

## 8.2. МЕТОДЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ОЦЕНКИ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ГОРНО- ОБОГАТИТЕЛЬНОГО КОМПЛЕКСА

Акопян В.М., соискатель кафедры  
учета, анализа и аудита

*Экономический факультет Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова*

В статье рассмотрены основные подходы к оценке стоимости предприятия горно-обогатительного комплекса (ГОК) (сравнительный и затратный методы), а также проанализированы отдельные методы оценки – метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации, метод отраслевых коэффициентов, метод рынка капитала и другие. Исследованы и другие методы, редко встречающиеся в оценочной практике работы предприятий ГОК. Анализ существующих основных методов оценки проведен автором с целью оценки эффективности использования инструментария оценки в деятельности предприятий ГОК. В статье автором обращено внимание на необходимость выявления и измерения рисков в процессе инвестиционной оценки и инвестиционного анализа. Отмечено, что в целях эффективной оценки необходимо четко понимать и правильно использовать источники информации (в первую очередь – финансовые отчеты). Определены виды источников информации, которые используются в процессе оценки и инвестиционного анализа. В результате сделаны выводы об эффективности применения методов оценки, а также оценена необходимость выявления и измерения рисков в инвестиционном анализе для предприятий ГОК.

### Основные методы оценки стоимости компании и активов для предприятий ГОК

С учетом сложной и многоуровневой структуры инвестиционного анализа необходимо подробно рассмотреть некоторые методы инвестиционной оценки с целью определения необходимости и эффективности их применения в рамках разработки системы инвестиционного анализа на предприятиях горно-обогатительного комплекса (ГОК). Рассмотрим основные подходы к оценке стоимости – затратный, сравнительный и доходный, а также проанализируем отдельные методы, такие как метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации, метод рынка капитала, метод отраслевых коэффициентов и другие часто и не часто используемые в практике методы оценки стоимости компании или ее активов.

Так как методология оценки бизнеса предприятия или его активов связаны с потоком денежных средств и их оценкой, то на практике часто используют метод дисконтированных денежных потоков и метод капитализации. В отличие от метода дисконтированных денежных потоков метод капитализации не требует прогноза денежных доходов, а основывается на ретроспективных данных – этом его преимущество (простота, исключение ошибок расчета) и недостатки (денежный поток в перспективе может существенно отличаться от ретроспективного). Данный метод заключается в расчете текущей стоимости будущих доходов, полученных от использования объекта с помощью коэффициента капитализации:

$$V = I/R,$$

где

$V$  – стоимость;

$I$  – периодический доход;

$R$  – коэффициент капитализаций.

Метод прямой капитализации применяется в тех случаях, когда имеется достаточное количество информации для оценки дохода, доход от недвижимости является стабильным или ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим или темпы их роста умеренны. Так как текущая стоимость чувствительна к изменениям коэффициента, для его использования необходимы четкие рыночные указания на его величину. Выделим преимущества метода капитализации: простота расчетов и отражение рыночной конъюнктуры (связано с тем, что при применении метода, как правило, берется достаточно большое количество сделок с недвижимостью и проводится их анализ с точки зрения дохода и стоимости) [5, 7, 12].

На практике метода капитализации предусматривает следующие основные этапы:

- анализ финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости);
- выбор величины прибыли, которая будет капитализирована;
- расчет адекватной ставки капитализации;
- определение предварительной величины стоимости;
- проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются);
- проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности (если они необходимы) [7, 9].

При применении метода капитализации необходимо отразить возникающие проблемы: сложность определения чистого дохода компании, а также проблема выбора ставки капитализации.

Отметим, что для российских условий в большинстве случаев наиболее обоснованной базой метода капитализации может оказаться чистая прибыль, которая отражается в бухгалтерском учете и воспринимается потенциальными или реальными участниками рынка. Обосновав вид доходной базы, необходимо рассчитать ее значение, которое будет использовано для определения стоимости. С этой целью необходимо получить значение показателя за несколько лет. Бухгалтерские данные в этом случае требуют определенной корректировки: должны быть исключены непроизводственные и разовые (нетипичные) расходы и обеспечено единство бухгалтерского учета (единая учетная политика, единая система определения выручки, единые нормы амортизации и др.). Должно быть исключено влияние инфляции (цены и издержки приняты постоянными) или показатели более ранних периодов скорректированы на индексы инфляции. Как правило, на практике, выбирается прибыль последнего отчетного года [6, 7].

