

## 8.4. ОЦЕНКА И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ГОК

Чая В.Т., д.э.н., профессор;  
Акопян В.М., соискатель кафедры  
учета анализа и аудита

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

В статье исследованы основные особенности инвестиционной оценки и инвестиционного анализа на предприятиях горно-обогатительного комплекса (ГОК), а также описаны и проанализированы основные виды оценки стоимости компании. Виды оценки стоимости предприятия, а также основные методы оценки приведены в работе с целью определения их функционала и эффективности в системе инвестиционного анализа на предприятиях ГОК. В статье рассмотрены несколько основных видов оценки стоимости компании и сделаны выводы о их применении в инвестиционном анализе на предприятиях ГОК. Автором обращено внимание на необходимость подбора эффективного инструментария оценки стоимости предприятия ГОК. Определены практические особенности инвестиционной оценки в системе инвестиционного анализа предприятий ГОК.

В целях разработки комплексной системы инвестиционного анализа на предприятии горно-обогатительного комплекса (ГОК) необходимо на методологическом уровне определить компоненты постановки и формирования инвестиционного анализа. С учетом практики инвестиционного анализа и анализа инвестиционных проектов база методологии строится на инвестиционной оценке. Для эффективного анализа инвестиционных проектов предприятий ГОК и разработки методологии комплексного анализа необходимо рассмотреть базовые элементы инвестиционной оценки, а также оценить эффективность и разумность применения существующих подходов инвестиционной оценки. Для того чтобы оценить компанию (бизнес) или провести инвестиционный анализ необходимо знать какие методы существуют, чем они отличаются, как работают. Одной из целей финансового управления предприятием ГОК, как и любой компанией, состоит в устойчивом увеличении экономического благосостояния ее владельцев или акционеров. Чем дороже компания оценивается рынком, и чем устойчивее эта оценка, тем выше ее экономическое благосостояние. Комплекс инвестиционных проектов, реализуемых в предприятиях ГОК, влияют на стоимость компании и бизнеса комбината в целом.

При этом для оценщика (внутреннего или внешнего) могут стоять различные задачи. Стоимость предприятия зависит от того, в каких целях производится оценка. Из практики сделаем вывод, что универсальной методики в этой сфере не существует. Чем точнее определена цель оценки, тем успешнее будет проект, ради которого она производилась. Отметим, что оценка стоимости компании может производиться:

- как оценка стоимости подарка, состояния, имени с целью налогообложения;
- как основа планов участия работников фирмы в ее акционерном капитале;
- при купле-продаже фирмы или пакета ее акций;
- при ликвидации фирмы;
- при слиянии и разъединении фирм;
- при финансовых захватах и реконструкции собственности на фирму;
- при подаче заявки на банковский кредит под залог активов фирмы;

- при разводах;
- при заключении договоров страхования;
- при наступлении страховых случаев;
- при объявлении банкротств;
- при выпуске новых акций и других ценных бумаг;
- в других случаях [8, 5].

В рамках инвестиционного анализа на предприятиях ГОК с учетом практического опыта рекомендуется использовать оценку компании при купле-продаже фирмы или пакета ее акций с учетом текущей и перспективной стоимости активов компании на базе инвестиционной программы.

Существует множество видов оценки стоимости фирмы, в табл. 1 отразим основные из них [7, 8, 9, 5].

