

ОЎМТВ ва Давлат архитектура-
қурилиш қўмитасининг 2008 йил
31 июлдаги №16/226-сонли
қарори билан тасдиқланган шакл

МИРЗО УЛУҒБЕК НОМИДАГИ
САМАРҚАНД ДАВЛАТ АРХИТЕКТУРА-ҚУРИЛИШ ИНСТИТУТИ
Қурилишни бошқариш факультети
«Кучмас мулк экспертизаси ва уни бошқариш» кафедраси

**ДИПЛОМ ЛОЙИХАСИ БЎЙИЧА
Т У Ш И Н Т И Р И Ш Х А Т И**

Диплом лойиҳасининг мавзуси

**Определение рыночной стоимости акционерного капитала
строительной организации
(ООО «SAMHOLIS-BAHO»)**

Битирувчи гуруҳ талабаси: 403 КМЭваУБ

Кодиров Ниятулло

Кафедра мудири: _____ Доцент Гиясов Б.Д.

Диплом лойиҳаси раҳбари: _____ Доц. Абдукадырова Х.А.

Маслаҳатчилар: _____

Самарқанд – 2017 йил

Содержание

	Стр.
Введение	3
Глава I. Методы определения рыночной стоимости акций	
Глава II. Характеристика объекта исследования	
2.1. Сведения об оценочной деятельности ООО «SAMHOLIS-BAHO»	
2.2. Характеристика объекта оценки АО «Uzqishlokelektrqurilish»	
Глава III. Определение рыночной стоимости акционерного капитала АО «Uzqishlokelektrqurilish»	
3.1. Анализ ликвидности	
3.2. Анализ деловой активности	
3.3. Анализ рентабельности..	
3.4. Анализ рыночной активности	
Заключение	
Литература	

Введение

Переход нашей страны к рыночной экономике потребовал углубленного развития ряда новых областей науки и практики. Процесс приватизации, возникновение фондового рынка, развитие системы страхования, переход коммерческих банков к выдаче кредитов под залог имущества формируют потребность в новой услуге - оценке стоимости предприятия (бизнеса), определении рыночной стоимости акций.

Определение рыночной стоимости акций, то есть оценка акций актуально в связи с тем, что переход Республики Узбекистан к рыночной экономике осуществлен, в основном, на основе преобразования государственных предприятий в акционерные общества.

Создание, деятельность, реорганизация и ликвидация акционерных обществ, а также защита прав акционеров осуществляется на основе Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» (новая ред. от 6 мая 2014 г.).

Акционирование как средство вложения денежных средств дает значительный импульс для развития предпринимательства. В связи с этим особую актуальность приобретает оценка акций, пакетов акций, имущества акционерных предприятий. Данное направление оценочной деятельности регулируется соответствующими национальными стандартами оценки имущества, утвержденными Государственным комитетом Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом (ГКИ) - Национальный стандарт оценки имущества РУз (НСОИ № 8) «Оценка стоимости имущества в целях приватизации» и Национальный стандарт оценки имущества РУз (НСОИ № 9) «Оценка стоимости бизнеса».

Целью национальных стандартов является установление норм и правил по оценке стоимости имущества, определяющих термины и определения,

требования к информации, порядок проведения оценки, подходы и методы оценки, требования к оформлению результатов оценки.

Главными задачами для оценщика на первом этапе оценки становятся:

- выбор вида стоимости, адекватно отражающего реальную стоимость акций в конкретных условиях финансово - хозяйственной деятельности общества, состояние рынка ценных бумаг, общее состояние финансово - кредитного рынка;
- определение положения акций предприятия - эмитента на фондовом рынке, наличия или возможности биржевого или внебиржевого обращения акций.

Целью данного дипломного проекта является определение рыночной стоимости акционерного капитала строительной организации.

Объектом исследования в данной работе является акционерное общество «Uzqishlokelektrqurilish», которое было образовано в результате разгосударствления и приватизации бывшего государственного строительного треста «Узсельэлектрострой » №2 в 1996 г.

На основе анализа существующих подходов и различных методов оценки акционерного капитала (глава 1 данного дипломного проекта) выбран *метод оценки внутренней стоимости акций на основе стоимости активов компании.*

Глава 1. Методы определения рыночной стоимости акций

Одним из направлений оценочной деятельности в условиях рыночной экономики является оценка акций.

Данное направление оценочной деятельности регулируется соответствующими национальными стандартами оценки имущества, утвержденными Государственным комитетом Республики Узбекистан по управлению государственным имуществом (ГКИ) -

Национальный стандарт оценки имущества РУз (НСОИ № 8) «Оценка стоимости имущества в целях приватизации» и Национальный стандарт оценки имущества РУз (НСОИ № 9) «Оценка стоимости бизнеса».

Оценка акций необходима и обязательна в следующих случаях:

- при осуществлении сделок по купле - продаже акций;
- при конвертации акций, слиянии или разделении акционерных обществ;
- при переуступке долговых обязательств;
- при внесении акций в уставный капитал другого юридического лица;
- при залоге;
- при ликвидации компаний;
- при составлении брачных контрактов и разделе имущества разводящихся супругов, если в состав этого имущества входят акции;
- при выкупе имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд, если в состав этого имущества входят акции;
- при передаче акций в доверительное управление.

Процедура оценки акций, прежде всего, подразумевает четкое определение вида стоимости, подлежащего оценке.

Акции имеют следующие виды стоимости:

- номинальная стоимость (номинал), которая определяется путем деления суммы уставного капитала на количество выпущенных акций. На основе номинальной стоимости определяется эмиссионная и рыночная стоимость акций и дивиденды. По номинальной стоимости определяется сумма, выплачиваемая акционеру в случае ликвидации общества;

- эмиссионная стоимость - это стоимость первичного размещения акций, которая может отличаться от номинальной как в большую, так и в меньшую сторону,
- балансовая стоимость представляет собой метод измерения акционерного капитала компании; она является показателем бухгалтерского учета, который широко используется при изучении финансовой деятельности компании и при оценке акций; балансовая стоимость определяется путем вычитания суммы обязательств компании и капитала, внесенного владельцами привилегированных акций, из общей суммы активов компании;
- ликвидационная стоимость - это сумма активов компании, оставшаяся бы в случае реализации или аукционной продажи активов и погашения за счет полученных средств обязательств и выплат по привилегированным акциям; очевидно, что до тех пор, пока ликвидация действительно не происходит, этот показатель является не более чем оценочным в определении возможной стоимости компании в случае наступления соответствующих обстоятельств; в то время как данный показатель исключительно важен при выкупе компании ее персоналом за счет заемных средств и для специалистов в области операций поглощения компаний, его сложно определить индивидуальному инвестору и, по существу, он не представляет существенного интереса для него, так как рядовой инвестор рассматривает компанию как "вечно действующую";
- инвестиционная стоимость - это стоимость, по которой, с точки зрения инвестора, должна продаваться ценная бумага на фондовом рынке в соответствии с ее характеристиками; любая акция имеет два потенциальных источника дохода: ежегодные выплаты по дивидендам и прирост капитала, который образуется благодаря повышению рыночного курса акции; оценивая инвестиционную стоимость, инвесторы пытаются определить, сколько средств они смогут получить из этих двух источников, а затем используют свои оценки как основу для определения потенциала доходности акции; одновременно этим инвесторы стараются оценить объем риска, которому они будут подвержены в период владения акциями; сочетание полученной информации с расчетами доходности и риска позволяет им определить инвестиционную стоимость акции, эта оценка является максимальной ценой, которую они могли бы заплатить за акцию;
- рыночная стоимость - цена реализации акций на фондовой бирже, которая зависит от соотношения спроса и предложения, которое определяется размером получаемого по акциям дивиденда, темпами изменения капитального прироста стоимости акций, биржевой конъюнктурой, общим состоянием рынка ценных бумаг и т.д.;
- расчетная стоимость - цена акции определяется по результатам технического анализа и моделирования курсовой стоимости акции.

Основными ценообразующими факторами является индекс изменения соотношения цена/прибыль и индекс роста “чистой курсовой стоимости”. При этом строится трендовая модель, отражающая математический закон, и находится определенный коридор значений, в котором через определенный промежуток времени с определенной вероятностью будет находиться рыночная цена акции.

Строго говоря, рыночной стоимостью могут обладать акции, во-первых, приносящие доход акционеру и, во-вторых, обращающиеся на фондовом рынке (биржевом и внебиржевом).

К сожалению, в узбекской практике обращения ценных бумаг, в частности акций, имеющих рыночную стоимость в строгом значении этого определения, не так уж много. Подавляющее большинство акций узбекских компаний имеют другие виды стоимости, отличные от рыночной. Такая ситуация возникает всегда, когда речь идет об оценке акций закрытого акционерного общества и об оценке акций в некоторых акционерных обществах открытого типа, не котируемых на фондовой бирже или не имеющих устойчивой биржевой котировки. В таком случае оценщик должен определить, какой могла бы быть рыночная стоимость пакета (доли), если бы этот пакет был выставлен на открытом рынке. Такая ситуация возникает также при оценке действующего предприятия (бизнеса) на малоактивном рынке при отсутствии достаточного количества данных о продажах аналогичных объектов.

Цена акции растет одновременно с общим ростом цен, что защищает вкладчика от воздействия инфляции. Возможность продажи акций на фондовой бирже служит и средством сохранения денег, и стимулом для преобразования деятельности предприятия.

Чтобы акции служили надежным источником дохода, необходимо выбрать для инвестиций достойное предприятие. Эта задача в условиях рынка постоянно возникает как перед фирмами, расширяющими свое влияние за счет вложений

крупных капиталов, так и перед мелкими вкладчиками, расходуящими свои сбережения на покупку незначительного количества ценных бумаг.

Каждый вид стоимости может быть определен различными методами, исходя из поставленной задачи по оценке, ее назначения и вариантов использования ее результатов.

Таким образом, главными задачами для оценщика на первом этапе оценки становятся:

- выбор вида стоимости, адекватно отражающего реальную стоимость акций в конкретных условиях финансово - хозяйственной деятельности общества, состояние рынка ценных бумаг, общее состояние финансово - кредитного рынка;
- определение положения акций предприятия - эмитента на фондовом рынке, наличия или возможности биржевого или внебиржевого обращения акций.

Результаты такого анализа позволят достоверно определить вид стоимости, подлежащей оценке, и механизм реализации процедуры оценки.

На практике существуют различные факторы, влияющие на стоимость акций. К ним можно отнести следующие факторы:

1. Размер чистых активов акционерного общества;
2. Размер выплачиваемых дивидендов;
3. Рентабельность, прибыльность, ликвидность компании;
4. Цена, которую может заплатить покупатель;
5. Экономические условия и риски, присущие конкретной отрасли или отдельной компании;
6. Общеэкономическая обстановка в стране.

На выбор тех или иных методов оценки пакета акций существенное влияние оказывает наличие и доступность информации. Так, если доступен весь объем внутренней (данные бухгалтерской отчетности с приложениями) и внешней информации о компании, а также заказчик предпочитает основательность

результатов оценки, то применяются методы трех подходов: затратного, доходного и сравнительного, в основе которых лежит определение рыночной стоимости всего акционерного капитала. Если осуществляется оценка акций или пакета акций компании, внутреннюю информацию о которой невозможно получить, при этом ее акции котируются на бирже, то используется подход сравнительного анализа продаж. *Если необходима оценка акций или пакета акций и при этом для оценщика доступен лишь ограниченный объем внутренней информации (например, предоставлен бухгалтерский баланс только за один период без расшифровки статей: основные средства, нематериальные активы, дебиторская задолженность, долгосрочные финансовые вложения), то применяются методы оценки внутренней стоимости акций, метод дисконтирования дивидендов и метод оценки общего уровня риска.*

Выбор методов осуществляется в несколько этапов.

На первом этапе определяются:

- цель, ради которой проводится оценка;
- используемый стандарт стоимости, который зависит от цели оценки и, в конечном счете, определяет выбор методов оценки (например, инвестора интересует прежде всего инвестиционная стоимость, и он соответственно отдаст предпочтение доходному подходу);
- доля оцениваемой собственности (как было отмечено выше, одни методы предпочтительнее использовать при оценке контрольных пакетов, а другие – при оценке неконтрольных пакетов);
- *объем доступной информации (то есть если оценщик не имеет достаточного количества информации по сопоставимым компаниям, то он не сможет использовать рыночный подход; если же нет информации по денежным потокам, то он не сможет использовать доходный подход).*

На втором этапе осуществляется анализ отраслевых факторов и факторов на уровне компании. Отраслевые факторы анализируются по параметрам: перспективы развития отрасли, прошлая и ожидаемая доходность в отрасли, степень отраслевого риска. Факторы на уровне предприятия должны отражать

темпы роста доходов оцениваемого предприятия, динамику его финансовых показателей, зависимость от покупателей и поставщиков. Однако надо учитывать тот момент, что выбор методов оценки зависит от факторов самого предприятия.

На третьем этапе оценщиком определяется, какие использовать методы: основанные на анализе активов (метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости) или на анализе доходов (метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод избыточных прибылей или оценочные мультипликаторы: цена / прибыль, цена / денежный поток, цена / дивиденды). Методы, основанные на анализе активов, следует применять, когда доходы предприятия не поддаются точному прогнозу, когда предприятие обладает значительными финансовыми и материальными активами или когда оно зависит от контрактов или отсутствует постоянная клиентура. Методы, основанные на анализе доходов, следует использовать, когда текущие и будущие доходы предприятия могут быть достоверно определены или когда активы предприятия преимущественно состоят из машин, оборудования и готовой продукции, либо когда предприятие имеет устойчивый спрос на свою продукцию.

На четвертом этапе оценщик анализирует достаточность и качество информации по сопоставимым компаниям. Если найдено необходимое количество аналогичных компаний, то рассчитываются мультипликаторы, и они используются в методе рынка капитала и методе сделок. Если оценщик не может найти необходимого количества сопоставимых компаний, то для оценки он использует методы, основанные на анализе доходов (метод капитализации, метод дисконтированных денежных потоков, метод избыточных прибылей).

На пятом этапе оценщиком прогнозируется динамика будущих доходов. Если будущие доходы отличаются от текущих, то используется метод дисконтированных денежных потоков, в противном случае применяется метод капитализации или метод избыточных прибылей.

На шестом этапе оценщик определяет, является ли предприятие действующим или же оно стоит на пороге ликвидации. Это в том случае, если используются методы, основанные на анализе активов. Если предприятие действующее, то используется метод стоимости чистых активов, в противном случае - метод ликвидационной стоимости. На основе вышесказанного можно сделать следующие выводы.

Метод капитализации доходов используется при условии, что:

- будущие доходы будут равны текущим или же темпы роста будут умеренными и предсказуемыми;
- доходы представляют собой достаточно значительные положительные величины, то есть бизнес будет стабильно существовать.

Метод дисконтированных денежных потоков целесообразен, когда:

- будущие денежные потоки будут существенно отличаться от текущих;
- прогнозируемые денежные потоки предприятия являются значительными положительными величинами;
- чистый денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

Метод стоимости чистых активов наиболее эффективен при оценке предприятия:

- обладающего значительными материальными и финансовыми активами;
- в случае невозможности достаточно точного определения прибыли или денежного потока предприятия в будущем;
- действующего, вновь возникшего, не имеющего ретроспективных данных о прибылях, а также холдинговой или инвестиционной компании.

Метод ликвидационной стоимости следует использовать при оценке предприятия, стоящего на грани банкротства. Это отражается в информации о низких или даже отрицательных доходах, что служит показателем

экономического устаревания бизнеса. В этом случае бизнес должен быть ликвидирован, а активы реализованы по рыночной цене.

Метод рынка капитала и метод сделок используется в случаях, если:

- имеется достаточное количество сопоставимых компаний и достаточная финансовая информация по ним;
- в мультипликаторах знаменатель является достаточной положительной величиной.

После того как определена стоимость пакета каждым методом, осуществляется выбор итоговой величины. Подобный расчет осуществляется на основе взвешивания. Существует два базовых метода взвешивания: метод математического взвешивания и метод субъективного взвешивания.

Применение различных методов оценки рыночной стоимости пакетов акций на основе определения рыночной стоимости всего акционерного капитала возможно, если доступен полный объем внутренней и внешней информации по компании, акции или пакет акций которой оценивается.

Доходный подход. Стоимость акционерного капитала, полученная доходным подходом, является суммой ожидаемых будущих доходов собственника, выраженных в текущих стоимостных показателях. Определение стоимости бизнеса доходным подходом основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес больше текущей стоимости будущих доходов, получаемых в результате его функционирования (иными словами, покупатель в действительности приобретает не собственность, а право получения будущих доходов от владения собственностью). Аналогичным образом, собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Считается, что в результате своего взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Существует несколько методов определения стоимости действующего предприятия в рамках доходного подхода. Выбор конкретного метода зависит от объекта и цели оценки, имеющейся в распоряжении оценщика информации, состояния рыночной среды и ряда других факторов, оказывающих влияние на конечные результаты. В рамках доходного подхода стоимость бизнеса может быть определена:

- методом капитализации прибыли;
- методом дисконтированных денежных потоков.

Метод капитализации прибыли формализуется в следующем виде:

Рыночная стоимость = Чистая прибыль/ставка капитализации.

Данная техника расчета применима к равномерному денежному потоку или потоку, характеризующемуся одинаковыми постоянными темпами роста.

Метод дисконтированных денежных потоков основан на составлении прогнозов получения будущих доходов и их переводе к показателям текущей стоимости. Его отличительной особенностью и главным достоинством является то, что он позволяет учесть несистематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях узбекской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого бизнеса.

Метод дисконтированных денежных потоков превосходит все другие оценочные методологии по следующим причинам:

- основан на составлении прогноза будущей деятельности компании, а не на ретроспективных данных;
- учитывает стоимость денег во времени;

- позволяет учесть меняющиеся ситуации.

Сравнительный подход. Теоретической основой сравнительного подхода является предположение, что цену компании можно определить, используя сравнительный анализ уровня цен на сходные предприятия, который сформирован рынком. Инвестор руководствуется принципом альтернативных инвестиций. Это означает, что оцениваемый бизнес должен быть ориентирован на цены акций аналогичных компаний, свободно обращающихся на рынке, при условии проведения всех необходимых корректировок.

Преимущество сравнительного подхода состоит в том, что он базируется на рыночных данных и отражает реально сложившееся соотношение спроса и предложения на конкретной бирже, адекватно учитывающее доходность и риск. К основным недостаткам следует отнести сложность получения информации по достаточному кругу аналогичных компаний; необходимость внесения поправок для улучшения сопоставимости анализируемого материала; кроме того, метод базируется на ретроспективных данных без факта будущих ожиданий.

Подход на основе стоимости активов. В основу подхода на основе стоимости активов положен анализ и перестройка балансового отчета компании. Данный подход предусматривает суммирование чистой стоимости активов юридического лица с последующим вычитанием из этой суммы ее обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала. Однако балансовая стоимость активов, исходя из предоставленного юридическим лицом бухгалтерского баланса, не отражает их рыночной стоимости. Соответственно, в нее необходимо внести поправки, проведя предварительную оценку обоснованной рыночной стоимости каждого актива в отдельности и определив, насколько балансовая сумма обязательств соответствует их рыночной стоимости.

Подход на основе стоимости активов включает в себя два метода: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов заключается в том, что определяется рыночная стоимость активов и обязательств оцениваемого юридического лица. Разность рыночных стоимостей активов и обязательств дает рыночную стоимость собственного капитала оцениваемого юридического лица. Метод чистых активов используется в следующих случаях, когда:

- оценивается контрольный пакет акций;
- компания обладает значительными материальными активами;
- есть возможность выявить и оценить нематериальные активы;
- ожидается, что компания будет по-прежнему действующим предприятием; компания является холдинговой или инвестиционной;
- у компании отсутствуют ретроспективные данные о прибылях или нет возможности надежно оценить ее прибыли или денежные потоки;
- компания сильно зависит от контрактов или отсутствует постоянная предсказуемая клиентура;
- значительную часть активов компании составляют финансовые активы.

Метод чистых активов позволяет оценить предприятие с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие остается действующим.

Процесс оценки методом чистых активов включает в себя следующие этапы:

- анализ бухгалтерского баланса на последнюю дату (на дату оценки); нормализация бухгалтерской отчетности;
- определение рыночной стоимости находящихся в собственности и числящихся на балансе земли, зданий, сооружений;
- определение рыночной стоимости находящихся в собственности и числящихся на балансе, машин и оборудования;
- определение рыночной стоимости, находящихся в собственности, числящихся на балансе и используемых в хозяйственной деятельности нематериальных активов;
- перевод величины финансовых активов в чистую реализуемую стоимость;
- определение рыночной стоимости текущих обязательств;
- определение рыночной стоимости собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости совокупных активов рыночной стоимости всех обязательств.

Метод ликвидационной стоимости заключается в определении ликвидационной стоимости юридического лица. Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной распродаже его активов. Суть метода ликвидационной стоимости заключается в том, что разрабатывается календарный график ликвидации активов предприятия, рассчитывается текущая стоимость активов с учетом затрат на их ликвидацию, определяется величина обязательств юридического лица, а на конечном этапе вычитается из текущей (откорректированной) стоимости активов величина обязательств предприятия. Метод ликвидационной стоимости используется в случаях, когда:

- компания находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно ее способности продолжать оставаться действующим предприятием;
- оцениваемая доля собственности представляет либо контрольный пакет, либо (в противном случае) такую долю, которая способна вызвать продажу активов компании;
- текущие и прогнозируемые денежные потоки компании от производственной деятельности невелики по сравнению со стоимостью ее чистых активов.

Расчет ликвидационной стоимости предприятия включает несколько основных этапов:

1. Анализируется последний балансовый отчет.
2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов.
3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.
4. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат. К прямым затратам, связанным с ликвидацией предприятия, относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже. С учетом календарного графика ликвидации активов скорректированные стоимости оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.
5. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение

запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации. Срок дисконтирования соответствующих затрат определяется по календарному графику.

6. Прибавляется или вычитается операционная прибыль или убытки ликвидационного периода.
7. Вычитаются преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.

Методы оценки акций или пакетов акций на основе определения стоимости одной акции или всего акционерного капитала применяются, если внутренняя информация о компании, акции которой оцениваются, является неполной.

Для расчета действительной цены акций применяется разносторонний фундаментальный анализ стоимости акций, который предполагает проведение макроэкономических, отраслевых и микроэкономических исследований рынка ценных бумаг. Так, для оценки стоимости привилегированных акций используется метод, основанный на анализе дивидендных доходов.

Теория оценки обыкновенных акций за последние годы пережила значительные изменения. Она является весьма спорной и противоречивой областью знания, и ни один из разработанных методов нельзя назвать общепринятым. Однако в последние годы значительно укрепились позиции подхода, основная идея которого заключается в том, что отдельные обыкновенные акции следует рассматривать как часть всего портфеля обыкновенных акций, которым может владеть инвестор. Иными словами, инвесторы обеспокоены не столько тем, выросла или упала стоимость отдельных акций, сколько тем, как изменилась общая стоимость их портфеля. Однако, тем не менее, важно в этих рамках определять стоимость каждой конкретной обыкновенной акции. Основываясь на теоретических и практических знаниях,

можно выделить выделили следующие методы оценки рыночной стоимости обыкновенных акций:

1. Методы оценки внутренней стоимости акций чистой стоимости активов:
 - Оценка внутренней стоимости акций на основе ликвидационной стоимости;
 - Оценка внутренней стоимости акций на основе стоимости активов компании.
2. Метод дисконтирования дивидендов.
3. Метод доходов.
4. Метод оценки риска, основанный на модели определения цены капитальных активов (CAPM).

Оценка обыкновенных акций

Задача определения стоимости обыкновенных акций значительно отличается от оценки привилегированных акций, так как получение доходов по ним характеризуется неопределенностью в плане как величины, так и времени их получения. Имеет место некоторая неопределенность информации относительно будущих результатов, прежде всего темпов роста дивидендов. Единственный источник данных для инвестора – статистические сведения о деятельности компании в прошлом. Таким образом, возникает проблема измерения стоимости акционерного капитала для корпорации, поскольку необходимо удовлетворить ожидания инвестора относительно риска и вознаграждения, связанного с выбором именно этой альтернативы. Другими словами, компания должна вознаградить акционеров экономической выгодой от будущей деятельности, характер и результаты которой могут отличаться от прошлого опыта.

Вознаграждения за обладание обыкновенными акциями успешно работающей компании могут быть нескольких видов:

- денежные дивиденды;
- рост собственного капитала вследствие роста прибыли;
- перепродажа обыкновенной акции на рынке через определенный срок после начала владения.

Как было уже отмечено выше, на практике используется несколько методов для осуществления такого рода оценки. Понятно, что наиболее точной будет та оценка, которая в своей основе использует информацию, полученную на фондовом рынке. На этой информации основываются метод дисконтированных дивидендов, метод доходов и метод оценки риска, основанный на модели определения цены капитальных активов (САРМ). Однако для узбекских условий характерен недостаток такого рода информации, связанный с неразвитостью информационной базы и постоянным желанием фирм скрыть действительные доходы. В этих условиях наибольшее применение получили методы оценки внутренней стоимости акций (оценка внутренней стоимости акций на основе чистой стоимости активов и оценка внутренней стоимости акций на основе ликвидационной стоимости активов компании).

После того как определена итоговая величина стоимости пакета акций, к ней применяются различные премии и скидки. Их применение обусловлено следующими факторами:

- величиной оцениваемой доли владения. То есть если известна стоимость 100%-пакета акций, а надо определить стоимость неконтрольного пакета, свободно котирующегося на бирже, то делается скидка за неконтрольный характер. При определении итоговой стоимости контрольного пакета на основе данных о стоимости свободно реализуемого неконтрольного пакета используется премия за контроль.
- типом акционерного общества. Если стоимость непродаваемой меньшей доли закрытой компании определяется с помощью метода сделок, дисконтированного денежного потока и накопления активов, то необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер оцениваемого пакета и скидку на недостаточную ликвидность, если определяется с помощью метода рынка капитала, то вычитается только скидка на недостаточную ликвидность.

- методами, применяемыми для оценки. Так, метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации дохода, метод сделок, метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости дают стоимость контрольного пакета акций. Расчет денежного потока базируется на контроле за решением администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия. При использовании методов затратного подхода получается стоимость контрольного пакета, так как только его владельцу можно определить, какие активы покупать, а какие продавать. При использовании метода сделок получается величина оценочной стоимости на уровне стоимости контрольного пакета, так как этот метод основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций аналогичных предприятий. Методом рынка капитала определяется стоимость владения неконтрольных пакетов акций, так как данный метод базируется на данных фондового рынка. Если оценщик использует метод рынка капитала для оценки контрольного пакета, то он к стоимости, полученной данным методом, прибавляет премию за контроль. Для получения стоимости неконтрольного пакета акций методами дисконтированного денежного потока, капитализации, чистых активов и методом сделок нужно вычесть скидку за неконтрольный характер.

Все вышесказанное проиллюстрировано с помощью рис. 1.

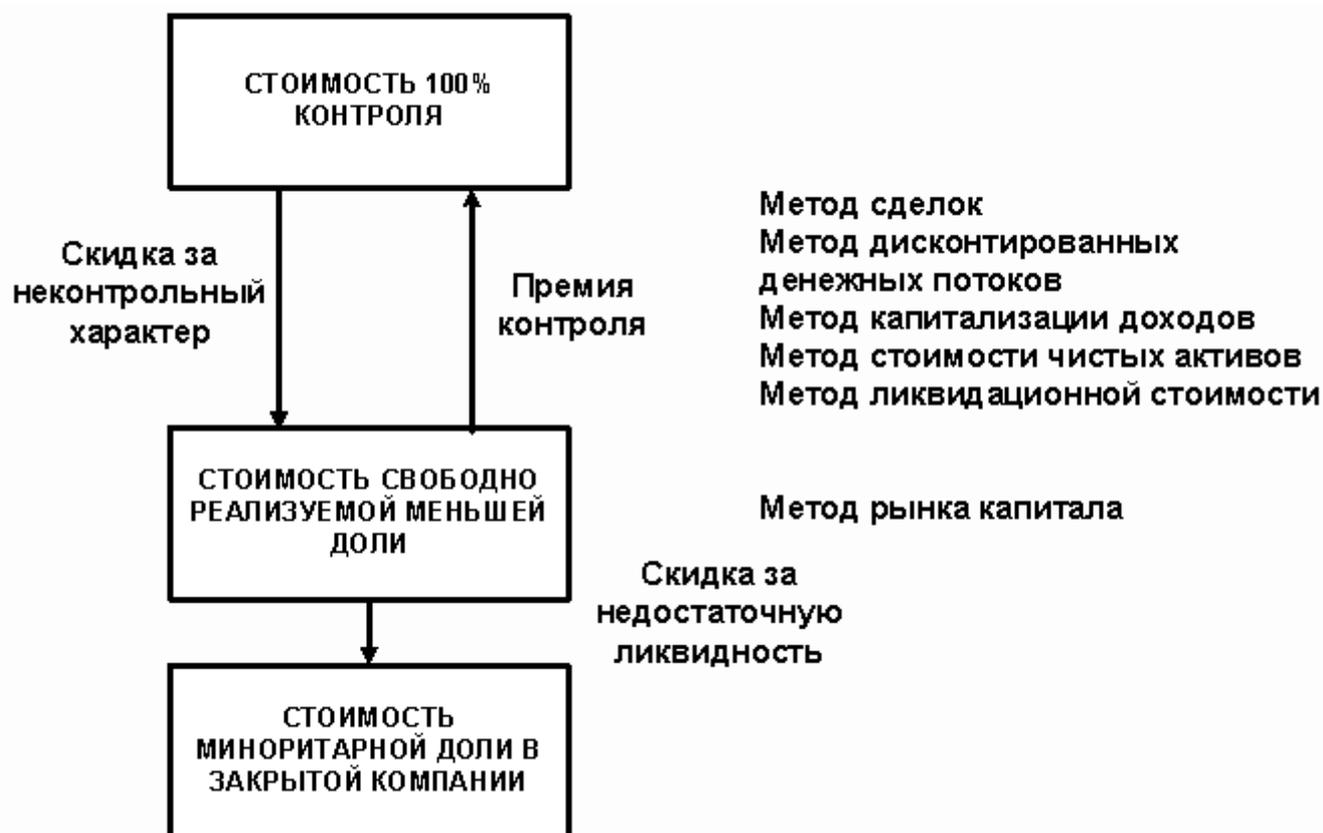


Рис. 1. Применение премий и скидок при использовании различных методов оценки

Премия за контроль – это имеющее стоимостное выражение преимущество, связанное с владением контрольным пакетом акций. Отражает дополнительные возможности контроля над предприятием (по сравнению с "меньшей" долей, то есть владением миноритарным пакетом акций). Премия за контроль рассматривается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за пять (рабочих) дней до официального объявления о слиянии компаний. Иными словами, это разница между ценой, выраженной в процентах, и ценой миноритарного свободно обращающегося пакета.

Скидка за неконтрольный характер — величина, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля в общей стоимости предприятия с учетом неконтрольного характера оцениваемого пакета.

Понятно, что стоимость владения контрольным пакетом всегда выше стоимости владения неконтрольным пакетом. Это обусловило следующие элементы контроля:

- выбор директоров и назначения менеджеров;
- определение вознаграждения менеджеров и их привилегий;
- определение политики предприятия по изменению стратегии развития бизнеса;
- приобретение и продажа активов;
- принятие решений о поглощении или слиянии с другими компаниями;
- принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия;
- принятие решений об эмиссии акций;
- изменение уставных документов;
- распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов;
- принятие решения о продаже или приобретении собственных акций компании. Тем не менее на практике существуют факторы, которые ограничивают права владельцев контрольных пакетов акций и тем самым снижают стоимость контроля. К этим факторам относят эффект распределения собственности, режим голосования, контрактные ограничения, финансовые условия бизнеса.

Скидка за неконтрольный характер является производной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических данных. Скидка (в%) за неконтрольный характер формализуется в виде:

$$P_c = 1 - (1 / (1 + \text{Премия за контроль}))$$

Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30 - 40%, скидка со стоимости за меньшую долю – около 23%. Хотя оценщик и ориентируется на эти данные, но он должен принять во внимание и проанализировать все факторы, влияющие на величину премий и скидок в каждом конкретном случае.

Базовой же величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

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

При определении скидки на недостаточную ликвидность следует выделять факторы, увеличивающие и уменьшающие размер данной скидки. Выделяют две группы факторов.

1 группа:

- низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
- неблагоприятные перспективы продажи акций компаний или ее самой;

- ограничения на операции с акциями (законодательное ограничение свободной продажи акций закрытых акционерных обществ).

2 группа:

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

Рассмотренные выше методики представляют собой не столько отечественный, сколько зарубежный опыт, применение которого в полном объеме и без изменений вызывает большое количество сложностей в процессе оценки пакетов акций в наших условиях.

В результате анализа различных методов выявлены следующие недостатки:

- 1) Недостоверное отражение финансовых показателей деятельности компании в бухгалтерской документации.
- 2) Соккрытие достоверной информации о финансовом состоянии компании от оценщиков.
- 3) Проблема «двойного учета» и «двойных цен», возникающих в связи с неразвитой системой налогообложения в стране.
- 4) Несовершенство законодательства, раскрывающего методики определения рыночной стоимости акций.
- 5) Проблема «заказных» оценок.
- 6) В отличие от зарубежных стран в Узбекистане слишком мала доля компаний, чьи акции котируются на фондовой бирже, что не позволяет применять сравнительный подход.
- 7) Недостаточная информационная обеспеченность.
- 8) Нестабильность экономической ситуации, увеличивающиеся риски в условиях переходной экономики страны в значительной мере усложняют процесс расчета ставки дисконтирования.

Решение этих проблем предопределяет основные направления совершенствования механизма оценки пакетов акций. При этом проблемы носят глобальный характер. Соответственно, и решение их должно осуществляться на макроэкономическом уровне. Характер вышеуказанных проблем по своей сути

затрагивает все сферы экономики и, соответственно, решение их на правительственном уровне будет носить долгосрочный характер.

Из всего вышесказанного можно сформулировать следующие направления совершенствования механизма оценки пакетов акций:

1. Совершенствование налоговой системы.
2. Создание таких условий деятельности для российских компаний, которые позволили бы без ущерба для их финансового состояния осуществлять все отчисления в бюджет и во внебюджетные фонды. Это сведет к нулю проблему сокрытия информации и "двойных цен".
3. Дальнейшее совершенствование системы законодательства в области оценки.
4. Совершенствование систем и законодательных основ деятельности на финансовом рынке.
5. Дальнейшее развитие и поддержание возникающих информационных агентств, позволяющих получать достаточно полную информацию о национальных и зарубежных компаниях.
6. Стабилизация экономики.

Таким образом, совершенствование механизма оценки пакетов акций вписывается в рамки совершенствования системы государственных финансов.

Глава II. Характеристика объекта исследования

2.1. Сведения об оценочной деятельности ООО «SAMHOLIS-BAHO»

Дипломный проект выполнен на материалах деятельности оценочной организации «SAMHOLIS-BAHO», образованной 10 октября 2004 года по Приказу Самаркандского городского Хокимията в форме общества с ограниченной ответственностью (свидетельство о регистр. №993 от 24 ноября 2004 г.) и с момента создания оказывает услуги по профессиональной оценке стоимости бизнеса предприятий, оценке недвижимости, оценке автотранспортных средств, оценке оборудования, оценке ценных бумаг и др. Юридический адрес: г. Самарканд, уд Зафаробод, д. 2, тупик 4.

Организация действует по Лицензии BL 001 RR - 0070 от 13 апреля 2009 г., выданной Госкомимуществом РУз.

С 2014 года в ООО «SAMHOLIS-BAHO» работает 8 человек.

При проведении оценочных работ оценщики руководствуются международно-признанными методами оценки, а именно: индексным, затратным, доходным и сравнительным методами расчетов.

Основными задачами оценочной организации являются:

- определение в соответствии с законодательством стоимости объекта оценки;
- обеспечение достоверности отчетов об оценке;
- осуществление контроля за соблюдением оценщиками законодательства об оценочной деятельности и создание необходимых условий для повышения их профессионального уровня.

Оценочная организация в своей деятельности руководствуется Конституцией Республики Узбекистан, законами Республики Узбекистан, постановлениями и другими актами Олий Мажлиса Республики Узбекистан,

Указами, постановлениями и распоряжениями Президента Республики Узбекистан, постановлениями и распоряжениями Кабинета Министров Республики Узбекистан, другими нормативными актами, а также «Положением об оценочных организациях и оценщиках» РУз от 24.04.2008 г. №ПП-843

В зависимости от целей оценки определяется различного вида стоимость – рыночная, балансовая, ликвидационная, с целью страхования и др.

За 2016 год выполнена оценка по 290 договорам на сумму 111 318 тыс.сум.

Анализ финансовых показателей деятельности

Ниже в таблице приведен бухгалтерский баланс оценочной организации, позволяющий оценить капитал фирмы.

Таблица 1

Бухгалтерский баланс
ООО «SAMHOLIS-BAHO» на 01.01.2017 г.

(тыс.сум.)

Наименование показателей	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3
А К Т И В		
<i>I. Долгосрочные активы</i>		
Основные средства:		
Первоначальная (восстановительная) стоимость	123 259,6	222 859,6
Износ	42 278,5	52 871,0
Остаточная (балансовая) стоимость	80 981,1	69 988,6
Нематериальные активы	-	-
Долгосрочные инвестиции	-	-
Итого по разделу I:	80 981,1	69 988,6
<i>II. Текущие активы</i>		
Товарно-материальные запасы всего в том числе:		
Производственные запасы	500	-

Незавершенное производство	-	-
Готовая продукция	-	-
Расходы будущих периодов	2 573,0	3 066,6
Дебиторы, всего:	87 506,6	98 930,5
Задолженность покупателей и заказчиков	14 500,0	15 000,0
Авансовые платежи по налогам и сборам в бюджет	1 630,6	1 062,9
Прочие дебиторские задолженности	71 376,0	82 868,2
Денежные средства	34,4	6 943,9
Итого по разделу II	90 614,0	108 941,0
ВСЕГО ПО АКТИВУ БАЛАНСА	171 595,1	178 929,6
П А С С И В		
<i>I. Источники собственных средств</i>		
Уставной капитал	70 617,4	70 617,4
Добавленный капитал	-	-
Резервный капитал	3 593,3	3 593,3
Выкупленные собственные акции	-	-
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	63 331,2	86 025,6
Итого по разделу 1:	137 541,9	160 236,3
<i>II. Обязательства</i>		
Долгосрочные обязательства	-	-
В том числе долгосрочная кредиторская задолженность	-	-
Текущие обязательства всего:	34 053,2	18 693,3
В том числе текущая кредиторская задолженность	-	-
Задолженность по платежам в гос. целевые фонды	865,7	774,6
Задолженность учредителям	13 563,6	13 563,6
Задолженность по оплате труда	5 368,9	2 925,3
Краткосрочные банковские кредиты	12 000,0	-
Прочие кредиторские задолженности	799,7	865,8
Итого по разделу II	34 053,2	18 693,3
ВСЕГО ПО ПАССИВУ БАЛАНСА	171 595,1	178 929,6

Как следует из показателей табл. 1 *активы* ООО «SAMHOLIS-BAHO» составили на конец 2016 года 178 млн. 929,6 тыс. сум. Это на 7,3 млн. сум. больше, чем на начало года. Увеличение стоимости активов предприятия связано в основном с увеличением стоимости текущих активов.

Удельный вес основных активов составляет 39%, а текущих активов – 61%.

В составе текущих активов оценочной организации наибольший удельный вес составляет «Дебиторская задолженность» – 91%, - это очень много и означает тяжелое финансовое состояние, низкую платежеспособность и финансовую устойчивость.

Рассмотрим *пассив* баланса – источники формирования имущества предприятия.

Собственные средства ООО «SAMHOLIS-BAHO» на конец 2016 года составляют 160 млн. 236,3 тыс. сумм., что на 22,7 млн. сумм больше, чем на начало года. Удельный вес собственного капитала за анализируемый год составляет 80-89,5%. Соответственно Текущие обязательства организации составили на начало года 34 053,2 тыс.сум - 20% и к концу года снизились до 18 693,3 тыс.сум , составив 10,5%. Эти показатели свидетельствуют об улучшении финансовой устойчивости предприятия. Долгосрочных обязательств у организации нет.

В целом, *имущественное положение* ООО «SAMHOLIS-BAHO» за анализируемый год , с одной стороны, улучшилось, так как абсолютная величина совокупного капитала организации выросла на 7,3 млн. сумов, собственный капитал увеличился на 22,7 млн.сум., снизились текущие обязательства на 15,4 млн.сум. Однако, с другой стороны, имеет место большая Дебиторская задолженность – 99 млн.сум., что ставит под сомнение финансовую устойчивость фирмы.

Таблица 2

Финансовые результаты деятельности
ООО «SAMHOLIS-BAHO»

Наименование показателя	2015		2016		Разница	
	Доходы (прибыль)	Расходы (убытки)	Доходы (прибыль)	Расходы (убытки)	Тыс.сум.	%

Чистая выручка от реализации услуг	120 309,3	x	111 318,0	x	-8 901,3	7,4
Себестоимость реализованных услуг	x	-	x	71 004,8	71 004,8	-
Валовая прибыль (убыток) от реализации продукции услуг	120 309,3	x	40 313,2	x	-79 996,1	66,5
Расходы периода	x	79 450,2	x	11 821,9	- 67 628,3	85,1
Прибыль (убыток) от основной деятельности	40 859,1	x	28 491,3	x	-12 367,8	30,2
Доходы от финансовой деятельности (дивиденды)	-	x	-	x	-	-
Расходы в виде процентов	x	824,3	x	676,3	-148	18
Прибыль (убыток) от общехозяйственной деятельности	40 034,8	x	27 815,0	x	-12 219,8	30,5
Налог на доходы	x	7 218,6	x	5 120,6	-2 098,0	29
Чистая прибыль	32 816,2	x	22 694,4	x	-10 121,8	30,8
Рентабельность, %	33,3		25		-8,3	-25

Как следует из показателей табл.2, *Выручка от реализации услуг* составила за анализируемый год 120 млн.309,3 тыс. сум. . По сравнению с предшествующим годом выручка снизилась на 8 млн.901,3 тыс. сум , то есть на 7,4%.

Показатели себестоимости реализованной продукции не всегда бывают, т.к. оценочные и консалтинговые услуги как таковые не всегда требуют затрат материально-технических ресурсов, а, как правило, имеют место расходы периода, состоящие из административных расходов и прочих операционных расходов. Себестоимость реализованных услуг в 2015 году отсутствовала, а в 2016 году составила 71 млн. сумм. Общая величина расходов периода составила в анализируемом 2016 г. 11 млн. 821,9 тыс. сумм, что на 67 млн.628,3 тыс. сумм

меньше, чем в предшествующем 2015 г., то есть снизились на 85%

В итоге, *прибыль от основной деятельности*, как разница между выручкой, себестоимостью и расходами периода, составила в 2016 г. 28млн. 491,3 тыс.сум, что на 12 млн.367,8 тыс.сум меньше, чем в предыдущем году., то есть прибыль снизилась на 30%.

С учетом расходов в виде процентов 824 тыс. сумм в 2015 г. и 676 тыс. сумм в 2016 г. получена *балансовая прибыль* в анализируемом году в размере 27 млн. 815 тыс. сумм, что на 12, 2 млн. сумм меньше, чем в предшествующем году.

Чистая прибыль, то есть прибыль после уплаты налогов составила 22 млн. 694,4 тыс.сум., что меньше, чем в прошлом году на 10 млн.сум.

Конечным показателем деятельности является уровень *рентабельности*, полученный как отношение балансовой прибыли к выручке, которая составила 25% , однако это меньше на четверть, чем в предшествующем году. (33,3% в 2015 г.).

Таким образом, не смотря на снижение в анализируемом году показателей выручки, прибыли и рентабельности , ООО «SAMHOLIS-BAHO» является *рентабельной организацией и вполне может успешно работать в условиях рыночной экономики.*

2.2. Характеристика объекта оценки

АО «Uzqishlokelektrqurilish»

Одним из объектов оценочной деятельности ООО «SAMHOLIS-BAHO» является оценка стоимости акций акционерного общества «Uzqishlokelektrqurilish».

Акционерное общество «Uzqishlokelektrqurilish» было образовано в 2014 году в результате преобразования в ходе разгосударствления и приватизации треста «Узсельэлектрострой » №2, созданного в 1970 г. для

строительства сельских электрических сетей в южных областях Узбекистана, входит в состав ГАК «Узбекэнерго». Место дислокации –г. Самарканд республики Узбекистан, ул. Буюк Ипак Йули, 7.

АО «Uzqishlokelektrqurilish» выполняет строительство, монтаж и капитальный ремонт линий электропередач и понижающих напряжений электрических подстанций напряжением 220/110/35/10/6/0,4 кВ в сельской местности и в населенных пунктах, а также строительство многоэтажных жилых домов и учебных школ. Одновременно ведутся строительные-монтажные работы во многих областях Республики Узбекистан, таких как строительство ПС 220/110/10 кВ, строительство внешних электрических сетей (ВЭС) 10/6/0,4 кВ индивидуальных жилых поселков, строительство ВЛ 110 кВ ВЭС ж/д участка Мараканд-Карши, ВЛ 110 кВ Шуртанского газо-химического комплекса и т.д.

В настоящее время уставный капитал АО «UzQEQ» составляет 4 млрд.834 млн. сум , общее количество акций в обращении 966 800 шт. Номинальная стоимость одной акции – 5 000 сум.

Акции АО «UzQEQ» распределены следующим образом:

- ГАК «Узбекэнерго» - 25%;
- СПП «СТМ-5» - 7,4%;
- ДП «Узэлектросеть» - 5,5%;
- фирма «Шерзод» - 1,85%;
- ООО «Трансэнерго-монтаж-курилиш» - 1,26%;
- Джизак ЭС – 1,2%;
- другие акционеры с долей 1% и меньше.

Для обеспечения строительства ВЛ и ПС АО «Uzqishlokelektrqurilish» имеет два завода ЖБИ: ООО «ЭКМ», в пос. Узун, Сурхандарьинской области, мощностью 10 тыс. кубометров в год и ООО «Камаша ПП» (подсобно-

производственное предприятие), расположенное в г. Камаша Кашкадарьинской области, мощностью 4 тыс. кубометров в год.

Эти заводы обеспечивают возможность укомплектовать железобетонными изделиями ВЛ и ПС.

Постановление Президента Республика Узбекистана №ПП-18/74 от 06.12.2012г. и ГАК «Узбекэнерго» №408 от 13.12.2012г. создан ДП «Хоразмэлектртармоққурилиш» г. Ургенче, которое занимается строительством жилых домов.

Постановление Президента Республика Узбекистана №ПП-2349 от 22.05.2015г. и ГАК «Узбекэнерго» №234 от 29.05.2015г. создан ООО «Сурхонмахсусэнергомонтаж» г. Термез, которое занимается строительства, реконструкция, ремонта электрических сетей.

Производство металлоконструкций и укомплектование строящихся электросетей другими необходимыми изделиями выполняется на ООО «Самаркандском ППП» АО «Uzqishlokelektrqurilish».

Поставщиками основных материалов для строительство ВЛ и ПС являются:

- Кабельной продукции и сцепной арматуры СП АО «Андижан кабель»;
- ЖБИ Энергострой индустрия;
- АО «Кизилкумцемент»;
- Металлопрокат АО «Узметкомбинат».

При значительных объемах работ для их выполнения могут быть оперативно привлечены все или некоторые другие МК, АО «Uzqishlokelektrqurilish» в целом имеет необходимые механизмы, персонал и многолетний опыт работы по строительству ЛЭП и ПС в горных, пустынных и населенных местностях.

В составе АО «Uzqishlokelektrqurilish» находятся:

ООО "МК-2"	в городе Самарканд
ООО "МК-6"	в городе Термез

ООО "МК-7"	в городе Бухара
ООО «Каршимахсусэнергомонтаж»	в городе Карши
ООО "МК-12"	в городе Каттакурган
ООО "МК-13"	в городе Джизак
ООО "МК-14"	в городе Шахрисабз
ООО "Сам ПП"	в городе Самарканд
ООО "Камаша ПП" (ЖБИ)	в городе Камаша
ООО "ЭКМ" (ЖБИ)	в городе Узун
ДП «Хоразмэлектртармоққурилиш»	в 2013 году в городе Ургенч

Всего акционеров 15 юридических лиц и 1579 физических лиц.

За годы независимости акционерное общество внесло неоценимый вклад в строительство особо важных объектов Республики, таких как:

ВЛ 6 кВ Шуртанского газо-химического комплекса ПС-32 т.кВА,	60 км
ВЛ 110 кВ Кызылкумский фосфоритный комбинат ПС- 13 т.кВА	70 км
ВЛ 110 кВ ПС 110 кВ Арнасай ПС-32,6 т.кВА	75 км
ВЛ 110 кВ Бухарский нефтеперерабатывающий завод	14,95 км
ВЛ 110 кВ Самаркандская сигаретная фабрика ПС-12,6 кВА	9,5 км
ВЛ 110 кВ Зарафшан – Биран	31,2 км
ВЛ 110 кВ Талимарджанская ТЭС ПС – 10 т.кВА	42 км
ВЛ 110 кВ Газли – Курган	90,8 км
ПС и ВЛ Дехканабадский завод калийных удобрений ПС-20 т.кВА	25 км
ВЛ 35 кВ	2,4 км
ВЛ 110 кВ	
ВЛ 10/35 кВ Кандым	
ВЛ 10 кВ	3,3 км
ВЛ 35 кВ	59,2 км
ОРУ 220 кВ на ПС 500/220 кВ Согдиана	
ПС и ВЛ 110 кВ Ургут-2 ПС-16 т.кВА	32 км
ВЛ 110 кВ Сувли-Зирабулок	57,3 км
ВЛ 110 кВ Горнорудная ПС - 50т.кВА	45 км

А также, несколько тысяч километров ЛЭП 0,4/6/10 кВ для смягчения маловодья и ВЭС приграничных постов, ВЭС жилых домов экспериментальной застройки в шести южных областей Республики.

Структура управления АО «UzQEQ» включает:

Ген. директор

Главный инженер

Зам. Генерального директора
по финансированию –гл. бухгалтер

Главный технолог

ПТО

Юрисконсультант

Главный механик

Помощник зам. ген. директора
по кадрам

Отдел техники
безопасности и
охраны труда

Главный диспетчер

Генеральный директор – организатор своевременного строительства и ввода объектов – ЛЭП и ВЛ 0,4 – 6 – 10 кВ и подстанций 35 – 110 кВ.

Зам. ген. директора по финансированию. Финансово-экономический отдел: подчиняется ген. директору по вопросам организации ведения бух. учёта, составления отчётности, порядка и методики осуществления контроля, отчитывается Госпрогнозстату и Промстройбанку. Отдел создаётся для организации бухгалтерского отчёта, учёта и отчётности, обеспечения достоверности учёта, контроля за правильным и эффективным использованием материальных ценностей и денежных средств. Основной деятельностью бухгалтерии являются годовой, квартальный и месячный планы, утверждённые руководством.

Юрисконсультант – организует правовое обеспечение работы АО «UzQEQ», участвует в работе по подготовке и внедрению системы правовых актов треста, регламентирующих взаимоотношения и экономическую ответственность

подразделений и иные вопросы производственно-хозяйственной и социальной деятельности треста, по согласованию с руководством привлекает к участию в этой работе должностных лиц и специалистов.

Помощник генерального директора по кадрам – возглавляет работу по обеспечению предприятия работниками требуемых профессий, специальностей и квалификации. Он должен знать: порядок оформления приёма, перевода, увольнения работников, порядок внедрения и хранения трудовых книжек и личных дел, порядок оформления пенсий работникам предприятий-подразделений и их семьям, организацию табельного учёта, порядок составления отчётности, основы профориентационной работы, трудовой кодекс.

Главный диспетчер. Основная задача – своевременный учёт выпуска продукции с Узунского заврода ЖБИ, Камашинского завода ЖБИ и составление установленной отчётности 4-тр и 6-сн., контроль сдачи вторичных ресурсов, лома и отходов чёрных и цветных металлов.

Главный инженер – курирует технические вопросы по качеству строительства и выпуску ЖБИ и металлоконструкций.

Главный технолог: а) обеспечивает внедрение передовой технологии и комплексной механизации СМР, выпуска железобетонных изделий и металлоконструкций; б) участвует в разработке и внедрении планов организационно-технических мероприятий, планов механизации СМР. Основные задачи отдела ПТО: организация и контроль строительства линий электропередач и подстанций и их ввод в эксплуатацию в намеченные сроки; поддержание и развитие технологического уровня выполнения СМР механизированными колоннами (МК).

Главный механик – является начальником отдела. В процессе работы обеспечивает организации. Правильной технической эксплуатации и ремонта автотранспорта, строительных машин и механизмов в подразделениях треста.

Отдел техники безопасности и охраны труда: на начальника отдела возлагается организация работы в тресте и его подразделениях по созданию здоровых и безопасных условий труда работающим, организация профилактики производственного травматизма и профессиональных заболеваний, проведение мероприятий в этой области.

Высший орган Управления АО является Общее собрание акционеров.

Единоличным исполнительным органом является генеральный директор.

Контроль над деятельностью предприятия осуществляет Наблюдательный совет и ревизионная комиссия.

ПРОГРАММА
подрядных работ по АО «Uzqishlokelektrqurilish» на 2017 год

(СМР без НДС, тыс.сум.)

	Наименование работы	Сумма без НДС
	<u>Капитальное строительство АО «Узбекэнерго»</u>	
1.	ВЛ 0,4-10 кВ внешнего электроснабжения жилых домов экспериментальной застройки в населенных пунктах Самаркандской, Сурхандарьинской, Бухарской Кашкадарьинской, Навоийской, Джизакской и Хорезмской областях.	7 000,0
2.	Реконструкция электрических сетей 0,4-35 кВ по программе модернизации 2011-2015 годы. в Самаркандской, Сурхандарьинской, Бухарской, Кашкадарьинской, Навоийской, Джизакской и Хорезмской областях.	2 095,0
3.	ВЛ-110 кВ ВЭС по объекту «Самарканд-Бухара»	5 000,0
4.	ВЛ-0,4-10 кВ электроснабжение приграничных районов	1 500,0
5.	Расширение ПС-110/35/10 кВ «Афшона» с ВЛ-110 кВ в Пешкунском р-н Бух обл.	1 800,0
6.	ВЛ-110 кВ ВЭС по объекту «Карши-Термез»	9 580,0
7.	Строительство административный зданий Байсунского РЭС	225,0
	Итого:	27 200,0
	<u>Капитальный ремонт ВЛ 0,4-6-10-35-110 кВ и зданий сооружений</u>	

АО «Узбекэнерго»		
	Самаркандская область	30,0
	Сурхандарьинская область	30,0
	Бухарская область	30,0
	Навоийская область	-
	Кашкадарьинская область	-
	Джизакская область	30,0
	Хорезмская область	180,0
	Итого:	300,0
-	<u>Прочие заказчики</u>	1 500,0

Всего по предприятию: 29 000,0 млн.сум.

Глава III. Определение рыночной стоимости акционерного капитала АО «Uzqishlokelektrqurilish»

На основе анализа существующих подходов и различных методов оценки акционерного капитала, выполненного в главе 1 данного дипломного проекта, для определения рыночной стоимости акционерного капитала АО «UzQEQ» выбран подход на основе стоимости активов и метод оценки внутренней стоимости акций на основе стоимости активов компании. С точки зрения объема доступной информации: в виду отсутствия достаточного количества информации по сопоставимым компаниям не может быть использован рыночный подход; отсутствие информации по денежным потокам не позволяет использовать доходный подход.

Оценка основывается на анализе финансового состояния компании.

Ведущим элементом финансового анализа является система аналитических коэффициентов. Десятки используемых финансовых коэффициентов можно объединить по следующим сферам:

Таблица 3

Система аналитических коэффициентов

№	Вид анализа	Характеристика коэффициентов
1.	Анализ ликвидности	Описывают и анализируют способность предприятия отвечать по своим текущим обязательствам. В основу расчетов этих показателей заложена идея сопоставления текущих активов (оборотных средств) с кратковременной кредиторской задолженностью.

2.	Анализ текущей деятельности и деловой активности	<p>Рассматриваются с позиции кругооборота средств в деятельности предприятия как непрерывной трансформации одних видов активов в другие, например, ... → денежные средства → складское сырье → незавершенное производство → готовая продукция → средства в расчетах → денежные средства → ...</p> <p>В качестве основных показателей используются показатели оборачиваемости и использования материальных, трудовых и денежных ресурсов.</p>
3.	Анализ финансовой устойчивости	<p>Оценивают состав источников финансирования и динамику соотношений между ними. Анализ основывается на том, что источники средств различаются уровнем себестоимости, доступности, степенью риска и др.</p>
4.	Анализ рентабельности	<p>Обеспечивают анализ общей эффективности вложения средств в предприятие. В отличие от второй группы здесь анализируется рентабельность капитала в целом, т.е. рентабельность авансированного и собственного капитала.</p>
5.	Анализ рыночной активности (стоимости)	<p>Анализируются и сопоставляются показатели, характеризующие положение предприятия на рынке ценных бумаг (фондовом рынке). Среди показателей - дивидендный выход, доход на акцию и др.</p>

Для определения рыночной стоимости и, следовательно, оценки инвестиционной привлекательности, достаточно использовать финансовые показатели пунктов 1, 2 (в части анализа деловой активности), 4 и 5, то есть показатели ликвидности, деловой активности, рентабельности и показатели рыночной активности.

Исходные данные для расчётов необходимых показателей представлены ниже в табл. 4 и 5.

Таблица 4

Показатели бухгалтерского баланса АО «UzQEQ» за 2016 год

(тыс.сум)

Наименование показателей	На начало 2016 г.	На конец 2016 г.
1	2	3
А К Т И В		
<u>1. Долгосрочные активы</u>		
Основные средства: первоначальная стоимость	6 974 784	10 512 497
Износ	4 505 710	5 035 918
Остаточная стоимость	5 496 074	5 035 918
Нематериальные активы	-	-
Долгосрочные инвестиции	9 791	11 815
В том числе Ценные бумаги	9 791	11 815
Инвестиции в зависимые хозяйственные общества	-	-
Прочие долгосрочные инвестиции	-	-
Капитальные вложения	2 226	2 226

Итого по разделу 1	5 481 091	5 049 959
<u>2. Текущие активы</u>		
Товарно-материальные запасы, всего	6 718 191	7 971 207
Расходы будущих периодов	6 516	11 983
Дебиторов всего	16 996 379	17 129 846
В том числе Задолженность покупателей и заказчиков	1 807 544	1 421 170
Задолженность дочерних и зависимых хозяйственных обществ	13 536 152	13 988 285
Авансы, выданные персоналу	55 067	111 135
Авансы, выданные поставщикам и подрядчикам	437 545	194 039

Авансовые платежи по налогам и сборам в бюджет	236 193	599 743
Авансовые платежи в гос. целевые фонды и по страхованию	51 022	128 935
Задолженность учредителей по вкладам в уставный капитал	803 681	650 807
Задолженность персонала по прочим операциям	10 686	-
Задолженность прочих дебиторов	59 489	36 732
Денежные средства, всего	367 543	1 544 599
Прочие текущие активы	2 748	-

Итого по разделу 2	24 091 377	26 657 635

В С Е Г О по активу	29 572 468	31 707 594
П А С С И В		
1. <u>Источники собственных средств</u>		
Уставной капитал	1 933 600	4 834 000
Резервный капитал	2 497 121	3 194 657
Нераспределённая прибыль	6 215 422	4 459 810
Целевые поступления	5 508	5 508
Резервы предстоящих расходов и платежей	-	-

Итого по разделу 1	10 651 651	12 493 975
2. <u>Обязательства</u>		
Долгосрочные обязательства	3 128 106	3 139 191
Текущие обязательства	15 792 711	16 074 428
в том числе:		
текущая кредиторская задолженность	15 368 702	15 578 791
Задолженность поставщикам и подрядчикам	1 625 491	2 823 880

Задолженность дочерним и зависимым хозяйственным обществам	7 079 344	8 174 152
Полученные авансы	401 350	37 206
Задолженность по платежам в бюджет	1 217 374	899 632
Задолженность по страхованию	3 035	-
Задолженность по платежам в государственные целевые фонды	1 537 149	1 212 857
Задолженность учредителям	70 110	48 812
Задолженность по оплате труда	3 160 634	2 202 090
Краткосрочные банковские кредиты и займы	424 009	495 637
Прочие кредиторские задолженности	274 215	180 162

Итого по разделу 2	18 920 817	19 213 619

В С Е Г О по пассиву	29 572 468	31 707 594

Таблица 5

Показатели отчёта о финансовых результатах ОАО «UzQEQ»

Наименование показателей	2015 год		2016 год	
	Доходы (прибыль)	Расходы (убыток)	Доходы (прибыль)	Расходы (убыток)
Чистая выручка от реализации продукции (работ)	42 277 274	X	34 455 669	X
Себестоимость реализованной продукции (работ)	X	34 936 986	X	26 808 480
Валовая прибыль (убыток) от реализации продукции (работ)	7 341 288		7 647 179	
Расходы периода, всего	X	6 018 073	X	8 438 382
В том числе:				
Расходы по реализации	X	69 664	X	2 316 192
Административные расходы	X	3 334 754	X	3 610 794
Прочие операционные расходы	X	2 613 655	X	2 561 396
Прочие доходы от основной	180 145	X	2 624 163	X

деятельности				
Прибыль (убыток) от основной деятельности	1 503 360		1 782 960	
	2 378		-	
Доходы от финансовой деятельности	X	-	X	-
Расходы по финансовой деятельности	1 504 549		1 782 960	
Прибыль (убыток) от общехозяйственной деятельности	X	175 877	X	188 871
	X	106 285	X	179 712
Налог на доходы (прибыль)				
Прочие налоги и сборы от прибыли	1 222 387		1 414 677	
Чистая прибыль				

3.1. Анализ ликвидности АО «UzQEQ»

Расчёт показателей ликвидности по АО «UzQEQ» представлены в табл. 6.

Таблица 6

Показатели ликвидности АО «UzQEQ» за 2016 год

№	Название коэффициента	Экономическое содержание показателя	Расчет коэффициента	Нормативное значение
1	Коэффициент абсолютной ликвидности (Ка.л.)	Способность предприятия рассчитаться с задолженностями немедленно	$\frac{\text{Денежные средства} + \text{краткосрочные финансовые вложения}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$ На нач. года: $367543/15368702=0,024$ На конец года: $1544599/15578791=0,099$	$\geq 0,8$
2	Коэффициент ликвидности (Кл)	Способность предприятия рассчитаться с задолженностями в ближайшее время	$\frac{\text{Денежные средства} + \text{краткосрочные финансовые вложения} + \text{краткосрочная дебиторская задолженность}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$ На нач. года: $(367543+16996378 / 15368702=1,130$ На конец года: $(1544599+17129846) / 15578791=1,199$	$\geq 1,0$
3	Коэффициент покрытия	Способность предприятия	Текущие активы (запасы и затраты) + Денежные средства и прочие активы	$\geq 2,0$

	(Кп)	рассчитаться с задолженностями в перспективе	Текущие обязательства (расчеты и др. пассивы) – Доходы будущих периодов, резервы по сомнительным долгам На нач. года: (6718191+367543) / / 15368702=0,461 На конец года: (7971207+1544599) / / 15578791=0,611
--	------	--	---

Ликвидность характеризует способность предприятия выполнять свои обязательства за счёт своих текущих активов. Выделяют три основных показателя, характеристика и методы расчёта которых приведены в табл. 6.

Наиболее важным на финансовом рынке является коэффициент ликвидности (п. 2 табл. 6), который показывает, достаточно ли у предприятия средств для погашения своих краткосрочных обязательств в течение предстоящего года. Он позволяет сравнивать все оборотные средства с краткосрочными обязательствами, подлежащими возврату в течение года. Считается, что оборотных средств должно быть не меньше, чем краткосрочных обязательств. Согласно общепринятым стандартам считается, что коэффициент текущей ликвидности должен быть больше единицы, то есть находиться в пределах от 1 до 2 и даже 3. Нижняя граница обусловлена тем, что оборотных средств должно быть достаточно, по меньшей мере, для погашения краткосрочных обязательств, иначе предприятие окажется перед угрозой банкротства. Превышение оборотных средств над краткосрочными обязательствами более, чем в 2 раза также нежелательно, поскольку может свидетельствовать о нерациональном использовании капитала под оборотные средства вместо его капитализации.

Как следует из расчётов, выполненных в табл. 6, коэффициент ликвидности по АО «UzQEQ» за 2016 г. составил на начало анализируемого года 1,130 и к концу увеличился до 1,199. Оба показателя выше установленного нижнего

предела, что говорит о ликвидности АО «UzQEQ», то есть способности рассчитываться с задолженностью в ближайшее время.

Однако рассчитанные коэффициенты абсолютной ликвидности 0,024 – 0,099, величина которых низка и намного ниже установленной минимальной нормы 0,8, говорят о том, что несмотря на ликвидность предприятия, оно не способно рассчитываться с задолженностями немедленно.

Коэффициенты покрытия 0.461 – 0,611 также намного ниже установленной минимальной нормы 2,0, то есть предприятие и в перспективе не способно рассчитываться с задолженностью.

Таким образом, АО «UzQEQ» не способно рассчитаться с задолженностями ни немедленно, ни в перспективе, но может это сделать в ближайшее время. У предприятия большая величина дебиторов, с одной стороны, а долгосрочные обязательства - с другой стороны – не велики (3,1 млрд.сум.), то есть предприятие работало в основном с краткосрочными обязательствами (15,8 – 16 млрд сумм.)

3.2. Анализ деловой активности АО «UzQEQ»

Анализ деловой активности позволяет выявить, насколько эффективно предприятие использует свои средства. К показателям, характеризующим деловую активность, относятся коэффициенты оборачиваемости.

Коэффициенты оборачиваемости имеют большое значение для оценки финансового состояния предприятия, поскольку скорость оборота капитала, то есть скорость превращения его в денежную форму, оказывает непосредственное влияние на платежеспособность предприятия. Кроме того, увеличение скорости оборота капитала отражает при прочих равных условиях повышение производственно-технического потенциала предприятия. Для этого рассчитываются восемь показателей оборачиваемости и один комплексный

показатель “индекс деловой активности”, дающие наиболее обобщенное представление о хозяйственной активности предприятия.

Коэффициент общей оборачиваемости активов показывает, сколько раз за период совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий доход. Этот коэффициент можно определить по формуле:

$$K_{\text{ОБЩ}}^{\text{ОБ}} = \frac{V_{\text{Р}}}{\bar{C}_{\text{АКТ}}}, \quad (1)$$

где $K_{\text{ОБЩ}}^{\text{ОБ}}$ - коэффициент общей оборачиваемости;

$V_{\text{Р}}$ - выручка от реализации;

$\bar{C}_{\text{АКТ}}$ - средняя за период величина всех активов.

Оборачиваемость основных средств представляет собой фондоотдачу, то есть характеризует эффективность использования основных производственных средств (фондов) предприятия за период. Она рассчитывается делением объема чистой выручки от реализации на среднюю за период величину основных средств:

$$\text{ФО} = \frac{V_{\text{Р}}}{\bar{C}_{\text{ОС}}}, \quad (2)$$

где ФО – фондоотдача,

$\bar{C}_{\text{ОС}}$ - средняя величина основных средств за период.

Основным условием роста фондоотдачи является превышение роста производительности труда над темпами роста его фондовооруженности. Повышение коэффициента фондоотдачи может быть достигнуто как за счет относительно невысокого удельного веса основных средств, так и за счет их высокого технического уровня. Разумеется, его величина значительно колеблется в зависимости от отрасли и ее капиталоемкости. Однако, общие закономерности здесь таковы, что чем выше коэффициент, тем ниже издержки

отчетного периода. Низкий коэффициент свидетельствует либо о недостаточном объеме реализации, либо о слишком высоком уровне вложений в эти виды активов.

Важным показателем для анализа является коэффициент оборачиваемости материальных оборотных средств, то есть скорость их реализации. В целом, чем выше значение этого коэффициента, тем меньше средств связано в этой наименее ликвидной статье, тем более ликвидную структуру имеет оборотный капитал и тем устойчивее финансовое состояние предприятия. И, наоборот, затоваривание при прочих равных условиях отрицательно отражается на деловой активности предприятия. Расчет коэффициента производится по формуле:

$$K_{\text{МПЗ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_{\text{P}}}{\bar{C}_{\text{МПЗ}}}, \quad (3)$$

где $K_{\text{МПЗ}}^{\text{ОБ}}$ - коэффициент оборачиваемости материально-производственных запасов;

$\bar{C}_{\text{МПЗ}}$ - средняя за период величина материально-производственных запасов и затрат.

Высокое значение этого показателя говорит о более ликвидной структуре оборотного капитала и, соответственно, более устойчивом финансовом состоянии предприятия.

Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала показывает скорость оборота материальных и денежных ресурсов предприятия за период и рассчитывается по формуле:

$$K_{\text{ОБ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_{\text{P}}}{\bar{C}_{\text{ОБ}}}, \quad (4)$$

где $K_{\text{ОБ}}^{\text{ОБ}}$ - коэффициент оборачиваемости оборотного капитала;

$\bar{C}_{\text{ОБ}}$ - средняя величина оборотного капитала за период.

Между оборотным капиталом и объемом реализации существует определенная зависимость. Слишком малый объем оборотного капитала ограничивает сбыт, слишком большой - свидетельствует о недостаточно эффективном использовании оборотных средств. Как определить оптимальное соотношение оборотного капитала и объема реализации? Это соотношение помогает найти коэффициент оборачиваемости оборотного капитала. Для каждого предприятия он индивидуален и, если он определен, то необходимо его значение поддерживать на оптимальном уровне. Найти его достаточно просто - если предприятие при данном значении коэффициента постоянно прибегает к использованию заемного капитала, то значит, эта скорость оборачиваемости оборотного капитала генерирует недостаточное количество денежных средств для покрытия издержек и расширения деятельности. И наоборот, если при постоянном объеме реализации или его увеличении предприятие получает достаточный доход, то считается, что достигнута эффективная скорость оборота оборотного капитала.

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала рассчитывается по формуле:

$$K_{СК}^{ОБ} = \frac{B_P}{\overline{СК}}, \quad (5)$$

где $K_{СК}^{ОБ}$ - коэффициент оборачиваемости собственного капитала;

$\overline{СК}$ – средняя за период величина собственного капитала.

Этот показатель характеризует различные аспекты деятельности: с коммерческой точки зрения он определяет либо излишки продаж, либо их недостаток; с финансовой - скорость оборота вложенного собственного капитала; с экономической - активность денежных средств, которыми рискуют собственники предприятия (акционеры, государство или иные собственники). Если коэффициент слишком высок, что означает значительное превышение уровня продаж над вложенным капиталом, то это влечет за собой увеличение

кредитных ресурсов и возможность достижения того предела, когда кредиторы больше участвуют в деле, чем собственники. В этом случае отношение обязательств к собственному капиталу увеличивается, снижается безопасность кредиторов, и предприятие может иметь серьезные затруднения, связанные с уменьшением доходов. Напротив, низкий коэффициент означает бездействие части собственных средств. В этом случае коэффициент указывает на необходимость вложения собственных средств в другой, более соответствующий данным условиям источник дохода.

Оборачиваемость инвестированного капитала - показывает скорость оборота долгосрочных и краткосрочных инвестиций предприятия, включая инвестиции в собственное развитие. Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала находится по формуле:

$$K_{\text{ИНВ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{\bar{C}_{\text{ИНВ}}}, \quad (6)$$

где $K_{\text{ИНВ}}^{\text{ОБ}}$ - коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала;
 $\bar{C}_{\text{ИНВ}}$ - средняя величина инвестированного капитала за период.

Значения этого коэффициента полезно сравнить со значениями за этот же период коэффициента оборачиваемости функционирующего капитала. При анализе этих коэффициентов в динамике можно увидеть, насколько быстрее или медленнее оборачивается капитал, выведенный на время из производственной деятельности, в сравнении с капиталом, задействованным в производстве. При более детальном анализе необходимо учитывать структуру инвестированного капитала.

Скорость оборота перманентного капитала определяет коэффициент:

$$K_{\text{ПЕРМ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{ПК}}}, \quad (7)$$

где $K_{\text{ПЕРМ}}^{\text{ОБ}}$ - коэффициент оборачиваемости перманентного капитала;
 $\bar{C}_{\text{ПК}}$ - средняя за период величина перманентного капитала.

Этот коэффициент показывает, насколько быстро оборачивается капитал, находящийся в долгосрочном пользовании у предприятия. Суть значений этого коэффициента схожа с показателем оборачиваемости собственного капитала с той лишь разностью, что при анализе этого коэффициента необходимо учитывать влияние долгосрочных обязательств предприятия.

Коэффициент оборачиваемости функционирующего капитала рассчитывается по формуле:

$$K_{\text{ФК}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_{\text{Р}}}{\bar{C}_{\text{ФК}}}, \quad (8)$$

где $K_{\text{ФК}}^{\text{ОБ}}$ - коэффициент оборачиваемости функционирующего капитала;
 $\bar{C}_{\text{ФК}}$ - средняя за период величина функционирующего капитала.

Анализируя значения этого коэффициента, можно увидеть замедление или ускорение оборачиваемости капитала, непосредственно участвующего в производственной деятельности. Получаемые значения этого коэффициента очищены, в сравнении с показателем общей оборачиваемости активов, от влияния инвестиций предприятия, которые не оказывают непосредственного воздействия на объем реализации, за исключением инвестиций в собственное развитие.

Величина перманентного капитала равна сумме величины собственного капитала и долгосрочных обязательств.

2015 г. $C_{\text{ПК}} = 10\,651\,651 + 3\,128\,106 = 13\,779\,757$ тыс.сум

2016 г. $C_{\text{ПК}} = 12\,493\,975 + 3\,139\,191 = 15\,633\,166$ тыс.сум

Функционирующий капитал определяется как сумма всех активов предприятия за вычетом долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений.

2015 г. $S_{фк} = 29\,572\,468 - 9\,791 = 29\,562\,677$ тыс. сум (краткосрочных финансовых вложений не было)

2016 г. $S_{фк} = 31\,707\,594 - 11\,815 = 31\,695\,779$ тыс. сум (краткосрочных финансовых вложений не было)

Исходные данные для расчета показателей деловой активности ОАО «UzQEQ» за 2015-2016 годы представлены в таблице 7.

Таблица 7

Данные для расчета показателей деловой активности АО «UzQEQ»
(тыс. сум)

Показатель	2015 г.	2016 г.
1	2	3
Выручка от реализации	42 277 274	34 455 669
Себестоимость	34 936 986	26 808 480
Прибыль от реализации продукции	7 341 288	7 647 179
Прибыль от основной деятельности	1 503 360	1 782 960
Прибыль до налогообложения	1 504 549	1 782 960
Средняя величина активов	29 572 468	31 707 594
Средняя величина основных средств	9 974 784	10 512 497
Средняя величина материально-производственных запасов	6 718 191	7 971 207
Средняя величина оборотного капитала	24 091 377	26 657 635
Средняя величина собственного капитала	10 651 651	12 493 975
Средняя величина инвестированного капитала	9 791	11 815
Средняя величина перманентного капитала	13 779 757	15 633 166
Средняя величина функционирующего капитала	29 562 677	31 695 779

На основе показателей табл. 7 рассчитываем показатели оборачиваемости за 2015-2016 годы по формулам (1) – (8), приведенным выше.

Коэффициент общей оборачиваемости активов:

$$K_{\text{ОБЩ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{АКТ}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 29\,572\,468 = 1,430$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 31\,707\,594 = 1,087$$

Оборачиваемость основных средств – фондоотдача:

$$\Phi O = \frac{B_P}{C_{\text{ОС}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 9\,974\,784 = 4,238$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 10\,512\,497 = 3,278$$

Коэффициент оборачиваемости материальных оборотных средств:

$$K_{\text{МПЗ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{МПЗ}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 6\,718\,191 = 6,293$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 7\,971\,207 = 4,323$$

Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала :

$$K_{\text{ОБ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{ОБ}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 24\,091\,377 = 1,755$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 26\,657\,635 = 1,293$$

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала :

$$K_{\text{СК}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{СК}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 10\,651\,651 = 3,969$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 12\,493\,975 = 2,758$$

Оборачиваемость инвестированного капитала :

$$K_{\text{ИНВ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{ИНВ}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 9\,791 = 4\,318$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 11\,815 = 2\,916$$

Скорость оборота перманентного капитала :

$$K_{\text{ПЕРМ}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{ПК}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 13\,779\,757 = 3,068$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 15\,633\,166 = 2,204$$

Коэффициент оборачиваемости функционирующего капитала :

$$K_{\text{ФК}}^{\text{ОБ}} = \frac{B_P}{C_{\text{ФК}}} \quad 2015 \text{ г.} \quad 42\,277\,274 / 29\,562\,677 = 1,430$$

$$2016 \text{ г.} \quad 34\,455\,669 / 31\,695\,779 = 1,087$$

Для расчета индекса деловой активности необходимо вначале рассчитать рентабельность основной деятельности за анализируемый период:

2015 год : $R_{од} = 1\,503\,360 / 42\,277\,274 \times 100 = 3,56 \%$

2016 год: $R_{од} = 1\,782\,960 / 34\,455\,669 \times 100 = 5,17 \%$

Индекс деловой активности характеризует эффективность предпринимательства по основной деятельности предприятия за период в сфере управления оборотным капиталом и рассчитывается по формуле:

$$I_{ДА} = K_{ФК}^{ОБ} \cdot R_{ОД}, \quad (9)$$

где $I_{ДА}$ - индекс деловой активности;

$R_{ОД}$ - коэффициент рентабельности основной деятельности.

Значения этого коэффициента в динамике отражают рост или снижение деловой активности предприятия в предпринимательской (основной) деятельности.

Для АО «Уз UzQEQ» за анализируемый период индекс деловой активности составил:

2015 г. $1,430 \times 3,56 = 5,091$
2016 г. $1,987 \times 5,17 = 5,620$

Результаты расчетов занесем в таблицу 8.

Таблица 8

Динамика показателей оборачиваемости АО «UzQEQ» за 2015-2016 гг.

Коэффициент	Значение			Темп роста, %
	2015 г.	2016 г.	Отклонение	2016 г. к 2015 г.
1	2	3	4	5
Общая оборачиваемость активов	1,430	1,087	-0,343	-23
Фондоотдача	4,238	3,278	-0,960	-23
Оборачиваемость МПЗ	6,293	4,323	-1,970	-31
Оборачиваемость оборотного капитала	1,755	1,293	-0,462	-26

Оборачиваемость собственного капитала	3,969	2,758	-1,211	-30
Оборачиваемость инвестированного капитала	4318	2916	-1402	-32
Оборачиваемость перманентного капитала	3,068	2,204	-0,864	-28
Оборачиваемость функционирующего капитала	1,430	1,087	-0,343	-24
Индекс деловой активности	3,56	5,17	+1,610	+45

Как следует из расчётов, общая оборачиваемость активов АО «UzQEQ» в 2016 г. составила 2,350 оборота. Это на 0,161 оборота (7,3%) больше, чем в предыдущем году. Увеличение коэффициента оборачиваемости активов свидетельствует о некотором сокращении полного цикла производства и обращения и, соответственно, ускорение оборота.

Показатель фондоотдачи в анализируемом периоде также возрос хоть и не на много (на 2,6%). В 2016 г. каждый сум, вложенный в основные фонды, дал 13 сумов выручки.

Увеличилась и оборачиваемость материально-производственных запасов. Коэффициент оборачиваемости МПЗ увеличился с 8,2 оборота до 9,6.

Оборачиваемость оборотного капитала АО «UzQEQ» в 2016 г. также увеличилась, на 10%. Оборотный капитал совершил 2,9 оборота, тогда, как в предыдущем году было совершено 2,6 оборота.

Однако, оборачиваемость собственного капитала снизилась в 2016 году на 2,6%.

Оборачиваемость инвестируемого капитала возросла с 5999 до 6712, то есть на 19% .

Оборачиваемость перманентного капитала в данной организации возросла с 6,3 до 7,6, то есть на 19,5%.

Оборачиваемость функционирующего капитала возросла на 24%.

В результате выполненных расчетов индекс деловой активности АО «UzQEQ» составил в 2016 г. 12,184, то есть увеличился по сравнению с предыдущим годом почти на 17%.

3.3. Анализ рентабельности АО «UzQEQ»

Рентабельность отражает, насколько прибыльна деятельность предприятия. Она характеризуется несколькими коэффициентами.

Коэффициенты группы рентабельности капитала показывают, насколько эффективно предприятие использует свой капитал в целях получения прибыли.

Наиболее общим показателем является рентабельность всех активов по прибыли. Данный коэффициент показывает, сколько денежных единиц привлечено предприятием для получения одного сума прибыли независимо от источника привлечения этих средств. Он определяется по формуле:

$$R_{\text{АКТ}} = \frac{П_{\text{ДНО}}}{С_{\text{АКТ}}} \cdot 100\%, \quad (10)$$

где $R_{\text{АКТ}}$ - рентабельность активов;

$П_{\text{ДНО}}$ - прибыль до налогообложения (балансовая прибыль).

По исходным данным бухгалтерского баланса (табл.11) и финансовых результатов деятельности АО «UzQEQ» (табл.12) рассчитываем показатель рентабельности:

$$2015 \text{ г.} \quad 2\,595\,135 / 24\,615\,748 = 10,5\%$$

$$2016 \text{ г.} \quad 2\,996\,310 / 27\,961\,803 = 10,7\%$$

Показатель рентабельности собственного капитала определяет эффективность использования средств собственников, вложенных в предприятие, позволяет сравнить с возможным доходом от вложения этих средств в другие предприятия (ценные бумаги), служит важным критерием при оценке уровня котировки акций на бирже. Коэффициент рассчитывается по формуле:

$$R_{СК} = \frac{П_{ДНО}}{СК} \cdot 100\%, \quad (11)$$

где $R_{СК}$ - рентабельность собственного капитала.

$$2015 \text{ г. } 2\,595\,135 / 7\,161\,520 = 36,2\%$$

$$2016 \text{ г. } 2\,996\,310 / 8\,971\,138 = 33,4\%$$

Полезным приемом в ходе анализа является сопоставление рентабельности всех активов и рентабельности собственного капитала. Разница между этими показателями обусловлена привлечением предприятием внешних источников финансирования. Если предприятие посредством привлечения заемного капитала получает больше прибыли, чем должно уплатить проценты на этот заемный капитал, то разница может быть использована для повышения отдачи собственного капитала. Однако, в том случае, если рентабельность активов меньше, чем проценты, уплачиваемые на заемный капитал, влияние привлеченных средств на деятельность предприятия должно быть оценено отрицательно.

С помощью коэффициента рентабельности оборотного капитала рассчитывается сумма балансовой прибыли, заработанная каждым рублем оборотного капитала. Количественные значения коэффициента при анализе в динамике показывают изменения в эффективности его использования предприятием. Этот коэффициент рассчитывается по формуле:

$$R_{\text{ОБ}} = \frac{\Pi_{\text{ДНО}}}{C_{\text{ОБ}}} \cdot 100\%, \quad (12)$$

где $R_{\text{ОБ}}$ - рентабельность оборотного капитала.

$$2015 \text{ г.} \quad 2\,595\,135 / 20\,738\,951 = 12,5\%$$

$$2016 \text{ г.} \quad 2\,996\,310 / 22\,958\,442 = 13,0\%$$

Коэффициент рентабельности перманентного капитала показывает, какова прибыльность использования всего капитала предприятия, находящегося в его долгосрочном пользовании. Значение коэффициента определяется по формуле:

$$R_{\text{ПК}} = \frac{\Pi_{\text{ДНО}}}{C_{\text{ПК}}} \cdot 100\%, \quad (13)$$

где $R_{\text{ПК}}$ - рентабельность перманентного капитала

$$2015 \text{ г.} \quad 2\,595\,135 / 8\,503\,147 = 30,5\%$$

$$2016 \text{ г.} \quad 2\,996\,310 / 8\,678\,022 = 34,5\%$$

Наиболее полное представление о рентабельности производственной деятельности предприятия дает коэффициент рентабельности функционирующего капитала. Он определяется по формуле:

$$R_{\text{ФК}} = \frac{\Pi_{\text{ПР}}}{C_{\text{ФК}}} \cdot 100\%, \quad (14)$$

где $R_{\text{ФК}}$ - рентабельность функционирующего капитала;

$\Pi_{\text{ПР}}$ - прибыль от продаж (от реализации продукции).

$$2015 \text{ г.} \quad 9\,792\,690 / 24\,941\,834 = 39,3\%$$

$$2016 \text{ г.} \quad 11\,854\,267 / 24\,589\,322 = 48,2\%$$

Коэффициенты группы рентабельности деятельности позволяют оценить прибыльность всех направлений деятельности предприятия. Коэффициент

рентабельности всех операций по балансовой прибыли показывает, насколько эффективно и прибыльно предприятие ведет свою деятельность по всем направлениям. Этот коэффициент находится по формуле:

$$R = \frac{П_{ДНО}}{В_P + Д_О + Д_В} \cdot 100\%, \quad (15)$$

где R – рентабельность всех операций;

$Д_О$ - доходы от прочих операций;

$Д_В$ - доходы от внереализационной деятельности.

$$2015 \text{ г.} \quad 2\,595\,135 / (53\,878\,765 + 780\,409 + 207) = 4,75\%$$

$$2016 \text{ г.} \quad 2\,996\,310 / (65\,714\,459 + 608\,093 + 0) = 4,52\%$$

Коэффициент рентабельности основной деятельности (рентабельность продаж) показывает рентабельность именно основной деятельности предприятия, очищенной от прочих доходов и результатов, что позволяет пользователю определить эффективность и планировать поступление балансовой прибыли от основной деятельности. Коэффициент рассчитывается по формуле:

$$R_{ОД} = \frac{П_{ГПР}}{В_P} \cdot 100\%, \quad (16)$$

где $R_{ОД}$ - рентабельность основной деятельности.

$$2015 \text{ г.} \quad 9\,792\,690 / 53\,878\,765 = 18,2\%$$

$$2016 \text{ г.} \quad 11\,854\,267 / 65\,714\,459 = 18,0\%$$

Рентабельность реализованной продукции к затратам на ее производство определяет эффективность затрат, произведенных предприятием на производство и реализацию продукции. Этот коэффициент рассчитывается по формуле:

$$R_{\text{ПРОД}} = \frac{\Pi_{\text{ПР}}}{Z} \cdot 100\%, \quad (17)$$

где $R_{\text{ПРОД}}$ - рентабельность реализованной продукции;

Z – сумма затрат на производство реализованной продукции.

Динамика коэффициента может свидетельствовать о необходимости пересмотра цен или усиления контроля предприятия за себестоимостью реализованной продукции.

$$2015 \text{ г. } 9\,792\,690 / 44\,086\,075 = 22,2\%$$

$$2016 \text{ г. } 11\,854\,267 / 53\,860\,192 = 22,0\%$$

Все полученные расчётные показатели рентабельности сводим в табл.9.

Таблица 9

Динамика показателей рентабельности АО «UzQEQ» в 2015-2016 гг.

(в процентах)

Показатель	Значение			Темп прироста, %
	2015 г.	2016 г.	Разница	2016 г. к 2015 г.
1	2	3	4	5
Рентабельность активов	10,5	10,7	0,2	2,0
Рентабельность собственного капитала	36,2	33,4	-2,8	-7,7
Рентабельность оборотного капитала	12,5	13,0	0,5	4,0
Рентабельность перманентного капитала	30,5	34,5	4,0	13,1
Рентабельность функционирующего капитала	39,3	48,2	8,9	22,6

Рентабельность всех операций по балансовой прибыли	4,75	4,52	-0,23	-4,9
Рентабельность основной деятельности	18,2	18,0	-0,2	-1,0
Рентабельность реализованной продукции	22,2	22,0	-0,2	-0,9

Из таблицы 9 видно, что из восьми показателей рентабельности по четырем имела место динамика их роста от 2 до 23% их величины.. Наибольший рост имела рентабельность функционирующего капитала, то есть сумма всех активов предприятия за вычетом долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений. Показатели уровня рентабельности колеблются в диапазоне от 5 до 48%

Однако у половины показателей имело место снижение уровня рентабельности – собственного капитала на 7,7%, всех операций по балансовой прибыли - на 5% и на 1% снизилась рентабельность основной деятельности и реализованной продукции. Снижением последних двух показателей можно пренебречь и считать, что рентабельность основной деятельности и рентабельность реализации относительно стабильны.

Поэтому в целом, имело место повышение уровня рентабельности, что свидетельствует о росте отдачи от вложенных средств, то есть вложенные средства используются эффективнее предшествующего года. Рост отдачи, то есть показателей прибыли обусловлен относительным снижением затрат на производство и ростом объемов реализации.

Таким образом, АО «UzQEQ» является в настоящее время инвестиционно привлекательным.

3.4. Анализ рыночной активности

Уставный капитал АО «UzQEQ» в настоящее время составляет 599 млн. 996 тыс.сум, общее количество акций в обращении 96680 шт. Номинальная стоимость одной акции – 1000 сум.

Акции ОАО «УзКЭК» распределены следующим образом:

- ГАК «Узбекэнерго» - 25%;
- СПП «СТМ-5» - 7,4%;
- ДП «Узэлектросеть» - 5,5%;
- фирма «Шерзод» - 1,85%;
- ООО «Трансэнергомонтажжурилиш» - 1,26%;
- Джизак ЭС – 1,2%;
- другие акционеры с долей 1% и меньше.

Всего акционеров 15 юридических лиц и 1579 физических лиц.

Рыночную стоимость акции условно получаем делением собственного капитала предприятия на количество акций в обращении:

$$8\ 971\ 138 / 96680 = 92\ 792 \text{ сум.}$$

Книжная (учётная) цена акции представляет собой балансовую стоимость, равную стоимости акционерного капитала за минусом стоимости привилегированных акций. В ОАО «УзКЭК» привилегированных акций нет, следовательно:

$$\text{Балан.стоимость 1 акции} = 599\ 996 \text{ тыс. сум} / 96680 \text{ шт.акций} = 6206 \text{ сум.}$$

По итогам работы за 2014 год начислены дивиденды в расчете на одну акцию 1800 сум. (данные специалиста по ценным бумагам).

В таблице 10 выполнены расчеты других показателей, позволяющие оценить рыночную стоимость акций АО «УзКЭЖ» по данным 2014 года.

Таблица 10

Оценка рыночной активности (стоимости)

№	Название коэффициента	Формула расчет коэффициента	Расчёт коэфф.
1	Доход на акцию	Чистая прибыль – дивиденды по привилегированным акциям Общее число обыкновенных акций	$\frac{2\,408\,377}{96\,680} = 24\,910$ сум
2	Ценность акции	$\frac{\text{Рыночная цена акции}}{\text{Доход на акцию}}$	$\frac{92\,792}{24\,910} = 3,7$ сум
3	Рентабельность акции	$\frac{\text{Дивиденд на одну акцию}}{\text{Рыночная цена акции}}$	$\frac{1800}{92\,792} = 0,019$ или 1,9%
4	Дивидендный выход	$\frac{\text{Дивиденд на одну акцию}}{\text{Доход на одну акцию}}$	$\frac{1800}{24\,910} = 0,072$
5	Коэффициент котировки акции	$\frac{\text{Рыночная цена акции}}{\text{Книжная (учетная) цена акции}}$	$\frac{92\,792}{6\,206} = 15,0$

- 1) Доход на одну акцию в условиях развитой рыночной экономики является наиболее важным показателем среди других, влияющим на рыночную стоимость акции компании.

Как следует из расчётных показателей табл. 17, чистая прибыль АО «UzQEQ» за 2016 год в расчёте на одну акцию составила 24 910 сум. ($\frac{2\,408\,377}{100}$ /

96680) , то есть чистая прибыль на одну акцию выше номинальной её стоимости в 4 раза и является высокой (24 910 / 6206).

- 2) Соотношение рыночной цены акции и дохода на одну акцию называется ценностью акции. Этот показатель отражает отношения между компанией и её акционерами. Ценность акции АО «UzQEQ» по данным 2016 года составила 3,7 сум. (92 792 / 24 910). Это означает, что инвесторы готовы или должны вложить 3,7 сума за один сум чистой прибыли.
- 3) Дивиденд на одну акцию по фактическим данным 2014 года в АО «UzQEQ» составил 1800 сум. Соотношение величины дивиденда с рыночной стоимостью одной акции называется рентабельностью (доходностью) акции, которая составила 1,9% (1800 / 92 792).

В некоторых компаниях, некоторыми аналитиками используется показатель соотношения размера дивиденда с номинальной стоимостью акции. В данном исследовании эта величина составляет 0,290, или 29% (1800 / 6206).

- 4) Соотношение дивиденда и дохода на одну акцию называется дивидендным выходом. Наиболее общим критерием здесь является то, что этот показатель не должен превышать 1. Это означает, что АО в анализируемом году заработало достаточно прибыли для выплаты дивидендов. Превышение этого показателя свидетельствует о нерациональной дивидендной политике предприятия, либо о его финансовых затруднениях. В разных компаниях этот показатель может варьировать от 0 до 90%.

В АО «UzQEQ» величина дивидендного выхода составила 0,072 (1800/ 24 910), то есть доля выплаченного дивиденда от чистой прибыли составила 7,2% и является хорошей.

- 5) Соотношение рыночной цены акции и её балансовой стоимости называется коэффициентом котировки, который составил 15,0 (92 792 /

6206), то есть рыночная стоимость акции выше её балансовой стоимости в 15 раз.

Все рассмотренные выше пять показателей не позволяют однозначно оценить инвестиционную привлекательность АО «UzQEQ». Так, высокий доход и высокая ценность одной акции, с одной стороны, являются привлекательными для одних инвесторов, а, с другой стороны, высокая ценность акции может снижать инвестиционную привлекательность акций для других инвесторов. Низкая рентабельность и дивидендный выход явно снижают инвестиционную привлекательность для всех инвесторов, но могут не иметь существенного значения для инвесторов, желающих стать совладельцами данного предприятия и участвовать в его управлении. То есть, один и тот же уровень показателя различными инвесторами может трактоваться по-разному в зависимости от целей инвестирования ими своих средств в данную компанию: получение текущего дохода (дивидендов) и совладение предприятием или накопление средств вследствие увеличения курсовой разницы акций.

В мировой практике для оценки инвестиционной привлекательности компании применяется **метод профессора Альтмана**.

Профессор А.Альтман предложил оценивать инвестиционную привлекательность акций с помощью «Сводного показателя Р», который состоит из пяти первичных показателей и его называют «сводным показателем финансовой активности».

Для расчета принимаются следующие показатели и их нормы:

$$P1 = \text{Рабочий капитал} / \text{Общие активы} > 0,26$$

Рабочий капитал – активная часть оборотных средств, может быть определена как разность между текущими активами и текущими обязательствами. По данным АО «UzQEQ» за 2016 год:

$$P1 = (22\,958\,442 - 17\,983\,523) / 27\,961\,808 = 0,178$$

Полученный показатель ниже установленного норматива, что говорит о низкой доле свободных от обязательств средств предприятия, находящихся в мобильной форме.

$$P2 = \text{Накопленный капитал} / \text{Общие активы} > 0,21$$

Накопленный капитал представляет собой нераспределённую прибыль.

$P2 = 6\,653\,216 / 27\,961\,808 = 0,228$. Полученный показатель больше установленного минимального значения и показывает, что в прошлом предприятие работало эффективно.

$$P3 = \text{Прибыль до уплаты налогов} / \text{Общие активы} > 0,1$$

В нашем исследовании: $P3 = 2\,996\,310 / 27\,961\,808 = 0,105$. Полученное значение соответствует установленному нормативу и показывает нормальную прибыльность (рентабельность) предприятия.

$$P4 = \text{Акционерный капитал} / \text{Общие активы} > 0,9$$

$P4 = 599\,996 / 27\,961\,808 = 0,021$. Полученное значение на много ниже нормативного и теоретически означает сильную зависимость данного предприятия от заёмных источников, то есть кредиторов, что подтверждают выше вычисленные показатели ликвидности. Соотношение между обязательствами и собственным капиталом составляет 68% к 32%.

$$P5 = \text{Выручка от реализации} / \text{Общие активы} > 1,6$$

$P5 = 65\,714\,459 / 27\,961\,808 = 2,358$. Полученное значение больше выше указанного нормативного, то есть выручка больше совокупного капитала в 2,35 раза. Следовательно, эффективность деятельности предприятия как строительной-монтажной организации высока, что заслуживает положительной оценки.

Сводный показатель Р определяем как арифметическую сумму пяти вышевычисленных : $P=0,178+0,228+0,105+0,021+2,358 = 2,89$. Этот показатель сравниваем с установленной нормой 2,4 и видим, что фактическое значение сводного Р показателя выше, следовательно **ОАО «UzQEQ» является объектом инвестиционной привлекательности.**

Модель Альтмана может быть применима только для акционерных обществ, акции которых свободно продаются на рынке ценных бумаг, то есть имеют рыночную стоимость.

Полученные показатели сводим в табл. 11

Таблица 11

**Оценка инвестиционной привлекательности
акций АО «UzQEQ» с помощью «Сводного показателя Р»**

Показатель	Формула расчёта	Норма	Фактическое значение
Р1 – доля свободных от обязательств средств	$P1 = \frac{\text{Текущие активы} - \text{Текущие обязат.}}{\text{Все активы}}$	> 0,26	0,178
Р2 – эффективность работы корпорации в прошлом	$P2 = \frac{\text{Накопленный капитал}}{\text{Все активы}}$	> 0,21	0,228
Р3 – прибыльность предприятия	$P3 = \frac{\text{Прибыль до уплаты налогов}}{\text{Все активы}}$	> 0,1	0,105
Р4 – мера независимости корпорации от кредиторов	$P4 = \frac{\text{Акционерный капитал}}{\text{Все активы}}$	> 0,9	0,021
Р5 – эффективность использования активов	Выручка от реализации	> 1,6	2,358

в данной деятельности	P5 = ----- Все активы		
Сводный показатель P	$P = 0,178 + 0,228 + 0,105 + 0,021 + 2,358$	> 2,4	2,89

Заключение

А. На основе анализа существующих подходов и различных методов оценки акционерного капитала, выполненного в главе 1 данного дипломного проекта, для определения рыночной стоимости акционерного капитала АО «УзКЭК» выбран подход на основе стоимости активов и метод оценки внутренней стоимости акций на основе стоимости активов компании. С точки зрения объема доступной информации - в виду отсутствия достаточного количества информации по сопоставимым компаниям не может быть использован рыночный подход; отсутствие информации по денежным потокам не позволяет использовать доходный подход.

Б. Для определения рыночной стоимости и, следовательно, оценки инвестиционной привлекательности, использованы финансовые показатели ликвидности, деловой активности, рентабельности и показатели рыночной активности.

Анализ показателей *ликвидности* показал, что АО «УзКЭК» не ликвидно - способно рассчитаться с задолженностями ни немедленно, ни в ближайшее время, ни в перспективе. У предприятия очень большая величина дебиторов, с одной стороны, а долгосрочные обязательства - с другой стороны – незначительные, то есть предприятие работало только с краткосрочными обязательствами.

Анализ *деловой активности* показывает, что

общая оборачиваемость активов АО «УзКЭК» в 2014 г. составила 2,350 оборота. Это на 0,161 оборота (7,3%) больше, чем в предыдущем году. Увеличение коэффициента оборачиваемости активов свидетельствует о некотором сокращении полного цикла производства и обращения и, соответственно, ускорение оборота.

Показатель фондоотдачи в анализируемом периоде также возрос хоть и не на много (на 2,6%). В 2014 г. каждый сум, вложенный в основные фонды, дал 13 сумов выручки.

Увеличилась и оборачиваемость материально-производственных запасов. Коэффициент оборачиваемости МПЗ увеличился с 8,2 оборота до 9,6.

Оборачиваемость оборотного капитала АО «УзКЭК» в 2014 г. также увеличилась, на 10%. Оборотный капитал совершил 2,9 оборота, тогда, как в предыдущем году было совершено 2,6 оборота.

Однако, оборачиваемость собственного капитала снизилась в 2014 году на 2,6%.

Оборачиваемость инвестируемого капитала возросла с 5999 до 6712, то есть на 19% .

Оборачиваемость перманентного капитала в данной организации возросла с 6,3 до 7,6, то есть на 19,5%.

Оборачиваемость функционирующего капитала возросла на 24%.

В результате выполненных расчетов индекс деловой активности АО «УзКЭК» составил в 2014 г. 12,184, то есть увеличился по сравнению с предыдущим годом почти на 17%.

Всесторонний анализ *рентабельности* по восьми показателям выявил, что по четырем имела место динамика их роста от 2 до 23% их величины – это

рентабельность активов, рентабельность оборотного капитала, рентабельность перманентного и функционирующего капиталов. Наибольший рост имела рентабельность функционирующего капитала, то есть сумма всех активов предприятия за вычетом долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений. Показатели уровня рентабельности колеблются в диапазоне от 5 до 48%.

Однако у половины показателей - имело место снижение уровня рентабельности – собственного капитала на 7,7%, всех операций по балансовой прибыли - на 5% и на 1% снизилась рентабельность основной деятельности и реализованной продукции. Снижением последних двух показателей можно пренебречь и считать, что рентабельность основной деятельности и рентабельность реализации относительно стабильны.

В целом, имело место повышение уровня рентабельности, что свидетельствует о росте отдачи от вложенных средств, то есть вложенные средства используются эффективнее предшествующего года. Рост отдачи, то есть показателей прибыли обусловлен относительным снижением затрат на производство и ростом объёмов реализации.

Таким образом, АО «УзКЭК» с точки зрения рентабельности является в настоящее время инвестиционно привлекательным.

В. При анализе *рыночной активности* получено, что:

рыночная стоимость 1 акции составляет 92 792 сум;

книжная (учётная) цена акции - балан.стоимость 1 акции = 6206 сум.;

дивиденды в расчете на одну акцию по итогам работы за 2014 год начислены 1800 сум.;

чистая прибыль в расчёте на одну акцию составила 24 910 сум., то есть чистая прибыль на одну акцию выше номинальной её стоимости в 4 раза;

ценность акции составляет 3,7 сум.;

доходность акции составила 1,9%;

дивидендный выход составляет 7,2%;

коэффициентом котировки составляет 15,0, то есть рыночная стоимость акции выше её балансовой стоимости в 15 раз.

Рассмотренные пять показателей не позволяют однозначно оценить инвестиционную привлекательность АО «УзКЭЖ». Так, высокий доход и высокая ценность одной акции, с одной стороны, являются привлекательными для одних инвесторов, а, с другой стороны, высокая ценность акции может снижать инвестиционную привлекательность акций для других инвесторов. Низкая рентабельность и дивидендный выход явно снижают инвестиционную привлекательность для всех инвесторов, но могут не иметь существенного значения для инвесторов, желающих стать совладельцами данного предприятия и участвовать в его управлении. То есть, один и тот же уровень показателя различными инвесторами может трактоваться по-разному в зависимости от целей инвестирования ими своих средств в данную компанию: получение текущего дохода (дивидендов) и совладение предприятием или накопление средств вследствие увеличения курсовой разницы акций.

В связи с вышеизложенным, оценка инвестиционной привлекательности продолжилась по методу профессора Альтмана с помощью «Сводного показателя Р финансовой активности».

Фактическое значение показателя составило **2,89** при установленной норме 2,4, из чего сделан вывод, что **АО «УзКЭЖ» является объектом инвестиционной привлекательности.**

Г. Изучение организационной структуры управления в исследуемом акционерном обществе показало, что там действует прежняя классическая структура управления, не отражающая основные органы управления в

соответствии с Законом об акционерных обществах. В связи с этим нами предлагается структура управления, реализующая принципы корпоративного управления, представленная на схеме.

Д. Главными задачами для оценщика на первом этапе оценки акций становятся:

- выбор вида стоимости, адекватно отражающего реальную стоимость акций в конкретных условиях финансово - хозяйственной деятельности общества, состояние рынка ценных бумаг, общее состояние финансово - кредитного рынка;
- определение положения акций предприятия - эмитента на фондовом рынке, наличия или возможности биржевого или внебиржевого обращения акций.

На выбор тех или иных методов оценки пакета акций существенное влияние оказывает наличие и доступность информации. Если необходима оценка акций или пакета акций и при этом для оценщика доступен лишь ограниченный объем внутренней информации (например, предоставлен бухгалтерский баланс только за один период без расшифровки статей: основные средства, нематериальные активы, дебиторская задолженность, долгосрочные финансовые вложения), то применяются методы оценки внутренней стоимости акций, метод дисконтирования дивидендов и метод оценки общего уровня риска.

Применение различных методов оценки рыночной стоимости пакетов акций на основе определения рыночной стоимости всего акционерного капитала возможно, если доступен полный объем внутренней и внешней информации по компании, акции или пакет акций которой оценивается.

Е. В практике обращения ценных бумаг в Узбекистане, в частности акций, имеющих рыночную стоимость в строгом значении этого определения, не так уж много. Подавляющее большинство акций узбекских компаний имеют другие виды стоимости, отличные от рыночной. Такая ситуация возникает всегда, когда речь идет об оценке акций закрытого акционерного общества и об оценке акций в некоторых акционерных обществах открытого типа, не котируемых на фондовой бирже или не имеющих устойчивой биржевой котировки. В таком случае оценщик должен определить, какой могла бы быть рыночная стоимость пакета (доли), если бы этот пакет был выставлен на открытом рынке. Такая ситуация возникает также при оценке действующего

предприятия (бизнеса) на малоактивном рынке при отсутствии достаточного количества данных о продажах аналогичных объектов.

Ж. Выбор методов осуществляется в несколько этапов.

На первом этапе определяются цель, используемый стандарт стоимости, доля оцениваемой собственности и объем доступной информации.

На втором этапе осуществляется анализ отраслевых факторов и факторов на уровне компании.

На третьем этапе оценщиком определяется, какие использовать методы: основанные на анализе активов (метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости) или на анализе доходов (метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод избыточных прибылей или оценочные мультипликаторы: цена / прибыль, цена / денежный поток, цена / дивиденды).

На четвертом этапе оценщик анализирует достаточность и качество информации по сопоставимым компаниям.

На пятом этапе оценщиком прогнозируется динамика будущих доходов.

На шестом этапе оценщик определяет, является ли предприятие действующим или же оно стоит на пороге ликвидации.

З. Возможные методы оценки стоимости акций:

- метод капитализации доходов;
- метод дисконтированных денежных потоков ;
- метод стоимости чистых активов;
- метод ликвидационной стоимости;
- метод рынка капитала и метод сделок.

Рассмотренные методики представляют собой не столько отечественный, сколько зарубежный опыт, применение которого в полном объеме и без изменений вызывает большое количество сложностей в процессе оценки пакетов акций в наших условиях.

К. В результате анализа различных методов выявлены следующие **недостатки:**

- 1) Недостоверное отражение финансовых показателей деятельности компании в бухгалтерской документации.

- 2) Соккрытие достоверной информации о финансовом состоянии компании от оценщиков.
- 3) Проблема «двойного учета» и «двойных цен», возникающих в связи с неразвитой системой налогообложения в стране.
- 4) Несовершенство законодательства, раскрывающего методики определения рыночной стоимости акций.
- 5) Проблема «заказных» оценок.
- 6) В отличие от зарубежных стран в Узбекистане слишком мала доля компаний, чьи акции котируются на фондовой бирже, что не позволяет применять сравнительный подход.
- 7) Недостаточная информационная обеспеченность.
- 8) Нестабильность экономической ситуации, увеличивающиеся риски в условиях переходной экономики страны в значительной мере усложняют процесс расчета ставки дисконтирования.

Решение этих проблем предопределяет основные направления совершенствования механизма оценки пакетов акций. При этом проблемы носят глобальный характер. Соответственно, и решение их должно осуществляться на макроэкономическом уровне. Характер вышеуказанных проблем по своей сути затрагивает все сферы экономики и, соответственно, решение их на правительственном уровне будет носить долгосрочный характер.

Л. Направления совершенствования механизма оценки пакетов акций:

- 1) Совершенствование налоговой системы.
- 2) Создание таких условий деятельности для российских компаний, которые позволили бы без ущерба для их финансового состояния осуществлять все отчисления в бюджет и во внебюджетные фонды. Это сведет к нулю проблему сокрытия информации и "двойных цен".
- 3) Дальнейшее совершенствование системы законодательства в области оценки.
- 4) Совершенствование систем и законодательных основ деятельности на финансовом рынке.
- 5) Дальнейшее развитие и поддержание возникающих информационных агентств, позволяющих получать достаточно полную информацию о национальных и зарубежных компаниях.
- 6) Стабилизация экономики.

То есть, совершенствование механизма оценки пакетов акций вписывается в рамки совершенствования системы государственных финансов.

Литература

1. Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» (новая ред. от 06.05. 2014 г.).
2. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 19. 04. 2003 г. №189 «О мерах по совершенствованию корпоративного управления приватизированными предприятиями».
3. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 4 июля 2003 г. №304 «О создании Центра корпоративного управления».
4. Национальный стандарт оценки имущества РУз (НСОИ № 8) «Оценка стоимости имущества в целях приватизации».
5. Национальный стандарт оценки имущества РУз (НСОИ № 9) «Оценка стоимости бизнеса».
6. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. – Ташкент: Консаудитинформ, 2001 – 472 с.
7. Шохазамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги.- Ташкент, 2005. 865 с.
8. Система критериев для определения признаков, экономической несостоятельности предприятий – Инструкция № 803 утв. 27 июля 1999 г. утв. Комитетом по делам об экономической несостоятельности предприятий при Минмакроэкономстате РУ.

9. Оценка экономического состояния предприятия: проблемы и решения / Хасанов Н., Нажбиддинов С. – Ташкент, 1999.- 224 с.
10. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. –М.: Финансы и статистика, 2001. –768 с.: ил.
11. Ковалев В.В., Волкова О.Н. Анализ хозяйственной деятельности предприятия. М.: ПБОЮЛ М.А. Захаров, 2001. –424 с.
12. Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. -М.: Дело и Сервис, 2004.-256 с.
13. Крейнина М.Н. Финансовый менеджмент: Учебное пособие. -М.: Издательство “Дело и сервис”, 2001.-400 с.
14. Прыкин Л.В. Экономический анализ предприятия: 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. –407 с.
15. Чечевицина Л.Н. Анализ финансово-хозяйственной деятельности. -М.: Издательство книготорговый центр “Маркетинг”, 2001.-352 с.
16. [www. Lexgroup.ru](http://www.Lexgroup.ru)
17. [www. banks-banks.ru](http://www.banks-banks.ru)
18. [www. unse.uz](http://www.unse.uz)
19. bankr.tsr.ru
20. [www. bankrot.by](http://www.bankrot.by)
21. [www. bir.us](http://www.bir.us)
22. [www. pravo.us](http://www.pravo.us)