Определим, что с математической точки зрения ставка капитализации – это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости. Существует несколько методов определения коэффициента (ставки) капитализации. Например, способ рыночной экстракции для идентичных объектов основан на статистической обработке рыночной информации о величинах чистого операционного дохода и цен продажи объектов недвижимости, рассчитывается в три этапа по формуле:

$$R_0 = \frac{I}{n} \sum_{i=1}^n R_i$$

где

$R_i$  – коэффициент капитализации  $i$ -го объекта;

$R_i = I_i / V_i$ .

Доход от объекта, относящийся к недвижимости, включает две основные составляющие: доход на капитал и возврат капитала:

$$I = iV + \frac{V}{S(n, i)}$$

где

$iV$  – доход на капитал;

$\frac{V}{S(n, i)}$  – возврат капитала;

$n$  – количество периодов функционирования недвижимости, приносящей доход;

$i$  – ставка процента;

$S$  – шестая функция сложного процента.

Первой составляющей коэффициента капитализации является ставка дисконтирования (эквивалентна понятию «конечная отдача»). Вторая составляющая коэффициента капитализации  $V/S(n, i)$  – взнос на возмещение основной суммы капитала, отвечает за возврат капитала. Процесс возврата основной суммы капитала носит название рекапитализации, а сама составляющая – коэффициент рекапитализации [7, 9, 11].

В теории и на практике оценки стоимости компании отмечается важность использования сравнительного подхода к оценке, которая также отмечается при оценке предприятия ГОК. Сравнительный подход в оценке стоимости предприятия основан на принципе замещения. Такой подход зачастую используется, где имеется достаточная база данных о сделках купли-продажи. В рамках подхода необходимо ориентироваться на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий или объектов. Цена определяется рынком, а оценивать необходимо с использованием корректировок, обеспечивающих сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. Оценка основана на ретроиформации и, следовательно, отражает фактические результаты производственно-финансовой деятельности предприятия. Цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке, а значит, является реальным отражением спроса и предложения [5, 7, 19].

В рамках анализа инвестиционной оценки для предприятий ГОК сделаем вывод, что сравнительный подход, применяемый в целях инвестиционной оценки, ограничен в инструментарии. Применение сравнительного подхода эффективно и объективно отражает стоимость объекта, только в случае наличия данных о финансовой и ценовой информации при реализации сравнимых объектов. Наличие объективной и доступной информации для проведение сравнительной оценки при рассмотрении объектов предприятий ГОК на практике стоит под вопросом и не всегда возможно. Поэтому важность сравнительной оценки не оспорима, но необходимо учитывать сложность получения соответствующей информации в узком отраслевом направлении – горно-обогатительном комплексе.

Также отметим, что при оценке компании или бизнеса сравнительный подход включает в себя три основных метода:

- метод рынка капитала;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Отбор компаний для сравнения производят по таким критериям, как:

- принадлежность к той или иной отрасли, региону;
- вид выпускаемой продукции или услуг;

- диверсификация продукции или услуг;
- стадия жизненного цикла, на которой находится компания;
- размеры компаний, стратегия их деятельности, финансовые характеристики [7, 19].

Суть метода отраслевых коэффициентов заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Этот метод в основном используется для оценки малых компаний и имеет вспомогательный характер. В результате обобщения нужно разработать довольно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. В российской практике этот метод пока не получил достаточного распространения в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения [5, 7, 19].

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций сходных компаний. Предполагается, что инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Этот метод основывается на финансовом анализе оцениваемой и сопоставимых компаний. Необходимо отметить, что важная составляющая часть оценки по данному методу – анализ финансового положения предприятий. Система аналитических показателей и критериев сравнения, используемых при анализе финансового положения предприятия, так же как и методология оценки стоимости предприятия в целом, зависит от целей и функций оценки [7, 11, 19]. Сделаем вывод, что для оценки предприятия ГОК в условиях реализации инвестиционной программы и с целью определения корректировки стоимости компании кроме затратного необходимо использовать и сравнительный подход, наиболее эффективным методом в котором является метод рынка капитала.

В процессе определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным методом используются ценовые мультипликаторы. Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие. Отметим, что существует много оценочных мультипликаторов, применяемых при оценке стоимости бизнеса. Их можно разделить на два типа: интервальные и моментные. К интервальным мультипликаторам относятся:

- цена / прибыль;
- цена / денежный поток;
- цена / дивидендные выплаты;
- цена / выручка от реализации.

К моментным мультипликаторам относятся:

- цена / балансовая стоимость активов;
- цена / чистая стоимость активов [7, 19, 21].

В результате оценки компании методом рынка капитала получают стоимость неконтрольного пакета ее акций с высокой степенью ликвидности.

На практике иногда в оценке используют метод сделок (метод продаж) – частный случай метода рынка капитала, основан на анализе цен купли-продажи контрольных пакетов акций компаний-аналогов или анализе цен приобретения предприятий целиком. Цена

акций принимается по результатам сделок на мировых фондовых рынках [7, 12].

Другим подходом в оценке предприятий (в том числе и предприятий ГОК) является затратный (имущественный) подход в оценке компании, который рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. Данный подход в теории и практике оценочной деятельности представлен двумя основными методами: методом стоимости чистых активов и методом ликвидационной стоимости [6, 7].

Первый метод – метод стоимости чистых активов не требует идентификации аналогов, а основывается только на данных оцениваемой компании. В этом его преимущество (простота, относительно невысокая трудоемкость, отсутствие ограничений), но одновременно и недостаток. Суть метода в том, что определяется рыночная стоимость активов путем коррекции данных баланса, из которой вычитается рыночная стоимость обязательств [6, 7, 9].

Также существует метод оценки ликвидационной стоимости. Методика расчета ликвидационной стоимости (стоимости неработающего предприятия) основана на оценке рыночной стоимости активов и обязательств. Отличия от метода стоимости чистых активов определяются различиями в состоянии предприятий. Главное отличие от других методов состоит в том, что для ликвидации (продажи) активов предприятие вынуждено платить комиссионные посредникам, нести расходы на демонтаж и снижать цену ниже рыночной стоимости для обеспечения ликвидности. Из стоимости проданных активов (конкурсной массы) вычитается стоимость обязательств, издержки предприятия, комиссионные посредникам, налоги на продажу имущества [5, 7, 9]. Сделаем вывод, что данный метод полезен и используется для предприятий ГОК в случае необходимости оценки стоимости ликвидируемых активов бизнеса и реализации новых инвестиционных, позволяющих заместить и повысить эффективность активов определенного направления бизнеса предприятия ГОК.

Кроме выше описанных традиционных подходов к оценке бизнеса или объектов компании в современной экономической системе стали использоваться и другие подходы, например – теория опционов. С появлением опционов и подобных им инструментов инвесторы получили право принимать решения, благодаря которым они могли с выгодой для себя воспользоваться удачным стечением обстоятельств или уменьшить потери. Такое право в условиях неопределенности обладает стоимостью. Достоинство применения опционных моделей при оценке компаний заключается в том, что стоимость оцениваемых компаний зачастую является переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к их производственно-финансовым характеристикам условий. Именно такие переменные величины целесообразно оценивать с использованием техники опционного ценообразования. Эта модель в наилучшей степени подходит для компаний, которые лишь начали расти и имеют только один или два обещающих продукта в соответствующей продуктовой нише и в то же время имеют мало или совсем не имеют доходов или денежных потоков. Теория опционов мо-

жет быть также применена для оценки акций (собственного капитала) компаний, которые испытывают тяжелые времена и имеют большую вероятность банкротства, а также для компаний, которые имеют ограниченное количество непогашенных долговых выпусков [5, 6, 7].

В теории и на практике инвестиционной оценки для предприятий ГОК необходимо отметить важную возможность применения теории опционов – оценку предприятий, связанных с разработкой природных ресурсов. Важным положением при использовании моделей опционного ценообразования для оценки стоимости опционов на природные ресурсы является эффект запаздывания развития, влияющий на стоимость этих опционов. Так как ресурсы не могут быть извлечены мгновенно, требуется время от момента принятия решения о добыче ресурса до фактического начала добычи. Простым приспособлением к такому запаздыванию может служить приведенная стоимость развития ресурса с учетом срока запаздывания. Поэтому если срок запаздывания развития составляет один год, текущая стоимость развития резерва будет дисконтироваться с периодом один год по ставке отношения годового денежного потока к стоимости актива (т.е. по ставке дивидендной доходности) [5-7].

### **Источники информации для оценки и выявления рисков в процессе инвестиционного анализа для предприятий ГОК**

В процессе разработки и применения системы инвестиционного анализа на предприятии ГОК необходимо идентифицировать источники информации и определить возможные риски, в том числе и в инвестиционной оценке.

Отметим, что финансовые отчеты предоставляют фундаментальную информацию, используемую для анализа и решения задач оценки. По этой причине важно понимать принципы, лежащие в основе финансовой отчетности. Необходимо учитывать четыре следующих нижеперечисленных пункта.

1. Стоимость активов. Активы компании бывают нескольких видов:
  - активы длительного срока жизни, такие как земля и строения;
  - активы более короткого срока жизни, такие как материально-производственные запасы;
  - нематериальные активы, но производящие при этом доходы для фирмы (к ним относятся, например, патенты и торговые марки).
2. Мобилизация финансирования активов. Для приобретения или финансирования активов фирмы могут использовать средства собственников (собственный или акционерный капитал) или заимствованные деньги (обязательства, долг), а также сочетание различных источников, которое, по всей вероятности, будет изменяться на протяжении жизни активов.
3. Прибыльность активов. Инвестиции можно назвать эффективными, если доход от них выше, чем издержки на их финансирование. Для оценки сделанных фирмой инвестиций нужно оценить доходы, созданные данными инвестициями.
4. Неопределенность и риск. Первым шагом является оценка степени неопределенности в существующих инвестициях и последствия их для фирмы [5, 7, 15, 16].

Для определения основ образования финансовой отчетности и подходов к ее использованию в процессе инвестиционной оценки и анализа на предприятиях

ГОК необходимо рассмотреть существующие виды отчетности и их особенности. Существуют три вида бухгалтерской отчетности, которые представляют обобщенную информацию о компании. Первый – это бухгалтерский баланс (ф. №1 бухгалтерского баланса), в котором суммируются активы, принадлежащие предприятию, стоимость данных активов, а также их источники (обязательства и собственный капитал), используемые для финансирования данных активов в определенный момент времени. Необходимо обратить внимание также на отчет о прибылях и убытках (ф. №2 бухгалтерского баланса), который дает информацию относительно доходов и затрат фирмы, а также информирует об итоговом доходе фирмы за определенный период. Этот период может быть равен кварталу (в случае квартального отчета о прибылях и убытках) или году (в случае годового отчета). Кроме ф. №1 и №2 существует отчет о движении денежных средств (ф. №3), определяющий источники и использование денежных средств фирмы от основной деятельности, инвестиций и финансовой активности за отчетный период. Отчет о движении денежных средств можно рассматривать в качестве попытки детализировать движение денежных средств, а также как попытку ответить на вопрос, почему кассовый остаток менялся в течение данного периода [3, 8, 18].

Другим аспектом финансовой отчетности является оценка прибыльности и доходности. Из финансовой отчетности можно получить информацию о прибыльности и размере прибыли от инвестиций. Отчеты о прибылях и убытках используются для предоставления информации об операционной деятельности на протяжении определенного периода времени. Отчеты о прибылях и убытках предназначены для измерения прибыли, создаваемой используемыми активами [5, 6, 18, 22].

Научные деятели отмечают, что в основе измерения бухгалтерской прибыли и доходности лежат два главных принципа. Первый принцип при учете по методу начислений доходы от продажи определенного товара или услуги относятся к тому периоду, когда был продан товар или оказана услуга (полностью или частично). Второй принцип классификации расходов разделяет их на операционные расходы, финансовые расходы и капитальные затраты. Операционными называются расходы, которые, по крайней мере теоретически, обеспечивают экономический эффект только на текущий период. Финансовыми расходами считаются те, которые связаны с привлечением капитала (кроме собственного) для ведения бизнеса. Капитальными считаются затраты, относительно которых ожидается, что они будут создавать экономический эффект на протяжении многих периодов. Полезно разделять расходы фирмы на операционные и единовременные, поскольку в прогнозах имеет смысл использовать только прибыль без учета чрезвычайных событий. К категории единовременных расходов относятся следующие:

- статьи расходов, связанные с необычными или редкими событиями;
- чрезвычайные события, которые определяются как «события, необычные по своей природе, редкие по частоте своего появления и ощутимые по своему воздействию»;
- убытки, связанные с прекращением операций;
- прибыли и убытки, связанные с изменениями в правилах бухгалтерского учета.

Также необходимо оценить использование показателей доходности активов и доходности капитала. До-

ходность активов (*ROA*) фирмы измеряет эффективность усилий по извлечению прибыли из активов до возникновения эффекта от финансирования.

Доходность собственного капитала выражает доходность с точки зрения инвесторов в собственный капитал. В данном показателе соотносится прибыль инвесторов от собственного капитала (чистая прибыль после уплаты налогов и процентов) с балансовой стоимостью инвестиций в собственный капитал [7, 16, 20].

На основе отчетности в рамках инвестиционной оценки и анализа могут быть оценены риски в результате деятельности предприятия. Бухгалтерские показатели риска могут быть разделены на две широкие группы. К первой группе относятся данные относительно обязательств и потери стоимости, которые можно обнаружить в примечаниях к бухгалтерским балансам. Вторая группа показателей включает коэффициенты, предназначенные для измерения риска ликвидности (риск потерь в связи со снижением ликвидности) и риска банкротства. Кроме этого может быть выявлен риск краткосрочной ликвидности. Риск краткосрочной ликвидности вытекает из потребности в финансировании текущих операций. Компания вынуждена сначала платить по счетам своим поставщикам, а затем уже получать выплаты за проданные ею товары и оказанные услуги, поэтому возникает определенная нехватка денежных средств, которую необходимо восполнять, как правило, с помощью краткосрочных заимствований. Хотя данный вид финансирования оборотного капитала регулярно используется в большинстве предприятий, финансовые коэффициенты создаются скорее для измерения риска неспособности фирмы выполнить свои обязательства [5, 7, 16].

Специфика деятельности предприятия предполагает специфический набор рисков, сопутствующих его деятельности, которые в свою очередь могут быть присущи и другим видам бизнеса. В настоящее время неразвитость российского фондового рынка, ведущая к невозможности финансовых инструментов, сузила для российских предприятий задачи риск-менеджмента до анализа лишь технико-производственных рисков. Однако по мере развития рыночной экономики все больший акцент будет переноситься на минимизацию воздействия кредитных и рыночных рисков. В процессе исследования рисков коммерческой организации большое внимание следует уделять учету специфики ее деятельности. Это:

- во-первых, позволит на начальном этапе анализа ограничить круг исследуемых рисков до тех из них, которые оказывают непосредственное воздействие на работу компании;
- во-вторых, учет специфики деятельности коммерческой организации позволит установить приоритет исследования профильных рисков, требующий рассмотрения в первую очередь тех из них, которые оказывают на деятельность организации наибольшее воздействие [6, 7, 16].

Для каждого из отраслей экономики и бизнеса в определенной степени исследованы основные сопутствующие им профильные риски.

Для примера анализа отраслевых рисков в целях данного исследования проанализируем риски производственных предприятий в системе рисков. Учет операционных рисков в деятельности производственных предприятий играет меньшую роль по сравнению со страховыми компаниями, банками или профессиональными участниками фондового рынка. Приоритетной для

производственных предприятий являются минимизация технико-производственных рисков. Влияние кредитных рисков в настоящее время для предприятий становится более значимым. Это объясняется развитием фондового рынка и ростом кредитоспособности предприятий. Рыночным рискам предприятия подвержены в силу специфики их работы (касательно цен на производимую или добываемую продукцию). При оценке фирм и отдельных активов производственного предприятия необходимо знать дисконтные ставки, отражающие риск-ванность денежных потоков. В частности, в стоимости долга должен учитываться риск дефолта, а стоимость собственного капитала должна включать в себя премию за риск изменения курса акций. Как правило, в этом случае анализ разделяется на три этапа. На первом этапе риск измеряется статистическими методами, на следующем, основном этапе, риск делится на подлежащий диверсификации инвесторами и тот, в отношении которого диверсификация невозможна, а на третьем этапе рассматривается, каким образом этот не поддающийся диверсификации риск в финансовой сфере можно измерить с помощью различных моделей риска и доходности [4, 5, 7, 16].

Сделаем вывод, что измерение риска и ожидаемого дохода от инвестиций в производство предприятий ГОК является неотъемлемой составляющей инвестиционной оценки и анализа. Результат оценки рисков и анализа доходов зависит от поставленных задач и целей, стоящих в анализе инвестиционного проекта. Риск инвестиции рекомендуется рассматривать с точки зрения инвесторов фирмы, а в случае с предприятием ГОК, как правило, вложения осуществляют основные акционеры бизнеса. Но предприятия часто рассчитывают на инвесторов с разными точками зрения, в этом случае риск рекомендуется измерять с позиции финансового инвестора, готового продать свои активы в любое время.

## Литература

- Беренс В. Руководство по оценке эффективности инвестиций [Текст] / В. Беренс, П. Хавранек. – М. : ИНФРА-М, 1995. – 528 с.
- Валинурова Л.С. Управление инвестиционной деятельностью [Текст] / Л.С. Валинурова, О.Б. Казакова. – М. : КНОРУС, 2005. – 384 с.
- Википедия [Электронный ресурс] : открытая энциклопедия. Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/>
- Виленский П.Л. и др. Оценка эффективности инвестиционных проектов [Текст] / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, Е.Р. Орлова, А.С. Смоляк. – М. : Дело, 2002. – 888 с.
- Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст] : пер. с англ. / А. Дамодаран. – 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 1341 с.
- Дамодаран А. Оценка стоимости активов [Текст] / А. Дамодаран. – Минск : Пулурри, 2011. – 272 с.
- Есипов В.Е. и др. Оценка бизнеса [Текст] : учеб. пособие / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.
- Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ [Текст] : учеб. пособие / Т.С. Колмыкова. – М. : ИНФРА-М, 2009. – 204 с.
- Коупленд Т. и др. Стоимость компаний. Оценка & управление [Текст] / Том Коупленд, Тим Коллер, Джек Муррин. – М. : Олимп-бизнес, 2008. – 576 с.
- Маренков Р.Р. Основы управления инвестициями [Текст] / Р.Р. Маренков. – М. : Едиториал, 2003. – 480 с.
- Министерство финансов РФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cfin.ru>.
- Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса [Текст] / В.М. Рутгайзер. – М. : Маросейка, 2009. – 432 с.
- Савчук В.П. Оценка эффективности инвестиционных проектов [Текст] / В.П. Савчук. – Киев : Наукова думка, 2003. – 300 с.
- Эванс Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях [Текст] / Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. – М. : Альпина паблишер, 2009. – 336 с.
- Чая В.Т. Управленческий анализ [Текст] : учеб. пособие / В.Т. Чая, Н.И. Чулахина. – М. : Рид Групп, 2011. – 448 с.
- Чекулаев М.В. Риск-менеджмент [Текст] / М.В. Чекулаев. – М. : Альпина паблишер, 2002. – 343 с.
- Чернов В.А. Инвестиционная стратегия [Текст] : учеб. пособие для вузов / В.А. Чернов. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 158 с.
- Черняк В.З. Управление инвестиционными проектами [Текст] : учеб. пособие для вузов / В.З. Черняк. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 351 с.
- Чирикова Е. Как оценить бизнес по аналогии [Текст] / Е. Чирикова. – М. : Альпина паблишер, 2009. – 232 с.
- Шарп У. и др. Инвестиции [Текст] / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 2010. – 1028 с.
- Шеремет А.Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности [Текст] / А.Д. Шеремет. – М. : ИНФРА-М, 2006, 415 с.

## Ключевые слова

Предприятие горно-обогатительного комплекса (предприятие ГОК); инвестиционный анализ; инвестиционная оценка; инвестиционный проект; оценка стоимости; оценка бизнеса; методы оценки компании; затратный подход; сравнительный подход; метод дисконтированных денежных потоков; метод капитализации; метод отраслевых коэффициентов; метод рынка капитала; метод стоимости чистых активов; метод ликвидационной стоимости; теория опционов; выявление и измерение рисков; источники информации; виды отчетности.

*Акопян Ваге Максимович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Важной особенностью статьи является результаты подробного анализа основных методов оценки стоимости компании и ее активов в рамках инвестиционного анализа для узкого отраслевого направления исследования – для предприятий горно-обогатительного комплекса (ГОК). В работе систематизированы базовые особенности подходов к оценке, приведены наиболее часто встречающиеся на практике, а также редко встречающиеся методы оценки, и на основе этого сделаны выводы об эффективности их применения в процессе инвестиционного анализа на предприятиях ГОК. Кроме этого обоснована важность выявления и измерения рисков в процессе инвестиционной оценки на предприятиях ГОК. Автором представлены и проанализированы основные виды рисков, связанные с функционированием предприятий ГОК. Кроме этого в работе сделан акцент на необходимость качественного подбора источников информации для оценки, которые в первую очередь представлены бухгалтерской информацией. Недостаточно раскрыт вопрос особенностей технологических и отраслевых процессов предприятий ГОК и инвестиционной оценки. На наш взгляд, для ответа на этот вопрос необходимо в дальнейших исследованиях на примерах привести анализ данной взаимосвязи.

Научное исследование обстоятельно раскрывает важность разработки комплексной методологии инвестиционного анализа. Видна перспектива практической значимости инвестиционной оценки и анализа инвестиционных проектов предприятий ГОК.

В целом работа отвечает предъявляемым требованиям и должна быть опубликована в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Чая В.Т., д.э.н., профессор, г.н.с. кафедры «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова*