

МИНИСТЕРСТВО ОБЩЕГО И ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
КРАСНОЯРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
Экономический факультет

Кафедра «Ценные бумаги и страховое дело»

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

Анализ инвестиционной привлекательности предприятия и
источников внешнего финансирования на примере
ОАО «Авиакомпания «Красноярские авиалинии»

Допущено к защите
Зав.кафедрой
к.э.н, доцент Каячева Л.В.

Научный руководитель
ст. преподаватель Шкарпетина Е.В.

Рецензент (консультант)
Зам.начальника ОВЭД АК «Красноярские авиалинии»
Толстикова Р.М.

Дипломник
Сомикова М. В.

Специальность «Финансы и кредит»
Специализация «ценные бумаги»
Очная форма обучения группа Э-52

Красноярск 2003

Содержание

<i>Введение</i>	3
Глава 1. Выбор источника внешнего финансирования с учетом инвестиционной привлекательности компании	
1. Структура источников финансовых ресурсов	5
2. Сравнительная характеристика внешних источников финансирования	9
3. Содержание понятия инвестиционная привлекательность компании	26
4. Методы оценки и показатели инвестиционной привлекательности	29
Глава 2. Инвестиционно-экономический анализ авиакомпании ОАО «Красноярские авиалинии»	
1. Организационно-экономическая характеристика авиакомпании	44
2. Анализ инвестиционной привлекательности компании и потенциальных источников внешнего финансирования	52
<i>Заключение</i>	72
<i>Список литературы</i>	74
<i>Приложения</i>	76

Введение

Предпосылкой выхода предприятий из экономического кризиса и залогом успеха является обновление основного капитала, внедрение новых технологий, то есть полная модернизация производства.

Для авиакомпании ОАО «Красноярские авиалинии» данная задача является одной из первостепенных, поскольку существует острая необходимость обновления парка воздушных судов. В период острой конкурентной борьбы осуществлять деятельность на морально и физически устаревших самолетах становится просто невозможно.

Во-первых, из-за больших расходов на их содержание (поддержание летной годности) и эксплуатацию вследствие физического износа, но и оставшиеся воздушные суда в ближайшем будущем придется списывать по причине полной выработки их ресурса.

Во-вторых, основной эксплуатируемый парк воздушных судов морально устарел, не соответствует международным требованиям, особенно - Европейского региона.

Ограничение по шумам, введенное с 1 апреля 2002 г., привело к снятию в 2002 году с международных рейсов самолетов Ил-86, Ту-134, Ил-76, Ил-62, Ту-154Б, составляющих 50% провозной мощности российского парка самолетов.

С сентября 2003 года в соответствии с Директивой 2002/30/ЕС в основных аэропортах Европы начнут вводить новые ограничения на эксплуатацию самолетов с неудовлетворяющим запасом по шуму. Это в дальнейшем создаст серьезные проблемы для российских авиапредприятий, поскольку требованиям Директивы 2002/30/ЕС удовлетворяют лишь Ту-204, Ту-214, Ил-96, которые выполняют только 6 процентов от общего объема перевозок.

В третьих, любые факты нештатных ситуаций резко снижают имидж компании, и как следствие падает доверия к ней у пассажиров.

На фоне интенсивного списания ВС прогнозируется рост спроса на авиаперевозки. Исходя из условия экономической стабильности, можно ожидать, что: потребность в пассажирских перевозках, как минимум, удвоится к 2010 году и в 2015 году может практически достичь уровня 1990 года. Наиболее значительное увеличение потребности прогнозируется для грузовых перевозок. К 2015 году этот рынок может возрасти в 3 раза.

Таким образом, существует актуальная проблема в выборе оптимального способа финансирования обновления парка воздушных судов.

Цель дипломного проекта состоит в выборе оптимальной формы внешнего финансирования для обновления парка воздушных судов авиакомпании «Красноярские авиалинии».

В качестве возможных источников финансирования рассматриваются: кредиты банков, эмиссия акций, эмиссия облигаций и финансовая аренда (лизинг). Выбор пал на данные источники финансирования вследствие их популярности с одной стороны - кредиты и эмиссия акций, и эффективности с другой - финансовая аренда (лизинг) и эмиссия облигаций. Конечно, список источников можно продолжать достаточно долго, но, по мнению автора данной работы в этом нет необходимости, так как круг выбранных источников достаточен для достижения целей моей работы. Другим фактором, определяющим выбор источников, стало наличие достаточно проработанной нормативно-правовой базы и опыта их применения в российской действительности.

Возможности предприятия по привлечению необходимых финансовых ресурсов характеризуются понятием инвестиционная привлекательность предприятия.

Задачей дипломной работы является рассмотрение инвестиционной привлекательности компании с одной стороны как вероятность достижения выдвигаемых целей инвесторов: участие в управлении или получение дохода на вложенный капитал; и с другой, как качества, позволяющего предприятию привлекать инвестиции для решения основных своих задач.

При рассмотрении потенциальных источников ресурсов необходимо учитывать полезность инвестиций для каждого субъекта инвестиционного процесса. Выбор источника финансирования зависит от того, насколько инвестиционно-привлекательной выглядит АК в глазах потенциальных инвесторов, и от того, насколько заинтересована АК в данном способе инвестирования. Поскольку любой из рассматриваемых источников внешнего финансирования имеет свои плюсы и минусы, целесообразность выбора оптимального способа привлечения средств рассмотрена во второй главе работы, с точки зрения каждого субъекта инвестиционного процесса.

Глава 1. Выбор источника внешнего финансирования с учетом инвестиционной привлекательности компании.

1. Структура источников финансирования предприятия.

В финансовом менеджменте под внутренними и внешними источниками финансирования понимают соответственно собственные и привлеченные (заемные) средства.

Источниками *собственных средств* являются:

- уставный капитал (средства от продажи акций и паевые взносы участников);
- прибыль;
- амортизационные отчисления;
- резервы, накопленные предприятием;
- прочие взносы юридических и физических лиц (целевое финансирование, пожертвования, благотворительные взносы и др.).

К основным источникам *привлеченных средств* относятся:

- ссуды банков;
- заемные средства;
- средства от продажи облигаций и других ценных бумаг;
- кредиторская задолженность;
- лизинг.

Принципиальное различие между источниками собственных и заемных средств кроется в юридической причине — в случае ликвидации предприятия его владельцы имеют право на ту часть имущества предприятия, которая останется после расчетов с третьими лицами.

Основными источниками финансирования являются собственные средства. Приведем краткую характеристику этих источников.

Уставный капитал представляет собой сумму средств, предоставленных собственниками для обеспечения уставной деятельности предприятия. Содержание категории “уставный капитал” зависит от организационно-правовой формы предприятия:

- для *государственного предприятия* — стоимостная оценка имущества, закрепленного государством за предприятием на праве полного хозяйственного ведения;
- для *товарищества с ограниченной ответственностью* — сумма долей собственников;

- для *акционерного общества* — совокупная номинальная стоимость акций всех типов;
- для *производственного кооператива* — стоимостная оценка имущества, предоставленного участниками для ведения деятельности;
- для *арендного предприятия* — сумма вкладов работников предприятия;
- для *предприятия иной формы*, выделенного на самостоятельный баланс, — стоимостная оценка имущества, закрепленного его собственником за предприятием на праве полного хозяйственного ведения.

При создании предприятия вкладами в его уставный капитал могут быть денежные средства, материальные и нематериальные активы. В момент передачи активов в виде вклада в уставный капитал право собственности на них переходит к хозяйствующему субъекту, т. е. инвесторы теряют вещные права на эти объекты. Таким образом, в случае ликвидации предприятия или выхода участника из состава общества или товарищества он имеет право лишь на компенсацию своей доли в рамках остаточного имущества, но не на возврат объектов, переданных им в свое время в виде вклада в уставный капитал. *Уставный капитал, следовательно, отражает сумму обязательств предприятия перед инвесторами.*

Таким образом, уставный капитал формируется при первоначальном инвестировании средств. Его величина объявляется при регистрации предприятия, а любые корректировки размера уставного капитала (дополнительная эмиссия акций, снижение номинальной стоимости акций, внесение дополнительных вкладов, прием нового участника, присоединение части прибыли и др.) допускаются лишь в случаях и порядке, предусмотренных действующим законодательством и учредительными документами.

Формирование уставного капитала может сопровождаться образованием дополнительного источника средств — *эмиссионного дохода*. Этот источник возникает в случае, когда в ходе первичной эмиссии акции продаются по цене выше номинала. При получении этих сумм они зачисляются в *добавочный капитал*.

Прибыль является основным источником средств динамично развивающегося предприятия. В балансе она присутствует в явном виде как нераспределенная прибыль, а также в завуалированном виде — как созданное за счет прибыли фонды и резервы. В условиях рыночной экономики величина прибыли зависит от многих факторов, основным из которых является соотношение доходов и расходов. Вместе с тем в действующих нормативных документах заложена возможность определенного регулирования прибыли руководством предприятия. К числу таких регулирующих процедур относятся:

- *варьирование границей отнесения активов к основным средствам;*
- *ускоренная амортизация основных средств;*
- *применяемая методика амортизации малоценных и быстроизнашивающихся предметов;*
- *порядок оценки и амортизации нематериальных активов;*
- *порядок оценки вкладов участников в уставный капитал;*
- *выбор метода оценки производственных запасов;*
- *порядок учета процентов по кредитам банков, используемых на финансирование капитальных вложений;*
- *порядок создания резерва по сомнительным долгам;*
- *порядок отнесения на себестоимость реализованной продукции отдельных видов расходов;*
- *состав накладных расходов и способ их распределения.*

Упрощенную схему распределения прибыли отчетного периода можно представить следующим образом: часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, оставшаяся часть реинвестируется в активы предприятия. Реинвестированная часть прибыли является внутренним источником финансирования деятельности предприятия, поэтому очевидно, что дивидендная политика определяет размер привлекаемых предприятием внешних источников финансирования.

Реинвестирование прибыли — более приемлемая и относительно дешевая форма финансирования предприятия, расширяющего свою деятельность. В частности, в этом состоит одна из причин ее широкого распространения. Так, проведенное британскими учеными обследование деятельности в послевоенное время четырехсот двух зарегистрированных на Лондонской бирже компаний, действующих в сфере производства, торговли, строительства и транспорта, показало, что новые инвестиционные проекты на 91 % осуществлялись за счет реинвестирования прибыли.

Амортизационные отчисления - являются устойчивым источником финансовых ресурсов, образуются в результате переноса стоимости основных фондов и нематериальных активов на стоимость продукта и в совокупности составляют амортизационный фонд. Сумма амортизационных отчислений расходуется а капитальные вложения в основные средства, но может быть использована и на другие нужды.

Прибыль — основной источник формирования *резервного капитала* (фонда). Этот капитал предназначен для возмещения непредвиденных потерь и возможных убытков от хозяйственной деятельности, т. е. является страховым по своей природе. Порядок формирования резервного капитала определяется нормативными документами,

регулирующими деятельность предприятия данного типа, а также его уставными документами. В АО размер резервного фонда не может быть меньше 5% от уставного капитала. Он формируется путём обязательных ежегодных отчислений до достижения размера, предусмотренного уставом. Резервный фонд предназначен только для покрытия убытков, хотя он также может быть использован для погашения облигаций и выкупа акций. В настоящее время не предусмотрено налоговых льгот при образовании резервного фонда. Отчисления в него производятся после уплаты налога на прибыль и других налогов относимых на себестоимость и финансовые результаты.

Добавочный капитал как источник средств предприятия образуется, как правило, в результате переоценки основных средств и других материальных ценностей. Нормативными документами запрещается использование его на цели потребления.

Специфическим источником средств являются *фонды специального назначения и целевого финансирования*: безвозмездно полученные ценности, а также безвозвратные и возвратные государственные ассигнования на финансирование непроизводственной деятельности, связанной с содержанием объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, на финансирование издержек по восстановлению платежеспособности предприятий, находящихся на полном бюджетном финансировании, и др [16].

Прежде, чем рассматривать внешние источники долгосрочного финансирования предприятию следует проанализировать возможности финансирования за счёт “внутренних”, которые значительно дешевле. Но решение проблемы обновления основных фондов зачастую невозможно только собственными силами предприятия, так как требует значительных ресурсов, поэтому следующая часть работы посвящена подробному рассмотрению и анализу внешних источников финансирования.

2. Сравнительная характеристика внешних источников финансирования.

Внешние источники финансирования по срокам погашения подразделяются на краткосрочные (до года) и долгосрочные.

Привлечение финансовых ресурсов из источников долгосрочного финансирования гарантирует стабильное поступление денежных средств для предприятия, и в этом смысле оно более надёжно, чем краткосрочное финансирование, при котором у предприятия нет уверенности в получении ресурсов в ближайшем будущем.

Поскольку целью работы является выбор оптимального источника финансирования для приобретения дорогостоящих основных фондов, то более привлекательными для компании являются, безусловно, долгосрочные источники финансирования.

Для стабильного развития и обеспечения конкурентоспособности любое предприятие нуждается в долгосрочном финансировании. При этом требуются значительные ресурсы для финансирования следующих целей:

- модернизация технологии производства продукции (разработка или приобретение новых технологических линий и современного оборудования);
- совершенствование продукции (разработка новой, улучшение существующей продукции, расширение продуктового ассортимента);
- создание и экспансия дистрибьюторской сети;
- совершенствование информационных систем, системы отчетности и многие другие мероприятия, направленные на получение прибыли в долгосрочном аспекте [18].

Но долгосрочное финансирование не лишено недостатков, к которым можно отнести следующие:

- Почти всегда оно требует обеспечения в виде основных активов и/или гарантий акционеров;
- Требуется предоставления вспомогательной информации: например, бизнес плана, финансовых расчетов, подтверждающих способность обслуживать и выплачивать долг;
- Не обладает гибкостью – может оказаться дорогостоящим при падении процентных ставок, если условия не будут пересмотрены;
- Как правило, обходится дороже краткосрочного финансирования, так как является более рискованным кредитом или инвестициями для банка/инвестора;

Существующие виды внешнего долгосрочного финансирования можно разделить на долговое и доленое финансирование (Табл 1.1). Долговое финансирование основано на

обязательстве выплатить сумму долга и проценты на определенную дату в будущем (банковские кредиты, выпуск облигаций, векселей, лизинг). Долевое финансирование удостоверяет право собственности на соответствующие активы, долю имущества (выпуск акций).

Таблица 1.1

Основные признаки долгового и долевого финансирования

Долговое финансирование	Долевое финансирование:
<ul style="list-style-type: none"> • погашение основной суммы и выплата процентов в отличие от дивидендов требуется по закону • сроки погашения можно совместить по времени с поступлением средств, но они должны быть определены заранее • стоимость привлечения средств варьируется в зависимости от сроков, инвестиционной привлекательности заемщика и вида кредиторов. • как правило, требует обеспечения в виде основных средств или гарантий • не дает права на участие в управлении компанией • удостоверяет права только в отношении имущества, служащее обеспечением кредита. 	<ul style="list-style-type: none"> • отсутствует обязательство направления средств на выкуп акций • по закону отсутствует обязательство выплаты дивидендов • увеличивает финансовую базу и кредитную емкость предприятия • является самым дорогостоящим источником финансирования, так как дивиденды не снижают налогооблагаемую базу, а стоимость привлечения средств высока • инвесторы ожидают высокий доход на свои вложения, так как риск и неопределенность, связанная с акционерным капиталом, высоки • расширение акционерного капитала размывает владение и контроль со стороны существующих акционеров

Выбор источника финансирования следует начать с рассмотрения следующих вопросов:

1. Какого размера финансирование требуется?
2. Каковы размеры юридического лица, получающего средства?
3. Какую часть контроля вы готовы отдать?
4. Какова степень риска проекта?

Количество требуемых средств ограничивает выбор источников финансирования следующим образом:

- Для финансирования *в крупных размерах* приоритетными источниками являются: иностранные банки, стратегические инвесторы, публичная эмиссия, облигации и конвертируемые облигации, лизинг.
- Финансирование *в средних и малых размерах* вполне возможно осуществить из следующих источников: российские банки, частные инвестиционные фонды (зависит от фонда), "фонды помощи" [19].

Различные источники имеют широкий диапазон размеров предлагаемого финансирования.

Таблица 1.2

Приблизительные диапазоны источников финансирования:

Источник финансирования	Диапазон
•Российские банки	\$20.000 - \$10 млн.
•Иностранные банки:	\$5000.000 - \$100 млн.
•Стратегические инвесторы \$	10млн. - \$200 млн.
•Публичная эмиссия акций	\$10млн. - \$300 млн.
•Публичная эмиссия облигаций.	\$10млн. - \$300 млн.
•Публичная эмиссия конвертируемых облигаций	\$10млн.- \$300 млн.
•Частное размещение облигаций	\$5млн.- \$100 млн.
•Лизинг	\$10.000 - \$100 млн.

Размер и известность предприятия определяет источник финансирования исходя из следующих предпосылок:

1. Некоторые источники финансирования, требуют, чтобы предприятие было хорошо известно, для того, чтобы добиться успеха (публичная эмиссия акций и облигаций), к тому же крупные предприятия с положительной кредитной историей могут привлечь средства под более низкие процентные ставки [27].

2. Предприятия, чьи ценные бумаги активно обращаются на вторичном рынке, компании с хорошим финансовым состоянием также обладают преимуществом при размещении своих ценных бумаг, поскольку ликвидные инструменты фондового рынка всегда привлекают инвесторов [28].

3. Мелким и средним предприятиям малоизвестным обществу, компаниям с отрицательной дивидендной политикой следует воздержаться от

дополнительной эмиссии акций. В данных случаях наиболее подходящими источниками финансирования являются: банковские кредиты и лизинг.

Различные источники краткосрочного финансирования требуют различные виды обеспечения:

- Стратегические инвесторы хотят осуществлять контроль над оперативными и другими решениями;
- Иностранные банки могут иметь строгие условия предоставления кредитов;
- Российские банки меньше заинтересованы в осуществлении контроля, но требуют обеспечение кредита;
- Публичные эмиссии акций, облигаций, и т.д. стремятся диверсифицировать состав акционеров, противодействуя получению крупного пакета акций одним акционером;
- Согласно законодательству выпуск облигаций возможен на сумму уставного капитала или на сумму, превышающую УК, в размере обеспечения третьих лиц или имущества [12].

Степень риска проекта снижает круг потенциальных источников финансирования:

- Фонды помощи, имеющие политические мотивы для инвестирования в различные проекты в России, больше склонны рассматривать рискованные инвестиции
- Стратегические инвесторы, знающие бизнес и имеющие связи, которые могут снизить риски конкретных проектов, могут также рассматривать финансирование проектов, которые другие источники отказываются рассматривать, или за финансирование которых они требуют чрезмерно высокий уровень дохода
- Российские банки чрезвычайно опасаются риска, но понимают политические и специфические для России риски
- Иностранные банки обычно являются наиболее опасующимися риска источником долгосрочного финансирования.

Таким образом, источники долгосрочного финансирования отличаются друг от друга по гибкости, доступности, стоимости и другим критериям.

Проанализируем наиболее доступные источники долгосрочного финансирования, характеризованные в Таблице 1.2.

Банковское кредитование

Банковские кредиты являются одним из самых распространенных и привлекательных источников финансирования предприятий. Однако не любое предприятие может рассчитывать на банковский кредит.

Прибыльность и ликвидность банков во многом зависят от финансового состояния клиентов. Снижение риска при совершении ссудных операций возможно достичь на основе комплексного изучения кредитоспособности клиентов банка.

Под кредитоспособностью банковских клиентов следует понимать такое финансово-хозяйственное состояние предприятия, которое дает уверенность в эффективном использовании заемных средств, способность и готовность заемщика вернуть кредит в соответствии с условиями договора. Изучение банками разнообразных факторов, которые могут повлечь за собой непогашение кредитов, или, напротив, обеспечивают их своевременный возврат, составляет содержание банковского анализа кредитоспособности [19].

При анализе кредитоспособности банки должны решить следующие вопросы: способен ли заемщик выполнить свои обязательства в срок, готов ли он их исполнить? На первый вопрос дает ответ разбор финансово-хозяйственных сторон деятельности предприятий. Второй вопрос имеет юридический характер, а так же связан с личными качествами руководителей предприятия.

Состав и содержание показателей вытекают из самого понятия кредитоспособности. Они должны отразить финансово-хозяйственное состояние предприятий с точки зрения эффективности размещения и использования заемных средств и всех средств вообще, оценить способность и готовность заемщика совершать платежи и погашать кредиты в заранее определенные сроки.

Процесс кредитования связан с действием многочисленных и многообразных факторов риска, способных повлечь за собой непогашение ссуды в обусловленный срок. Изменения в потребительском спросе или в технологии производства могут решающим образом повлиять на дела фирмы и превратить некогда процветающего Заемщика в убыточное предприятие. Продолжительная забастовка, резкое снижение цен в результате конкуренции или уход с работы ведущих управляющих - все это способно отразиться на погашении долга заемщиком. Предоставляя ссуды, коммерческий банк должен изучать факторы, которые могут повлечь за собой их непогашение. Такое изучение именуют анализом кредитоспособности.

Основная цель такого анализа определить способность и готовность заемщика вернуть запрашиваемую ссуду в соответствии с условиями кредитного договора. Банк должен в каждом случае определить степень риска, который он готов взять на себя, и размер кредита, который может быть предоставлен в данных обстоятельствах.

Таким образом, основными критериями банка при принятии решения о кредитовании являются:

- доходность вложений
- качество управления компанией (уровень менеджмента)
- репутация заемщика (опыт работы с банком)
- конкурентоспособность клиента, положение в отрасли
- возможность предоставления клиентом имущества как обеспечение кредита
- финансовое состояние заемщика.

Данные критерии являются основополагающими при принятии решения об инвестировании не только коммерческими банками, но остальными институтами, являющимися источниками внешних ресурсов для предприятия. Следовательно, вышеназванные факторы, составляют основу понятия «инвестиционная привлекательность» компании, эта тема является предметом следующей части работы.

Дополнительная эмиссия акций.

Согласно Закону РФ «О РЦБ» акция представляет собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права ее владельца на получение части прибыли АО в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации [4]. Таким образом, одним из мотивов инвестирования в акции является ожидаемый доход в виде дивиденда - данный показатель принимает активное участие в оценке экономической эффективности вложений в акции. Другой мотив инвестирования - это участие в управлении компанией, но для этого необходимо владеть достаточным пакетом акций, что потребует внушительных вложений денежных средств.

Решение о публичной эмиссии акций зависит от ситуации на рынке. Российское предприятие может рассматривать вопрос о публичной эмиссии акций либо на российском рынке, либо на иностранном рынке. Комбинирование средств из различных источников может дать возможность предприятию получить больше средств.

Преимущества и недостатки публичной эмиссии акций рассмотрим в Таблице 1.3.

Преимущества и недостатки публичной эмиссии акций

Достоинства	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> • приводит в результате к диверсификации состава акционеров при том, что ни один инвестор не имеет контрольного пакета акций • увеличивает ликвидность продаваемых акций, дает возможность определить рыночную стоимость акций • отличная реклама для предприятия в случае успеха 	<ul style="list-style-type: none"> • высокая стоимость - подготовка, издержки на эмиссию, на рекламу и т.д. • заранее не известно, сколько денег будет получено, если только акции не размещены предварительно у одного или нескольких покупателей • публичные эмиссии акций характеризуются большим сроком подготовки (необходимо подготовить проспект эмиссии и инвестиционный меморандум) и требуют кратчайших сроков осуществления (от 3-х недель до 3 месяцев).

Публичная эмиссия требует выполнения следующих задач, не нужных для закрытого размещения акций:

- Создание структуры, занимающейся продажей акций, где может потребоваться содействие инвестиционных консультантов
- Отношения с общественностью, где также может потребоваться содействие профессиональных консультантов
- Презентации для групп потенциальных инвесторов
- Организация системы “банков-получателей” для получения средств за акции
- Печать и распространение проспекта, меморандума, форм заявок...

Принимая решение о публичной эмиссии на российском рынке, следует ответить на вопрос: *кто купит акции?*

- Российские частные лица обычно покупают очень небольшой процент акций, размещаемых публично
- Большинство акций продается российским и иностранным портфельным инвесторам, хотя значительная часть может быть продана заранее – либо портфельным инвесторам, либо стратегическим инвесторам

- Публичная эмиссия в России включает продажу акций иностранным инвесторам, инвестирующим в России

Публичная эмиссия на иностранном рынке дает возможность доступа к источнику капиталов во всем мире, оценки стоимости акций на международных рынках и является отличной рекламой для предприятия в случае успеха. К сожалению, она дороже публичной эмиссии на российском рынке, и возможна только для крупных, хорошо известных предприятий.

Комбинация законодательства по ценным бумагам и рыночных сил не дает российским предприятиям возможности получать деньги путем прямой эмиссии акций на большинстве иностранных рынков:

- Мосэнерго и ЛУКОйл организовали эмиссии американских депозитарных расписок (АДР); но эти эмиссии основаны на перепродаже акций, уже находящихся на рынке, и не принесли финансирования
- Российские компании организуют выпуски АДР сейчас для того, чтобы их названия стали известными на иностранных рынках, и для создания рынка своих акций. Таким образом, конечная цель этой долгосрочной стратегии заключается в том, чтобы подготовить рынок для настоящей эмиссии акций в будущем.

Эмиссия облигаций.

Рынок корпоративных облигаций, начавший свое развитие в 1999 году, набирает все большие обороты. В последние годы значительно улучшилась ситуация в экономике. Казалось бы, при увеличении прибылей, полученных компаниями, уменьшится их потребность в заемных средствах. Однако многие компании, финансовое положение которых улучшилось, ставят перед собой все более сложные задачи, для решения которых требуются большие инвестиции.

Так, крупный бизнес, который называют "локомотивом" российской экономики, может стать неэффективным без привлечения дополнительных инвестиций, так как износ основных средств составляет 60%. Недооценка акций не позволяет предприятиям привлечь большие средства на развитие производства, и приходится искать все более новые формы заимствования средств.

Долговые обязательства становятся для российских компаний и субъектов Федерации важным инструментом долгосрочного финансирования проектов развития и обладают целым рядом преимуществ по сравнению с банковским кредитом.

Облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости

и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента.

При выпуске облигационного займа, предприятие-эмитент получает возможность ориентироваться на большее количество инвесторов, т.е. *диверсифицирует пул кредиторов*, что влечет меньшую от них зависимость, чем при банковском кредитовании или выпуске векселей. Следует также учитывать, что вексель может быть предъявлен к погашению в любой момент после наступления определенной даты или события, что заставляет изымать из оборота и замораживать под погашение векселей достаточно крупные денежные суммы, тогда как облигация должна быть погашена точно в определенный срок, что позволяет предприятию *заранее предусмотреть данный платеж*.

За счет широкого круга инвесторов при эмиссии облигаций, предприятие - эмитент получает уникальную *возможность публичного формирования кредитной истории*, положительный результат первого выпуска позволит размещать следующие займы на более дешевых условиях. Также низкая номинальная стоимость одной облигации вкупе с большим объемом выпуска и техническими приемами поддержания двусторонних котировок позволяют сформировать по конкретному выпуску *ликвидный рынок*, где любой инвестор может в любой момент продать или купить облигацию, что намного сложнее сделать при выпуске векселей и практически невозможно при банковском кредитовании. Потенциальная ликвидность, разумеется, также привлекает инвесторов - кредиторов.

При этом предприятие получает возможность *гибкого управления собственным долгом* - при наличии свободных денежных средств эмитент может выкупить часть собственных облигаций и тем самым уменьшить размер собственной задолженности.

Облигации предоставляют возможность гибкого налогового и финансового планирования (все расходы, включая выплату процентов по облигациям, относятся на затраты предприятия, уменьшая налогооблагаемую прибыль).

В новейшей истории рублевого облигационного рынка российских корпораций известны случаи, когда *сроки заимствований* составляли от 3 месяцев до 5 лет. Разумеется, предприятие совместно с финансовым консультантом должно определить, *по какой цене и на какой срок* оно готово занять деньги на фондовом рынке. Как показывает практика, в силу упомянутых преимуществ облигаций, предприятие - эмитент получает возможность привлечения дешевых денег на достаточно длительный срок. Обобщенная сравнительная характеристика и облигационного займа приведена в Приложении 1.

Но размер инвестиционного проекта должен соотноситься с издержками на организацию его финансирования, а их величина, в свою очередь, влияет на выбор

оптимального способа привлечения капитала, сравнительно *высокая стоимость обслуживания* выпуска. Согласно законодательству РФ, эмитент уплачивает эмиссионный налог в размере 0.8% номинальной стоимости займа без учета результатов размещения, данный налог является одним из основных препятствий, его негибкость и непродуманность ставят под угрозу дальнейшее развитие рынка эмиссионных ценных бумаг [3]. Довольно дорогими являются *услуги андеррайтеру и платежному агенту* (около 1.5-2%, см. приложение 2). Прочие расходы эмитента - это оплата услуг депозитария, презентационные мероприятия, создание фондов поддержки ликвидности - составляют 0,2-0,3% от суммы выпуска. Сложности и проблемы, с которыми сталкиваются эмитенты при выпуске облигаций, а также длительность процедуры регистрации выпуска делают нерентабельным выпуск краткосрочных займов.

Существенным сдерживающим моментом являются также действующее *ограничение объема выпуска облигаций размерами уставного капитала эмитента* (без предоставления обеспечения), а также слабое правовое регулирование выпуска облигаций под обеспечение третьих лиц.

И все же наиболее перспективным инструментом, позволяющим инвесторам выгодно вкладывать свои деньги, а российским предприятиям привлекать жизненно необходимые инвестиции, специалисты сегодня единогласно считают корпоративные облигации.

Для того чтобы *повысить привлекательность своих облигаций и их ликвидность*, большинство эмитентов сейчас обязуются выставлять безотзывные *оферты* на досрочный выкуп своих бумаг по заранее объявленной цене (обычно в дни купонных выплат). Это помогает инвестору управлять риском ликвидности. Кроме того, все больше и больше эмитентов начинают активно заниматься *формированием ликвидного рынка собственных облигаций*, понимая, что хорошая история заимствований напрямую связано с ценой займов.

Для *улучшения условий заимствований* чаще всего купонные ставки не являются фиксированными, а *привязаны* к доходностям по государственным бумагам. Это связано с тем, что на протяжении последних лет процентные ставки падали, и поэтому фиксировать их было невыгодно. С другой стороны, есть и механизм, препятствующий неприемлемому росту стоимости обслуживания займа в случае изменения тенденции – по облигациям с переменным купоном, например, некоторые эмитенты оставляют за собой *право отзыва* своих облигаций, если купонные ставки превышают установленные значения.

Таким образом, выпускать облигационные займы имеет смысл при выполнении следующих условий:

- Минимальная сумма составляет не менее \$10-20 млн. Поэтому выпуск облигаций может рассматриваться только крупными предприятиями.
- Эмитент облигаций (при их публичном размещении), должен быть прибыльным в настоящий момент (по крайней мере, не убыточным) предприятием. Предприятие должно иметь высокую составляющую "живых" денег в своих поступлениях. В настоящее время инвесторы как никогда заинтересованы в надежности, и предприятие действительно должно иметь показатели, однозначно указывающие на то, что при любом варианте развития событий оно сможет погасить свои облигации. В противном случае облигации просто не будут приобретаться инвесторами.
- Эмитент облигаций должен иметь конкретную инвестиционную программу, на реализацию которой планируется направить привлеченные средства. Инвесторы будут требовать реального проекта, под который выпускаются облигации.
- Эмитент облигаций, желательно, должен быть достаточно хорошо известными широкому кругу потенциальных инвесторов.

Если предприятие этим критериям удовлетворяет, есть смысл рассматривать облигации как вариант привлечения средств.

Потенциальные покупатели облигаций, и риски сопряжённые с их приобретением представлены в таблице 3.4

Эмиссия конвертируемых облигаций. Конвертируемые облигации – представляют собой нечто среднее между облигацией и акцией.

- Конвертируемые облигации позволяют в будущем произвести обмен на другую ценную бумагу, как правило, на обыкновенные акции эмитента.
- Таким образом, держатель облигации может конвертировать требование в долю участия, если работа предприятия будет признана успешной и конверсия будет выглядеть привлекательной; в то же время за ним сохраняются специальные права кредитора
- Облигации могут погашаться поставкой товарной продукции, такой как нефть или драгоценные металлы

Преимущества конвертируемых облигаций

- Потеря контроля происходит в момент и при условии конвертации
- Если стоимость акции не увеличивается, держатель облигации может выбрать вариант погашения без конверсии
- Держатели получают текущий доход плюс возможность получить дополнительный доход при росте стоимости акций

Потенциальные покупатели облигаций

<i>Покупатели</i>	<i>Риски</i>
<ul style="list-style-type: none"> • <u>Портфельные инвесторы</u>, которые нуждаются в регулярном доходе и диверсификации портфеля • <u>Пенсионные фонды</u> и институциональные инвесторы • <u>Банки и финансовые компании</u>, имеющие избыток денежных средств • <u>Страховые компании</u> • <u>Частные инвесторы</u> • <u>Иностранные правительства</u> особенно облигации, выпущенные правительствами • <u>Стратегические инвесторы</u> ищут уникальные инвестиционные инструменты • <u>Правительства</u> как средство субсидирования некоторых отраслей или предприятий 	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Риски процентных ставок</u> - Стоимость облигаций может значительно изменяться вместе с изменениями процентных ставок • <u>Риск инфляции</u> - Если инфляция возрастает, выплаты по купонам могут не обеспечить адекватной компенсации инвестору (если это не облигации с переменной процентной ставкой) • <u>Риск ликвидности</u> - Нет ликвидного вторичного рынка облигаций «непопулярных» компаний • <u>Кредитный риск</u> – Риск невыполнения обязательств высок для многих предприятий в силу неопределенности экономического положения • <u>Специфический риск эмиссии</u> - Отсутствие хорошо определенной юридической основы для защиты инвесторов

- Возможность конверсии делает облигации более ценными, что позволяет эмитенту платить меньшую процентную ставку (или продавать их с большей премией или меньшей скидкой), чем в случае с обычными облигациями
- В отличие от дивидендов, выплаты по купонам как правило не учитываются в составе налогооблагаемого дохода

Финансовая аренда (лизинг).

Согласно ФЗ «О лизинге» от 29.10.98, *лизинг* - вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем;

лизинговая сделка - совокупность договоров, необходимых для реализации договора лизинга между лизингодателем, лизингополучателем и продавцом (поставщиком) предмета лизинга.

Предметом лизинга могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности.

Следовательно, *лизинг* является косвенной формой финансирования деятельности и применяется в том случае, когда предприятие не желает приобретать данный вид основных средств или не имеет финансовых возможностей сделать это.

Известны две формы лизинга — операционный и финансовый; инициатива выбора той или иной формы принадлежит обычно лизингополучателю. Эти формы различаются целевыми установками субъектов лизинговой операции, объемом их обязанностей, сроком использования имущества.

Операционный лизинг заключается на срок, меньший, чем амортизационный период арендуемого имущества, и предусматривает возврат объекта лизинга владельцу по окончании срока действия контракта. Как правило, техническое обслуживание, ремонт, страхование и другие обязательства в этом случае принимает на себя лизингодатель. Теоретически в этом случае общая сумма выплат арендатора за арендованное имущество не покрывает расходов арендодателя по его приобретению, поэтому, как правило, такое имущество сдается в операционный лизинг неоднократно. Нередко операционный лизинг предусматривает возможность досрочного возврата арендуемого имущества по желанию арендатора с выплатой определенного штрафа за расторжение лизингового контракта. Различают две основные причины, обуславливающие выбор арендатора в пользу операционного лизинга:

а) арендатору необходимо арендуемое имущество лишь на время, например для реализации какого-то проекта или работы, имеющих разовый характер; после окончания проекта надобность в данном типе имущества полностью отпадает;

б) арендуемое имущество подвержено сравнительно быстрому моральному старению, т. е. арендатор считает, что по истечении определенного времени, в частности срока аренды, на рынке могут появиться новые, более эффективные аналоги данного имущества; в качестве наиболее распространенного примера можно привести вычислительную технику.

Финансовый лизинг заключается на весь амортизационный период арендуемого имущества и, как правило, не предусматривает досрочного расторжения лизингового контракта. Таким образом, платежи арендатора в этом случае превышают расходы арендодателя по приобретению данного имущества. Финансовый лизинг используется при аренде дорогостоящих объектов: земля, здания, дорогое оборудование.

После завершения срока лизингового соглашения (договора) лизингополучатель может купить объект сделки по остаточной (а не по рыночной) стоимости; заключить новый договор на меньший срок и по льготной ставке; вернуть объект сделки лизинговой компании.

Лизинговые операции выгодны всем участникам. Имея устоявшиеся контакты с лизинговой фирмой, поставщик в определенной степени освобождается от изучения рынка сбыта, предоставив эту возможность фирме, и вместе с тем может с ее помощью значительно увеличить сбыт своей продукции. Лизинговая фирма имеет доход от предоставления имущества в аренду и, кроме того, способствует инвестиционному процессу. Арендатор получает возможность обновить свою материально-техническую базу в кредит, не отвлекая из оборота финансовые ресурсы.

Предприятия могут брать в лизинг землю, здания и почти любой вид оборудования. Некоторые случаи лизинга представляют собой простые договора аренды ("оперативный лизинг"), в то время как другие сильно напоминают покупку имущества за счет заемных средств ("финансовый лизинг"). Благодаря некоторым положениям налогового законодательства лизинг может являться экономически выгодным вариантом как для арендатора, так и для арендодателя, и используется некоторыми арендаторами несмотря на то, что они располагают средствами для покупки взятых в лизинг активов.

Преимущества лизинга.

Во всем мире лизинг признан как один из наиболее эффективных и надежных методов инвестирования средств в оборудование. Его преимущества по сравнению с финансированием инвестиций за счет обычных банковских займов состоят в следующем:

1. Инвестирование в форме оборудования *снижает* по сравнению с денежным кредитом *риск невозврата средств*, так как за лизингодателем сохраняются права собственности на переданное оборудование.

Поэтому очень часто предприятию проще получить оборудование по лизингу, чем ссуду на его приобретение. В связи с этим лизинг является способом финансирования предприятий, относящихся к следующим категориям:

- предприятия с высоким уровнем рентабельности, но со слабой финансовой структурой, например расширяющиеся предприятия;
- молодые или малые предприятия, которые часто не имеют возможности получить банковский кредит из-за неспособности предоставить банку достаточных гарантий в виде залога материальных ценностей.

2. Лизинг предполагает 100 % финансирование и *не требует немедленного начала платежей*, что позволяет без резкого финансового напряжения обновлять производственные фонды, приобретать дорогостоящее оборудование. При использовании обычного кредита предприятие должно часть стоимости покупки оплатить за счет собственных средств.

3. Лизинговый контракт может включать в себя *дополнительные услуги* по обслуживанию оборудования: заказ материалов, управление поставками, сервисное обслуживание и ремонт оборудования, установка запасных частей, а также полная или частичная замена старого оборудования на новое.

4. Лизинговое соглашение более гибко, чем ссуда, так как предоставляет возможность обеим сторонам выработать *удобную схему выплат*. По взаимной договоренности сторон лизинговые платежи могут осуществляться после получения выручки от реализации товаров, произведенных на взятом в лизинг оборудовании. Ставки платежей могут быть фиксированными и плавающими.

5. Для лизингополучателя *уменьшается риск морального и физического износа* и устаревания оборудования, так как имущество не приобретает в собственность, а берется во временное пользование.

6. Лизинговое имущество не числится у лизингополучателя на его балансе, что не увеличивает его активы и *освобождает от уплаты налога* на это имущество.

7. Лизинговые платежи относятся на издержки производства и обращения (себестоимость) лизингополучателя и, соответственно, *снижают налогооблагаемую прибыль* [2].

8. *Наличие амортизационных и налоговых льгот* для лизингодателя, которыми он может “поделиться” с лизингополучателем путем уменьшения размера лизинговых платежей.

9. Изготовитель оборудования получает дополнительные возможности для сбыта своей продукции.

10. С народнохозяйственной точки зрения лизинг служит средством реализации продукции, развития производства, внедрения научно-технического прогресса, создания новых рабочих мест. Поэтому государство заинтересовано в *поощрении* и расширении лизинговых операций.

Недостатками лизинга являются:

1. На лизингодателя ложится риск морального старения оборудования и получения лизинговых платежей, а для лизингополучателя стоимость лизинга больше, чем цена покупки или банковского кредита. Поэтому лизинговой сделке предшествует большая предварительная работа по ее экспертизе.

2. Лизингополучатель, не являющийся собственником своих основных средств, не может предоставить их в качестве залога в случае необходимости банковского займа, что снижает его шансы к получению такого займа на более выгодных условиях.

Лизингодатель, не имеющий “дешевых” и стабильных источников финансовых средств, подвержен риску внезапного изменения процентных ставок по кредитам, которые он вынужден брать для финансирования инвестиций лизингополучателя, что удорожает и стоимость лизингового контракта. Этот риск нейтрализуется, если лизинговая компания является филиалом крупного банка.

Тем не менее, положительных моментов, присущих лизингу, намного больше, чем отрицательных, а исторический опыт развития лизинга во многих странах подтверждает его важную роль в обновлении производства, расширении сбыта продукции и активизации инвестиционной деятельности. Особенно привлекательным лизинг становится с введением налоговых и амортизационных льгот.

Итак, кратко изучив основные источники внешнего финансирования компании, можно отметить, что:

- наиболее распространенным источником финансирования являются банковские кредиты, но российские банки крайне неохотно предоставляют кредиты на длительный срок и в крупных размерах;
- дополнительная эмиссия акций чревата размыванием капитала и потерей контроля над компанией, а также требует создания высоколиквидного рынка акций;
- облигационные займы являются актуальной альтернативой банковскому кредитованию и благодаря рассмотренным выше преимуществам заслуживают внимания при выборе источника финансирования;
- лизинг предполагает 100-процентное кредитование и не требует немедленного начала платежей, что позволяет без особого финансового напряжения обновлять производственные фонды, приобретать дорогостоящее имущество, поскольку

удорожание оборудования при лизинге примерно в три раза меньше, чем при банковском кредите. Поэтому финансовая аренда остается наиболее выгодной формой привлечения финансовых ресурсов для обновления основных фондов предприятия.

Каждый из рассмотренных выше источников финансирования имеют свои плюсы и минусы. В каких то ситуациях плюсы становятся минусами и наоборот. Все зависит от целей и возможностей предприятия. Сравнительные характеристики источника финансирования представлены в Приложении 3.

Но, недостаточно определить наиболее интересные источники ресурсов с позиции предприятия, необходимо учитывать реальные возможности компании по их привлечению. Какой из способов внешнего финансирования доступен компании, определяется понятием инвестиционная привлекательность.

3. Содержание понятия инвестиционная привлекательность

Одним из самых важных и ответственных этапов инвестиционного процесса является выбор предприятия, в которое будут вложены инвестиционные ресурсы. На выбор же объекта инвестирования в основном влияет такая категория как «инвестиционная привлекательность предприятия»

Инвестиционную привлекательность часто определяют как возможность «гарантированного, надежного и своевременного достижения целей инвестора на базе экономических результатов деятельности объекта инвестирования». Но инвестирование - это процесс с негарантированным результатом, так как те или иные инвестиционные решения предполагают изрядную степень риска и ни при каких обстоятельствах нельзя быть полностью уверенным в получении определенной величины прибыли. Хотя наличие обеспечения или залога способно снизить эти риски. В соответствии с данным утверждением категорию «инвестиционная привлекательность» следовало бы определить как степень вероятности достижения выдвигаемых целей инвестирования, выраженную в индивидуальных ожиданиях инвесторов. Тогда соотношение риск-доходность-время является основополагающим в категории инвестиционная привлекательность [18].

При рассмотрении потенциальных источников ресурсов необходимо учитывать полезность инвестиций для каждого субъекта инвестиционного процесса, тогда выбор источника финансирования зависит от того, насколько инвестиционно-привлекательной выглядит компания в глазах потенциальных инвесторов, и от того насколько заинтересована компания в данном способе инвестирования.

Следовательно, инвестиционная привлекательность - это функция от множества переменных, характеризующих деятельность компании со всех сторон. К числу этих переменных относятся:

- качество управления компанией (уровень менеджмента);
- репутация заемщика (опыт работы с банком);
- конкурентоспособность клиента, положение в отрасли (в рейтинговых таблицах)
- финансовое состояние заемщика;
- доходность вложений (дивидендная политика);
- минимизация риска вложений;
- возможность предоставления клиентом имущества как обеспечение возвратности инвестиций;
- раскрытие информации компанией.

Процесс оценки инвестиционной привлекательности регулируется системой оценочных институтов различных уровней соподчиненности, нормы и правила которых,

накладываясь, друг на друга, образуют институциональную оценочную матрицу. Вся совокупность оценочных институтов подразделяется на две большие группы институтов: информационные и аналитические институты [23].

Информационные институты

Институт национального права - это институт, который задает общие рамки, нормы, правила, регулирующие хозяйственную деятельность официальных экономических институтов, в том числе и инвестиционную составляющую хозяйственной деятельности.

Институт фондового рынка представляет собой систему норм и правил, регулирующих механизм организованной торговли корпоративными ценными бумагами. Долгосрочный положительный тренд движения цен акций может восприниматься потенциальными инвесторами в качестве индикатора инвестиционной привлекательности тех или иных предприятий. Конъюнктурные колебания цен используются инвесторами в качестве необходимой информации для принятия инвестиционных решений в спекулятивных целях. Таким образом, информация о ценах на фондовые активы, продуцируемая институтом фондового рынка, может быть востребована инвесторами для оценки инвестиционной привлекательности предприятий.

Институт товарного рынка определяет нормы и правила обмена различных товаров и услуг, в процессе которого происходит формирование равновесных рыночных цен. Динамика цен на товары характеризует рентабельность производства данных товаров в настоящем и будущем, а значит, свидетельствует о потенциале развития предприятий, выпускающих аналогичные товары. Следовательно, информация о ценах на товары предприятия эмитента может свидетельствовать о возможностях развития предприятия и служить основой для оценки его инвестиционной привлекательности.

Институт публичной финансовой отчетности вменяет в обязанность предприятиям, которые осуществляют свою деятельность в корпоративной организационно-правовой форме, публиковать свои финансовые отчеты для обеспечения доступа к информации о финансовом состоянии предприятия.

Аналитические институты

Институт формального анализа инвестиционной привлекательности представляет собой систему официальных методик анализа, рекомендованных к использованию соответствующими правительственными учреждениями. В определенных случаях применение данных методик прямо регламентируется национальной нормативно-правовой базой.

Институт неформального анализа инвестиционной привлекательности предприятия объединяет нормы и порядок применения любых аналитических процедур, не имеющих официально закрепленного статуса. В этом случае потенциальный инвестор самостоятельно определяет целесообразность использования той или иной методики. Неформальный анализ позволяет более полно учесть особенности различных инвестиционных проектов и индивидуально подойти к рассмотрению конкретного объекта инвестирования.

Роль институциональной матрицы в оценочном процессе можно охарактеризовать следующим образом. Диапазон возможных значений инвестиционной привлекательности (P) как вероятности достижения целей инвестирования, воспринимаемой вне оценочных процедур, определяется интервалом $P \in [0;1]$

Инвестор находится в полном неведении относительно того, с какой степенью вероятности он сможет добиться реализации своих целей, вложив средства в некое предприятие. У инвестора может быть только надежда, что рассматриваемый им вариант не полностью безнадежен (т.е. $P \neq 0$). Но здесь также справедлив и тот факт, что $P \neq 1$. В противном случае данный факт означал бы полную уверенность инвестора в реализации своих целей, чего не может быть в принципе.

Прибегая к оценочным процедурам, инвестор стремится понизить неопределенность своих ожиданий относительно инвестиционных вложений. Воздействие оценочной институциональной матрицы, вызывает сдвиг нижней границы возможных значений инвестиционной привлекательности вправо по числовой оси до некоторого значения p' , сокращая тем самым интервал вероятных значений. Отсюда инвестиционная привлекательность предприятия, определяемая с помощью оценочных процедур (P_0), может принадлежать следующему числовому интервалу: $P_0 \in [p';1]$.

Таким образом, институциональная сущность инвестиционной привлекательности заключается в том, что инвестиционная привлекательность может быть доступна восприятию заинтересованных экономических агентов в определенных оценках, выработка которых осуществляется с помощью специфических норм и правил. При этом внутренний смысл оценочных процедур заключается в снижении неопределенности ожиданий потенциальных инвесторов о вероятности достижения выдвинутых ими целей инвестирования. Что в свою очередь ведет к снижению информационных издержек инвестирования и стимулирует инвестиционную деятельность.

Рассмотрим основные методы оценки и показатели инвестиционной привлекательности.

4. Методы оценки и показатели инвестиционной привлекательности компаний

Со времен плановой экономики российская наука унаследовала любовь к анализу эффективности производственной деятельности предприятий. При административном управлении экономикой акценты экономического анализа были смещены на оценку эффективности использования основных фондов и рентабельности предприятий. При переходе к рыночной экономике повышенным вниманием стали пользоваться проблемы анализа финансовой деятельности предприятия.

Как определить насколько выгодными являются инвестиции в акции той или иной компании? Для этого необходимо рассчитать «реальную» цену акций компании и сравнить с их рыночной ценой. Однако только акции котирующихся на бирже компаний будут иметь рыночную цену и определить и определить инвестиционную привлекательность некотируемых компаний будет гораздо труднее. В этом случае нужно оценить эффективность как текущей, так и будущей деятельности компании и сравнить ее с аналогичными компаниями в отрасли.

Прежде всего, следует отметить, что не существует единого подхода к оценке инвестиционной привлекательности компаний. Среди исследователей данной области финансового анализа до сих пор идут жаркие споры о том, какой подход лучше. В этой связи представляется разумным рассмотреть как можно большее число разных подходов и сравнить их друг с другом.

Как правило, для каждой конкретной компании вырабатывается свой собственный подход к оценке эффективности вложений в акции. Например, как можно использовать оценку инвестиционной привлекательности компании, основанную на анализе размера дивидендов, если компания не выплачивает дивиденды вовсе? В таком случае более уместным будет подход, основанный на анализе прибыли или потока денежных средств, генерируемых компанией.

Принятие решений инвестиционного характера, как и любой другой вид управленческой деятельности, основывается на использовании различных формализованных и неформализованных методов. Степень их сочетания определяется разными обстоятельствами, в том числе и тем из них, насколько инвестор знаком с имеющимся аппаратом, применимым в том или ином конкретном случае. В отечественной и зарубежной практике известен целый ряд формализованных методов, расчеты, с помощью которых могут служить основой для принятия инвестиционных решений. Какого-то универсального метода, пригодного для всех случаев жизни, не существует. Вероятно, управление все же в большей степени является искусством, чем наукой. Тем не

менее, имея некоторые оценки, полученные формализованными методами, пусть даже в известной степени условные, легче принимать окончательные решения [31].

Можно выделить три основных группы показателей оценки инвестиционной привлекательности:

- Показатели, в основе которых лежит анализ внешней информации о компании (так называемый *рыночный подход*). Они оценивают исключительно изменения рыночной стоимости акций компании и величины выплачиваемых дивидендов. Такой подход преобладает среди акционеров, позволяя им рассчитывать свой возврат на вложенный капитал.
- Показатели, основывающиеся на анализе внутренней информации (так называемый *бухгалтерский подход*). Они используют бухгалтерские данные, такие как прибыль или поток денежных средств. Такой подход предпочитают бухгалтеры и финансовые специалисты, поскольку используемые для анализа данные могут быть легко получены из традиционной бухгалтерской отчетности.
- Показатели, основывающиеся на анализе как внешних, так и внутренних факторов (так называемый *комбинированный подход*). Классическим примером комбинированного подхода является коэффициент, сопоставляющий цену акции с доходом на акцию (Price Earnings Ratio), - показатель, достаточно часто используемый аналитиками фондового рынка и инвестиционными менеджерами.

4.1 Рыночный подход к анализу инвестиционной привлекательности.

1. Общий доход на вложения в акции компании (TSR)

TSR, или как его еще называют, доход за время владения акциями компании (HPR), - это доход, который акционер получает за определенный период времени, в течение которого он владеет акциями той или иной компании. Этот коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$TSR = ((SP_1 - SP_0 + D) / SP_0) * 100\%$$

Где SP_1 - цена одной акции в конце периода; SP_0 - цена одной акции в начале периода; D - дивиденды, выплаченные в течение периода.

Например, если цена акций компании ABC находилась на отметке 2 долл. На начало года и 2,2 долл. На конец года и дивиденды, выплаченные в течение года, составили 0,2 долл, то TSR компании будет следующим:

$$TSR = (2(2,2 - 2 + 0,2)) * 100\% = 20\%$$

Таким образом, доходность вложений в акции компании ABC составила 20 % годовых. Но как определить много это или мало? Как правило, для этого необходимо проанализировать доходность вложений в акции других компаний. Если среднее значение TSR для акций других компаний за рассматриваемой год составило 30 %, то очевидно, что доходность вложений в акции компании ABC не очень высока. И, наоборот, при среднем значении TSR 10 % вложения в акции компании ABC будут считаться достаточно привлекательными.

Значение TSR можно разбить на две составляющие - доход за счет роста цены акции CG и доход за счет выплаты дивидендов DY:

$$CG = ((2,2 - 2) / 2) * 100\% = 10\%$$

$$DY = (0,2 / 2) * 100\% = 10\%$$

CG показывает процент роста акций за период. Несмотря на то, что доход от роста акций может показаться «нереализованным» доходом, необходимо понимать, что этот «нереализованный» доход всегда может быть превращен в реальные деньги путем продажи акций по более высокой цене.

DY (норма дивиденда или рендит) - это относительный показатель доходности ценной бумаги, пользуется особенной популярностью среди аналитиков рынка ценных бумаг. Аналитики, обычно предпочитают компании с более высоким DY. Однако в последнее время компании стараются придерживаться стандартной схемы выплаты дивидендов, при которой значение DY составляет примерно 5 %. На развивающихся рынках, в том числе и в России, размер дивидендов, выплачиваемых компаниями, существенно различается. Поэтому если компания принимает решение о снижении

размера выплачиваемых дивидендов, то это воспринимается как сигнал о неудовлетворительном финансовом положении компании. Хотя, вкладывая деньги в растущую компанию, инвестор может предпочесть, чтобы дивиденд вообще не выплачивался, и фирма росла еще быстрее.

Норма дивиденда играет важную роль при оценке риска. Если дивиденд выплачивается устойчиво, то при понижении стоимости ценной бумаги норма дивиденда окажется растущей, а это весьма привлекательно для новых инвесторов - спрос на актив возрастет и его стоимость стабилизируется.

Высокая норма дивиденда, как правило, свидетельствует о слабости фирмы, о низком потенциале роста. Высокий дивиденд часто выплачивается в тех случаях, когда хотят замаскировать неблагополучие, а поскольку чистый доход фирмы от этого в результате распространяется в этом случае среди акционеров, ее будущее становится весьма сомнительным. Однако данные выводы справедливы, прежде всего, для западных высокоразвитых стран, а российскому инвестору еще рано думать о риске высоких дивидендов.

2. Чистая приведенная стоимость.

Этот метод основан на сопоставлении величины исходной инвестиции (IC) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока. Поскольку приток денежных средств распределен во времени, он дисконтируется с помощью коэффициента r , устанавливаемого инвестором самостоятельно исходя из ежегодного процента возврата, который он хочет или может иметь на инвестируемый им капитал.

Допустим, делается прогноз, что инвестиция (IC) будет генерировать в течение n лет, годовые доходы в размере P_1, P_2, \dots, P_n . Общая накопленная величина дисконтированных доходов PV и чистый приведенный эффект (стоимость) NPV соответственно рассчитываются по формулам:

$$PV = \sum_t \frac{P_t}{(1+r)^t},$$

$$NPV = \sum_t \frac{P_t}{(1+r)^t} - IC.$$

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение m лет, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+r)^t} - \sum_{j=1}^m \frac{IC_j}{(1+i)^j},$$

где i — прогнозируемый средний уровень инфляции.

При прогнозировании доходов необходимо по возможности учитывать все виды поступлений как производственного, так и непроизводственного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Так, если по окончании периода реализации проекта планируется поступление средств в виде остаточной стоимости оборудования или высвобождения части оборотных средств, они должны быть учтены как доходы:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+r)^t} + \frac{R}{(1+r)^n} - IC, \text{ где } R - \text{остаточная стоимость}$$

Очевидно, что:

- Если $NPV > 0$, то проект следует принять, т.е. финансовый актив рассматривается позитивно (как приемлемый) и называется недооцененным;
- Если $NPV < 0$, то проект следует отвергнуть как неприемлемый, так как затраты на инвестирование повышают будущие поступления;
- Если $NPV = 0$, то финансовый актив ни прибыльный, ни убыточный.

Расчет с помощью приведенных формул вручную достаточно трудоемок, поэтому для удобства применения этого и других методов, основанных на дисконтированных оценках, разработаны специальные статистические таблицы, в которых табулированы значения сложных процентов, дисконтирующих множителей, дисконтированного значения денежной единицы и т. п. в зависимости от временного интервала и значения коэффициента дисконтирования.

Необходимо отметить, что показатель NPV отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала предприятия в случае принятия рассматриваемого проекта. Этот показатель аддитивен во временном аспекте, т. е. NPV различных проектов можно суммировать. Это очень важное свойство, выделяющее этот критерий из всех остальных и позволяющее использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

Рассмотрим частный случай инвестирования, когда в качестве финансового актива выступают обыкновенные акции. Так как финансовые поступления, связанные с инвестициями в акции - это дивиденды, то способ определения текущей цены акции также называют моделью дисконтирования дивидендов (DDM).

Тогда текущая внутренняя стоимость (PV) акции в общем виде в рамках фундаментального анализа может быть рассчитана по формуле:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{R_s}{(1+r)^n} \quad (1)$$

где, D_t – дивиденд на акцию в момент времени t ;

P_s – цена продажи акции;

r – норма доходности;

t – горизонт прогнозирования.

То есть дисконтированием денежного потока, генерируемого анализируемой ценной бумагой.

Как видно из формулы (1), оценка теоретической стоимости акции зависит от трех параметров: ожидаемые денежные поступления, которые состоят из ожидаемых дивидендов (D_t) и предполагаемой цены продажи (P_s), горизонта прогнозирования (t) и нормы доходности (r). Последний параметр оценивается достаточно просто, и для его оценки существуют множество подходов. Второй параметр непосредственно зависит от предполагаемого срока инвестирования. Первый вероятно наиболее существенен, поскольку он непосредственно связан с активом и от точности его определения зачастую зависит эффективность инвестиций на рынке акций.

Допустим, что инвестор собирается купить акции некоторой компании и владеть ими всегда. В этом случае для инвестора естественно определить цену акции как текущее значение последовательности дивидендов, которые он надеется получить. Таким образом, цена акции с точки зрения инвестора должна быть равна

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$

где, D_t – дивиденд на акцию в момент времени t ;

r – норма доходности;

t – горизонт прогнозирования.

Размер дивидендов может изменяться произвольно, но чаще это изменение происходит систематически. То есть дивиденды либо возрастают, либо убывают, либо остаются постоянными. Ниже будут рассмотрены методы оценки акций нулевого и постоянного роста.

Допустим, что дивиденды по обыкновенным акциям некоторой компании по прогнозам останутся постоянными, т.е. $D_1 = D_2 = \dots = D$

Тогда после подстановки D вместо D_t в уравнение (2.) оно преобразуется к виду

$$PV = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots \quad (3)$$

где, D – дивиденд на акцию в момент времени t ;

r – норма доходности.

То есть цена акции нулевого роста равна текущему значению бессрочной ренты (перпетуитету) с выплатами D . Следовательно, уравнение (3.) сводится к уравнению (4.)

$$PV = \frac{D}{r} \quad (4)$$

Наиболее частой практикой в западных компаниях является политика стабильно растущих дивидендов, поскольку, таким образом, повышается привлекательность акций, во-первых, с точки зрения защищенности будущих дивидендов от инфляционного воздействия, а, во-вторых, стабильно растущие дивиденды на протяжении длительного периода являются символом постоянного развития компании. В данном случае стоимость обыкновенной акции, чаще всего, оценивается при помощи "формулы Гордона"

$$PV = \frac{D_0 (1 + g)}{r - g} \quad (5)$$

где, D_0 – дивиденд на акцию в момент времени t ;

g – предполагаемый темп роста дивидендов;

r – норма доходности.

Систематизировано модели оценки внутренней стоимости акций с использованием суммы будущих дивидендов, представлены в следующей Таблице 2.5

Таблица 2.5

Методы оценки акций с использованием суммы будущих дивидендов

Гипотеза роста дивидендов	Метод расчета	Применимость к Российскому рынку
Гипотеза нулевого роста дивидендов	$PV = \frac{D}{r}$	Слабая, поскольку Российские акционерные общества если и платят дивиденды, то в силу их небольшой величины и, как правило, высокой стоимости самих акций, постепенно увеличивают платежи, с целью повышения дивидендной привлекательности акций для иностранных инвесторов.
Гипотеза стабильного роста дивидендов	$PV = \frac{D_0 (1 + g)}{r - g}$	Слабая, поскольку все Российские предприятия имеют весьма короткую дивидендную историю, по которой можно выделить какую-либо тенденцию, а без точного определения ожидаемого темпа роста дивидендов (g) данный метод неприменим.
Выплата дивидендов не подчиняется четкой тенденции	$PV = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + r)^t} + \frac{R_s}{(1 + r)^n}$	Наиболее встречаемый случай. При точном определении будущих дивидендов решение данного уравнения дает наиболее правильное решение, однако, прогнозирование дивидендов в условиях отсутствия четкой тенденции – «гадание на

		кофейной гуще». Применим, при наличии четкого стратегического плана развития предприятия как минимум на 5 лет.
--	--	--

Следует отметить, что все модели, использующие в своей основе сумму будущих дивидендов едва ли применимы в российской практике, поскольку, во-первых, российские предприятия имеют весьма короткую дивидендную историю, относительно которой можно было строить какие-либо прогнозы, во-вторых, практически все предприятия или не выплачивают дивиденды вовсе или выплачивают заведомо заниженные. Таким образом, дивидендная доходность российских предприятий близка к нулю, а требуемая инвесторами премия за риск, как составляющая требуемой доходности, очень велика и, как следствие, все расчетные стоимости акций российских предприятий не отражают истинного положения вещей, и, соответственно, данные модели недостаточны для целей прогнозирования и оценки. Хотя, сделанные правительством шаги по повышению прозрачности российских предприятий: плавный переход на международные стандарты отчетности, уменьшения налогового бремени, и пр., а также плавное повышение дивидендной доходности российскими предприятиями, вселяют надежду о возможно скорой востребованности моделей оценки акций путем оценки ожидаемых дивидендов.

3. Внутренняя ставка доходности.

Под внутренней ставкой доходности инвестиции (IRR) понимают значение коэффициента дисконтирования, при котором NPV проекта равен нулю. Алгебраически это сводится к решению следующего уравнению:

$$\sum_t \frac{P_t}{(1+r^*)^t} = IC$$

IRR = r, при котором NPV = f(r) = 0.

Правило принятия решения в случае применения IRR состоит в сравнении IRR данного проекта (обозначаемой r^*) с требуемой ставкой доходности для инвестиций такого же уровня риска r. Проект рассматривается как приемлемый, если $r^* > r$, и негативно, если $r^* < r$. Как и в случае с NPV, правило принятия решения не зависит от того, какой тип активов рассматривается: финансовый капитал или другие материальные ценности.

Также смысл расчета этого коэффициента при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: IRR показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды

коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным.

На практике любое предприятие финансирует свою деятельность, в том числе и инвестиционную, из различных источников. В качестве платы за пользование авансированными в деятельность предприятия финансовыми ресурсами оно уплачивает проценты, дивиденды, вознаграждения и т.п., т.е. несет некоторые обоснованные расходы на поддержание своего экономического потенциала. Показатель, характеризующий относительный уровень этих расходов, можно назвать "ценой" авансированного капитала (CC). Этот показатель отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, его рентабельность и рассчитывается по формуле средней арифметической взвешенной.

Экономический смысл этого показателя заключается в следующем: предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя CC (или цены источника средств для данного проекта, если он имеет целевой источник). Именно с ним сравнивается показатель IRR, рассчитанный для конкретного проекта, при этом связь между ними такова.

Если: $IRR > CC$, то проект следует принять;

$IRR < CC$, то проект следует отвергнуть;

$IRR = CC$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Практическое применение данного метода осложнено, если в распоряжении аналитика нет специализированного финансового калькулятора. В этом случае применяется метод последовательных итераций с использованием табулированных значений дисконтирующих множителей. Для этого с помощью таблиц выбираются два значения коэффициента дисконтирования $r_1 < r_2$ таким образом, чтобы в интервале (r_1, r_2) функция $NPV=f(r)$ меняла свое значение с "+" на "-" или с "-" на "+". Далее применяют формулу

$$IRR = r_1 + \frac{f(r_1)}{f(r_1) - f(r_2)} \cdot (r_2 - r_1),$$

где r_1 — значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором $f(r_1) > 0$ ($f(r_1) < 0$);

r_2 — значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором $f(r_2) < 0$ ($f(r_2) > 0$).

Точность вычислений обратно пропорциональна длине интервала (r_1, r_2) , а наилучшая аппроксимация с использованием табулированных значений достигается в случае, когда длина интервала минимальна (равна 1%), т.е. r_1 и r_2 - ближайшие друг к другу значения коэффициента дисконтирования, удовлетворяющие условиям (в случае изменения знака функции с "+" на "-"):

r_1 — значение табулированного коэффициента дисконтирования, минимизирующее положительное значение показателя NPV, т.е. $f(r_1) = \min_r \{f(r) > 0\}$;

r_2 — значение табулированного коэффициента дисконтирования, максимизирующее отрицательное значение показателя NPV, т.е. $f(r_2) = \max_r \{f(r) < 0\}$.

Путем взаимной замены коэффициентов r_1 и r_2 аналогичные условия выписываются для ситуации, когда функция меняет знак с "-" на "+".

4. Период окупаемости.

Этот метод - один из самых простых и широко распространен в мировой учетно-аналитической практике, не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений. Алгоритм расчета срока окупаемости (PP) зависит от равномерности распределения прогнозируемых доходов от инвестиции. Если доход распределен по годам равномерно, то срок окупаемости рассчитывается делением единовременных затрат на величину годового дохода, обусловленного ими. При получении дробного числа оно округляется в сторону увеличения до ближайшего целого. Если прибыль распределена неравномерно, то срок окупаемости рассчитывается прямым подсчетом числа лет, в течение которых инвестиция будет погашена кумулятивным доходом. Общая формула расчета показателя PP имеет вид:

$$PP = n, \text{ при котором } \sum_{t=1}^n P_t > IC.$$

Некоторые специалисты при расчете показателя PP все же рекомендуют учитывать временной аспект. В этом случае в расчет принимаются денежные потоки, дисконтированные по показателю "цена" авансированного капитала. Очевидно, что срок окупаемости увеличивается.

Показатель срока окупаемости инвестиции очень прост в расчетах, вместе с тем он имеет ряд недостатков, которые необходимо учитывать в анализе.

Во-первых, он не учитывает влияние доходов последних периодов. В качестве примера рассмотрим два проекта с одинаковыми капитальными затратами (10 млн. руб.),

но различными прогнозируемыми годовыми доходами: по проекту А - 4,2 млн. руб. в течение трех лет; по проекту Б - 3,8 млн. руб. в течение десяти лет. Оба эти проекта в течение первых трех лет обеспечивают окупаемость капитальных вложений, поэтому с позиции данного критерия они равноправны. Однако очевидно, что проект Б гораздо более выгоден.

Во-вторых, поскольку этот метод основан на недисконтированных оценках, он не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, по различным распределением ее по годам. Так, с позиции этого критерия проект А с годовыми доходами 4000, 6000, 2000 тыс. руб. и проект Б с годовыми доходами 2000, 4000, 6000 тыс. руб. равноправны, хотя очевидно, что первый проект является более предпочтительным, поскольку обеспечивает большую сумму доходов в первые два года.

В-третьих, данный метод не обладает свойством аддитивности.

Существует ряд ситуаций, при которых применение метода, основанного на расчете срока окупаемости затрат, может быть целесообразным. В частности, это ситуация, когда руководство предприятия в большей степени озабочено решением проблемы ликвидности, а не прибыльности проекта — главное, чтобы инвестиции окупились и как можно скорее. Метод также хорош в ситуации, когда инвестиции сопряжены с высокой степенью риска, поэтому чем короче срок окупаемости, тем менее рискованным является проект. Такая ситуация характерна для отраслей или видов деятельности, которым присуща большая вероятность достаточно быстрых технологических изменений.

5. Индекс прибыльности.

Этот метод является по сути следствием метода чистой текущей стоимости. Индекс рентабельности (PI) рассчитывается по формуле

$$PI = \sum_t \frac{P_t}{(1+r)^t} / IC.$$

Очевидно, что если: $PI > 1$, то проект следует принять;

$PI < 1$, то проект следует отвергнуть;

$PI = 1$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

В отличие от чистого приведенного эффекта индекс рентабельности является относительным показателем. Благодаря этому он очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV, либо при комплектовании портфеля инвестиций с максимальным суммарным значением NPV.

б. Коэффициент эффективности инвестиции.

Этот метод имеет две характерные черты: во-первых, он не предполагает дисконтирования показателей дохода; во-вторых, доход характеризуется показателем чистой прибыли PN (балансовая прибыль за минусом отчислений в бюджет). Алгоритм расчета исключительно прост, что и предопределяет широкое использование этого показателя на практике: коэффициент эффективности инвестиции (бухгалтерский возврат на вложенный капитал) ARR рассчитывается делением среднегодовой прибыли PN на среднюю величину инвестиции (коэффициент берется в процентах). Средняя величина инвестиции находится делением исходной суммы капитальных вложений на два, если предполагается, что по истечении срока реализации анализируемого проекта все капитальные затраты будут списаны; если допускается наличие остаточной или ликвидационной стоимости (RV), то ее оценка должна быть исключена.

$$ARR = \frac{PN}{\frac{1}{2} \cdot (IC - RV)}$$

Данный показатель сравнивается с коэффициентом рентабельности авансированного капитала, рассчитываемого делением общей чистой прибыли предприятия на общую сумму средств, авансированных в его деятельность (итог среднего баланса-нетто).

Метод, основанный на коэффициенте эффективности инвестиции, также имеет ряд существенных недостатков, обусловленных в основном тем, что он не учитывает временной составляющей денежных потоков. В частности, метод не делает различия между проектами с одинаковой суммой среднегодовой прибыли, но варьирующей суммой прибыли по годам, а также между проектами, имеющими одинаковую среднегодовую прибыль, но генерируемую в течение различного количества лет. и т. п.

4.2 Бухгалтерский подход к анализу инвестиционной привлекательности

При рассмотрении факторов влияющих на инвестиционную привлекательность, становится ясно, что большая часть рисков и доходы зависят именно от того, насколько устойчиво финансовое состояние эмитента. Размер дивидендов обусловлен, прежде всего, рентабельностью предприятия, т.е. возможностью аккумуляции такого объема прибыли, который без ущерба для деятельности может быть выплачен собственникам и только потом - от дивидендной политики, т.е. от конкретных особенностей перераспределения полученных предприятием доходов.

Рыночные показатели ценных бумаг все больше начинают зависеть от финансового состояния эмитента. В экономике развитых стран стабильно устойчивое финансовое положение фирмы является необходимым условием поддержания высоких цен на ее акции, рост цен напрямую связан с увеличением прибыльности эмитента. Такой рыночный параметр ценных бумаг как ликвидность, является в значительной мере результатом оценки их инвестиционной привлекательности для большого количества инвесторов, а она в свою очередь, зависит от финансового состояния, определяющего доход и риски [33].

Анализ финансового состояния включает в себя следующие показатели:

- Показатели имущественного положения;
- Показатели ликвидности, платежеспособности;
- Показатели финансовой устойчивости;
- Показатели деловой активности;
- Показатели рентабельности.

4.3 Комбинированный подход к анализу инвестиционной привлекательности

Отношение цены акции к прибыли на акцию(PER)

PER является самым распространенным показателем, используемым инвесторами для оценки стоимости компании. Этот показатель рассчитывается путем деления рыночной стоимости одной акции на значение прибыли в расчете на одну акцию (EPS). Например, если акции компании А стоят 15\$ за штуку, а значение EPS составляет 3\$, то PER будет равно

$$PER=15\$/3\$\$=5\$\$$$

PER показывает период окупаемости вложений в акции компании. То есть значение PER, равное 5, свидетельствует о том, что инвестор, купив акции компании по цене 15\$, может рассчитывать на то, что расходы на приобретение акций окупятся в течение 5 лет. Конечно в этих рассуждениях присутствует доля условности, так как вряд ли EPS компании будет одинаковым в течение 5 лет.

Аналитики фондового рынка часто используют PER для прогнозирования будущей цены акций компании. Для этого прогнозные значения прибыли компании в расчете на одну акцию умножаются на текущее значение PER. Так, например, если значение EPS ожидается в следующем году на уровне 4\$, то при текущем PER, равном 5, цена акции компании будет равна 20\$.

В приведенных выше расчетах заложено предположение о том, что текущее значение PER останется неизменным и в следующем году. Но если есть основания предполагать обратное, то расчеты можно изменить следующим образом.

Предположим значение PER для компании А, равное 5, не соответствует среднему отраслевому значению, равному 6. Если ожидается, что PER компании А догонит среднеотраслевой показатель, то прогнозируемая цена акций будет уже не 20\$, а 24\$.

При оценке эффективности вложения в акции необходимо тщательно проанализировать причины отклонения значения PER той или иной компании от среднеотраслевого значения.

Если PER компании ниже среднеотраслевого значения (как это было в предыдущем примере), то причинами могут быть либо то, что компания по своим основным показателям отстает от остальных компаний в отрасли, либо то, что компания недооценена рынком и, следовательно является хорошим объектом для инвестирования.

Если PER компании выше среднеотраслевого значения, то объяснения этому могут быть следующие: компания по своим основным показателям опережает остальные компании отрасли либо она переоценена и, следовательно, инвестиции в акции такой компании не принесут большого дохода.

К преимуществам использования описываемого показателя можно отнести следующее:

- Так как анализ стоимости акций компании происходит при помощи анализа прибыли, то этот показатель может применяться к компаниям, которые не выплачивают дивидендов (быстрорастущие компании);
- Информация о стоимости акций компании и прибыли в расчете на 1 акцию может быть легко получена из публикуемых отчетов;
- При расчете PER не используется дисконтирование, тем самым упрощается методика подсчета;
- PER может быть использован для оценки стоимости компаний. Для этого чистая прибыль такой компании умножается на значение PER аналогичных компаний, имеющих рыночную котировку. Полученное значение уменьшается на эффект меньшей ликвидности и больших рисков, связанных с вложениями оцениваемые компании [31].

Легко заметить, что из большого числа существующих методик для анализа эффективности вложений в компанию трудно выбрать одну универсальную, подходящую для всех компаний. Каждой из описанных методик присущи определенные достоинства и недостатки.

Выбирая ту или иную методику, необходимо оценивать многие факторы, а именно: цели анализа, наличие надежной информации, специфику бизнеса компании и т.д. Как правило, компания оценивается с использованием нескольких критериев.

Однако, рассуждая о различных моделях и формулах, необходимо понимать, что оценка инвестиционной привлекательности - это сложный процесс, в котором математический расчет составляет лишь один из элементов. Многое зависит от субъективных оценок и опыта инвесторов.

Глава 2. Инвестиционно-экономический анализ ОАО «Авиакомпания «Красноярские авиалинии»

1. Организационно-экономическая характеристика авиакомпании

Авиакомпания «Красноярские Авиалинии» (в прошлом авиапредприятие в составе авиакомпании «Аэрофлот» СССР) имеет более чем 50-ти летний опыт эксплуатации авиационной техники и организации авиаперевозок внутри страны и стран СНГ, а с 1991 года выполняет международные полеты на чартерной и регулярной основе.

«Красноярские Авиалинии» – не просто крупный авиаперевозчик (входит по статистическим данным ФСВТ по ряду важнейших показателей в тройку крупнейших авиакомпаний России), но и компания, которая обслуживает один из наиболее мощных промышленных узлов – Красноярский регион, соединяя его прямыми авиалиниями практически со всеми крупными центрами России.

Авиакомпания является ассоциированным членом IATA, что дает право осуществлять летную деятельность во всем мире, имеет код перевозчика 7В, собственную перевозочную документацию (499).

Авиакомпания «КрасЭйр» является официальным перевозчиком по межправительственным соглашениям с Южной Кореей, Германией и КНР.

«КрасЭйр» — член BSP ряда стран Европы и Азии, член МІТА, Clearing House. В течение последних трех лет авиакомпания «КрасЭйр» является лауреатом премии «Крылья России» в самой престижной номинации «Авиакомпания года — пассажирский перевозчик на внутренних воздушных линиях в группе I». По итогам 2002 года авиакомпания «КрасЭйр» стала победителем в этой номинации

В 2002 году на рейсах авиакомпании "КрасЭйр" перевезено пассажиров на 20% больше, чем в 2001 году. По фактическим данным, услугами "КрасЭйр" воспользовались 1233 тыс. пассажиров. На регулярных рейсах в 2002 году было перевезено 903962 пассажира (рост к 2001 году составляет 3%).

Важнейшую роль в увеличении пассажиропотока сыграло развитие авиакомпанией схемы узлового расписания, в которой аэропорт "Красноярск" является единственным пунктом промежуточной посадки и играет роль трансфертного узла на маршрутах, связывающих Восток и Запад, Юг и Север России.

За прошедший год воздушные суда "КрасЭйр" выполнили 4355 парных рейсов, что превышает показатели за 2001 год на 20%. Самолеты авиакомпании провели в воздухе 40748 часов, из которых 9696 часов – на международных воздушных линиях.

Пассажиروоборот увеличился на 13% и составил 3847 млн. пассажирокилометров. Грузооборот в минувшем году достиг 67014 тыс. тоннокилометров. Коэффициент занятости пассажирских кресел возрос до 77,2% (рост на 8,1%). Коэффициент коммерческой загрузки составил 76,7 (рост на 3,6 %).

В 2002 году авиакомпания "КрасЭйр" активно продолжила работу над реализацией проекта АСТРА (Авиационная Сибирская Транспортная Альтернатива). Проект предполагает поэтапное развитие авиатранспортной системы страны на базе узловых аэропортов.

Дальнейшее развитие системы основано на максимальном привлечении партнеров. Многие российские авиакомпании уже принимают участие в работе схемы. В системе АСТРА участвуют такие российские авиакомпании как "Дальавиа", "Чита-Авиа", "Сибавиатранс", "Пулково", "КАТЭК".

В летней навигации 2003 года согласовано участие в системе АСТРА и других перевозчиков, в частности: "Аэрофлот-Дон", "Владивосток авиа", "Алроса", "Кавминводоавиа", "Башкирские авиалинии", "МАВИАЛ", "Самара", "Уральские авиалинии", "Пермские авиалинии", "Энкор".

В 2002 году активно продолжалось расширение собственной агентской сети авиакомпании в российских регионах. Специалистами разработаны и успешно проводятся программы для корпоративных клиентов. Открыты Центры Путешествий "КрасЭйр" (в Тольятти, Кемерово, Якутске).

В 2002 году впервые в истории авиакомпании начал работать аукцион авиабилетов для категорий пассажиров с различными уровнями доходов. Еженедельно аукционы авиабилетов проводятся в Центре Путешествий "КрасЭйр". За 2002 год состоялось 30 аукционов и продано более 200 авиабилетов по минимальным ценам.

В связи с реализацией узлового расписания значительно увеличился поток пассажиров, проходящий через аэропорт "Красноярск". В 2002 году аэропорт принял и отправил 1041 тыс. пассажиров (рост на 22%) и обработал 14517 тонн груза и почты (рост к 2001 году 14%).

Для повышения эффективности работы аэропорта в 2002 году был введен в эксплуатацию новый терминал (№2) для трансфертных пассажиров. Пропускная способность которого 2000 человек в час, при этом предусмотрена современная технология обслуживания трансфертных пассажиров.

За 12 месяцев 2002 года, по предварительным данным, финансовый оборот авиакомпании "КрасЭйр" составил 4551303 тыс. рублей (рост на 36% по отношению к 2001 году). Доходность 1 летного часа достигла 111,7 тыс. рублей.

Авиакомпания «Красноярские авиалинии» преобразована 31 марта 1993 года в акционерное общество открытого типа. Она является приемником Красноярского государственного авиапредприятия.

Авиапредприятие эксплуатирует воздушные суда типа Ил-86, Ил-62, Ту-154, Ту-154М, Як-40, Ил-76, Ан-26и Ан-2. В 2000 году предполагается купить или взять в финансовый лизинг 3 Ту-204 и арендовать 3 Ту-134.

В состав авиакомпании входят:

- перевозчик (сама авиакомпания)
- два аэропорта: Красноярск и Ачинск.

С 1991 года выполняются международные полеты на чартерной и регулярной основе.

В начале 90-х годов Авиапредприятием ежегодно перевозилось более 2.5 млн. пассажиров и 70 000 тонн грузов. В последние 5-6 лет, когда на внутреннем рынке России и СНГ наблюдается значительный спад перевозок, в авиакомпании «Красноярские авиалинии» сохраняется тенденция ежегодного роста объемов международных перевозок. Август 1998 года на время приостановил этот рост, но в 1999 году наблюдался опять рост объемов международных перевозок.

В настоящее время международные чартерные пассажирские и грузовые авиаперевозки осуществляются в Китай, Южную Корею, Таиланд, Болгарию, Грецию, Кипр, Германию; эпизодические рейсы – в Англию, Францию, Венгрию и многие другие страны.

Некоторые из чартерных рейсов приобрели устойчивый сезонный характер (Греция, Кипр, Болгария, Таиланд), а чартерные рейсы в Китай, ОАЭ, Турцию и Германию выполняются практически по твердому графику с частотой не реже 1-2 раза в неделю круглогодично.

Рассмотрим организационную структуру авиакомпании. Высшим органом управления ОАО является Собрание акционеров. Годовое Собрание акционеров проводится не позднее чем через 120 календарных дней после окончания финансового года. Чрезвычайное Собрание акционеров созывается Советом директоров. К исключительной компетенции Собрания относятся вопросы, решения по которым принимаются, если за него проголосовали владельцы более 3/4 (75%) обыкновенных акций, присутствующие на Собрании.

В период между Собраниями акционеров высшим органом управления является Совет директоров. Основная задача Совета - выработка общей политики с целью увеличения прибыльности. Совет директоров возглавляет Генеральный директор.

Генеральному директору подчиняются директора различных комплексов и подразделений авиакомпании:

- директор аэропорта Красноярск;
- директор по коммерции и развитию;
- директор по финансам;
- директор летного комплекса
- директор авиатехнического комплекса;
- директор по строительству и ЭНС;
- директор по безопасности.

Также непосредственно Генеральному директору подчиняются: Помощник Генерального директора - секретарь правления, главный бухгалтер (которому подчиняются отделы бухгалтерии, бухгалтерские подразделения и отдел взаиморасчетов), отдел кадров, ООТ и ТБ (отдел охраны труда и техники безопасности), СПАСОП (спасательная служба), служба экономики и маркетинга, производственно-торговый комплекс, ВМР и ГО (служба мобилизации и гражданской обороны), инспекция, бухгалтер-ревизор, юридический отдел и совместные и дочерние предприятия.

Директорам комплексов и подразделений подчиняются различные службы авиакомпании.

Структуру ОАО «Красноярские авиалинии» можно представить в следующем виде Таблицы 2.1

Таблица 2.2

Структура ОАО «Красноярские авиалинии».

Комплекс	Службы	Примечание
Летный комплекс.	<ul style="list-style-type: none"> • летные отряды (ЛО); • служба бортпроводников (СБП); • служба наземного штурманского обеспечения полетов (СНШОП) 	Летные подразделения эксплуатируют воздушные суда Ил-86, Ил-62, Ту-154, Ту-154м, Як-40, Ил-76, Ан-26, Ан-24 и Ан-2.
Наземный комплекс.	<ul style="list-style-type: none"> • аэропортовый; • производственный; • эксплуатации авиационной техники; • авиационной безопасности; • развития, эксплуатации наземных сооружений 	В наземный комплекс входят все структурные подразделения, связанные с наземным обслуживанием ВС и обслуживанием авиapereвозок.

--	--	--

Виды деятельности

В настоящее время Акционерное общество открытого типа «Красноярские авиалинии» осуществляют следующие виды работ и услуг:

- выполнение перевозок пассажиров, почты и грузов на внутренних и международных линиях;
- выполнение авиационных работ по применению авиации в народном хозяйстве;
- обеспечение технического и аэродромного обслуживания базовых и воздушных транзитных судов на основе кооперации с другими предприятиями;
- организация транспортировки, хранения, реализации товарно-материальных ценностей, авиационных и других видов топлива и смазочных материалов;
- передача в аренду транспортных средств и средств связи, лизинговая деятельность;
- выполнение строительно-монтажных работ, капитального и текущего ремонта зданий и сооружений;
- разработка новых технологий и оборудования для ремонта, обслуживания и эксплуатации воздушных судов и любого вида наземной аппаратуры и техники;
- ремонт воздушных судов и наземного оборудования, техники;
- оказание коммерческо-посреднических услуг;
- предоставление транспортных, складских, экспедиционных, жилищно-коммунальных, брокерских, агентских и других услуг юридическим и физическим лицам;
- проведение экспортно-импортных операций;
- рекламно-издательская деятельность;
- туристическая деятельность, в том числе выполнение чартерных рейсов;
- организация представительств, филиалов на территории России, СНГ и за рубежом.

Цели ОАО «Красноярские авиалинии»

Долгосрочная стратегия ОАО «Красноярских авиалиний» нацелена на закрепление своих позиций на рынке внутри российских и международных авиаперевозок, расширения географии полетов, увеличение объема и спектра услуг, а также на укрепление своего финансового положения, роста объема прибыли и доходности акций.

Эти задачи планируются решать комплексно и поэтапно. Намечены следующие принципиально важные направления деятельности компании:

1. В области внутренней организации.

- Совершенствование структуры менеджмента на всех уровнях;
- Изменение структуры авиакомпании и как следствие сокращение численности работающих;
- Развитие маркетинга как информационно-аналитической базы для принятия управленческих решений, определения приоритетных направлений деятельности;
- Перевод летного и части управленческого персонала в город, что сократит транспортные расходы по доставке работников в аэропорт на работу;
- Провести структурную реорганизацию аэропорта Ачинск с целью преобразования его в ПАНХовское подразделение авиакомпании «Красноярские авиалинии».

2. В области экономики и финансов

- Привлечение финансовых ресурсов и разработка бизнес планов для реализации уже намеченных программ, а именно: реконструкция аэровокзального комплекса и международного терминала; обновление парка воздушных судов за счет покупки и эксплуатации нового типа ВС Ту-204. По этим позициям ведется активная работа по нескольким направлениям: подготовлены бизнес-планы; идет активный поиск инвесторов и выбор наиболее оптимальных вариантов;
- Выработка долгосрочной финансовой стратегии авиакомпании;
- Проведение глубокого ежемесячного финансово-экономического анализа и контроля за производственной деятельностью авиакомпании;
- Продажа части авиационной техники.

3. В технической области.

- Скорейшее получение и освоение новой конкурентно-способной авиационной техники;
- Совместно с предприятиями-изготовителями создание мощной межрегиональной базы по обслуживанию новых типов воздушных судов.

4. В производственной области.

- Совершенствование системы расписания и технологического графика оборота воздушных судов, оптимизация маршрутов, организация стыковки с рейсами местных воздушных линий;
- Совершенствование технологии и улучшение качества наземного обслуживания собственных и транзитных рейсов;
- Всестороннее развитие аэропортового пассажирского сервиса;
- Развитие широкой агентской сети продаж перевозок, внедрение прогрессивных технологий резервирования и управления провозными ресурсами;
- Разработка и внедрение гибкой системы тарифов;
- Изыскание работы вне базы.

Анализ показывает, что главными задачами ОАО «Красноярских авиалиний» являются:

- замена существующего парка воздушных судов на современные высокоэффективные ВС нового поколения;
- реконструкция аэровокзального комплекса;
- создание на базе авиакомпании межрегионального сервисного центра для самолетов семейства Ту-204 и двигателей «ПС – 90А».

В 2002 году авиакомпания "КрасЭйр" заключила целый ряд соглашений в рамках программы модернизации парка воздушных судов. В сентябре 2002 года авиакомпания "КрасЭйр" и авиакомпания "Germania" приняли решение о создании совместного предприятия. Создание такого предприятия предполагает, что немецкая сторона в качестве своей доли в уставной капитал предоставит самолеты MD-83 (в количестве 8 шт.), которые в дальнейшем будут эксплуатироваться на внутренних регулярных и международных рейсах "КрасЭйр". Кроме того, в декабре, в ходе работы Второго Международного Сибирского Авиационно-Космического салона был подписан пакет документов между авиакомпанией "КрасЭйр" и компанией "Boeing", в которых оговорены основные условия договора по приобретению "КрасЭйр" двух самолетов Boeing 767-200ER в лизинг у компании "Boeing Capital Co.". Первый самолет прибудет в аэропорт "Красноярск" уже 2003 году.

Были также подписаны соглашения с компаниями "Ильюшин Финанс Ко." о поставке в лизинг трех самолетов Ту-204-100 (первый самолет - в 2003 году) и корпорацией "МиГ" на приобретение двух самолетов Ту-334-100 (в 2004 году). Осуществление данного проекта – новый этап в реализации программы реновации парка воздушных судов "КрасЭйр", новые самолеты заменят устаревшие Ту-154 и Ту-134.

Необходимость скорейшей реновации парка самолетов вызвана как естественным старением и плановым списанием действующего парка, так и намерениями авиакомпании за счет приобретения высокоэффективных ВС опередить своих конкурентов с целью сохранения сложившегося и обретения нового рынка авиаперевозок.

Таким образом, перед предприятием стоит проблема привлечения инвестиций для обновления воздушного парка. В следующей части работы проанализируем возможности компании по использованию наиболее привлекательных источников внешнего финансирования.

2. Анализ инвестиционной привлекательности АК «Красноярские авиалинии» и потенциальных источников внешнего финансирования

При решении проблемы привлечения финансовых средств для обновления воздушного парка можно рассматривать следующие способы привлечения средств:

- Банковские кредиты
- Дополнительная эмиссия акций
- Эмиссия облигаций
- Лизинг.

Для вышеперечисленных потенциальных инвесторов основными критериями при принятии решения об инвестировании средств являются:

- качество управления компанией (уровень менеджмента)
- репутация заемщика, опыт работы с банком
- конкурентоспособность клиента, положение в отрасли
- возможность предоставления клиентом имущества как обеспечение кредита
- финансовое состояние заемщика.

2.1 Банковское кредитование.

Применяемые банками методы оценки кредитоспособности заемщика на основе показателей бухгалтерской отчетности различны, но все они содержат определенную систему коэффициентов. Рассмотрим методику, основанную на показателях ликвидности и платежеспособности.

Платежеспособность - готовность предприятия погасить долги в случае одновременного предъявления требования о платежах со стороны всех кредиторов или способность предприятия рассчитываться по своим долгосрочным обязательствам. Коэффициент платежеспособности рассчитывается как отношение платежных средств предприятия к платежным обязательствам, чем выше данный показатель, тем выше платежеспособность предприятия:

$$*K* \text{ платежеспособности} = \text{Плат.средства} / \text{плат.обяз-ва}$$

Рассчитаем показатели на основе бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках ОАО «АК «Красноярские авиалинии» (приложения 4,5). Для авиакомпании $K_{\text{плат}}=0,59$, следовательно платежные обязательства только на 59% обеспечены платежными средствами, ситуация отягощается еще и тем обстоятельством, что в составе платежных средств учитываются ГП на складе и производственные запасы предприятия.

Ликвидность предприятия означает наличие у предприятия оборотных средств в размере теоретически достаточных для погашения краткосрочных обязательств, хотя бы и с нарушением сроков погашения, установленных в контрактах.

Коэффициент абсолютной ликвидности - наиболее жесткий критерий платежеспособности. Характеризует какую часть краткосрочной задолженности предприятие может погасить в ближайшее время. Считается, что данный коэффициент не должен быть ниже 0,2.

$$K_{\text{абс.ликвидности}} = \text{Денеж.средства} / \text{краткосрочные обяз-ва}$$

В нашем случае этот показатель ничтожно мал 0,008, однако данная ситуация не является нетипичной для российских предприятий, когда предприятия стремятся производственными запасами уберечься от инфляции.

Коэффициент ликвидности - отражает прогнозируемые платежные возможности предприятия при условии своевременного проведения расчетов с дебиторами. Рекомендуемое значение не ниже 0,5.

$$K_{\text{ликвидности}} = \text{Денеж.средства} + \text{Деб.задол-сть} / \text{краткосрочные обяз-ва}$$

В нашем случае *K ликвидности* близок к норме и составляет 0,45

Коэффициент покрытия - показывает платежные возможности предприятия, оцениваемые при условии не только своевременных расчетов и благоприятной реализации готовой продукции, но и продажи мобильных средств (запасы).

$$K_{\text{покрытия}} = \text{Запасы} + \text{Денеж.средства} + \text{Деб.задол-сть} / \text{краткосрочные обяз-ва}$$

Нормативное значение коэффициента покрытия - не ниже 2, в нашем случае оно равно 0,57, следовательно, даже при успешной реализации всех запасов и готовой продукции только 57% краткосрочных обязательств может быть погашено.

Коэффициент автономии (независимости от заемных источников средств) - показывает долю собственных средств в общей стоимости имущества.

$$K_{\text{автономии}} = \text{Собственные средства} / \text{Итог баланса}$$

В нашем случае этот показатель составляет 0,21 против нормативного значения не ниже 0,5, следовательно, это говорит о недостатке у предприятия собственных средств,

т.е. собственникам принадлежит только 21% всего имущества. Однако необходимо учитывать, что мы анализируем предприятие с высокой степенью капиталоемкости, где необходимые затраты на обновление воздушного парка не могут быть профинансированы за счет собственных средств даже на 50% (Таблица 2.3)

Таблица 2.3

Статья баланса	Денежные средства	Дебиторская задолженность	Запасы (включая ГП)	Краткоср. обязательства	Собствен. средства	Итог баланса
Тыс. руб.	12998	740069	209952	1689017	483159	2289523

В основе определения класса кредитоспособности заемщика банком лежит критериальный уровень показателей и их рейтинг. В зависимости от величины коэффициентов заемщики делятся на три класса кредитоспособности (Таблица 2.4)

Таблица 2.4

Таблица классов кредитоспособности.

Коэффициент	Уд. вес	1 класс	2 класс	3 класс
$K_{ал}$	30%	0,2 и >	0,15-0,2	< 0,15
$K_{л}$	20%	0,8 и >	0,5-0,8	< 0,5
$K_{п}$	30%	2 и >	1-2	< 1
$K_{фн}$	20%	0,6 и >	0,4-0,6	< 0,4
Рейтинг		100-150	151-250	251-300

Удельный вес или значимость, показателя в системе определяется экономистом индивидуально для каждого Заемщика в зависимости от политики данного коммерческого банка, особенностей клиента, ликвидности его баланса, положения на ссудном рынке. Например, высокая доля краткосрочных ресурсов, наличие просроченной задолженности по ссудам и неплатежей поставщикам повышают роль коэффициента ликвидности, который оценивает способность предприятия к оперативному высвобождению денежных средств. Втягивание ресурсов банка в кредитование постоянных запасов, заниженность размера собственных средств повышают рейтинг показателя обеспеченности собственными средствами. Нарушение экономических границ кредита, закредитованность клиентов выдвигают на первое место при оценке кредитоспособности уровень коэффициента покрытия,

Общая оценка кредитоспособности дается в баллах. Баллы представляют собой сумму произведений рейтинга каждого показателя на класс кредитоспособности. I класс

присваивается при 100-150 баллах, II класс - при 151-250 баллах и III класс - при 251-300 баллах.

Итак, подсчитаем рейтинг для АК «Крас Эйр» с точки зрения данной методики:

Рейтинг = $3*30+3*20+3*30+3*20=300$, так как значение всех показателей соответствует третьему классу заемщиков, является закономерным, что при расчете итогового рейтинга компания является клиентом 3 (самого неблагоприятного) класса по кредитоспособности. Предоставление кредитов заемщикам 3 класса связано для банка с серьезным риском. В большинстве случаев кредиты подобным заемщикам выдаются редко, под высокие процентные ставки, в размерах, не превышающих размер УК заемщика.

Но следует обратить внимание, что традиционные методики оценки платежеспособности имеют очень существенный недостаток. Они совершенно не учитывают возможность предприятия привлекать авансы от заказчиков на погашение горящих долгов, так как определяют, какую часть краткосрочных обязательств, предприятие может погасить в настоящее время, используя мобильные средства (а именно денежные средства, краткосрочную дебиторскую задолженность и запасы). Авиакомпания «Красноярские авиалинии» занимает стабильное положение в отрасли, имеет богатую регулярную и чартерную программу, отличную деловую репутацию среди туристических агентств, следовательно, привлечение авансов на покрытие наиболее срочных обязательств не является проблемой для авиакомпании.

К тому же денежные средства, необходимые для платежеспособности с точки зрения традиционных методик финансового анализа уменьшают показатели оборачиваемости, и как следствие падает прибыль предприятия.

Чтобы быть уверенным в способности заемщика вернуть сумму долга своевременно и в полном объеме, необходимо знать доходность его основной деятельности, т. е. показатели рентабельности.

Рентабельность - это показатель доходности, прибыльности предприятия, характеризующий эффективность использования капитала и активов.

Коэффициенты рентабельности характеризуют эффективность предприятия с точки зрения:

- инвестиционной привлекательности;
- кредитоспособности.

Инвестиционная привлекательность предприятия отражается сравнением показателя рентабельности собственного капитала (ROE, return on equity) с текущей рыночной депозитной ставкой.

Сам **коэффициент рентабельности собственного капитала** рассчитывается как отношение чистой (после процентов и налога) прибыли за отчетный период к средней за период (среднеарифметическому значению собственного капитала на начало и конец отчетного периода) величине собственного капитала компании по балансу.

$$R_{ск} = \text{Чистая прибыль} / \text{Собственный капитал}$$

$$R_{ск} = 111016 / 522517 = 0,22 = 22\% - \text{ за 2002 год}$$

Средняя ставка по депозитам составляет примерно 15% годовых, а наше предприятие за 2002 год имеет рентабельность СК равную 22%.

Коэффициент рентабельности активов характеризует кредитоспособность предприятия. Он рассчитывается как отношение операционной (до процентов и налога) прибыли за отчетный период к средней за период (среднеарифметическому значению собственного капитала на начало и конец отчетного периода) величине общей балансовой стоимости всех активов компании.

Проверяется соотношение между показателем рентабельности активов и **текущей рыночной кредитной ставкой** (либо ставки по кредитам, доступным компании от банка финансово-промышленной группы, в которую предприятие входит) **ікр**. То есть проверяется, какое из неравенств выполняется:

$$ROA \geq \text{ікр}$$

$$ROA < \text{ікр}$$

Если коэффициент рентабельности активов выше текущей рыночной кредитной ставки (в расчете на длительность отчетного периода) или равен ей, то с точки зрения кредиторов это означает, что компания в состоянии справиться с обслуживанием долгосрочных кредитов за счет своей операционной прибыли (имея в виду, что платежи по кредитам являются первоочередными). Кредитоспособность фирмы тогда считается нормальной.

Если коэффициент рентабельности активов ниже текущей рыночной кредитной ставки (в расчете на длительность отчетного периода), то с точки зрения кредиторов это означает, что компания не в состоянии справиться с обслуживанием долгосрочных кредитов за счет своей операционной прибыли. Кредитоспособность предприятия, следовательно, недостаточна.

$$R_{акт} = \text{Прибыль (до уплаты \% и налогов)} / \text{Всего активов}$$

$$R_{акт} = 940392 / 2289523 = 0,41 = 41\% - \text{ за 2002 год}$$

$$R_{акт} = 822868 / 2104971 = 0,398 = 39\% - \text{ за 2001 год}$$

Средняя ставка по кредитам составляет 23%, следовательно, предприятие вполне кредитоспособно.

Рентабельность активов может рассматриваться как показатель производительности активов, т.е на 1 рубль активов приходится 7 коп. прибыли, что не является плохим показателем, учитывая высокую стоимость воздушного парка.

Коэффициент рентабельности продаж показывает, какую прибыль имеет предприятие с каждого рубля реализации. Он рассчитывается как отношение прибыли от реализации к выручке от реализации [20].

R_{продаж} = Прибыль от реализации / Выручка от реализации (без НДС)

$R_{\text{продаж}}=940392/3829946=0,24=24\%$ - за 2002 год

$R_{\text{продаж}}=822868/2720273=0,30=30\%$ - за 2001 год

Но, как было сказано выше, процесс оценки кредитоспособности заемщика не должен сводиться исключительно к финансовому анализу с использованием традиционных коэффициентов. Ориентация на чисто количественные методы приводит к слишком общим выводам, в которых игнорируются особенности, присущие конкретному клиенту, поэтому нужно изучить все факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность компании.

Известно, что исследуемая авиакомпания активно пользуется кредитами коммерческих банков. Размеры, сроки и процентные ставки по кредитам различны, но удалось узнать, что самым дешевым кредитом является - кредит Сбербанка под 19% годовых, сроком на 5 лет, а самый дорогой полученный кредит - кредит КБ «Кедр» сроком на 1 месяц под 30% годовых. Можно предположить, что банкам при рассмотрении кредитной заявки доступна другая информация, располагающая к принятию положительного решения о выдаче кредита и позволяющая строить отношения с данным заемщиком на неформальном уровне.

Таким образом, при принятии решения о выдаче кредита, финансовое состояние заемщика не является решающим фактором в нашем случае. Рассмотрим остальные факторы инвестиционной привлекательности.

Авиакомпания «Красноярские авиалинии» занимает устойчивое место на рынке авиауслуг не только в Красноярском крае, являясь практически монополистом в данном регионе, но и в целом по России. Подтверждением этому является победа в конкурсе "Крылья России-2002" в самой престижной номинации "Авиакомпания года – пассажирский перевозчик на внутренних воздушных линиях России" и стала лауреатом в номинации «Пассажирский перевозчик на международных воздушных линиях». «Крылья России» – ежегодная Премия, присуждаемая лучшим авиакомпаниям страны по итогам прошедшего года. По мнению многих отраслевых специалистов, «Крылья России» – на сегодняшний день единственное рейтинговое мероприятие, позволяющее объективно

оценить деятельность российских авиакомпаний. В этом году за титул «Авиакомпания года» боролись 37 ведущих российских авиаперевозчиков, были заявлены такие авиакомпании как «Аэрофлот», «Дальавиа», «Домодедовские авиалинии», «Utair» («Тюменьавиатранс»).

Нельзя не обратить внимание, на итоги деятельности компании за первый квартал 2003 года: за первый квартал 2003 года, согласно фактическим данным, воздушными судами авиакомпании "КрасЭйр" перевезено 194487 человек (рост 5% к аналогичному периоду 2002 года). Воздушные суда провели в воздухе 6775 часов, из которых 2029 часов – на международных воздушных линиях. За первый квартал 2003 года аэропорт "Красноярск" отправил 88197 пассажиров (+1% к первому кварталу 2002 года). Пассажирооборот за данный период составил 620 млн. пассажирокилометров, что на 6% превышает показатели аналогичного периода 2002 года. Тоннокилометраж составил 88840 тыс. тоннокилометров. Коэффициент занятости пассажирских кресел составил 76,2% (рост 6,3%). За первый квартал 2003 года, согласно оперативным данным, финансовый оборот составил 974,4 млн. рублей (рост 8% к аналогичному периоду 2002 года).

Все эти факты способствуют повышению имиджа авиакомпании в глазах потенциальных инвесторов. Благодаря программе увеличения доходов, за счет расширения географии полетов, и строгому контролю за расходами становится возможным дальнейшее увеличение рентабельности основной деятельности.

Что касается спроса на авиаперевозки, то можно отметить, что российский рынок авиаперевозок готов к стабилизации, начинается процесс его постепенного восстановления. На фоне интенсивного списания ВС прогнозируется рост спроса на авиаперевозки. Исходя из условия экономической стабильности, можно ожидать, что: потребность в пассажирских перевозках, как минимум, удвоится к 2010 году и в 2015 году может практически достичь уровня 1990 года. Наиболее значительное увеличение потребности прогнозируется для грузовых перевозок. К 2015 году этот рынок может возрасти в 3 раза. Наиболее интенсивно развивается международный сегмент пассажирского и грузового рынка авиаперевозок. Доля международных перевозок составляет 48% на пассажирском рынке и 68% - на грузовом. В том числе, доля перевозок в развитые страны составляет 16-18% в общем пассажирообороте и до 30% в грузообороте, что определяет повышенные требования к вновь внедряемым ВС.

Таким образом, спрос на авиаперевозки растет и для поддержания конкурентоспособности. Авиакомпания "КрасЭйр" с февраля 2003 года начала реализацию нового Проекта по улучшению качества обслуживания. В рамках проекта

разработана Программа по формированию Системы идентификации фирменного стиля обслуживания пассажиров "КрасЭйр".

Цель программы: воплотить на практике корпоративные ценности авиакомпании, где в центре внимания – пассажир. Программа предусматривает контроль качества обслуживания на всех этапах технологического процесса: покупка авиабилета, обслуживание в аэропорту, обслуживание на борту воздушных судов, общение с представителем авиакомпании. По мнению пассажиров приоритетными направлениями улучшения качества обслуживания являются: совершенствование системы тарифов, обновление и модернизация парка воздушных судов и улучшение бортового питания. Возможно развитие таких направлений как интернет-продажи, доставка билетов на дом, дополнительные услуги на борту (заказ такси, бронирование гостиницы на борту самолета).

Что касается такого критерия оценки инвестиционной привлекательности как управление компанией, то нужно отметить, что уровень менеджмента является очень высоким.

Команда менеджеров авиакомпании "КрасЭйр" вошла в рейтинг "100 самых профессиональных управленческих команд России". Из российских авиакомпаний в этом рейтинге отмечены только две "Аэрофлот-Российские авиалинии" и UTAir (бывшая авиакомпания "Тюменьавиатранс"). При составлении рейтинга в качестве управленческой команды рассматривалась группа менеджеров четырех функциональных направлений деятельности предприятия (финансы, маркетинг, работа с персоналом, информационные технологии) во главе с руководителем компании.

Менеджеры авиакомпании "КрасЭйр" по итогам рейтинга "Самые профессиональные менеджеры России" за 2002 год, проведенного Ассоциацией менеджеров, занимают лидирующие позиции по различным направлениям деятельности.

Генеральный директор авиакомпании "КрасЭйр" Борис Абрамович вошел в рейтинг "1000 самых профессиональных менеджеров России". Также Генеральный директор авиакомпании "КрасЭйр" Борис Абрамович стал лауреатом конкурса "Директор года" по Сибирскому федеральному округу в номинации "Транспортные коммуникации". Кроме того, в список лучших руководителей вошли:

- Елена Миклашевич - заместитель генерального директора по финансам ("200 самых профессиональных финансовых директоров");
- Андрей Егоров - советник генерального директора ("200 самых профессиональных коммерческих директоров (директоров по маркетингу);

- Екатерина Шматько - директор по управлению персоналом ("200 самых профессиональных директоров по персоналу");
- Сергей Никитенко - директор комплекса информационных технологий ("200 самых профессиональных ИТ-директоров").

Кандидаты в рейтинг "Самые профессиональные менеджеры России" оценивались по следующим критериям: коммерческая эффективность, личностная, финансовая, корпоративная, инновационная, социальная и коммуникативная составляющая. При подготовке рейтинга было выделено 19 отраслей и 79 подотраслей. Объективность сбора и обработки информации проверена и подтверждена заключением международной аудиторской компании Deloitte & Touche.

2.2 Дополнительная эмиссия акций.

Согласно Закону РФ «О РЦБ» акция представляет собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права ее владельца на получение части прибыли АО в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Таким образом, одним из мотивов инвестирования в акции является ожидаемый доход в виде дивиденда - данный показатель принимает активное участие в оценке экономической эффективности вложений в акции. Другой мотив инвестирования - это участие в управлении компанией, но для этого необходимо владеть достаточным пакетом акций, что потребует внушительных вложений денежных средств. При этом необходимо учесть, что 51% акций компании принадлежит Министерству имущественных отношений РФ, для которого дополнительная эмиссия означает разводнение капитала и возможность прихода нежелательных стратегических инвесторов. Стратегического инвестора тоже вряд ли заинтересует предприятие со значительной долей государства, а значит с невозможностью проведения самостоятельной политики, так как вероятность блокирования решений со стороны государства стремится к единице.

Поэтому при изучении инвестиционной привлекательности авиакомпании в качестве основного мотива вложения средств будем рассматривать ожидаемые дивиденды и рост стоимости акций.

Для эффективного выпуска ценных бумаг и привлечения средств, необходимо знать какая информация и в каком объеме доступна инвесторам. Инвесторы могут получить информацию о компании из следующих источников - это средства Интернет, печатные издания, публикуемая отчетность, экспертные оценки и т.д., то есть вся информация, которую инвестор может получить в свободном доступе. У частного

инвестора отсутствует неформальный способ отношений, который может быть у коммерческого банка.

Портфельный инвестор принимает решение об инвестировании, если инвестиции удовлетворяют следующим критериям (помимо основных факторов инвестиционной привлекательности компании):

- дешевизна инвестиции;
- минимизация риска инфляционных потерь;
- краткость срока окупаемости;
- стабильность или концентрация поступлений;
- высокая рентабельность как таковая и после дисконтирования;
- отсутствие более выгодных альтернатив (в качестве самой общедоступной альтернативы будем рассматривать банковский депозит).

Таким образом, для инвесторов инвестиционная привлекательность акций компании - это ответ на вопрос о целесообразности вложения средств в данное предприятие, рассмотренный со всех сторон. Анализировать инвестиционные качества предполагаемых выпусков акций будем на основе уже существующих акций и дивидендной политики общества применительно к ним.

Инвестиционная привлекательность акций зависит от всех показателей, характеризующих финансовое состояние, но инвесторов непосредственно интересуют показатели, влияющие на доходность или рентабельность капитала предприятия, курс акций и уровень дивидендов. Рентабельность предприятия была рассмотрена нами ранее и оценена как положительная. Теперь рассмотрим другие характеристики, необходимые для принятия инвестиционного решения.

В настоящее время акции авиакомпаний котируются на РТС, но сделок зарегистрировано не было, поэтому при определении затрат потенциальных инвесторов будем брать лучшую котировку на продажу 210 \$, в то время как лучшая цена покупки 5,5\$. Подобный спрэд уже является свидетельством низкой ликвидности ценной бумаги и объясняет отсутствие сделок. Какой смысл инвестору приобретать акцию за 210 \$, если продать он ее сможет только за 5,5\$.

Рассчитаем **текущую внутреннюю стоимость акции**, если средний дивиденд равен 7 руб., а в качестве r возьмем среднюю годовую ставку по депозитам =15%, тогда при условии, что инвестор будет владеть акцией вечно

$PV = (7 \text{ руб.}/15\%)*100\% = 71 \text{ руб.}$, значит, акции являются крайне переоцененными.

Если предположить, что ожидается ежегодное повышение дивидендов в среднем на 10% в год, тогда найдем PV, при помощи формулы Гордона:

$PV = 10,64 * 1,1 / (0,15 - 0,1) = 234$ руб. приблизительно 7,5\$, что намного ниже рыночной цены акции 210\$ следовательно частному инвестору нецелесообразно покупать акции.

Срок окупаемости инвестиций является самым простым методом оценки инвестиций. Срок окупаемости - это время необходимое инвестору для возмещения суммы его первоначального вложения капитала. Он определяется как отношение суммы вложения капитала к сумме чистой прибыли инвестора.

Значит, для нашего инвестора потребуется $200\$ * 31,10 / 7,6 = 818$ лет, чтобы окупить инвестицию, при условии, что инвестор не собирается перепродавать акции и основной целью инвестиций является получение дохода, а не участие в управлении.

DY (норма дивиденда или рендит) - это относительный показатель доходности ценной бумаги, пользуется особенной популярностью среди аналитиков рынка ценных бумаг [22].

$DY = D / SP * 100\%$ Где SP - цена одной акции в конце периода; D - дивиденды, выплаченные в течение периода.

В нашем случае D за 2001 год = 10,64 руб., согласно данным сайта СКРИН (НАУФОР) SP=210\$, значит, $DY = (10,64 / 210 * 31,10) * 100\% = 0,163\%$, таким образом, норма доходности по акциям АК в сравнении со ставкой по депозитам является неприемлемой для инвестора.

Вывод: в настоящее время приобретать акции ОАО АК «Красноярские авиалинии» с целью получения дохода в виде дивидендов и роста курсовой стоимости акций не является целесообразным. Во-первых, поскольку ожидаемый поток дивидендов не в состоянии окупить первоначальные затраты, а во-вторых данная ценная бумага не является ликвидной на вторичном рынке, чтобы можно было получить доход от перепродажи за счет колебания рыночной стоимости.

Исходя из ситуации, сложившейся на российском фондовом рынке, акции являются менее привлекательными по сравнению с облигациями, как для инвесторов, так и для эмитентов. Если за рубежом и те, и другие инструменты покупаются для получения дохода, то у нас акции, по которым практически не выплачиваются дивиденды и которые не растут в цене, используются в первую очередь для перераспределения собственности. Если целью компании является привлечение инвестиций без потери контроля над собственностью, то имеет смысл рассмотреть выпуск облигаций как альтернативу банковского кредита.

2.3 Эмиссия облигаций

В настоящее время сложилось как некогда благоприятная ситуация для выпуска облигаций. Рынок корпоративных облигаций в 1 кв. 2003 г. характеризовался агрессивным ростом, высокими показателями активности участников рынка, незначительными объемами первичных размещений и как следствие высоким дефицитом инструментов [36].

Основными факторами, определившими ситуацию на рынке корпоративных рублевых бумаг в начале года, стали: быстрое снижение процентных ставок на рынке ОФЗ, укрепление курса рубля, низкие инфляционные ожидания, высокие цены на нефть. Все эти факторы привели к избыточному предложению свободных денежных ресурсов, а стабильность обменного курса спровоцировала интерес операторов фондового рынка к рублевым долговым инструментам.

Результатом превышения спроса над предложением на рынке корпоративных облигаций стало беспрецедентное падение доходностей по этим бумагам. Таким образом, размещение и обслуживание облигационного займа обойдется эмитенту дешевле, чем банковский кредит.

Доходности бумаг «первого эшелона» находятся в диапазоне 10-13% годовых к погашению через 2-3 года; «второму эшелону» соответствует интервал 12-16% годовых к оферте либо к погашению на срок 1 до 2 лет. Максимальные уровни доходности по наиболее рисковым бумагам находятся в диапазоне 17-19% [28].

Известно, что анализируемая авиакомпания «Красноярские авиалинии» активно использует банковские кредиты для финансирования инвестиционных проектов, также известно, что самым дешевым кредитом является кредит сроком на 5 лет под 19% годовых. Таким образом, имеет смысл рассмотреть выпуск облигаций как альтернативу банковского кредита, для решения проблемы обновления воздушного парка АК «Красноярские авиалинии».

Докажем целесообразность выпуска облигационного займа посредством сравнения расходов, необходимые для выпуска облигаций с минимальными расходами на обслуживание банковского кредита 19% годовых.

Инвестиционная привлекательность облигаций компании зависит, прежде всего, от их *доходности*. Прежде чем инвестор выходит на рынок корпоративных облигаций, он сравнивает доходность различных облигационных выпусков. Поскольку в настоящее время компаниям удается размещать займы под рекордно низкие ставки, максимальные доходности по наиболее рисковым бумагам составляют от 17 до 19%, то, по мнению

автора, оптимальная доходность облигаций авиакомпании должна составлять 16-17% годовых, так как к первоклассным заемщикам авиакомпания не относится, но является одной из ведущих авиакомпаний России.

В случае эмиссии купонных облигаций встает вопрос о выборе процентных ставок: переменные или фиксированные. Переменные или плавающие купонные ставки привязаны к определенному инструменту, отражающему стоимость денег на рынке (ставки по ГКО-ОФЗ, ставка рефинансирования ЦБР, валютному курсу). Но практика показывает, что бумаги с фиксированной ставкой более ликвидны и гораздо активнее обращаются на вторичном биржевом рынке, чем облигации с плавающими купонными ставками. Во-первых, *фиксированная ставка* более выгодна, так как позволяет им прогнозировать свои доходы, а во-вторых, в настоящее время наблюдается устойчивая тенденция снижения процентных ставок по гос.облигациям, снижение ставки рефинансирования и падение курса доллара по отношению к рублю, поэтому плавающие ставки, привязанные к данным индикаторов для инвестора не являются инвестиционно привлекательными [30].

При формировании модели выпуска рекомендуется использовать *механизм оферты*, так как с одной стороны оферта помогает компании выпускать среднесрочные бумаги и при этом сокращать издержки рефинансирования долга. С другой стороны, оферты значительно повышают инвестиционную привлекательность облигаций, так как позволяют инвесторам предъявить их к погашению досрочно в случае неблагоприятных изменений на рынке. В настоящее время широко распространены оферты раз в год и раз в полгода. Однако при такой форме выпуска ОАО «Красноярские авиалинии» сталкивается с риском досрочного предъявления к погашению всего выпуска или его части. В этом случае, если авиакомпания не сможет рефинансировать долг под приемлемый процент, реализация долгосрочных проектов может оказаться под угрозой. Следовательно, авиакомпания вынуждена резервировать ко дню оферты определенный запас денежных средств, поэтому для компании выгоднее устанавливать оферты не реже раза в год. Чтобы минимизировать риск предъявления бумаг к выкупу эмитенту рекомендуется проводить перед датой оферты ряд мероприятий с целью повысить уверенность инвесторов в своей платежеспособности, а также необходимо развивать вторичный рынок своих облигаций.

Тарифы на включение ценных бумаг в котировальные листы РТС и ММВБ указаны в Таблице 2.5.

Таким образом, расходы связанные с поддержанием ликвидного рынка облигаций при помощи РТС являются настолько незначительными по сравнению с объемом эмиссии

(менее 0,01%), что ими можно пренебречь при анализе затрат на обслуживание облигационного займа.

Таблица 2.5

Тарифы на включение ценных бумаг в котировальные листы РТС и ММВБ

	Статья затрат	Периодичность оплаты	РТС(руб)	ММВБ
1.	Допуск облигаций к размещению в том числе:		0	от \$7 500
	• плата за проведение экспертизы документов		0	от \$3 000
	• плата за допуск к размещению		0	\$4 500 - \$10 000
2.	Прохождение процедуры листинга в том числе:			
	• плата за проведение экспертизы документов	единоразовый платеж	9 600	цена договорная
	• плата за включение ценных бумаг в Котировальные листы 1-го, 2-го уровней	единоразовый платеж	От 12 000	50 000 / 30 000 руб.
	• плата за поддержание листинга ценных бумаг, в год	ежемесячно	От 6 000 /в год	15 000 / 10 000 руб.
3.	Хранение ценных бумаг (глобального сертификата) в расчетном депозитарии (ДКК и НДЦ соответственно), в месяц	ежемесячно	0	от 80 000 руб.

При разработке программы по выпуску облигаций АК «Красноярские авиалинии» может воспользоваться услугами специальных организаций или провести подготовку и размещение займа самостоятельно. Однако выход компании на публичный рынок является довольно важным событием в ее кредитной истории. Поэтому необходимо сделать все возможное для того, чтобы у делового сообщества с самого начала сложилось благоприятное впечатление о новом эмитенте.

В настоящее время наибольшее распространение получила организация размещения облигаций посредством инвестиционных банков и инвестиционных компаний. Как правило, они являются, как финансовыми консультантами, определяющими оптимальные параметры эмиссии для компании, и андеррайтерами выпуска, так и игроками вторичного рынка, поддерживающими ликвидность выпуска.

Очень часто для выпуска облигаций образуется эмиссионный синдикат из нескольких крупных банков. В России эта практика широко распространена, и примеров можно привести множество (как вариант, облигации МГТС (2 выпуск), организатором которых выступил «Доверительный и Инвестиционный Банк», а соорганизатором стал МБРР).

Следует отметить, что выбор финансового партнера компании при выпуске имеет большое значение. Здесь важны авторитет банка или инвестиционной компании среди институтов, его опыт по организации публичного финансирования, широкая клиентская база и сильное аналитическое подразделение. Рейтинг организаций, оказывающих услуги по размещению облигационных займов приведен в Приложении 5,6.

Как уже было сказано выше, **услуги финансовых посредников** обойдутся компании примерно в **1,5%** от объема эмиссии, см. Приложение 2 .

Также стоит учесть расходы на рекламу или так называемые роад-шоу. В настоящее время большинство проходящих размещений корпоративных займов сопровождаются презентационными мероприятиями. Многие эмитенты ограничиваются одной презентацией в Москве, что в принципе оправдано, так как большинство приобретателей корпоративных облигаций - это крупные банки, чьи головные офисы находятся в столице. Как показывает опыт компаний, успешно разместивших свои облигации, встречи с финансовым менеджментом компании очень важны для инвесторов. Сама возможность непосредственного контакта и получения информации из первых рук уже оказывает значительное влияние при принятии инвестиционных решений. Инвестор видит, кому именно он дает свои деньги, под какой проект, а также может задать любой интересующий вопрос о деятельности компании.

В соответствии с действующим законодательством эмитенты обязаны публиковать официальные сообщения о существенных фактах, к которым относятся сведения о размещении облигаций, об утверждении решения о выпуске, а также о других фактах и событиях, перечисленных в эмиссионных документах.

Помимо официальных сообщений, информацию о готовящемся размещении можно донести до потенциальных инвесторов через пресс-релизы, освещенные в средствах массовой информации, на Интернет-сайтах. Как правило, **расходы на презентационные мероприятия и раскрытие информации об эмитенте** не зависят от объема эмиссии и составляют 10-20 тыс. \$. Если рассматривать объем эмиссии равный 13 млн. \$, то данные расходы составят **0,02 %** от объема привлеченных средств в максимальном выражении.

Статьи затрат на эмиссию облигаций.

Статья затрат	% от объема эмиссии
Доходность облигаций для предприятий второго эшелона	17 % годовых
Вознаграждение финансовых консультантов, андеррайтеров, платежных агентов	около 1,5 % от объема эмиссии единоразовый платеж
Расходы на презентационные мероприятия, реклама, раскрытие информации, доступ на РТС	около 0,5 % от объема эмиссии единоразовый платеж
Итого удорожание источника финансирования	19 % в первый год и 17 % в последующем или 17,7 % среднегодовых (при 3-хлетнем облигационном займе)

Облигационный заем является альтернативой банковскому кредиту, банки уже не являются монополистами в области финансирования производства, а это уже большой плюс. Кроме того, большую, вернее практически всю, часть выпуска приобретают институциональные инвесторы - банки, негосударственные пенсионные и паевые инвестиционные фонды, страховые компании. По мере развития рынка в процесс будут вовлекаться как сами предприятия, имеющие свободные денежные средства, так и частные инвесторы. И предприятия получают большую свободу в привлечении средств и финансировании производства.

2.4 Лизинг

Лизинг воздушных судов используется в первую очередь как форма финансирования на приобретение в пользование воздушных судов и оборудования к ним. Лизингодатель должен иметь:

1. заявку на лизинг конкретного воздушного судна от авиапредприятия-лизингополучателя;
2. информацию об авиапредприятии-лизингополучателе (его возможности оплатить стоимость лизинга и способности осуществлять грамотную эксплуатацию воздушного судна);

3. проекты развития авиапредприятия-лизингополучателя и условия эксплуатации им воздушных судов.

Для определения стоимости лизинга учитывается:

- закупочная цена воздушного судна;
- процентная ставка по долгосрочным кредитам;
- продолжительность договора лизинга и периодичность взносов по нему;
- метод начисления амортизации, включая выкуп по остаточной стоимости.

Лизингодатель обязуется закупить согласованное с лизингополучателем воздушное судно и сдать его ему в лизинг, переступив тем самым право пользования этим воздушным судном, но сохранив право собственности на него за собой.

В договоре лизинга, кроме того, обычно оговаривается, что лизингодатель не отвечает за любой недостаток воздушного судна, за задержку либо отказ от поставок со стороны поставщика. Все претензии по этим вопросам подлежат рассмотрению между поставщиком и лизингополучателем. Лизингополучатель несет ответственность за сохранность воздушного судна, за вред, причиненный воздушным судном третьим лицам. В договоре должно быть определено, кто страхует воздушное судно и ответственность, связанную с вредом, возникающим при его использовании. Чаще всего страхует лизингодатель за счет лизингополучателя.

Действие договора лизинга прекращается, если:

- поставщик не выполнит договора поставки;
- лизингополучатель нарушает сроки и условия платежей;
- лизингополучатель не выполняет условий эксплуатации воздушного судна либо по иным оговоренным причинам.

При заключении договора лизинга лизингополучатель перечисляет первый взнос, подписывает акт приемки воздушного судна у поставщика в присутствии лизингодателя. Лизингодатель выдает поставщику заказ на покупку, оплачивает ее, открывает балансовые и забалансовые счета, организует учет взносов. В то же время лизингодатель не имеет влияния на выбор объекта лизинга и не может воздействовать на его качества и свойства.

Организационное обеспечение финансового лизинга самолета Ту-204-100

Условия приобретения самолётов:

1. Финансовый лизинг самолёта Ту 204-100;
2. Срок лизинга 5 лет;
3. Стоимость самолета приблизительно \$ 18 млн. по курсу 30,7 руб.=1 \$
4. Рублевая процентная ставка 22% (включая маржу лизинговой компании) начисляется на остаточную стоимость самолета;

5. Платежи по лизингу осуществляются ежемесячно равными долями.

Предполагаемый график платежей приведен в приложении 7.

«Тело» кредита погашается ежемесячно равными долями по 9,21 млн.рублей. Начисление процентов происходит ежемесячно. Общая сумма начисленных за 5 лет процентов почти 309 млн. рублей. За счет того, что платежи осуществляются ежемесячно, а начисление процентов производится на непогашенную часть кредита, среднегодовое удорожание предмета лизинга составляет 11,18 %. Данное обстоятельство является одним из основных преимуществ лизинга, поскольку позволяет снизить расходы в виде процентов по лизинговым обязательствам в два раза.

Другими немаловажными преимуществами лизинга являются:

- Лизинговые платежи полностью относятся на себестоимость, что позволяет сэкономить на налоге на прибыль, в отличие от банковского кредита и облигационного займа, где в качестве расходов признаются только проценты по долговым обязательствам.
- Лизинговое имущество не числится на балансе лизингополучателя, что освобождает от уплаты налога на имущество. Так как активы предприятия при этом не увеличиваются, то фактически повышается показатель прибыльности авиакомпании – доход (прибыль) на используемый капитал.

Для обобщения полученных результатов и выбора оптимального источника внешнего финансирования, составим таблицу сравнения расходов компании и величины экономии по налогу на прибыль при использовании рассмотренных выше способов привлечения средств для обновления воздушного парка. (Таблица 2.7).

Согласно таблице 2.7, **лизинг является оптимальным вариантом реновации воздушного парка**, так как:

- среднегодовой процент, выплачиваемый компании кредитору является минимальным;
- общая сумма долга авиакомпании с учетом начисленных процентов является наименьшей, и составляет 80% от общей суммы долга при банковском кредите и 83% соответственно при выпуске облигационного займа;
- в нашем случае лизинг позволяет сэкономить 48,2 млн. руб. за пять лет, благодаря тому, что у лизингополучателя отсутствует обязанность по уплате налога на имущество;

*Сравнение затрат компании по использованию внешних источников финансирования
и расчет экономии по налогу на прибыль*

(млн. руб.)

Источник внешнего финансирования	Лизинг	Банковский кредит	Облигационный займ
Цена самолета	550,8	550,8	550,8
Ставка % по привлеченным средствам	22%	19%	17%
Среднегодовые затраты %	11,18%	19%	17,70%
Удорожание самолета засчет %-тов кредиторам	307,99	523,26	487,46
Платежей всего (сумма долга + %)	858,79	1074,06	1038,26
Норма амортизации	15%	5%	5%
Сумма начисленной амортизации за 5 лет	начисляет лизингодатель	137,7	137,7
Налог на имущество	платит лизингодатель	48,2	48,2
Расходы, уменьшающие налогооблагаемую прибыль	858,79	709,16	673,35
Экономия на налоге на прибыль	206,11	170,20	161,60
Экономия на налоге на имущество	48,2	0	0

- при использовании лизинга к расходам, уменьшающим налогооблагаемую прибыль, относится вся сумма лизинговых платежей, а при использовании банковского кредита или облигационного займа только суммы процентов по долговым обязательствам, налога на имущество и начисленной амортизации. Следовательно, если при лизинге расходы, учитываемые в целях налогообложения, являются максимальными, то и величина экономии по налогу на прибыль является максимальной.
- Лизинговая компания имеет право применять трехкратную ускоренную амортизацию предмета лизинга (в нашем случае 15%, при СПИ=20 лет), поэтому по окончании срока лизинга авиакомпания становится абсолютно легальным

собственником воздушного судна, имеющего минимальную остаточную стоимость, но вполне реальную рыночную.

Итак, из проведенного анализа, очевидно, что финансовая аренда в России обладает значительными преимуществами по сравнению с банковским и облигационным займами и, как следствие, является самым эффективным механизмом приобретения основных средств, в том числе и самолетов.

Заключение

В процессе разработки дипломного проекта была смоделирована деятельность авиакомпании и обоснован выбор наиболее приемлемого варианта реновации парка воздушных судов.

Проведен анализ текущего финансового положения предприятия, раскрывающий основные характеристики состояния кредитоспособности компании, ее устойчивости и ликвидности. Рассчитаны показатели эффективности вложения в акции компании с точки зрения инвесторов и проанализирована целесообразность выпуска акций для компании эмитента. На основании проведенного анализа, сделан вывод, что рассматривать дополнительный выпуск акций в качестве возможного источника финансирования является нецелесообразным.

Анализ возможности банковского кредитования показывает, что в настоящий момент он невыгоден из-за высоких процентных ставок и сложности оформления банковского кредита на долгосрочный период. Банки используют сложную систему рейтинговых оценок, ориентированную на высококлассных заемщиков, поэтому получение кредита для авиакомпании является делом нелегким, хотя прецеденты были, что говорит скорее о политическом, чем об экономическом решении проблемы.

Положительное значение показателей эффективности проекта говорит о том, что его реализация позволит получить прибыль в ходе его реализации и улучшить финансовое положение авиакомпании, повысить ее конкурентоспособность путем использования современных воздушных судов, снижением издержек при их эксплуатации, возможностью организации высокого уровня сервиса на борту новых самолетов.

Потенциальными источниками привлечения капитала, наиболее привлекательными для инвесторов и авиакомпании являются: облигационный займ и финансовый лизинг.

Совокупные расходы по организации и обслуживанию облигационного займа превышают расходы по лизинговой сделке (около 19% годовых в первый год и 16% в последующем), но корпоративные облигационные займы способствуют формированию публичной кредитной истории эмитента, что приводит к удешевлению займов на фондовом рынке в будущем и возможности выхода на мировые рынки капитала.

Расходы авиакомпании при использовании финансовой аренды значительно меньше затрат на обслуживание банковского кредита и составляют 11,2% годовых, против 19% годовых по кредиту. Кроме того, лизинг обладает неоспоримыми преимуществами, которые позволяют экономить на налоге на имущество и налоге на прибыль, следовательно можно с уверенностью сказать, что лизинг в настоящее время является

самым оптимальным механизмом приобретения основных средств и идеально подходит как способ реновации парка воздушных судов.

Таким образом, цель дипломного проекта, заключающаяся в определении оптимального варианта обновления парка воздушных судов авиакомпании "Красноярские Авиалинии", была достигнута.

Но, только комплекс подобных программ сможет наиболее полно обеспечить замену нынешнего парка и сделать авиакомпанию "Красноярские Авиалинии" способной противостоять конкуренции других крупных авиакомпаний России. При безошибочной реализации представленных проблем позволит АК выходить на новые рынки как внутри российских, так и международных авиаперевозок.

Список используемой литературы

1. Гражданский кодекс РФ, часть 1 №51-ФЗ от 30.11.94 г.
2. Налоговый кодекс РФ, часть 2 №117-ФЗ от 05.08.2000 г.
3. Федеральный закон “О налоге на операции с ценными бумагами” №2023-1 от 12.12.91 г.
4. Федеральный закон “Об акционерных обществах” №208-ФЗ от 26.12.95 г.
5. Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” №39-ФЗ от 22.04.96 г.
6. Федеральный закон “О лизинге” №164-ФЗ от 11.09.98 г.
7. Федеральный закон “О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг” №46-ФЗ от 05.03.99 г.
8. Постановление Правительства РФ «Об утверждении Положения о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), и о порядке формирования финансовых результатов, учитываемых при налогообложении прибыли» № 552 от 05.08.92.
9. Постановление Правительства РФ “О государственной поддержке развития лизинговой деятельности в Российской Федерации” № 752 от 27.06.96.
10. Постановление Правительства РФ «О мерах государственной поддержки производства и реализации на условиях лизинга самолетов ТУ-204» № 783 от 02.07.96.
11. Постановление Правительства РФ «О неотложных мерах по повышению эффективности деятельности авиакомпаний России», № 146 от 02.02.98.
12. Постановление ФКЦБ РФ "Об утверждении стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии" от 19.10.2001 N 27.
13. Распоряжение Правительства РФ «О полном освобождении от оплаты таможенных пошлин и налогов самолетов А-310-300» № 737-р от 24.05.94.
14. Распоряжение Правительства РФ «О некоторых таможенных льготах в отношении ввозимой авиационной техники» № 1445-р от 09.09.94.
15. Распоряжение Правительства РФ «О мерах по привлечению инвестиций для переоснащения парка самолетов российских авиакомпаний» № 404-р от 27.03.97.
16. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. М., Финансы и статистика 2000г.
17. Бердникова Т.В. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М., Инфра-М 2001 г.
18. Воронцовский А.В. Инвестиции и финансирование. Методы оценки и обоснования. Издательство С.-Петербургского университета 1998 г.
19. Жуков Е.Ф. Деньги. Кредит. Банки. М., Юнити 2000 г.

20. Клишевич Н.Б., Костяшкин Е.Н. Анализ хозяйственной деятельности в системе управления промышленным предприятием. Учебное пособие. КГУ, 1995.
21. Ковалев А.И., Привалов В.П., Анализ финансового состояния предприятия, М, 1997г.
22. Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. М, 1995 г.
23. Руднева Е.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг: теория и практика. М., 2001г.
24. Ценные бумаги, под ред. Колесникова В., Таркановского В., М. Финансы и статистика 2001 г.
25. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Д. В. Инвестиции. М., Инфра - М 1999 г.
26. Амосов С., Горбунов В. Корпоративные облигации: как представить выпуск инвесторам? //Рынок ценных бумаг №6/2003 г.
27. Германов А. Российский рынок облигаций: новые тенденции. //Рынок ценных бумаг №24/2002 г.
28. Говорят, что облигации предпочтительнее ... //Рынок ценных бумаг №5/2003 г.
29. Конъюнктура и тенденции рынка корпоративных облигаций. //Рынок ценных бумаг №24/2002 г.
30. Лещенко М. Анализ инвестиционной привлекательности компаний. //Рынок ценных бумаг №14/2001 г.
31. Марголит Г. Вызов принят! Рынок ценных бумаг на ММВБ в свете мировых тенденций. //Рынок ценных бумаг №19/2002 г.
32. Масленников И. Институционализм инвестиционной привлекательности. //ЭКО №8/2002 г.
33. Розанова Е. Управление инвестиционной привлекательностью акций. //Финансовый менеджмент №5/2002 г.
34. Статистика по состоянию на 14.03.2003 г. //Рынок ценных бумаг №7/2003 г.
35. Стройные ряды эмитентов продолжают пополняться. //Рынок ценных бумаг №16/2002г.
36. Третьяков А. Российский долговой рынок: состояние и перспективы. //Рынок ценных бумаг №5/2003 г.
37. Ященко А. Алюминиевый лидер на рынке капитала. //Рынок ценных бумаг №19/2002г.

Сравнительная характеристика банковского кредита и облигационного займа

Параметры сравнения	Банковский кредит	Облигационный займ
1. Экономический смысл	Банк привлекает деньги вкладчиков и предоставляет их в кредит юридическим и физическим лицам под более высокий процент. Банк – посредник между хозяином денег (инвестором) и тем, кто их использует в бизнесе.	Выпуск облигаций обеспечивает прямой выход на инвестора, за счет чего – более низкий процент, который платит эмитент облигаций за пользование заемными деньгами. Возможность поиска инвесторов на открытом рынке.
2. На какой срок можно привлечь деньги?	Срок, на который банк может предоставить кредит, регламентируется соответствующим законодательством. В настоящее время данный срок составляет не более шести месяцев.	Условия и порядок размещения облигаций устанавливается самим обществом-эмитентом, исходя из своих целей и интересов. На сегодняшний день срок обращения облигаций составляет от 1 до 3 лет.
3. Выплата процентов и погашение обязательств.	Заемщик выплачивает основную сумму долга и проценты по кредиту в соответствии с условиями кредитного договора, установленными банком – на практике, как правило, не реже одного раза в месяц.	Эмитент дисконтных облигаций выплачивает средства их владельцам (своим кредиторам) только при погашении облигаций. При этом, доход владельцев облигаций данного типа состоит в разнице между ценой покупки облигаций и ценой их погашения обществом. Процентный (купонный) доход выплачивается владельцам купонных облигаций в соответствии с условиями эмиссии, установленными обществом-эмитентом, по мере погашения купонов. Как правило, выплата купонов по облигациям происходит 1 раз в квартал, в полгода или 1 раз в год. Номинальная стоимость купонных облигации (основная сумма заимствования) выплачивается только при погашении облигаций.
4. Сколько стоят привлекаемые деньги?	Процентная ставка по кредиту диктуется банком и определяется в договоре. Банк оставляет за собой право пересматривать данную ставку, как правило, в сторону ее повышения.	Стоимость привлекаемых ресурсов определяется на основании рыночных инструментов. На сегодняшний день привлечь заемные деньги можно под 12 – 19% годовых в рублях. При этом, в зависимости от условий размещения облигаций, установленных самим обществом, процентная ставка может быть как фиксированной, так и переменной. Переменная процентная ставка может изменяться только при изменении установленных объективных рыночных факторов (например, ставки рефинансирования ЦБ РФ, курса определенной валюты и т.п.)
5. Требования к обеспечению кредита (займа)	По усмотрению банка. Как правило, стоимость предоставляемого обеспечения должна в 2 раза превышать сумму заимствования.	Если общество выпускает облигации на сумму, превышающую размер его уставного капитала, предоставление обеспечения не требуется. Если общество выпускает облигации на сумму, превышающую объем его уставного капитала, на величину данного выпуска должно быть предоставлено обеспечение. Таким образом, даже если предоставление обеспечения является необходимым условием выпуска облигаций, то требуемый размер обеспечения соответствует сумме займа.
6. Возможность потери самостоятельности	Согласно сложившимся обычаям делового оборота, при предоставлении кредита банк настаивает на	Облигационный заем исключает возможность зависимости от кредиторов (владельцев облигаций), так, как отсутствуют рычаги давления на заемщика. Исключением могут

Рейтинг организаторов облигационных займов за 1 кв. 2002 г.

№	Компания	Объем размещенных выпусков	Количество эмитентов	Количество выпусков	Размещенные выпуски
1	Банк "Кредит Свисс Ферст Бостон"	2 000 000 000	1	1	ООО "Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал"
2	ИК Тройка Диалог	1 550 000 000	2	2	ОАО Концерн "Калина", Славнефть
3	Доверительный и Инвестиционный Банк	950 000 000	3	3	АК "АЛРОСА", ОАО "Аэрофлот-РА", Северная Нефть
4	НОМОС-БАНК	850 000 000	2	2	НОМОС-Банк, Золото Северного Урала
5	Альфа-Банк	800 000 000	4	4	АК "АЛРОСА", ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов", ОАО "Аэрофлот-РА", Золото Северного Урала
6	ИБГ НИКойл	600 000 000	2	3	ОАО "Первая Ипотечная Компания"(2), АЛРОСА А1
7	Росбанк	550 000 000	2	2	Славнефть, Северная Нефть
8	Банк Москвы	500 000 000	2	2	ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов", Славнефть
9	Гута-Банк	450 000 000	2	2	ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов", Банк Авангард
10-11	Международный Московский Банк	400 000 000	2	2	ОАО "Аэрофлот-РА", Славнефть
10-11	МДМ-Банк	400 000 000	3	3	Славнефть, Золото Северного Урала, Банк Авангард
12-13	АКБ Промсвязьбанк	300 000 000	1	1	АКБ Промсвязьбанк
12-13	Русские Инвесторы	300 000 000	1	1	ОАО "Русский продукт"
14-16	Банк Зенит	200 000 000	1	1	Славнефть
14-16	Московский Банк Реконструкции и Развития	200 000 000	1	1	ОАО "Аэрофлот-РА"
14-16	Райффайзенбанк Австрия	200 000 000	1	1	ОАО "Аэрофлот-РА"
17	ОПТ-Банк	100 000 000	1	2	ОАО "Первая Ипотечная Компания"(2)
18	ИК "Связь"	5 000 000	1	1	"Связь" Республики Коми
19	Восточно-Сибирская фондовая компания	4 000 000	1	1	Фармгарант

**Сводный рейтинг организаторов облигационных займов за период
1999-2002 гг.**

№	Компания	Объем размещенных выпусков
1	Банк "Кредит Свисс Ферст Бостон"	5 350 000 000
2	Альфа-Банк	3 845 000 000
3	Доверительный и Инвестиционный Банк	3 525 000 000
4	ИК Тройка Диалог	3 350 000 000
5	ИГ Русские Фонды	2 991 666 667
6	МДМ-Банк	2 400 333 333
7	Внешторгбанк	2 350 000 000
8	Банк Зенит	2 000 000 000
9	Райффайзенбанк Австрия	1 500 000 000
10	ИНГ БАНК ЕВРАЗИЯ	1 350 000 000
11	НОМОС-БАНК	1 213 000 000
12	ИК Восток-Капитал	1 166 666 667
13-15	Федеральная фондовая корпорация	1 000 000 000
13-15	Национальный резервный банк	1 000 000 000
13-15	ИК "Горизонт"	1 000 000 000
16	Внешэкономбанк	981 000 000
17	Гута-Банк	945 000 000
18	Росбанк	911 000 000
19	ИБГ НИКОйл	840 000 000
20	Московский Банк Реконструкции и Развития	775 000 000
21	Международный Московский Банк	700 000 000
22	АКБ Промсвязьбанк	550 000 000
23-24	ИК РФЦ	521 000 000
23-24	ВБРР	521 000 000
25	Банк Москвы	500 000 000
26	Русские инвесторы	440 000 000
27-28	Инвестиционные решения	360 000 000
27-28	БФ Грин-Плюс	360 000 000
29-30	Ренессанс Капитал	350 000 000
29-30	АКБ Автобанк	350 000 000
31	МФК	333 333 333
32	Аккорд-Инвест	250 000 000
33	ИК "Авиа-Траст-Инвест"	170 000 000
34	Собинбанк	161 000 000
35	ТАИФ - ИНВЕСТ	146 978 400
36	ИФК Солид	120 000 000
37-40	Объединенная финансовая группа	100 000 000
37-40	Лукойл-резерв-инвест	100 000 000
37-40	БашКредитБанк	100 000 000
37-40	ОПТ-Банк	100 000 000
41	Международный Банк Санкт-Петербурга	99 000 000
42	ИК Элемте	91 000 000
43-45	Банк Ак Барс	50 000 000
43-45	ИК АВК	50 000 000
43-45	ИК ОЛМА	50 000 000
46	ИК Регион	15 000 000
47	Промстройбанк	14 000 000
48	Пермская Фондовая Компания	12 500 000
49	Парма-Инвест	9 662 050
50	Восточно-Сибирская фондовая компания	6 700 000
51	ИК "Связь"	5 000 000
52	ФК Регион-Капитал	4 999 000
53	Уральская корпорация взаимных расчетов	1 000 0

Тарифы на услуги андеррайтеров

Эмитент облигаций	Размер вознаграждения в % т объема эмиссии
"АЛРОСА", выпуск 1	1
"АЛРОСА", выпуски 2-4	3
Аэрофлот	1
"Тюменская нефтяная компания", выпуски 1-3	4
ГУП "Таттелеком", выпуск 1	2
ГУП "Таттелеком", выпуск 2	1
ЗАО "АЛОЙЛ"	5
Казанская ГТС	1
Магнитогорский металлургический комбинат, выпуски 1-6	2
Магнитогорский металлургический комбинат, выпуски 7-8	1,8
Магнитогорский металлургический комбинат, выпуски 9-10	2,4
Концерн "Калина"	2
РИТЭК	1
Татнефть	1
Газпром	1
"Московская городская телефонная сеть"	1
ТАИФ-Телеком	1,5
РТК-Лизинг	0,5