**Таблица 1**

### ВИДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

№	Название метода	Описание метода
1	Метод способности самокупаться	Покупатели оценивают, какую сумму может данная фирма обслуживать как долг, если купить ее на заемные средства. Продавцы вычисляют этим способом максимальную цену, которую генерируемый фирмой денежный приток способен поддержать
2	Метод дисконтированных денежных потоков	Этот метод применяется: когда покупку фирмы рассматривают как инвестицию и собираются перепродать через несколько лет; когда фирму покупают на заемные средства с целью быстрой ликвидации или перепродажи; когда фирма работает в обстановке высокого риска
3	Метод капитализации потоков дохода	Метод применяется к фирмам, производящим достаточно большие посленалоговые доходы, которые можно отнести к «репутации» (goodwill), превосходящему стоимости активов фирмы. Составляется «уточненный» прогнозный отчет о доходах на ближайшие 12 месяцев. Чистый доход от основной деятельности после налогов делится на требуемую доходность, которую потенциальный инвестор ожидает от любой инвестиции на этом уровне риска. Из результата вычитаются все обязательства фирмы, которые примет на себя новый хозяин фирмы. Итог равен стоимости фирмы
4	Метод превосходящих доходов	Этот метод применяется для оценки любой прибыльной фирмы. Предполагается, что фирма стоит столько, сколько реально стоят ее активы плюс goodwill, если доходы достаточно высоки
5	Метод экономической стоимости активов	Метод применяется для не особенно прибыльных фирм, для фирм со снижающейся доходностью, а также в случаях, когда продажа фирмы по частям выгоднее ее сегодняшней работы. Независимые эксперты оценивают реальную ликвидационную стоимость каждой единицы активов в отдельности, а результаты складываются, образуя цену фирмы
6	Бухгалтерская оценка чистой стоимости	Данный метод используется редко. Цена определяется как результат вычитания суммы обязательств фирмы из суммы ее активов. Эта оценка используется как дополнительный аргумент в переговорах
7	Метод налоговой службы США	Используется в основном для определения налогов на подарки, наследства и т.п. Из активов фирмы вычитаются «нематериальные активы» и обязательства. К результату прибавляется капитализированный под среднотрасловую «нормальную» ставку дополнительный поток доходов от «репутации»

№	Название метода	Описание метода
8	Метод сравнимых сделок	Применяется при наличии надежных данных о продажах подобных компаний, финансовая документация которых доступна для анализа и проверялась независимыми экспертами
9	Метод мультипликатора Цена / Доходы	В основном применим для крупных акционерных компаний, акции которых продаются на фондовой бирже. Подбирается ряд подобных компаний. Вычисляется отношение (Ц / Д) рыночной цены акций к доходам на одну акцию, а затем средняя величина этих отношений. Чистый доход после налогов, производимый оцениваемой компанией, умножается на полученное среднее отношение Ц / Д и дает вариант цены фирмы как цены совокупности всех ее акций
10	Подход с позиций возмещения	Этот метод используется только в целях страхования на условиях договора полного возмещения потерь от страхового случая. Независимый эксперт оценивает стоимость восстановления бизнеса в текущих ценах
11	Отраслевые упрощенные подходы	В некоторых традиционных отраслях сложились соотношения, которые зачастую слишком упрощают дело, но признаются общепринятыми в этой отрасли
12	Метод обеспечения займа	Используется только как метод вычисления величины займа, который может быть привлечен на дальнейшее развитие фирмы после ее покупки. Каждый актив фирмы оценивается отдельно, а сумма умножается на усредненный показатель, на который банковская отрасль умножает стоимость актива, принимая его как залог
13	Другие	-

Практика бизнеса, в том числе и профессиональных оценочных компаний, показывает о наличии стандартизованных подходов и комплексов методов определения стоимости предприятия: затратного, сравнительного и доходного. Некоторые типы предприятий, как правило, оцениваются на основе их экономического потенциала (проекты и объекты, которые самостоятельно в перспективе генерируют доходные потоки денежных средств). К примеру, объем продаж бензина, количество клиентов в гостинице являются источниками дохода, который после сравнения со стоимостью операционных расходов позволяет определить доходность данного предприятия. Такой подход к оценке определен как доходный, который представляет собой процедуру оценки стоимости, исходящую из принципа непосредственной связи стоимости бизнеса компании с текущей стоимостью его будущих доходов, которые возникнут в результате использования собственности или возможной дальнейшей его продажи [9, 5]. С нашей точки зрения доходный подход в оценке предприятия ГОК может использоваться только в рамках доходов по действующим и перспективным контрактам на поставку конечной продукции. Отдельно активы не будут генерировать существенных доходов, в связи с чем стоимость производственных активов отдельно будет значительно ниже ее рыночного потенциала.

Для предприятия ГОК складывается ситуация, когда бизнес не продается и не покупается, не существует развитого рынка данного бизнеса (каждый ГОК в своей отрасли – индивидуален), оценка может производиться на основе определения стоимости строительства с учетом амортизации и добавления стоимости замещения с учетом износа, т.е. затратным подходом. За-

тратный подход (оценка на основе анализа активов) наиболее применим для компаний специального назначения, материалоемких и фондоемких производств, а также в целях страхования. Оценка на основе анализа активов основана на принципе замещения и сбалансированности. Сделаем вывод, что затратный подход в оценке бизнеса предприятия ГОК наиболее применим с учетом оценки его оборудования и основных фондов. Из практики оценочной деятельности применение затратного подхода необходимо в двух случаях:

- во-первых, затратный подход незаменим при оценке некотирующихся компаний, чаще всего зарегистрированных в форме обществ с ограниченной ответственностью, закрытых акционерных обществ, государственных унитарных предприятий, которые, как правило, имеют непрозрачные финансовые потоки;
- во-вторых, применение затратного подхода вместе с другими подходами, и, прежде всего доходным, позволяет принимать эффективные инвестиционные решения [7, 8, 5].

В развитии предприятия ГОК особую важность имеет возможность принятия инвестиционных решений по вложениям в производство.

Когда существует рынок бизнеса, подобный оцениваемому, можно использовать для определения рыночной стоимости подход сравнительный или рыночный, базирующийся на выборе сопоставимых объектов, уже проданных на данном рынке. В отличие от затратного сравнительный подход базируется на рыночной информации и учитывает текущие действия потенциальных продавцов и покупателей [8, 9]. Следует отметить, что в последнее время наряду с традиционными подходами в отечественной теории и практике оценки стоимости компаний начал активно применяться опционный подход. Для правильного выбора методов необходимо предварительно классифицировать ситуации оценки с использованием группировки объектов, типа сделки, момента, на который производится оценка, и т. д. При этом, если на рынке обращаются десятки или сотни однородных объектов, целесообразно применение сравнительного подхода. Для оценки сложных и уникальных объектов предпочтительнее затратный подход.

В теории в случае проведения оценки тремя способами должна получиться одинаковая или схожая цифра. Но большинство рынков являются несовершенными, потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также по другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

В рамках каждого из рассматриваемых подходов к оценке предполагается использование соответствующих методов (табл. 2).

Таблица 2

**ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ**

Подход	Методы
Доходный	Метод капитализации и метод дисконтированных денежных потоков ( <i>DGF</i> )
Затратный	Метод чистых активов ( <i>NAV</i> ) и метод ликвидационной стоимости ( <i>LV</i> )
Сравнительный	Метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов

Методы дисконтированных денежных потоков, рынка капитала и отраслевых коэффициентов ориентированы на оценку предприятия как действующего, и кото-

рое будет и дальше действовать. Метод чистых активов и метод сделок, напротив, применимы и для случая, когда инвестор намеревается закрыть предприятие либо существенно сократить объем выпуска продукции. Метод капитализации разумен для применения к тем предприятиям, которые успели накопить эти активы в результате капитализации их в предыдущие периоды; иными словами, этот метод наиболее адекватен оценке «зрелых» по своему возрасту предприятий. Метод дисконтированных денежных потоков более применим для оценки молодых предприятий, не успевших заработать достаточно прибылей для капитализации в дополнительные активы, но которые, тем не менее, имеют перспективный продукт и обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с существующими и потенциальными конкурентами. Методы рынка капитала, сделок и отраслевых коэффициентов пригодны при условии строгого выбора компании аналога, которая должна относиться к тому же типу, что и оцениваемое предприятие [6, 8, 9, 22].

Проведя анализ вышеназванных подходов и методов к оценке компании можно сделать вывод, что при невозможности применения одного подхода как базового для предприятия ГОК наиболее эффективным и адекватным подходом является затратный метод, который может быть дополнен элементами доходного и сравнительного подходов.

### Подбор эффективного метода инвестиционной оценки

В зависимости от рассмотрения конкретного инвестиционного проекта и в зависимости от соответствующих целей проводимой оценки активов и стоимости предприятия ГОК проводится «взвешивание» и суммирование оценок, рассчитываемых по разным методам. При этом весовые коэффициенты значимости оценок по разным, в принципе допустимым в определенной ситуации, методам оценки понимаются как коэффициенты доверия к соответствующему методу. В процессе подбора эффективного метода инвестиционной оценки необходимо оценить основные преимущества и недостатки рассматриваемых методов оценки стоимости компании (табл. 3).

В результате окончательная оценка стоимости предприятия (бизнеса) может быть определена по формуле:

$$V = \sum_{i=1}^n V_i * Z_i,$$

где

$V_i$  – оценка стоимости предприятия (бизнеса);

$i$ -м методом применимые методы оценки произвольно нумеруются;

$i = 1, \dots, n$  – множество применимых в данном случае методов оценки;

$Z_i$  – весовой коэффициент метода номер  $i$ . [2, 7, 8, 9, 5].

При этом разумное выставление коэффициентов, является одним из главных свидетельств достаточной квалификации оценщика бизнеса. Основная проблема применения классических методов оценки в особенностях бизнеса к российским предприятиям затруднено в силу ряда причин, в том числе:

- особенности «менталитета» экономики и российских компаний (инфляция, краткосрочные интересы и соответствующая стратегия предприятий, высокие отраслевые риски, влияние кризиса и другое);
- информационная закрытость российского рынка;
- сложная структура продукции, выпускаемой крупными российскими промышленными предприятиями;
- особенности ведения бухгалтерского и управленческого учета (к примеру, «оптимизация» прибыли);
- неравнозначный смысл факторов, участвующих в формировании стоимости предприятия;
- наличие акционеров, которые получили акции бесплатно или почти бесплатно в процессе приватизации;
- другое.

В связи со стремительным развитием российской экономики, в том числе и промышленности, вышеописанные факторы, влияющие на объективность инвестиционной оценки стоимости предприятия ГОК, со временем теряют свою значимость. В связи с чем классические подходы оценки применяются все чаще с применением соответствующих методов оценки.

Сделаем вывод, что система инвестиционного анализа для предприятий ГОК не достаточно эффективна без использования актуального и всестороннего инструментария инвестиционной оценки, который будет включать в себя оценку и структурирование денежных потоков во времени с применением соответствующих методов оценки, ретроспективный и прогнозный анализ валовой выручки и другое.

Таблица 3

### АНАЛИЗ ПРЕИМУЩЕСТВ И НЕДОСТАТКОВ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ КОМПАНИИ [8]

Подход	Преимущества	Недостатки
Затратный	Учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов. Дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов. Расчеты опираются на финансовые и учетные документы, т.е. результаты оценки более обоснованы	Отражает прошлую стоимость. Не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки. Не учитывает перспективы развития предприятия. Не учитывает риски. Статичен. Отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия
Доходный	Учитывает будущие изменения доходов, расходов. Учитывает уровень риска (через ставку дисконта). Учитывает интересы инвестора	Сложность прогнозирования будущих результатов и затрат. Возможно несколько норм доходности, что затрудняет принятие решения. Не учитывает конъюнктуру рынка. Трудоемкость расчетов
Рыночный	Базируется на реальных рыночных данных. Отражает существующую практику продаж и покупок. Учитывает влияние отраслевых (региональных) факторов на цену акций предприятия	Недостаточно четко характеризует особенности организационной, технической, финансовой подготовки предприятия. В расчет принимается только ретроспективная информация. Требует внесения множества поправок в анализируемую информацию. Не принимает во внимание будущие ожидания инвесторов

Особенно важным элементом инвестиционной оценки выделим анализ и прогноз расходов, который включает в себя исследование тенденций расходования средств, анализ структуры расходов, инфляции, отдельных статей расходов – единовременных, плановых, чрезвычайных и другое. Анализ структуры расходов приобретает особую важность в рассматриваемой проблематике, так как существует взаимосвязь с методологией инвестиционного анализа, в рамках которого отдельно проводится анализ расходов, к примеру, в условиях рассмотрения конкретного инвестиционного проекта. В случае возникновения удвоения процедур анализа расходов в рамках инвестиционной оценки и инвестиционного анализа нами рекомендуется структурировать и запланировать процедуры в виде комплекса взаимосвязанных задач и реализовывать их однократно. Отдельно в рамках инвестиционного анализа, по мнению автора, необходимо использовать другие выводы и рекомендации с акцентом на задачи анализа инвестиций.

## Литература

1. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента [Текст] : в 2 т. / И.А. Бланк. – Киев : Ника-центр, Эльга, 2008. – 656 с.
2. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент [Текст] / В.В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2000. – 160 с.
3. Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент [Текст] : пер. с англ. / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт. – 10-е изд. – СПб. : Питер, 2009. – 960 с.
4. Валинурова Л.С. Управление инвестиционной деятельностью [Текст] / Л.С. Валинурова, О.Б. Казакова. – М. : КНОРУС, 2005. – 384 с.
5. Википедия [Электронный ресурс] : открытая энциклопедия. Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/>
6. 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.
7. 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.
8. Есипов В.Е. и др. Оценка бизнеса [Текст] : учеб. пособие / В.Е. Есипова, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.
9. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов [Текст] / В.В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 144 с.
10. Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ [Текст] : учеб. пособие / Т.С. Колмыкова. – М. : ИНФРА-М, 2009. – 204 с.
11. Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле [Текст] / М.Н. Крейнина. – М. : Дело и сервис, 1994. – 256 с.
12. Маренков Р.Р. Основы управления инвестициями [Текст] / Р.Р. Маренков. – М. : Едиториал, 2003. – 480 с.
13. Министерство финансов РФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cfin.ru>.
14. Савицкая Г.В. Экономический анализ [Текст] : учеб. / Г.В. Савицкая. – 10-е изд., испр. – М. : Новое знание, 2004. – 640 с.
15. Савчук В.П. Оценка эффективности инвестиционных проектов [Текст] / В.П. Савчук. – Киев : Наукова думка, 2003. – 300 с.
16. Савчук В.П. и др. Анализ и разработка инвестиционных проектов [Текст] / В.П. Савчук, С.И. Прилипко, Е.Г. Величко. – М. : Абсолют-В, Эльга, 1999. – 304 с.
17. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями [Текст] / Т.В. Теплова. – М. : ГУ-ВШЭ, 2000. – 504 с.
18. Чай В.Т. Управленческий анализ [Текст] : учеб. пособие / В.Т. Чай, Н.И. Чупахина. – М. : Рид Групп, 2011. – 448 с.
19. Чернов В.А. Инвестиционная стратегия [Текст] : учеб. пособие для вузов / В.А. Чернов. – М. : Юнити-Дана, 2003. – 158 с.
20. Черняк В.З. Управление инвестиционными проектами [Текст] : учеб. пособие для вузов / В.З. Черняк. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 351 с.
21. Шеремет А.Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности [Текст] / А.Д. Шеремет. – М. : ИНФРА-М, 2006. – 415 с.
22. Шумилин С.И. Инвестиционное проектирование [Текст] : практ. руководство по экономическому обоснованию инвестиционных проектов / С.И. Шумилин. – М. : Финстанформ, 1995. – 240 с.

## Ключевые слова

Горно-обогатительный комплекс; предприятие горно-обогатительного комплекса (предприятие ГОК); инвестиционная оценка; инвестиционный анализ; инвестиционный проект; оценка компании; виды оценки; методы оценки; подходы к оценке; доходный метод; затратный метод; сравнительный метод; подбор эффективного метода оценки; классические методы оценки; проблемы применения методов.

*Чая Владимир Тигранович*

*Акопян Ваге Максимович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Характерной особенностью работы является актуальность темы исследования, так как в статье проведен анализ и оценка роли оценки компании или ее активов в инвестиционном анализе на примере горно-обогатительного комплекса (ГОК). В работе систематизированы базовые подходы к оценке предприятий, а также представлены особенности методов инвестиционной оценки и оценены их преимущества и недостатки в проекции на практику применения на предприятиях ГОК. Обоснована важность применения эффективного инструментария оценки стоимости компании в процессе реализации инвестиционных проектов и системе инвестиционного анализа в целом. Недостаточно раскрыт вопрос отдельных сложностей применения конкретных методов оценки стоимости компании или ее активов. На наш взгляд, для ответа на этот вопрос необходимо подробно рассмотреть особенности применения методов оценки и оценить эффективность при использовании их на предприятиях ГОК.

Научное исследование обстоятельно раскрывает важность разработки и систематизации методологии инвестиционного анализа. Видна перспектива практической значимости анализа инвестиционных проектов предприятий ГОК. Несомненным достоинством работы следует признать анализ оценки в инвестиционном анализе в узком и мало исследованном направлении отрасли горно-обогатительного комплекса.

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

*Суйц В.П., д.э.н., профессор кафедры учета анализа и аудита Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова*