

**Оценка стоимости ОАО "Ростелеком"
по состоянию на 31 декабря 2008 г.**

Содержание

1. Анализ финансового состояния ОАО "Ростелеком"
 - 1.1. Анализ финансового положения
 - 1.1.1. Структура имущества и источников его формирования
 - 1.1.2. Расчет чистых активов организации
 - 1.1.3. Анализ финансовой устойчивости организации
 - 1.1.4. Анализ ликвидности
 - 1.1.5. Анализ кредитоспособности
 - 1.2. Анализ эффективности деятельности ОАО "Ростелеком"
 - 1.2.1. Обзор результатов деятельности организации
 - 1.2.2. Рентабельность деятельности ОАО "Ростелеком"
 - 1.2.3. Показатели деловой активности (оборачиваемости)
 - 1.3. Интегральная оценка финансового состояния ОАО "Ростелеком"
 - 1.3.1. Оценка ключевых показателей
 - 1.3.2. Рейтинговая оценка финансового положения и результатов деятельности ОАО "Ростелеком"
2. Оценка стоимости ОАО "Ростелеком"
 - 2.1. Оценка стоимости организации методом чистых активов
 - 2.2. Оценка стоимости организации методом капитализации дохода
 - 2.3. Итоговая оценка стоимости ОАО "Ростелеком"
3. Приложения
 - 3.1. Расчет рейтинговой оценки финансового положения и результатов деятельности

1. Анализ финансового состояния ОАО "Ростелеком"

1.1. Анализ финансового положения

1.1.1. Структура имущества и источников его формирования

Показатель	Значение показателя						Изменение за анализируемый период	
	на начало анализируемого периода (на 31.12.2005)		31.03.2006 – 30.06.2008 (в среднем)	на 30.09.2008	на конец анализируемого периода (31.12.2008)		(гр.6- гр.2), тыс. руб.	(гр.6 : гр.2), %
	в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в тыс. руб.	в тыс. руб.	в % к валюте баланса		
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Актив								
1. Имобилизованные средства*	30 214 938	57,1	38 319 029	37 855 071	39 210 002	55,4	+8 995 064	+29,8
2. Текущие активы**, всего	22 693 703	42,9	26 317 036	33 747 521	31 522 828	44,6	+8 829 125	+38,9
в том числе: запасы (кроме товаров отгруженных)	878 243	1,7	766 478	738 503	447 560	0,6	-430 683	-49
затраты в незавершенном производстве (издержках обращения) и расходах будущих периодов;	291 422	0,6	352 635	227 253	111 352	0,2	-180 070	-61,8
НДС по приобретенным	1 289 001	2,4	577 979	248 980	226 928	0,3	-1 062 073	-82,4

ценностям									
ликвидные активы, всего	20 526 276	38,8	24 972 150	32 759 651	30 848 155	43,6	+10 321 879	+50,3	
из них: - денежные средства и краткосрочные вложения;	14 323 137	27,1	13 520 058	20 618 244	20 333 033	28,7	+6 009 896	+42	
- краткосрочная дебиторская задолженность и товары отгруженные;	6 203 139	11,7	11 452 092	12 141 407	10 515 122	14,9	+4 311 983	+69,5	
Пассив									
1. Собственный капитал	39 253 530	74,2	47 360 129	56 325 392	56 451 207	79,8	+17 197 677	+43,8	
2. Долгосрочные обязательства, всего	6 306 084	11,9	6 111 266	4 789 285	4 437 585	6,3	-1 868 499	-29,6	
из них: - кредиты и займы;	5 542 555	10,5	4 629 256	4 049 315	3 822 833	5,4	-1 719 722	-31	
- прочие долгосрочные обязательства.	763 529	1,4	1 482 010	739 970	614 752	0,9	-148 777	-19,5	
3. Краткосрочные обязательства (без доходов будущих периодов), всего	7 349 027	13,9	11 164 670	10 487 915	9 844 038	13,9	+2 495 011	+34	
из них: - кредиты и займы;	711 728	1,3	498 906	528 882	564 046	0,8	-147 682	-20,7	
- прочие краткосрочные обязательства.	6 637 299	12,5	10 665 765	9 959 033	9 279 992	13,1	+2 642 693	+39,8	
Валюта баланса	52 908 641	100	64 636 065	71 602 592	70 732 830	100	+17 824 189	+33,7	

*Имобилизованные средства включают внеоборотные активы и долгосрочную дебиторскую задолженность (т.е. наименее ликвидные активы).

**Текущие активы - это оборотные активы, за исключением долгосрочной дебиторской задолженности.

Структура активов организации на последний день анализируемого периода характеризуется соотношением: 55,4% иммобилизованных средств и 44,6% текущих активов. Активы организации в течение анализируемого периода (с 31 декабря 2005 по 31 декабря 2008 г.) увеличились на 17 824 189 тыс. руб. (на 33,7%). Отмечая увеличение активов, необходимо учесть, что собственный капитал увеличился еще в большей степени – на 43,8%. Опережающее увеличение собственного капитала относительно общего изменения активов следует рассматривать как положительный фактор.

Рост величины активов организации связан, в первую очередь, с ростом следующих позиций актива баланса (в скобках указана доля изменения данной статьи в общей сумме всех положительно изменившихся статей):

- денежные средства – 7 245 138 тыс. руб. (30,2%)
- основные средства – 4 417 783 тыс. руб. (18,4%)
- дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты) – 4 311 983 тыс. руб. (18%)
- дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты) : покупатели и заказчики – 3 278 953 тыс. руб. (13,7%)

Одновременно, в пассиве баланса наибольший прирост произошел по строке "нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)" (+20 736 041 тыс. руб., или 87,7% вклада в прирост пассивов организации в течение анализируемого периода (31.12.05-31.12.08 г.)).

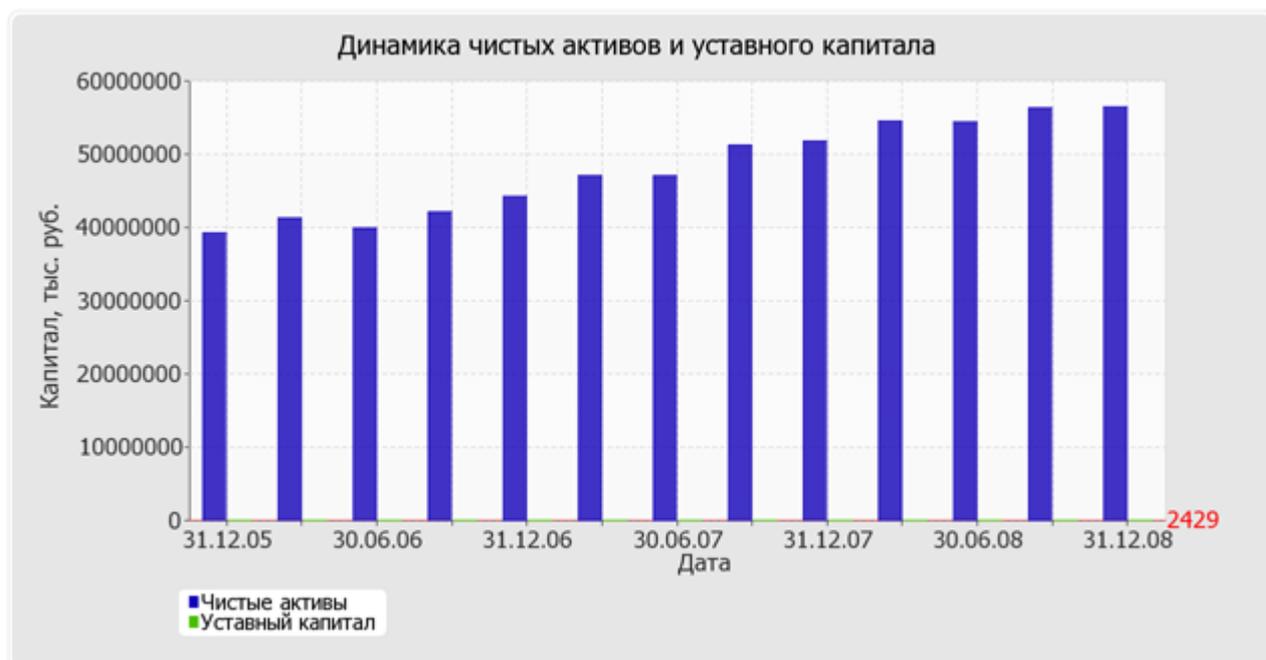
Среди отрицательно изменившихся статей баланса можно выделить "краткосрочные финансовые вложения" в активе и "добавочный капитал" в пассиве (-1 235 242 тыс. руб. и -3 439 287 тыс. руб. соответственно).

В течение анализируемого периода (31.12.05-31.12.08 г.) отмечен значительный рост собственного капитала организации с 39 253 530,0 тыс. руб. до 56 451 207,0 тыс. руб. (т.е. +17 197 677,0 тыс. руб.).

1.1.2. Расчет чистых активов организации

Показатель	Значение показателя						Изменение	
	на начало анализируемого периода (на 31.12.2005)		31.03.2006 – 30.06.2008 (в среднем)	на 30.09.2008	на конец анализируемого периода (31.12.2008)		(гр.6-гр.2), тыс. руб.	(гр.6 : гр.2), %
	в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в % к валюте баланса	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в % к валюте баланса		
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Чистые активы	39 253 530	74,2	73,1	78,7	56 451 207	79,8	-17 197 677	+43,8
2. Уставный капитал	2 429	<0,1	<0,1	<0,1	2 429	<0,1	–	–
3. Превышение чистых активов над уставным капиталом	39 251 101	74,2	73,1	78,7	56 448 778	79,8	-17 197 677	+43,8

Чистые активы организации на последний день анализируемого периода (31.12.2008) намного (в 23 240,5 раза) превышают уставный капитал. Это положительно характеризует финансовое положение ОАО "Ростелеком", полностью удовлетворяя требованиям нормативных актов к величине чистых активов организации. К тому же, определив текущее состояние показателя, следует отметить увеличение чистых активов на 43,8% за 3 последних года. Приняв во внимание одновременно и превышение чистых активов над уставным капиталом и их увеличение за период, можно говорить о хорошем финансовом положении организации по данному признаку. На следующем графике наглядно представлена динамика чистых активов и уставного капитала организации.



1.1.3. Анализ финансовой устойчивости организации

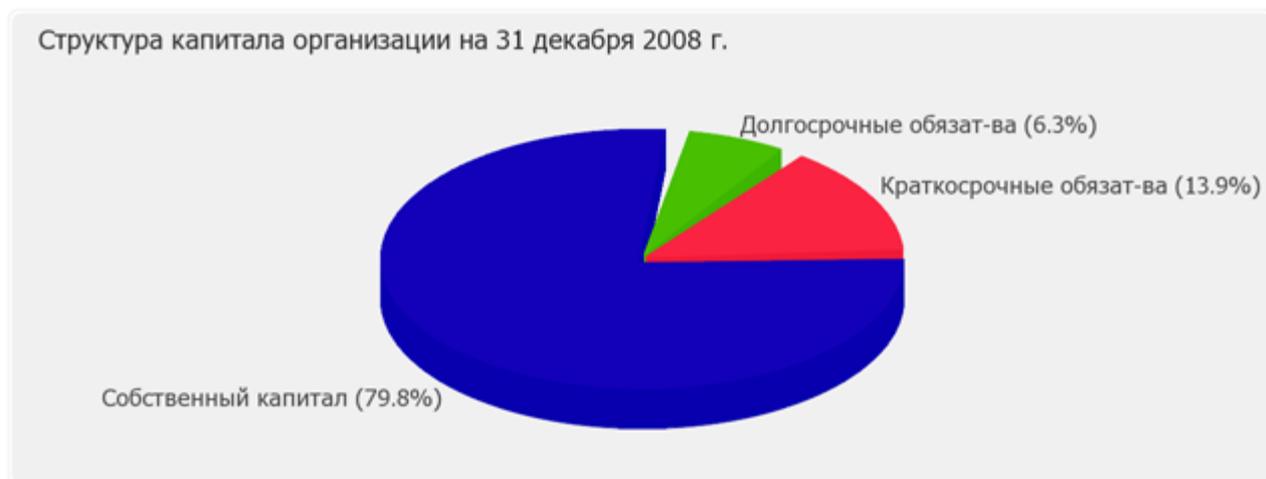
В следующей таблице приведены основные показатели финансовой устойчивости ОАО "Ростелеком":

Показатель	Значение показателя				Изменение показателя (гр.5-гр.2)	Описание показателя и его нормативное значение
	на 31.12.2005	31.03.2006 – 30.06.2008 (в среднем)	на 30.09.2008	на 31.12.2008		
1	2	3	4	5	6	7
Коэффициент автономии	0,74	0,73	0,79	0,8	+0,06	Отношение собственного капитала к общей сумме капитала. Нормальное значение для данной отрасли: 0,55 и более (оптимальное 0,65-0,8).
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	0,4	0,33	0,55	0,55	+0,15	Отношение собственного капитала к оборотным активам. Нормальное значение: 0,1 и более.
Коэффициент покрытия инвестиций	0,86	0,83	0,85	0,86	–	Отношение собственного капитала и долгосрочных обязательств к общей сумме капитала. Нормальное значение для данной отрасли: 0,85 и более.
Коэффициент маневренности собственного капитала	0,23	0,19	0,33	0,31	+0,08	Отношение собственных оборотных средств к источникам собственных средств. Нормальное значение:

						0,05 и более.
Коэффициент мобильности имущества	0,43	0,41	0,47	0,45	+0,02	Отношение оборотных средств к стоимости всего имущества.
Коэффициент обеспеченности запасов	10,31	17,53	25,05	38,58	+28,27	Отношение собственных оборотных средств к величине материально-производственных запасов. Нормальное значение: 0,5 и более.
Коэффициент краткосрочной задолженности	0,54	0,65	0,69	0,69	+0,15	Отношение краткосрочной задолженности к общей сумме задолженности.

Коэффициент автономии организации на 31.12.2008 г. составил 0,8. Полученное значение об оптимальном соотношении собственного и заемного капитала ОАО "Ростелеком" (собственный капитал составляет 80% в общем капитале организации). В течение анализируемого периода (31.12.05-31.12.08 г.) отмечено ощутимое повышение коэффициента автономии на 0,06.

Наглядно структура капитала организации представлена ниже на диаграмме:



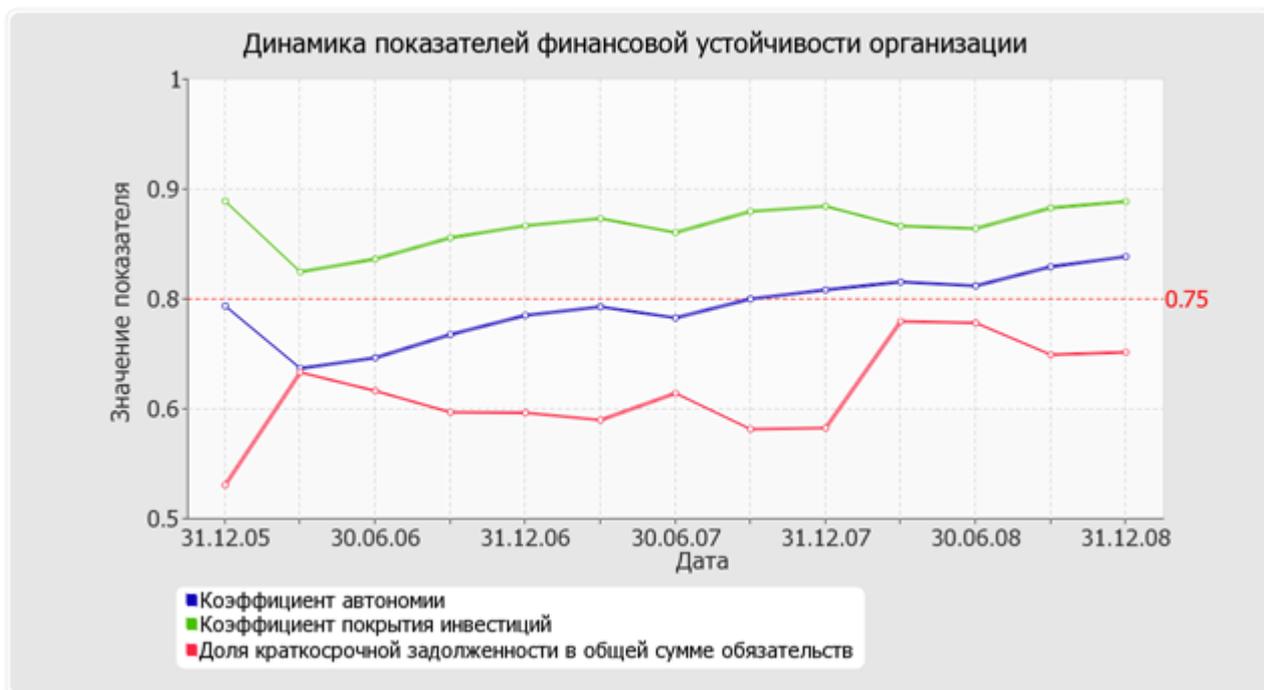
На последний день анализируемого периода (31.12.2008) значение коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами составило 0,55. В течение анализируемого периода коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами возрос на 0,15. На последний день анализируемого периода (31.12.2008) значение коэффициента можно характеризовать как исключительно хорошее. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами сохранял нормальные значения в течение всего проанализированного периода.

За весь анализируемый период коэффициент покрытия инвестиций практически не изменился, снизившись всего менее чем на 0,01, до 0,86. Значение коэффициента по состоянию на 31.12.2008 соответствует нормативному значению (доля собственного капитала и долгосрочных обязательств в общей сумме капитала ОАО "Ростелеком" составляет 86%).

За 3 последних года наблюдалось очень сильное – с 10,31 до 38,58 (т. е. на 28,27) – повышение коэффициента обеспеченности материальных запасов. В течение всего рассматриваемого периода коэффициент укладывался в установленный норматив. На последний день анализируемого периода значение коэффициента обеспеченности материальных запасов является, без сомнения, хорошим.

По коэффициенту краткосрочной задолженности видно, что по состоянию на 31.12.2008 доля долгосрочной задолженности практически составляет одну треть, а краткосрочной задолженности, соответственно, две третьих. При этом в течение анализируемого периода доля долгосрочной задолженности уменьшилась на 15,1%.

На следующем графике наглядно представлена динамика основных показателей финансовой устойчивости ОАО "Ростелеком":



Далее в таблице рассчитаны показатели финансовой устойчивости ОАО "Ростелеком" по величине излишка (недостатка) собственных оборотных средств:

Показатель собственных оборотных средств (СОС)	На начало анализируемого периода (31.12.2005)		31.03.2006 – 30.06.2008 (в среднем)		на 30.09.2008		На конец анализируемого периода (31.12.2008)	
	Значение показателя	Излишек (недостаток)*	Излишек (недостаток)	Излишек (недостаток)	Значение показателя	Излишек (недостаток)		
1	2	3	4	5	6	7		
СОС ₁ (рассчитан без учета долгосрочных и краткосрочных пассивов)	9 051 647	+8 173 404	+8 293 275	+17 760 006	17 267 607	+16 820 047		
СОС₂ (рассчитан с учетом долгосрочных пассивов; фактически равен чистому оборотному капиталу, Net Working Capital)	15 344 676	+14 466 433	+14 385 888	+22 521 103	21 678 790	+21 231 230		
СОС ₃ (рассчитанные с учетом как долгосрочных пассивов, так и краткосрочной задолженности по кредитам и займам)	16 056 404	+15 178 161	+14 884 794	+23 049 985	22 242 836	+21 795 276		

*Излишек (недостаток) СОС рассчитывается как разница между собственными оборотными средствами и величиной запасов и затрат.

По всем трем вариантам расчета на 31 декабря 2008 г. наблюдается покрытие собственными оборотными средствами имеющихся у ОАО "Ростелеком" запасов и затрат, поэтому финансовое положение организации можно характеризовать как абсолютно устойчивое. При этом нужно обратить внимание, что все три показателя покрытия собственными оборотными средствами запасов и затрат за 3 года улучшили свои значения.



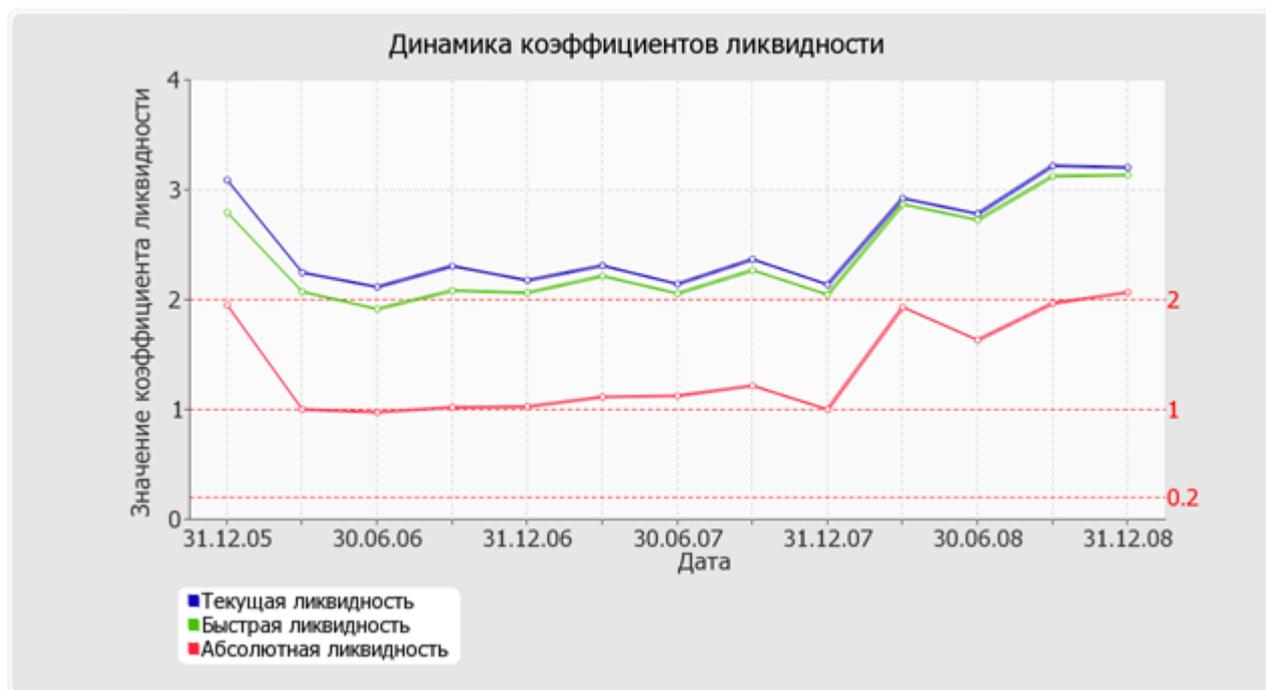
1.1.4. Анализ ликвидности

Показатель ликвидности	Значение показателя				Изменение показателя (гр.5 - гр.2)	Расчет, рекомендованное значение
	на 31.12.2005	31.03.2006 – 30.06.2008 (в среднем)	на 30.09.2008	на 31.12.2008		
1	2	3	4	5	6	7
1. Коэффициент текущей (общей) ликвидности	3,09	2,35	3,22	3,2	+0,11	Отношение текущих активов к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: 2 и более.
2. Коэффициент быстрой (промежуточной) ликвидности	2,79	2,23	3,12	3,13	+0,34	Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: 1 и более.
3. Коэффициент абсолютной ликвидности	1,95	1,2	1,97	2,07	+0,12	Отношение высоколиквидных активов к краткосрочным обязательствам. Нормальное значение: 0,2 и более.

На 31.12.2008 г. коэффициент текущей ликвидности имеет значение, соответствующее норме (3,2 при нормативном значении 2 и более). За весь рассматриваемый период коэффициент вырос на 0,11.

Значение коэффициента быстрой (промежуточной) ликвидности тоже соответствует норме – 3,13 при норме 1 и более). Это свидетельствует о достаточности у ОАО "Ростелеком" ликвидных активов (т. е. наличности и других активов, которые можно легко обратить в наличность) для погашения краткосрочной кредиторской задолженности. В течение всего проанализированного периода коэффициент быстрой ликвидности укладывался в установленный норматив.

Коэффициент абсолютной ликвидности имеет значение, соответствующее норме (2,07). За весь анализируемый период коэффициент вырос на 0,12.



В следующей таблице представлены показатели, характеризующие соотношение активов по степени ликвидности и обязательств по сроку погашения:

Активы по степени ликвидности	На конец отчетного периода, тыс. руб.	Прирост за анализ. период, %	Норм. соотношение	Пассивы по сроку погашения	На конец отчетного периода, тыс. руб.	Прирост за анализ. период, %	Излишек/недостаток платеж. средств в тыс. руб., (гр.2 - гр.6)
1	2	3	4	5	6	7	8
A1. Высоколиквидные активы (ден. ср-ва + краткосрочные фин. вложения)	20 333 033	+42	≥	П1. Наиболее срочные обязательства (привлеченные средства) (текущ. кред. задолж.)	7 716 437	+23,7	+12 616 596
A2. Быстрореализуемые активы (краткосрочная деб. задолженность)	10 515 122	+69,5	≥	П2. Среднесрочные обязательства (краткосроч. кредиты и	2 127 601	+91,9	+8 387 521

				займы)			
А3. Медленнореализуемые активы (долгосроч. деб. задол. + прочие оборот. активы)	701 075	-67,8	≥	П3. Долгосрочные обязательства	4 437 585	-29,6	-3 736 510
А4. Труднореализуемые активы (внеоборотные активы)	39 183 600	+29,7	≤	П4. Постоянные пассивы (собственный капитал)	56 451 207	+43,8	-17 267 607

Из четырех соотношений, характеризующих наличие ликвидных активов у организации, выполняется три. У организации имеется достаточно высоколиквидных активов для погашения наиболее срочных обязательств (больше на 163,5%). В соответствии с принципами оптимальной структуры активов по степени ликвидности, краткосрочной дебиторской задолженности должно быть достаточно для покрытия среднесрочных обязательств (краткосрочных кредитов и займов). В данном случае краткосрочная дебиторская задолженность полностью покрывает среднесрочные обязательства ОАО "Ростелеком".

1.1.5. Анализ кредитоспособности

Ниже приведен анализ кредитоспособности ОАО "Ростелеком" по методике Сбербанка России (утв. Комитетом Сбербанка России по предоставлению кредитов и инвестиций от 30 июня 2006 г. N 285-5-р).

Показатель	Фактическое значение	Категория	Вес показателя	Расчет суммы баллов	Справочно: категории показателя		
					1 категория	2 категория	3 категория
Коэффициент абсолютной ликвидности	1,12	1	0,05	0,05	0,1 и выше	0,05-0,1	менее 0,05
Коэффициент промежуточной (быстрой) ликвидности	3,69	1	0,1	0,1	0,8 и выше	0,5-0,8	менее 0,5
Коэффициент текущей ликвидности	3,77	1	0,4	0,4	1,5 и выше	1,0-1,5	менее 1,0
Коэффициент наличия собственных средств (кроме торговых и лизинговых организаций)	0,82	1	0,2	0,2	0,4 и выше	0,25-0,4	менее 0,25
Рентабельность продукции	0,08	2	0,15	0,3	0,1 и выше	менее 0,1	нерентаб.
Рентабельность деятельности предприятия	0,01	2	0,1	0,2	0,06 и выше	менее 0,06	нерентаб.
Итого	x	x	1	1,25			

По методике Сбербанка все заемщики делятся в зависимости от полученной суммы баллов на три класса:

- первоклассные – кредитование которых не вызывает сомнений (сумма баллов до 1,25);
- второго класса – кредитование требует взвешенного подхода (свыше 1,25 но меньше 2,35);
- третьего класса – кредитование связано с повышенным риском (2,35 и выше).

В данном случае сумма баллов равна 1,25. Поэтому, организация может рассчитывать на получение банковского кредита.

1.2. Анализ эффективности деятельности ОАО "Ростелеком"

1.2.1. Обзор результатов деятельности организации

В приведенной ниже таблице обобщены основные финансовые результаты деятельности ОАО "Ростелеком" за 3 последних года.

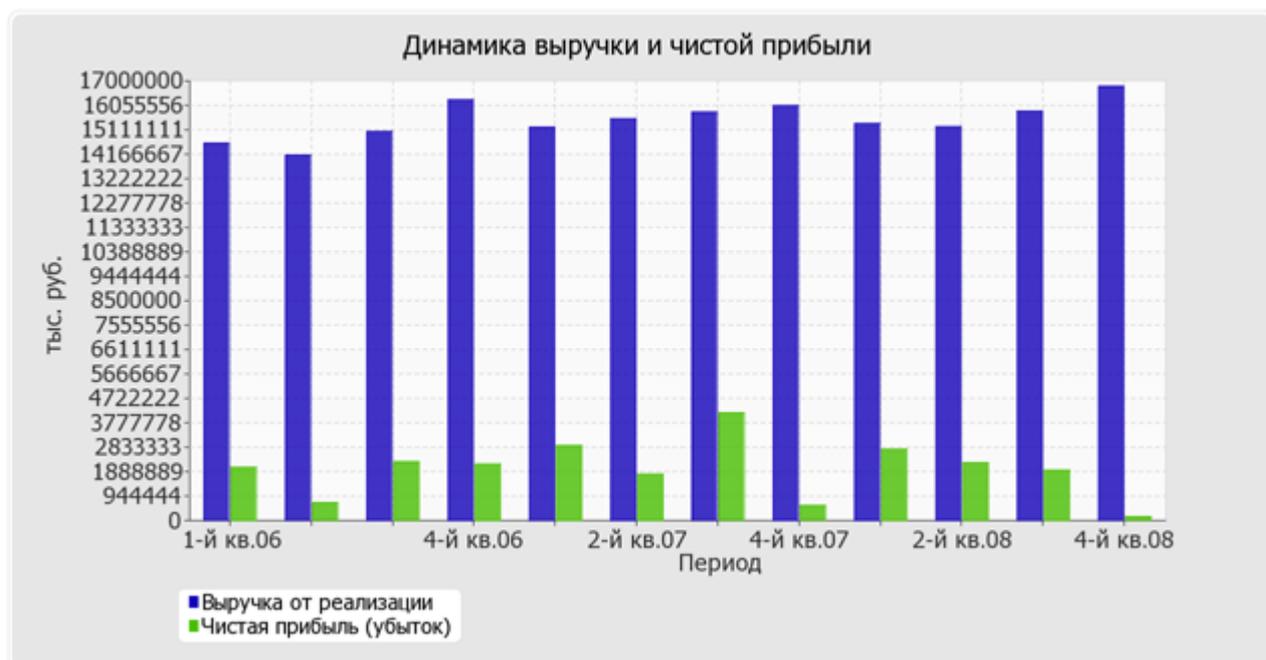
Показатель	Значение показателя, тыс. руб.				Изменение показателя		Справочно: Средне-годовая величина, тыс. руб.
	1-й кв.06	2-й кв.06 – 2-й кв.08 (в среднем)	3-й кв.08	4-й кв.08	тыс. руб. (гр.2 - гр.5)	± % ((2-5) : 5)	
1	2	3	4	5	6	7	8
1. Выручка от продажи товаров, продукции, работ, услуг	14 585 380	15 402 595	15 826 529	16 787 664	2 202 284	+15,1	61 940 976
2. Расходы по обычным видам деятельности	12 284 457	13 193 993	13 288 891	15 505 421	3 220 964	+26,2	53 274 901
3. Прибыль (убыток) от продаж (1-2)	2 300 923	2 208 602	2 537 638	1 282 243	-1 018 680	-44,3	8 666 074
4. Прибыль (убыток) от прочих операций	395 468	726 814	101 250	-988 370	-1 383 838	↓	2 016 557
5. ЕБИТ (прибыль до уплаты процентов и налогов)	2 767 059	2 993 937	2 686 184	347 260	-2 419 799	-87,5	10 915 313
6. Изменение налоговых активов и обязательств, налог на прибыль и др. расходы из прибыли	-640 954	-764 627	-692 822	-151 377	489 577	+76,4	-2 788 932
9. Чистая прибыль (убыток) отчетного периода (3+4+6)	2 055 437	2 170 789	1 946 066	142 496	-1 912 941	-93,1	7 893 700

Квартальная выручка за последний квартал составила 16 787 664 тыс. руб. За весь рассматриваемый период наблюдался ощутимый рост выручки, составивший 2 202 284 тыс. руб. Рост выручки имел место на протяжении почти всего анализируемого периода. Ниже на графике наглядно представлено изменение выручки и прибыли ОАО "Ростелеком" в течение всего анализируемого периода.

За период 01.10-31.12.2008 прибыль от продаж равнялась 1 282 243 тыс. руб. Изменение финансового результата от продаж за рассматриваемый период (с 31.12.2005 по 31.12.2008 г.) составило -1 018 680 тыс. руб., при том что в среднем за период оценить динамику как рост или снижение нельзя, поскольку линейный тренд фактически горизонтальный.

Обратив внимание на строку 040 формы №2 можно отметить, что организация не использовала возможность учитывать общехозяйственные расходы в качестве условно-постоянных, включая их ежемесячно в себестоимость производимой продукции (выполняемых работ, оказываемых услуг). Это и обусловило отсутствие показателя "Управленческие расходы" за отчетный период в форме №2.

Проверка взаимосвязки показателей формы №1 и формы №2 за последний отчетный период подтвердила формальную корректность отражения в отчетности отложенных налоговых активов и обязательств.



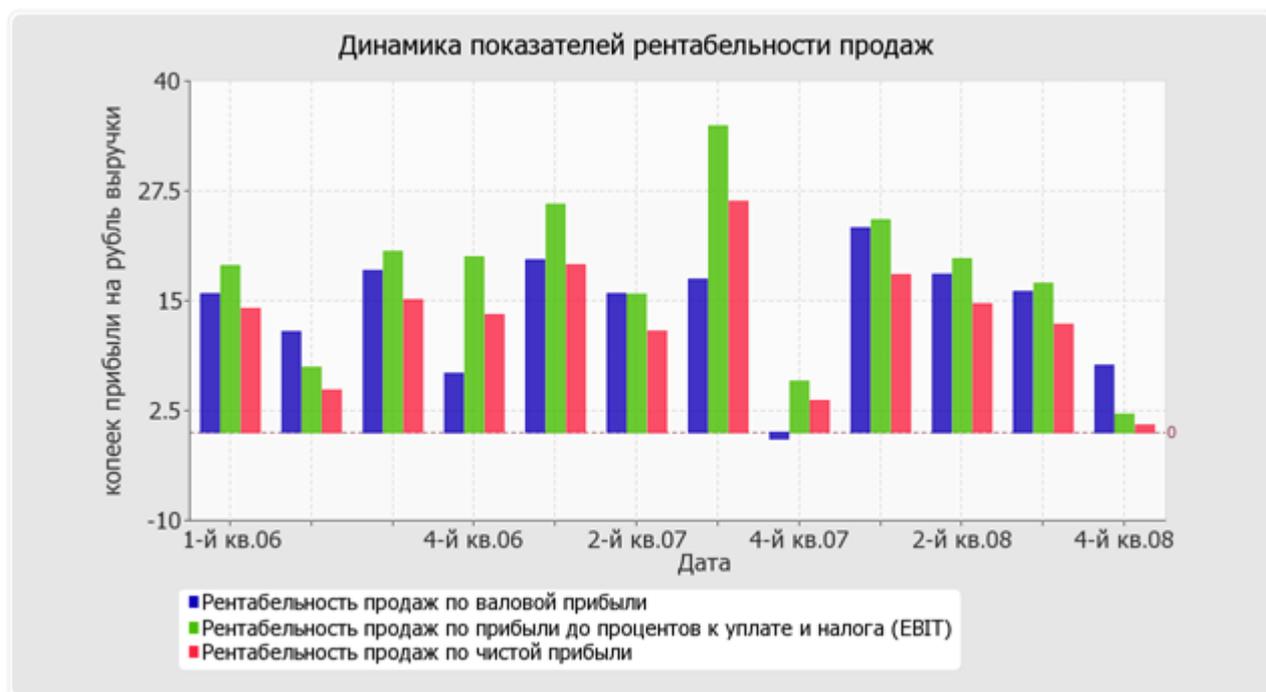
1.2.2. Рентабельность деятельности ОАО "Ростелеком"

Показатели рентабельности	Значения показателя (в %, или в копейках с рубля)				Изменение показателя	
	1-й кв.06	2-й кв.06 – 2-й кв.08 (в среднем)	3-й кв.08	4-й кв.08	коп., (гр.5 - гр.2)	± % ((5-2) : 2)
1	2	3	4	5	6	7
1. Рентабельность продаж по валовой прибыли (величина прибыли от продаж в каждом рубле выручки). Нормальное значение для данной отрасли: 14% и более.	15,8	14,4	16	7,6	-8,2	-51,6
2. Рентабельность продаж по EBIT (величина прибыли от продаж до уплаты процентов и налогов в каждом рубле выручки).	19	19,4	17	2,1	-16,9	-89,1
3. Рентабельность продаж по чистой прибыли (величина чистой прибыли в каждом рубле выручки).	14,1	14	12,3	0,8	-13,3	-94
<i>Справочно:</i> Прибыль от продаж на рубль, вложенный в производство и реализацию продукции (работ, услуг)	18,7	17,6	19,1	8,3	-10,4	-55,8
Коэффициент покрытия процентов к уплате (ICR), коэфф. Нормальное значение: не менее 1,5.	39,2	52,5	56,8	6,5	-32,7	-0,8

Представленные в таблице показатели рентабельности за последний квартал имеют положительные значения как следствие прибыльности деятельности ОАО "Ростелеком" за данный период.

Прибыль от продаж в анализируемом периоде составляет 7,6% от полученной выручки. Однако имеет место падение рентабельности обычных видов деятельности по сравнению с данным показателем за 1-й квартал 2006 г. (-8,2%).

Рентабельность, рассчитанная как отношение прибыли до налогообложения и процентных расходов (EBIT) к выручке организации, за последний квартал составила 2,1%. То есть в каждом рубле выручки организации содержалось 2,1 коп. прибыли до налогообложения и процентов к уплате.



В следующей таблице представлена рентабельность использования вложенного в предпринимательскую деятельность капитала.

Показатель рентабельности	Значение показателя (в годовом выражении), %				Изменение показателя (гр.5 - гр.2)	Расчет показателя
	1-й кв.06	2-й кв.06 – 2-й кв.08 (в среднем)	3-й кв.08	4-й кв.08		
1	2	3	4	5	6	7
Рентабельность собственного капитала (ROE)	19,9	18	13,9	1	-18,9	Отношение чистой прибыли (в годовом выражении) к средней величине собственного капитала. Нормальное значение для данной отрасли: 14% и более.
Рентабельность активов (ROA)	14,3	13,5	10,9	0,8	-13,5	Отношение чистой прибыли (в годовом выражении) к средней стоимости активов. Нормальное значение для данной отрасли: 8% и более.
Прибыль на инвестированный капитал (ROCE)	23,5	22,4	17,9	2,3	-21,2	Отношение прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ) (в годовом выражении) к собственному капиталу и долгосрочным обязательствам.

За последний квартал каждый рубль собственного капитала ОАО "Ростелеком" обеспечил чистую прибыль в размере 0,01 руб. За 3 года изменение рентабельности собственного капитала составило -18,9%. За 4-й квартал 2008 г. значение рентабельности собственного капитала характеризуется как не соответствующее норме.

Рентабельность активов за 4-й квартал 2008 г. составила 0,8%. За 3 последних года рентабельность активов резко снизилась (на 13,5%), кроме того, тенденцию на снижение рентабельности активов так же показывает усредненный (линейный) тренд. В течение рассматриваемого периода имело место разнонаправленное изменение рентабельности активов (как увеличение, так и уменьшение); значения показателя находились в диапазоне от 0,8% до 25,1%. Рентабельность активов в основном укладывалась в

установленный норматив практически в течение всего рассматриваемого периода, однако последнее значение оказалось ниже нормы.

1.2.3. Показатели деловой активности (оборачиваемости)

В следующей таблице рассчитаны показатели оборачиваемости ряда активов, характеризующие скорость возврата авансированных на осуществление предпринимательской деятельности денежных средств, а также показатель оборачиваемости кредиторской задолженности при расчетах с поставщиками и подрядчиками.

Показатель оборачиваемости	Значение показателя						Изменение, дн. (гр.6 - гр.3)
	1-й кв.06		2-й кв.06 – 2-й кв.08 (в среднем)	3-й кв.08	4-й кв.08		
	коэфф.	в днях	в днях	в днях	в днях	коэфф.	
1	2	3	4	5	6	7	8
Оборачиваемость оборотных средств (отношение выручки в годовом исчислении к среднегодовой величине оборотных активов; нормальное значение для данной отрасли: не более 138 дн.)	2,2	167	153	194	179	2	12
Оборачиваемость запасов (отношение выручки в годовом исчислении к среднегодовой стоимости запасов; нормальное значение для данной отрасли: не более 32 дн.)	51,8	7	5	3	3	112,3	-4
Оборачиваемость дебиторской задолженности (отношение выручки в годовом исчислении к среднегодовой величине дебиторской задолженности; нормальное значение для данной отрасли: не более 54 дн.)	5,6	65	67	73	62	5,9	-3
Оборачиваемость кредиторской задолженности (отношение выручки в годовом исчислении к среднегодовой краткосрочной кредиторской задолженности; нормальное значение для данной отрасли: 75 и менее дн.)	6,5	56	51	48	44	8,3	-12
Оборачиваемость активов (отношение выручки в годовом исчислении к среднегодовой стоимости активов)	1	361	382	410	390	0,9	29
Оборачиваемость собственного капитала (отношение выручки в годовом исчислении к среднегодовой величине собственного капитала)	1,4	258	286	323	315	1,2	57

Данные об оборачиваемости активов в среднем за 3 года свидетельствуют о том, что организация получает выручку, равную сумме всех имеющихся активов за 383 календарных дня. Чтобы получить выручку равную среднегодовому остатку материально-производственных запасов в среднем требуется 5 дней.

1.3. Интегральная оценка финансового состояния ОАО "Ростелеком"

1.3.1. Оценка ключевых показателей

Ниже по качественному признаку обобщены важнейшие показатели финансового положения (по состоянию по состоянию на 31.12.2008) и результаты деятельности ОАО "Ростелеком" за анализируемый период (с 31 декабря 2005 по 31 декабря 2008 г.).

Анализ выявил следующие показатели, имеющие *исключительно хорошие* значения:

- коэффициент автономии имеет оптимальное значение (0,8);
- чистые активы превышают уставный капитал, при этом в течение анализируемого периода (31.12.05-31.12.08 г.) наблюдалось увеличение чистых активов;
- значение коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами 0,55 характеризуется как исключительно хорошее;
- коэффициент текущей (общей) ликвидности полностью соответствует нормальному значению;
- коэффициент быстрой (промежуточной) ликвидности полностью соответствует нормативному значению;
- полностью соответствует нормальному значению коэффициент абсолютной ликвидности;
- опережающее увеличение собственного капитала относительно общего изменения активов организации;
- абсолютная финансовая устойчивость по величине излишка собственных оборотных средств.

Среди показателей, *положительно характеризующих* финансовое положение и результаты деятельности организации, можно выделить такие:

- хорошее соотношение активов по степени ликвидности и обязательств по сроку погашения;
- коэффициент покрытия инвестиций соответствует норме (доля собственного капитала и долгосрочных обязательств в общей сумме капитала ОАО "Ростелеком" составляет 86%);
- чистая прибыль за последний квартал составила 142 496 тыс. руб.

Показателем, имеющим значение *на границе норматива*, является следующий – за 4-й квартал 2008 г. получена прибыль от продаж (1 282 243 тыс. руб.), хотя и наблюдалась ее отрицательная динамика по сравнению с предшествующим кварталом (-1 255 395 тыс. руб.).

Среди *неудовлетворительных* показателей результатов деятельности организации можно выделить следующие:

- недостаточная рентабельность активов (0,8% за 4-й квартал 2008 г. в годовом выражении);
- значительное падение прибыльности продаж (-8,2 процентных пункта от рентабельности за период 01.01-31.03.2006 равной 16%);
- значительное падение прибыли до процентов к уплате и налогообложения (ЕБИТ) на рубль выручки ОАО "Ростелеком" (-16,9 коп. от данного показателя рентабельности за 1-й квартал 2006 г.).

1.3.2. Рейтинговая оценка финансового положения и результатов деятельности ОАО "Ростелеком"

Финансовые результаты за период 01.01.06-31.12.08	Финансовое положение на 31.12.2008									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
Отличные (AAA)	*									
Очень хорошие (AA)	*									
Хорошие (A)	*									
Положительные (BBB)	*									
Нормальные (BB)	V	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Удовлетворительные (B)	*									
Неудовлетворительные (CCC)	*									
Плохие (CC)	*									
Очень плохие (C)	*									
Критические (D)	*									

Итоговый рейтинг **финансового состояния** ОАО "Ростелеком" по итогам анализа за период с 01.01.2006 по 31.12.2008 (шаг анализа - квартал):

A
(хорошее)

На основании качественной оценки значений показателей на конец анализируемого периода, а также их динамики в течение периода и прогноза на ближайший год, получены следующие выводы. Баллы финансового положения и результатов деятельности ОАО "Ростелеком" составили +1,96 и 0 соответственно. То есть, финансовое положение характеризуется как отличное; финансовые результаты за 3 последних года как нормальные. На основе этих двух оценок получена итоговая рейтинговая оценка финансового состояния предприятия, которая составила **A – хорошее** состояние.

Рейтинг "А" свидетельствует о хорошем финансовом состоянии организации, ее способности отвечать по своим обязательствам в краткосрочной (исходя из принципа осмотрительно) перспективе. Имеющие данный рейтинг организации относятся к категории заемщиков, имеющих высокую вероятность получения кредитных ресурсов (хорошую кредитоспособность).

2. Оценка стоимости ОАО "Ростелеком"

2.1. Оценка стоимости организации методом чистых активов

Оценка стоимости ОАО "Ростелеком" затратным подходом выполнена с использованием метода стоимости чистых активов. Чистые активы рассчитываются как разность между суммой активов организации и суммой ее обязательств, и представляют собой собственный капитал организации.

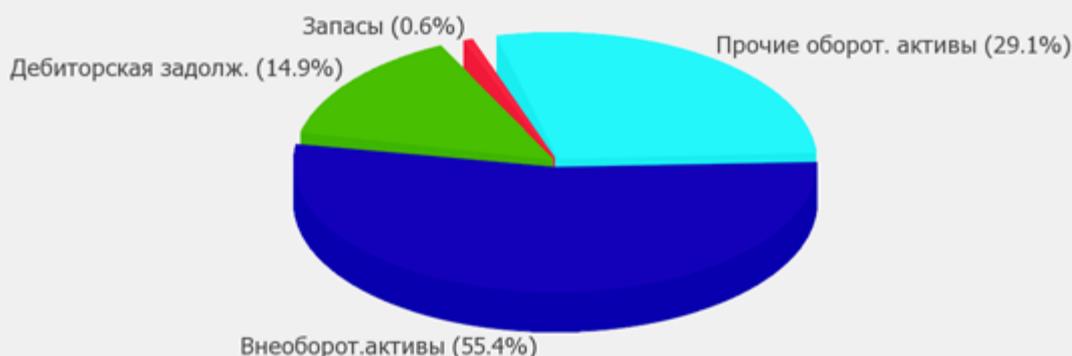
При расчете чистых активов, активы и обязательства ОАО "Ростелеком" были протестированы на их соответствие действительной рыночной стоимости; результаты приведены в следующей таблице:

Активы/пассивы организации	Значение на 31.12.2008		Корректировка стоимости имущества и обязательств		Значение на 31.12.2008 после корректировки	
	в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в % к валюте баланса
1	2	3	4	5	6	7
Актив						
Нематериальные активы	437	<0,1	–	–	437	<0,1
Основные средства	23 895 582	33,8	–	–	23 895 582	33,8
Долгосрочные финансовые вложения	3 778 248	5,3	–	–	3 778 248	5,3
Прочие внеоборотные активы	11 509 333	16,3	–	–	11 509 333	16,3
Запасы	447 560	0,6	–	–	447 560	0,6
Дебиторская задолженность	10 541 524	14,9	–	–	10 541 524	14,9
Прочие оборотные активы	20 560 146	29,1	–	–	20 560 146	29,1
Пассив						
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	49 707 604	70,3	–	–	49 707 604	70,3
Прочий капитал и резервы	6 673 223	9,4	–	–	6 673 223	9,4
Долгосрочные обязательства	4 437 585	6,3	–	–	4 437 585	6,3
Краткосрочные обязательства*	9 914 418	14	–	–	9 914 418	14
Валюта баланса	70 732 830	100	–	–	70 732 830	100

*Включая доходы будущих периодов (в соответствии с формой №1 "Бухгалтерский баланс").

Наглядно соотношение основных групп активов организации (с учетом оценочной корректировки) представлено ниже на диаграмме.

Структура активов организации на 31 декабря 2008 г.



Чистые активы ОАО "Ростелеком" (рассчитаны по методике, утвержденной Приказом Минфина РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29.01.2003 г. N 10н, 03-6/пз "Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ"):

Активы и пассивы организации	Значение на 31.12.2008 до корректировки		Изменение чистых активов в результате корректировки активов и обязательств, тыс. руб.	Значение на 31.12.2008 после корректировки		Справочно: Среднее значение чистых активов за весь анализируемый период (без учета корректировок)	
	в тыс. руб.	в % к валюте баланса		в тыс. руб.	в % к валюте баланса	в тыс. руб.	в % к валюте баланса
1	2	3	4	6	7	8	9
Чистые активы	56 451 207	79,8	–	56 451 207	79,8	48 125 494	74,3
Справочно: Уставный капитал	2 429	<0,1	–	2 429	<0,1	2 429	<0,1
Все активы организации	70 732 830	100	–	70 732 830	100	64 738 824	100

По состоянию на 31.12.2008 значение чистых активов ОАО "Ростелеком" составило **56 451 207** тыс. руб. Данная величина отражает стоимость активов, остающихся в распоряжении организации после погашения всех своих обязательств.

2.2. Оценка стоимости организации методом капитализации дохода

Оценка методом капитализации прибыли подразумевает, что стоимость организации складывается из будущей прибыли, получаемой за определенный период, и ликвидационной стоимости организации на конец прогнозного периода. Оценка стоимости ОАО "Ростелеком" методом капитализации дохода проведена в три этапа:

1. Определение усредненной величины чистой прибыли (средняя квартальная за последний год) с учетом необходимых корректировок.

2. Суммирование усредненной величины чистой прибыли (убытка), прогнозируемой к получению в течение следующих 6 лет. При этом сумма прибыли (убытка) рассчитывается с учетом временной стоимости денег посредством дисконтирования. В данном расчете в качестве ставки дисконтирования используется процент альтернативной доходности 4% годовых (без учета инфляции, поскольку рост финансовых

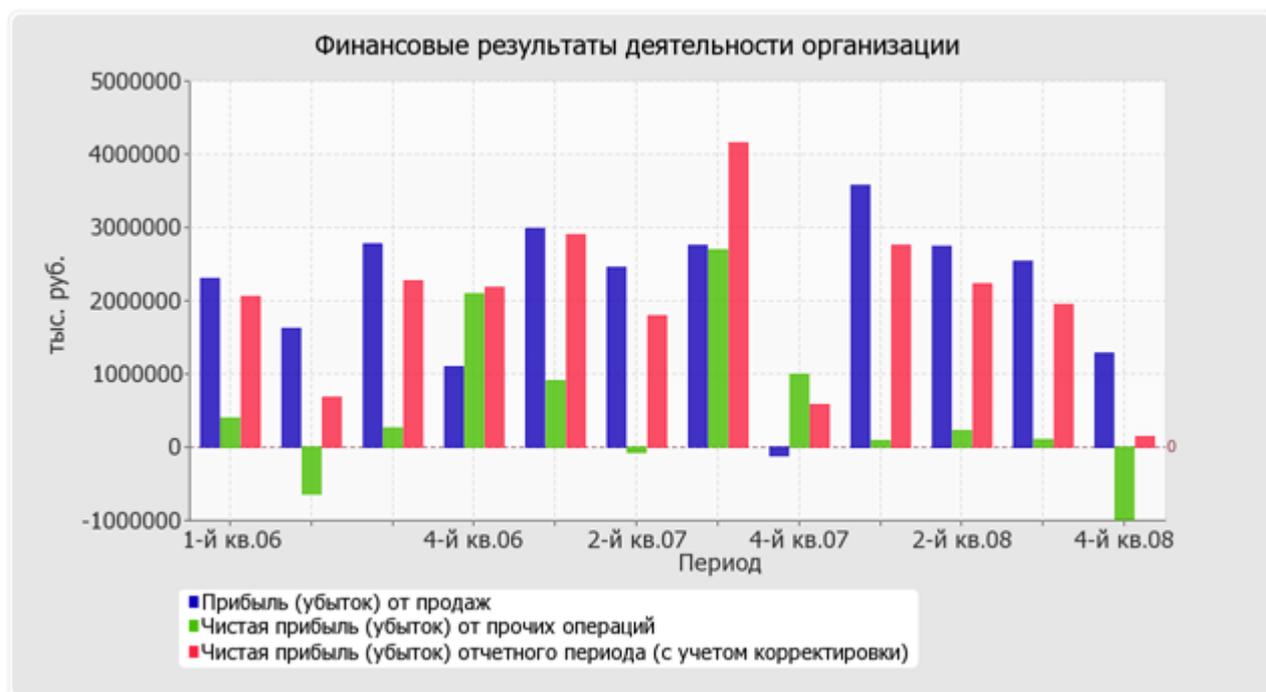
показателей ОАО "Ростелеком", как доходов, так и расходов, в будущем принимается как минимум соответствующим общему уровню инфляции).

3. Прогнозируемая прибыль (убыток) за следующие 6 лет суммируется с чистыми активами ОАО "Ростелеком". В качестве чистых активов принимается их величина (с учетом оценочных корректировок) по состоянию на 31.12.2008, но с учетом того, что они могут быть получены только через 6 лет - по завершению прогнозного периода. В связи с этим, величина чистых активов дисконтирована по ставке инфляции (11% годовых) на срок 6 лет.

Определение усредненной величины чистой прибыли (убытка)

Показатель	Значение показателя, тыс. руб.				Изменение показателя		Среднее ежеквартальное значение за последний год, тыс. руб.
	1-й кв.06	2-й кв.06 – 2-й кв.08 (в среднем)	3-й кв.08	4-й кв.08	тыс. руб. (гр.2 - гр.5)	± % ((2-5) : 5)	
1	2	3	4	5	6	7	8
Выручка от продажи товаров, продукции, работ, услуг	14 585 380	15 402 595	15 826 529	16 787 664	+2 202 284	+15,1	15 800 413
Прибыль (убыток) от продаж	2 300 923	2 208 602	2 537 638	1 282 243	-1 018 680	-44,3	2 533 714
Чистая прибыль (убыток) от прочих операций	395 468	726 814	101 250	-988 370	-1 383 838	↓	-144 062
Налог на прибыль, включая отложенный	640 954	796 311	692 822	322 904	-318 050	-49,6	664 520
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	2 055 437	2 170 789	1 946 066	142 496	-1 912 941	-93,1	1 768 014
Оценочная корректировка чистой прибыли (убытка)	–	–	–	–	x	x	–
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода с учетом оценочной корректировки	2 055 437	2 170 789	1 946 066	142 496	-1 912 941	-93,1	1 768 014
<i>Справочно:</i> Отношение прибыли (убытка) от прочих операций к выручке от основной деятельности, %	2,7	4,5	0,6	-5,9	x	x	x

Динамика прибылей (убытков) ОАО "Ростелеком" за рассматриваемый период наглядно представлена на следующем графике.



В качестве базы для прогнозирования будущих совокупных финансовых результатов взята чистая прибыль (убыток) средняя квартальная за последний год. В следующей таблице приведены корректировки, в результате которых сглаживается эффект от возможного резкого колебания финансового результата от прочих операций, а также рассчитано усредненное значение чистой прибыли (убытка) с учетом динамики этого показателя.

№ п/п	Показатель	Значение показателя
1	Чистая прибыль (убыток) отчетного периода (средняя ежеквартальная за последний год с учетом оценочной корректировки), <i>тыс. руб.</i>	1 768 014
	Корректировка чистой прибыли (убытка) отчетного периода на колебания финансового результата от прочих операций:	
2	Чистая прибыль (убыток) от прочих операций (средняя ежеквартальная за последний год), <i>тыс. руб.</i>	-144 062
3	Отношение прибыли (убытка) от прочих операций к выручке от основной деятельности - среднее арифметическое за все рассматриваемые периоды, %	3,19
4	Расчетная величина прибыли (убытка) от прочих операций исходя из среднего процента (выручка средняя квартальная за последний год x стр.3 :100%), <i>тыс. руб.</i>	504 033
5	Сумма корректировки чистой прибыли (убытка) на колебания финансового результата от прочих операций (стр. 2 минус минимальное по модулю из показателей стр. 2 и стр.4), <i>тыс. руб.</i>	–
6	Учет налогового эффекта от корректировки в стр.5 (сумма налога на прибыль (включая отложенный) средняя ежеквартальная за последний год: чистая прибыль до налогообложения средняя квартальная за последний год x стр.5), <i>тыс. руб.</i>	–
7	Чистая прибыль (убыток) средняя квартальная за последний год после корректировок (стр. 1 + стр. 5 + стр. 6), <i>тыс. руб.</i>	1 768 014
	Усреднение чистой прибыли (убытка) с учетом динамики показателя:	
8	Чистая прибыль - средняя величина за весь рассматриваемый период, <i>тыс. руб.</i>	1 973 425
9	Чистая прибыль - прогнозная величина на будущее (через 1 год; прогноз посредством линейного тренда), <i>тыс. руб.</i>	1 586 114
10	Средневзвешенная величина чистой прибыли (убытка) (стр.8 x 0,25 + гр.7 x 0,6 + гр.9 x 0,15), <i>тыс. руб.</i>	1 792 082

Усреднение чистой прибыли (убытка) с учетом динамики этого показателя произведено в стр. 8-10 таблицы по методу весов, при котором 60% составляет текущее значение показателя, 25% – прошлое

(средняя величина за весь рассматриваемый период) и 15% - будущее (значение показателя через 1 год после даты оценки).

Определение будущей прибыли (убытка) за прогнозный период и итогового дисконтированного финансового результата

Год прогноза, начиная с 4-й кв.08	Чистая прибыль (убыток) в ценах года получения (годовая средневзвешенная величина), тыс. руб.	Коэффициент дисконтирования (из расчета 4% годовых)	Чистая прибыль (убыток) в ценах по состоянию на 31.12.2008, тыс. руб. (гр.2 x гр.3)
1	2	3	4
1	7 168 328	0,962	6 892 623
2	7 168 328	0,925	6 627 522
3	7 168 328	0,889	6 372 617
4	7 168 328	0,855	6 127 517
5	7 168 328	0,822	5 891 843
6	7 168 328	0,79	5 665 234
Итого:			37 577 356
Чистые активы организации по состоянию на 31.12.2008 в ценах на конец последнего год прогноза (т.е. дисконтированные по инфляционной ставке 11% годовых)			30 181 121
Итого прибыль (убыток) за 6 лет с учетом нераспределенной прибыли (непокрытого убытка) по состоянию на 31.12.2008			67 758 477

2.3. Итоговая оценка стоимости ОАО "Ростелеком"

Итоговая (средняя) оценка стоимости ОАО "Ростелеком" рассчитана как среднее арифметическое оценок, полученных выше двумя методами: методом стоимости чистых активов и методом капитализации дохода.

№ п/п	Показатель	Значение показателя, тыс. руб.
1	Стоимость организации, рассчитанная методом чистых активов	56 451 207
2	Стоимость организации, рассчитанная методом капитализации дохода	67 758 477
3	Средняя оценка стоимости ОАО "Ростелеком" ((стр.1 + стр.2):2)	62 104 842

На 31 декабря 2008 г. оценочная стоимость ОАО "Ростелеком" равнялась 62 104 842 тыс. руб. Оба метода оценки показали положительную стоимость организации. Оценочная величина чистых активов организации уступает стоимости ОАО "Ростелеком", рассчитанной методом капитализации дохода. Это означает, что выгоднее продолжить деятельность организации, чем продать ее сейчас.

3. Приложения

3.1. Расчет рейтинговой оценки финансового положения и результатов деятельности

Показатель	Вес показателя	Оценка			Средняя оценка (гр.3 x 0,25 + гр.4 x 0,6 + гр.5 x 0,15)	Оценка с учетом веса (гр.2 x гр.6)
		прошлой	настоящее	будущее		
1	2	3	4	5	6	7
I. Показатели финансового положения организации						
Коэффициент автономии	0,25	+2	+2	+1	+1,85	+0,463
Соотношение чистых активов и уставного капитала	0,1	+2	+2	+2	+2	+0,2
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	0,15	+2	+2	+2	+2	+0,3
Коэффициент текущей (общей)	0,15	+2	+2	+2	+2	+0,3

ликвидности						
Коэффициент быстрой (промежуточной) ликвидности	0,2	+2	+2	+2	+2	+0,4
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,15	+2	+2	+2	+2	+0,3
Итого	1	Итоговая оценка (итого гр.7 : гр.2):				+1,963
II. Показатели эффективности (финансовые результаты) деятельности организации						
Рентабельность собственного капитала	0,3	+1	-1	-1	-0,5	-0,15
Рентабельность активов	0,2	+2	-1	-1	-0,25	-0,05
Рентабельность продаж (по валовой прибыли)	0,2	+1	-1	-1	-0,5	-0,1
Динамика выручки	0,1	+2	+2	+2	+2	+0,2
Оборачиваемость оборотных средств	0,1	-1	-1	-1	-1	-0,1
Соотношение прибыли от прочих операций и выручки от основной деятельности	0,1	+2	+2	+2	+2	+0,2
Итого	1	Итоговая оценка (итого гр.7 : гр.2):				0

Итоговая рейтинговая оценка финансового состояния ОАО "Ростелеком": $(+1,963 \times 0,6) + (0 \times 0,4) = +1,18$ (А - хорошее)

Справочно: Градации качественной оценки финансового состояния

Балл		Условное обозначение (рейтинг)	Качественная характеристика финансового состояния
от	до (включ.)		
2	1.6	AAA	Отличное
1.6	1.2	AA	Очень хорошее
1.2	0.8	A	Хорошее
0.8	0.4	BBB	Положительное
0.4	0	BB	Нормальное
0	-0.4	B	Удовлетворительное
-0.4	-0.8	CCC	Неудовлетворительное
-0.8	-1.2	CC	Плохое
-1.2	-1.6	C	Очень плохое
-1.6	2	D	Критическое