерние, зависимые и другие общества возросли с 343,4 млн. рублей до 953 млн. рублей.

Краткосрочные обязательства увеличились с начала года на 9223 млн. рублей, или на 195,6 % (с 4715 млн. рублей до 13938 млн. рублей), краткосрочные банковские кредиты также увеличились с 2535 млн. рублей на 1 января 2001 года до 12581 млн. рублей на 1 января 2002 года, или более чем в 5 раз.

Долгосрочных банковские кредиты по сравнению с 2000 года возросли на сумму 6615 млн. рублей, или на 319 % (с 2071 млн. рублей на 1 января 2001 года до 8686 млн. рублей на 1 января 2002 года).

**2.** В 2002 году Компанией было выдано поручительств в обеспечение обязательств на сумму 44 млрд. рублей. Кредиторская задолженность составила более 31 млрд. рублей, долги дочерних и аффилированных предприятий составили порядка 49 млрд. рублей.

3. В ходе проверки были проанализированы различные риски, в том числе, финансовые и корпоративные. При соответствующих действиях продавца (РФФИ), в настоящее время располагающего о них информацией, выявленные риски не смогут оказать существенного влияния на результаты и последствия аукциона.

4. В настоящее время ОАО «НГК «Славнефть» (совместно с дочерними и аффилированными обществами) обладает правами пользования недрами перспективных участков, в которых извлекаемые запасы нефти сопоставимы с запасами действующих нефтепромыслов Компании, что положительно влияет на капитализацию Компании.

5. Рекомендуемая начальная цена пакета акций (74,95 %) ОАО «НГК «Славнефть» - 2,5 млрд. долларов США (с учетом оценки объемов добычи), предполагаемая продажная цена на открытом аукционе в интервале 3-3,2 млрд. долларов США.

**Аудитор Счетной палаты  
Российской Федерации**

**В. М. ИГНАТОВ**