

# ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

**В. В. Назарова**

канд. экон. наук, доцент департамента финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

**Е. А. Чермошенцев**

студент 3-го курса финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ЗАКРЫТОЙ (НЕПУБЛИЧНОЙ) ДЕВЕЛОПЕРСКОЙ КОМПАНИИ

### Введение

Ценность фирмы (бизнеса) относится к числу важнейших экономических показателей. О ней вспоминают не только при ее купле-продаже или возникновении угрозы недружественного поглощения. Ориентация хозяйственной деятельности на максимизацию ценности бизнеса — основное направление современного финансового менеджмента. Наличие денежной оценки фирмы — одна из характеристик прозрачности хозяйственной деятельности, непосредственно повышающей ее эффективность. Практическим аспектам оценки непубличной компании в отечественной экономической литературе уделяется повышенное внимание в связи с их значительным преобладанием в общем числе частных компаний. В настоящее время имеется ряд периодических изданий, специализирующихся на освещении проблем оценки бизнеса (научно-практические журналы «Вопросы оценки» и «Московский оценщик», бюллетени «Оценочная деятельность» и «Российский оценщик» и др.), а ежегодно публикуемый рейтинговым агентством «Эксперт РА» рейтинг делового потенциала оценочных компаний за 2013 г. насчитывает 101 компанию. Тем не менее единой методики ценностной оценки непубличных компаний быть не может из-за отраслевого и управленческого разнообразия, а также специфических страновых условий ведения бизнеса. В данной статье излагаются результаты определения цены средней по размеру девелоперской компании Санкт-Петербурга.

Среди трех классических подходов (сравнительного, затратного и доходного) для строительных компаний целесообразно применение следующих: 1) оценки на основе сравнения с аналогичной открытой акционерной компанией, чьи акции обращаются на фондовом рынке, и применения поправочных коэффициентов, учитывающих структуру капитала и особенности условий хозяйствования; 2) капитализации ожидаемых чистых поступлений за определенный будущий срок по ставке процента, отражающей финансовый риск компании (отрасли); 3) оценки по модели реальных опционов.

На пути использования двух первых подходов встречаются практически непреодолимые трудности по двум взаимосвязанным причинам: малочисленность открытых российских акционерных компаний и недостаточное развитие российского рынка ценных бумаг.

### Постановка задачи и проверка модели

В настоящее время на Московской бирже присутствуют только пять публичных девелоперских компаний: «Галс-Девелопмент», «ОПИН. Открытые Инвестиции», «Группа ЛСР», Группа компаний «ПИК» и «ЛенСпецСМУ» (Группа «Эталон»). Однако после ознакомления с финансовой отчетностью этих компаний две из них пришлось исключить из списка претендентов на фирму-аналог. Оказалось, что «Галс-Девелопмент» имеет отрицательную прибыль с 2009 г. и в том же году 51% ее акций купил банк «ВТБ 24» за символическую цену в 60 руб., а компания «ОПИН» заканчивала год с убытками в 2010, 2012 и 2013 гг. Оставшихся трех компаний явно недостаточно для использования сравнительного метода.

Для оценки компании посредством капитализации ожидаемых чистых поступлений принципиальное значение имеет правильное отражение в коэффициенте дисконтирования финансового риска или определения премии за риск в качестве вычитаемого из величины чистых ожидаемых доходов. Теоретически эта проблема решается на основе модели CAPM и ее модификаций, разработанных для учета специфических условий развивающихся финансовых рынков (Pereiro, 2001).

Одна из трудностей, с которыми сталкивается оценщик при оценке частных компаний, — это отсутствие возможности рассчитать рыночные показатели риска для данной фирмы. Эта проблема имеет несколько решений. Можно использовать среднюю для отрасли меру риска и скорректировать ее с учетом финансового рычага и ставки налогообложения. Второй способ заключается в использовании бухгалтерского бета-коэффициента. Этот способ предполагает построение линейной регрессии с целью разложения доходности компании через доходность фондового индекса. Бухгалтерский коэффициент бета может иметь значительную неточность, так как прибыль, отраженная в расчетах, может не иметь ничего общего с реальным состоянием дел. Однако в ряде работ было доказано, что между рыночными показателями риска и бухгалтерскими наблюдается положительная корреляция (Beaver, Kettler, Scholes, 1970; Beaver, Manegold, 1975; Reilly, Joehnk, 1976; Goh, Emanuel, 1981, Selva, 1995).

Бухгалтерский бета-коэффициент рассчитывается аналогично рыночному, но вместо данных о доходности акций компании используются показатели, вычисляемые на основе отчетности.

Для проверки возможности использования бухгалтерских бета-коэффициентов обратимся к оставшимся трем компаниям. Основываясь на доступной в свободном пользовании отчетности компаний, выведем следующие показатели:

$$R_t = \frac{\pi_t}{E_{t-1}}. \quad (1)$$

где:  $\pi$  — чистая прибыль за период,  $E_{t-1}$  — размер собственных средств компании за предыдущий период.

Использование чистой прибыли позволяет получить нам «рычаговый» бета-коэффициент, что позволит вычислить стоимость собственного капитала по следующей формуле:

$$r_e = r_f + \beta * ERP. \quad (2)$$

где  $r_f$  — безрисковая доходность,  $ERP$  — премия за риск.

В качестве показателя рыночной доходности использовалась доходность индекса ММВБ. Доходность рассчитывалась по следующей формуле:

$$R = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}. \quad (3)$$

где  $I_t$  — значение индекса в момент  $t$ . Результаты расчетов представлены ниже (табл. 1).

Таблица 1

Результаты расчета бухгалтерских показателей риска

Компания	Количество наблюдений	Значение	Стандартная ошибка, %	95-процентный доверительный интервал	
				Левая граница	Правая граница
ГК «ПИК»	10	-0,86	3,36	-7,45	5,73
ЛСР	10	0,14	0,16	-0,17	0,45
«ЛенСпец-СМУ»	10	0,27	0,17	-0,05	0,60

Источники: отчетность компаний ГК «ПИК» (<http://pik-group.ru/investors/otchety/2014>), «ЛСР» (<http://www.lsrgroup.ru/investors-and-shareholders/disclosure-of-information>), «ЛенСпецСМУ» (<http://finance.lenspecsmu.ru/debtinvestors/reporting/>) (дата обращения — 23.03.2015); значения индекса ММВБ (<http://stocks.investfunds.ru/indicators/view/216/>; дата обращения — 23.03.2015); расчеты автора.

Как видно из таблицы, результаты расчетов незначимы. Из-за отсутствия достаточного количества исторической информации использование бухгалтерских измерений риска не представляется возможным.

Чтобы оценка, полученная на основе модели САРМ, была правильной, необходимо, чтобы фондовый рынок был достаточно развит и давал положительную премию за риск. Мнения российских экономистов относительно эффективности вложений в отечественный рынок ценных бумаг расходятся. Поэтому авторы провели свои расчеты.

При рассмотрении доходности вложений в фондовый рынок (индекс ММВБ) и облигации федерального займа можно предположить, что имеется существенная премия за риск. Ниже представлена динамика доходности вложения 100 руб. за период с 1 января 2004 г. по 1 декабря 2014 г. (рис. 1). Однако при ближайшем рассмотрении разница в доходности оказывается не столь оптимистичной.

Для расчета премии за риск доходность индекса ММВБ рассчитывалась по формуле:

$$R = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times \frac{365}{n}, \quad (4)$$

где  $P_t$  — значение индекса в момент времени  $t$ , а  $n$  — количество дней в периоде. В качестве безрисковой доходности была взята долгосрочная ставка по облигациям федерального займа. Премия за риск рассчитывалась как разность между доходностью индекса ММВБ и доходностью ОФЗ за период с 1 января 2004 г. по 1 декабря 2014 г. на основе ежедневной, еженедельной, ежемесячной и ежеквартальной доходности. Результаты представлены ниже (табл. 2).

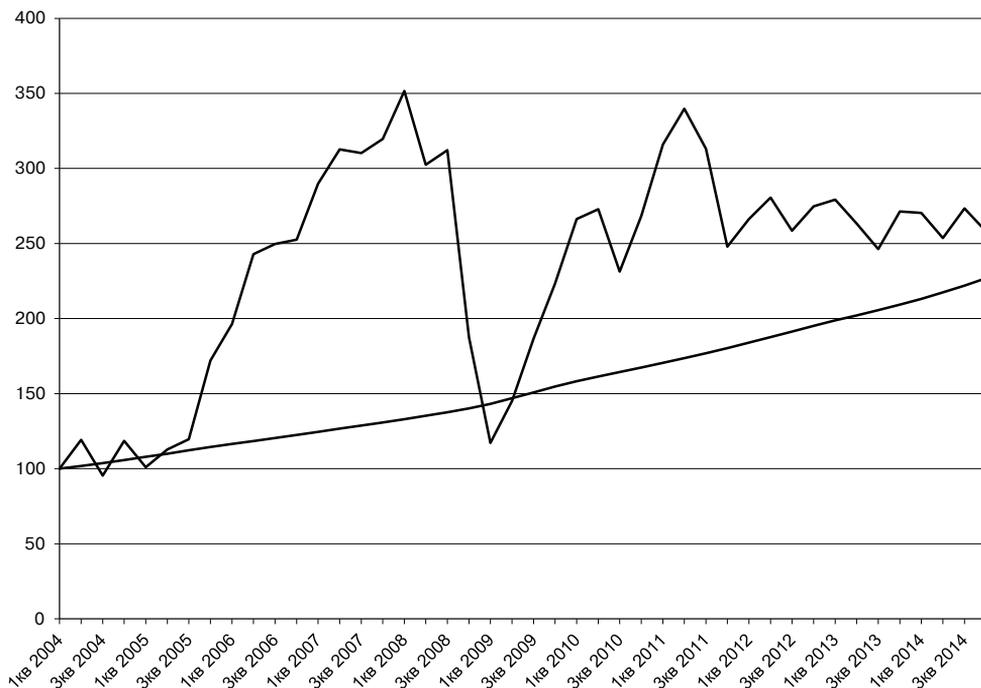


Рис. 1. Динамика доходности индекса ММВБ (пунктир) и ОФЗ (сплошная)

Источники: значения индекса ММВБ (<http://stocks.investfunds.ru/indicators/view/216/>; дата обращения — 23.03.2015); доходность рынка ГКО ОФЗ ([http://www.cbr.ru/hd\\_base](http://www.cbr.ru/hd_base); дата обращения — 23.03.2015); расчеты автора.

Таблица 2

Результаты расчета премии за риск

Показатель	Количество наблюдений	Среднее, %	Медиана, %	Стандартное отклонение, %	95-процентный доверительный интервал для среднего	
					Левая граница	Правая граница
Дневная	2 607	16,52	25,65	813,71	-15,50	48,54
Недельная	560	9,06	21,62	269,92	-13,16	30,82
Месячная	130	5,95	6,83	105,41	-12,39	24,28
Квартальная	42	5,22	14,41	66,01	-13,46	27,18

Источники: значения индекса ММВБ (<http://stocks.investfunds.ru/indicators/view/216/>; дата обращения — 23.03.2015); доходность рынка ГКО ОФЗ ([http://www.cbr.ru/hd\\_base](http://www.cbr.ru/hd_base); дата обращения — 23.03.2015); расчеты автора.

Результаты расчетов свидетельствуют о высокой волатильности российского фондового рынка. Между премией за риск, рассчитанной на дневной основе, и остальными наблюдается значительная разница. Высокие значения премии за риск, рассчитанные на дневной и недельной основе, являются следствием высокой волатильности, что мешает интерпретировать их как верные (Salomons, Grootveld, 2003).

Кроме того, российский фондовый рынок сильно зависит от цен на нефть. Для проверки данного предположения были построены линейные регрессии доходности индекса ММВБ на доходность нефти Brent (цена переведена в рубли по курсу ЦБ РФ) за период с 1 января 2004 г. по 1 декабря 2014 г. Результаты представлены ниже (табл. 3).

Таблица 3

Зависимость индекса ММВБ от нефти Brent

	г_Micex (дневная)	г_Micex (недельная)	г_Micex (месячная)	г_Micex (квартальная)
r_Brent	4,729	22,765***	4,559***	1,982***
	-15,155	-3,359	-1,199	-0,534
_cons	0,239	0,086	0,071	0,032
	-0,166	-0,102	-0,09	-0,094
N	2 607	560	129	42
adj. R <sup>2</sup>	0	0,164	0,148	0,285

Источники: значения индекса ММВБ (<http://stocks.investfunds.ru/indicators/view/216/>; дата обращения — 23.03.2015); котировки Brent (<http://www.finam.ru/analysis/profile04C1100007/>; дата обращения — 23.03.2015); расчеты автора.

Как видно из табл. 3, доходность индекса ММВБ зависит от доходности нефти Brent. Поэтому премия за риск, определенная на основе доходности индекса ММВБ, будет включать в себя премию за риск, связанный с ценами на нефть. Чтобы оценить премию за риск без влияния нефти, в качестве доходности индекса ММВБ будем использовать остатки от построенных регрессий. Результаты представлены ниже (табл. 4).

Таблица 4

Премия за риск без учета влияния нефти

Показатель	Количество	Среднее, %	Медиана, %	Стандарт- ное откло- нение, %	95-процентный доверительный интервал для среднего	
					Левая граница	Правая граница
Дневная	2 607	-7,72	3,35	833,69	-39,74	24,29
Недельная	560	-7,72	-8,03	242,3	-27,84	12,39
Месячная	130	-7,75	-3,69	96,76	-24,61	9,10
Кварталь- ная	42	-7,71	-11,87	55,01	-24,85	9,44

Источники: значения индекса ММВБ (<http://stocks.investfunds.ru/indicators/view/216/>; дата обращения — 23.03.2015); котировки Brent (<http://www.finam.ru/analysis/profile04C1100007/>; дата обращения — 23.03.2015); доходность рынка ГКО ОФЗ ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/](http://www.cbr.ru/hd_base/); дата обращения — 23.03.2015); расчеты автора.

Как видно из табл. 4, без учета влияния нефти премия за риск отрицательна. К тому же не наблюдается существенных изменений значений премии за риск при переходе от дневной базы расчета к остальным. Скорее всего, это свидетельствует о том, что российский фондовый рынок не выполняет функцию определения финансового риска. Отрицательная премия за риск характерна для молодых фондовых рынков. Такой феномен имел место во многих (в том числе европейских) странах (Damodaran, 2012). В связи с этим применение модели CAPM с использованием исторических премий за риск невозможно на данный момент.

По указанным причинам было решено для получения ценностной оценки упомянутой девелоперской компании применить модель реальных опционов, основанную на модели Блэка—Шоулза. Российские экономисты используют ее с разной мерой успешности при оценке коммерческих банков или отдельных инвестиционных проектов, обладающих операционной гибкостью (Алиев, 2011; Головина, 2010; Пирогов, Зубцов, 2008; Круковский, 2008).

Согласно формуле Блэка—Шоулза, цена колл-опциона равна:

$$C_t = Z_t N(d_1) - \frac{S}{(1+i)^{T-t}} N(d_2);$$

$$d_1 = \frac{\ln(Z_t / C_t) + [\ln(1+i) + 0,5\sigma^2](T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T-t}.$$

Рассмотрим фирму, использующую смешанный капитал. Фирма берет заем у кредитора на определенный срок, если в конце срока ( $t$ ) фирма не уплатит долг с процентами ( $S$ ), то фирма переходит к кредитору. Другими словами, кредитор приобретает активы заемщика, а собственники фирмы получают право на их выкуп (колл-опцион). Наличие у фирмы нескольких кредиторов существенно не меняет ситуацию, так как право собственности не перейдет к кредиторам только в том случае, если собственники выплатят всю сумму долга с процентами. Таким образом, рыночная цена собственного капитала фирмы может быть определена как цена колл-опциона, где базовым активом выступают активы фирмы, а ценой исполнения — сумма долга с процентами (Black & Scholes, 1973; Cox, Ross, 1976; Benjamin, 1985). Для проверки пригодности данной модели были проведены расчеты по данным публичных девелоперских компаний. Рассчитанная ценность компании была сопоставлена с их фактической рыночной капитализацией.

Ключевым параметром в модели Блэка—Шоулза является волатильность. В большинстве случаев она рассчитывается на основе дисперсии доходности акций данной компании. Показатель  $t$  (дюрация долга) представляется целесообразным принять за 1, так как, согласно предположениям модели Блэка—Шоулза, волатильность постоянна в течение всего периода  $t$ . Чем больше будет период, тем больше оснований полагать, что волатильность не будет постоянной, поэтому оценка получится неточной. К тому же мы не знаем истинную дюрацию долга для оцениваемых компаний, поэтому для получения текущей оценки будем использовать только краткосрочные долги. В качестве безрисковой ставки ( $i$ ) примем ставку по краткосрочным ОФЗ. Рассмотрим результаты оценки, проведенной на основе

модели Блэка—Шоуза (укрупненные бухгалтерские балансы представлены в Приложении). Результаты представлены ниже (табл. 5).

Таблица 5

## Оценка публичных российских девелоперов

Показатель	ЛСР На 31.12.2014	«ПИК» На 30.09.2014	«ЛенСпецСМУ» На 31.12.2014
$\sigma$	38,64%	33,41%	62,10%
Обязательства (сумма по разделам IV и V), тыс. руб.	29 896 051	63 912 004	55 688 362
Активы, тыс. руб.	70 483 952	122 161 698	80 843 489
$i$	14,50%	7,80%	14,50%
$t$	1	1	1
$N(d1)$	0,998710542	0,974636615	0,883529588
$N(d2)$	0,995699485	0,947346956	0,71626204
$C_t$ , тыс. руб.	44 647 371	63 193 771	36 936 045
Факт. капитализация*, тыс. руб.	47 187 839	77 410 287	38 815 590

Источники: отчетность компаний ГК «ПИК» (<http://pik-group.ru/investors/otchety/2014>), «ЛСР» (<http://www.lsrgroup.ru/investors-and-shareholders/disclosure-of-information>), «ЛенСпецСМУ» (<http://finance.lenspecsmu.ru/debtinvestors/reporting/>) (дата обращения — 23.03.2015); доходность рынка ГКО ОФЗ ([http://www.cbr.ru/hd\\_base/](http://www.cbr.ru/hd_base/); дата обращения — 23.03.2015); расчеты автора.

\*Для «ЛенСпецСМУ» по официальному курсу фунта стерлинга ЦБ РФ.

Как видно из таблицы, наибольшая разница между рассчитанной ценностью и фактической капитализацией наблюдается у компании «ПИК», в то время как у двух оставшихся компаний эта разница менее 6%.

Помимо российских компаний, данная модель была испытана на европейских девелоперах. Результаты представлены ниже (табл. 6).

Таблица 6

## Оценка иностранных девелоперов

Название	Страна	Фактическая капитализация, млн долл.	Расчетная цена, млн долл.	Отклонение от фактического, %
JR Invest Spółka Akcyjna (WSE:JRI)	Poland	7,75	8,9	15
Mostostal Wrocław Spółka Akcyjna (WSE:MWO)	Poland	82,9	82,43	-1

Окончание табл. 6

Название	Страна	Фактическая капитализация, млн долл.	Расчетная цена, млн долл.	Отклонение от фактического, %
Grupa Emmerson S. A. (WSE:ECP)	Poland	35,3	35,31	0
Vantage Development S. A. (WSE:VTG)	Poland	64,7	51,08	-21
ConwertImmobilien Invest SE (WBAG:CWI)	Austria	1 066,8	1 056,68	-1
SelvaagBolig ASA (OB:SBO)	Norway	273,4	215,63	-21
TAG Immobilien AG. (DB:TEG)	Germany	1 587,5	1 689,93	6
St. Modwen Properties PLC (LSE:SMP)	UK	1 339,6	1 348,5	1
Estavis AG (DB:E7S)	Germany	51,5	57,43	12
CompagnieImmobilière de Belgique (ENXTBR:IMMO)	Belgium	204,3	178,16	-13
Terrace Hill Group plc (AIM:THG)	UK	79,9	70,01	-12
GroupeCapelli (ENXTPA:CAPLI)	France	30,1	8,95	-70
Inland Homes PLC (AIM:INL)	UK	156,9	139,29	-11
MIDI p.l.c. (MTSE:MDI)	Malta	85,8	84,01	-2
Primag AG (DB:P9R)	Germany	7,04	7,31	4
EYEMAXX Real Estate AG (DB:BNT1)	Austria	26,6	27,76	4
Caledonian Trust plc (AIM:CNN)	UK	13,4	13,55	1
Latvian Forest Company AB (publ) (OM:LATF B)	Sweden	6,05	5,93	-2
Kekrops S. A. (ATSE:KEKR)	Greece	8,55	11,13	30
Courtois SA (ENXTPA:COUR)	France	10,4	9,28	-11
Crosswood (ENXTPA:CROS)	France	36,2	48,12	33
Helical Bar plc (LSE:HLCL)	UK	632	556,66	-12

Источники: отчетность компаний (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/>; дата — обращения 01.10.2014); расчеты автора.

Проведенные расчеты по российским и европейским девелоперам показали пригодность модели.

При оценке акционерного капитала, выбранной в качестве примера оценки девелоперской компании с использованием модели Блэка—Шоулза, в качестве показателя волатильности было принято стандартное отклонение относительного изменения активов компании. Результаты оценки представлены ниже (табл. 7).

Таблица 7

## Оценка неакционированного застройщика

$C_t$ , тыс. руб.	Активы, тыс. руб.	$\sigma$	$i$	Займы, тыс. руб.	$N(d1)$	$N(d2)$
723 362	1 210 097	0,3	0,085	530 000	0,9993	0,998

Источники: отчетность компании (авторы готовы предоставить данные по запросу); расчеты автора.

Полученная цена несущественно отличается от экспертных оценок руководства компании.

### Заключение

Подводя итог, можно сказать, что российский рынок имеет ряд особенностей, которые не позволяют использовать модели сравнительной оценки для оценки активов и модель САРМ в качестве модели расчета ставки дисконтирования. К причинам сложности оценки можно отнести отсутствие достаточного количества компаний для вывода среднеотраслевых показателей, ограниченный период существования девелоперских компаний, как следствие — отсутствие достаточного количества отчетности, сильная зависимость российского фондового рынка от цен на нефть, результатом чего становятся высокая волатильность и отсутствие положительной премии за риск. Из проанализированных методов оценки для девелоперского бизнеса авторы рекомендуют использовать метод реальных опционов.

### Источники

*Алиев Ш. И.* Применение теории реальных опционов к оценке стоимости компании // Проблемы современной экономики. 2011. № 4.

*Головина Г. П.* Применение опционной модели Блэка—Шоулза для оценки стоимости коммерческого банка // Экономические науки. 2010. Т. 68. № 7. С. 239–244.

*Круковский А. А.* Метод реальных опционов в управлении инвестициями // Труды ИСА РАН. 2008. Т. 37. С. 128–144.

*Пирогов Н. К., Зубцов Н. Н.* Взаимодействие реальных опционов на примере девелоперских проектов в России // Корпоративные финансы. 2008. № 2 (6). С. 40–55.

*Beaver W., Kettler P., Scholes M.* The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures // Accounting Revue. 1970. P. 654–682.

*Beaver W., Manegold J.* The Association Between Market-determined and Accounting-Determined Measures of Systematic risk: Some Further Evidence // Journal of Finance. Quant. Analysis. 1975. Vol. 10. N 02. P. 231–284.

*Benjamin M. F.* Corporate Capital Structures in the United States: Investment Patterns and Financial Leverage. 1985.

*Black F., Scholes M.* The pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy. 1973. P. 637–654.

*Cox J. C., Ross S. A.* The Valuation of Options for Alternative Stochastic Processes // Journal of Financial Economic. 1976. Vol. 3. N 1. P. 145–166.

*Damodaran A.* Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications / The 2012 Edition. Estim. Implic. 2012.

*Goh P. L., Emanuel D. M.* Accounting Determined and Determined Risk Measures: Some Tests of Association and Predictive Ability // Accounting and Finance. 1981. Vol. 21. P. 1–13.

*Pereiro L. E.* The Valuation of Closely-held Companies in Latin America // Emerging Market Review. 2001. Vol. 2. N 4. P. 330–370.

*Reilly F. K., Joehnk M. D.* The Association Between Market-Determined Risk Measures For Bonds And Bond Ratings // Journal of Finance. 1976. Vol. 31. P. 1387–1403.

*Salomons R., Grootveld H.* The Equity Risk Premium: Emerging vs. Developed Markets // Emerging Market Review. 2003. Vol. 4. N 2. P. 121–144.

*Selva M.* The Association Between Accounting Determined Risk Measures and Analysts' Risk Perceptions in a Medium-Sized Stock Market // Journal of International Financial Management and Accounting. 1995. Vol. 6. P. 207–22.

## Приложение

## Бухгалтерский баланс ОАО «Группа ЛСР»

Название показателя	Код показателя	4 кв. 2014	4 кв. 2013	4 кв. 2012
<b>АКТИВ</b>				
<b>I. Внеоборотные активы</b>				
Нематериальные активы	1110	725	646	685
Результаты исследований и разработок	1120	0	0	0
Основные средства	1150	3 906	22	50
Доходные вложения в материальные ценности	1160	0	0	0
Финансовые вложения	1170	41 190 412	43 061 925	43 732 459
Отложенные налоговые активы	1180	2 995	97 633	62 421
Прочие внеоборотные активы	1190	151	167	189
<b>Итого по разделу I</b>	<b>1100</b>	<b>41 198 189</b>	<b>43 160 393</b>	<b>43 795 804</b>
<b>II. Оборотные активы</b>				
Запасы	1210	48	31	695
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	0	0	0
Дебиторская задолженность	1230	17 715 067	15 427 727	6 878 948
Финансовые вложения	1240	10 390 082	6 903 332	1 628 829
Денежные средства	1250	1 180 566	201 296	73 490
Прочие оборотные активы	1260	0	0	0
<b>Итого по разделу II</b>	<b>1200</b>	<b>29 285 763</b>	<b>22 532 386</b>	<b>8 581 962</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>1600</b>	<b>70 483 952</b>	<b>65 692 779</b>	<b>52 377 767</b>
<b>ПАССИВ</b>				
<b>III. Капиталы и резервы</b>				
Уставной капитал (складочный капитал, уставной капитал, вклады товарищей)	1310	25 758	25 758	25 758
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	0	0	0
Переоценка внеоборотных активов	1340	0	0	0
Добавочный капитал (без переоценки)	1350	26 271 961	26 271 961	26 271 961
Резервный капитал	1360	1 288	1 288	1 288
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	14 288 894	13 858 960	8 308 474
<b>Итого по разделу III</b>	<b>1300</b>	<b>40 587 901</b>	<b>40 157 967</b>	<b>34 607 481</b>
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>				
Заемные средства	1410	24 853 255	5 385 120	11 188 550
Отложенные налоговые обязательства	1420	0	0	0
Резервы под условные обязательства	1430	0	0	0
Прочие обязательства	1450	0	0	0
<b>Итого по разделу IV</b>	<b>1400</b>	<b>24 853 255</b>	<b>5 385 120</b>	<b>11 188 550</b>

Окончание табл.

Название показателя	Код показателя	4 кв. 2014	4 кв. 2013	4 кв. 2012
V. Краткосрочные обязательства				
Заемные средства	1510	4 126 376	19 143 569	6 514 039
Кредиторская задолженность	1520	904 336	995 466	61 413
Доходы будущих периодов	1530	0	0	0
Резервы предстоящих расходов	1540	12 084	10 657	6 283
Прочие обязательства	1550	0	0	0
Итого по разделу V	1500	<b>5 042 796</b>	<b>20 149 692</b>	<b>6 581 735</b>
БАЛАНС	1700	<b>70 483 952</b>	<b>65 692 779</b>	<b>52 377 767</b>

Источник: <http://www.lsrgroup.ru/investors-and-shareholders/disclosure-of-information>.

## Бухгалтерский баланс ОАО Группа Компаний ПИК

Название показателя	Код показателя	3 кв. 2014	4 кв. 2013	4 кв. 2012
АКТИВ				
I. Внеоборотные активы				
Нематериальные активы	1110	553	637	623
Результаты исследований и разработок	1120			0
Основные средства	1150	76874	92192	67156
Доходные вложения в материальные ценности	1160	324659		0
Финансовые вложения	1170	64 303 153	64 940 685	63 740 847
Отложенные налоговые активы	1180	2 740 193	2 949 468	2 932 722
Прочие внеоборотные активы	1190	71970	74963	89219
Итого по разделу I	1100	<b>67 517 402</b>	<b>68 057 945</b>	<b>66 830 567</b>
II. Оборотные активы				
Запасы	1210	10960703	9081852	11955456
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1259310	1219198	969275
Дебиторская задолженность	1230	29 941 492	36 358 472	48 204 128
Финансовые вложения	1240	11 196 435	843 044	1 384 357
Денежные средства	1250	1 286 356	4 327 785	1 027 441
Прочие оборотные активы	1260			0
Итого по разделу II	1200	<b>54 644 296</b>	<b>51 830 351</b>	<b>63 540 657</b>
БАЛАНС	1600	<b>122 161 698</b>	<b>119 888 296</b>	<b>130 371 224</b>
ПАССИВ				
III. Капиталы и резервы				
Уставной капитал (складочный капитал, уставной капитал, вклады товарищей)	1310	41 281 084	41 281 084	30 828 774
Собственные акции выкупленные у акционеров	1320			0

Окончание табл.

Название показателя	Код показателя	3 кв. 2014	4 кв. 2013	4 кв. 2012
Переоценка внеоборотных активов	1340			0
Добавочный капитал (без переоценки)	1350	2 797 784	2 797 784	20 541 976
Резервный капитал	1360	143 525	143 490	116 526
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	14 027 301	4 318 025	14 565 629
Итого по разделу III	1300	<b>58 249 694</b>	<b>48 540 383</b>	<b>36 921 647</b>
IV. Долгосрочные обязательства				
Заемные средства	1410	627 547	4 245 716	11 544 540
Отложенные налоговые обязательства	1420	10970	12055	15912
Резервы под условные обязательства	1430			0
Прочие обязательства	1450	6453649	7333029	10027579
Итого по разделу IV	1400	<b>7 092 166</b>	<b>11 590 800</b>	<b>21 588 031</b>
V. Краткосрочные обязательства				
Заемные средства	1510	28 062 935	18 270 950	21 222 002
Кредиторская задолженность	1520	28 409 791	41 156 804	50 207 973
Доходы будущих периодов	1530	265226	205517	34554
Резервы предстоящих расходов	1540	81 886	123 842	397 017
Прочие обязательства	1550			0
Итого по разделу V	1500	<b>56 819 838</b>	<b>59 757 113</b>	<b>71 861 546</b>
БАЛАНС	1700	<b>122 161 698</b>	<b>119 888 296</b>	<b>130 371 224</b>

Источник: <http://pik-group.ru/investors/otchety/2014.m>

## Бухгалтерский баланс ЗАО ЛенСпецСМУ

Название показателя	Код показателя	4 кв. 2014	4 кв. 2013	4 кв. 2012
АКТИВ				
I. Внеоборотные активы				
Нематериальные активы	1110	415	427	275
Результаты исследований и разработок	1120			
Основные средства	1150	4666942	5181673	5779004
Доходные вложения в материальные ценности	1160	224	233	241
Финансовые вложения	1170	10 853 835	8 118 070	5 815 805
Отложенные налоговые активы	1180	374 753	86 675	169 655
Прочие внеоборотные активы	1190	20186797	16698610	7571765
Итого по разделу I	1100	<b>36 082 966</b>	<b>30 085 688</b>	<b>19 336 749</b>
II. Оборотные активы				
Запасы	1210	11067385	6350923	8751985
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	5595	73302	8705

Окончание табл.

Дебиторская задолженность	1230	25 254 693	22 975 924	14 803 477
Финансовые вложения	1240	293 185	9 479	2 502
Денежные средства	1250	7 402 702	5 470 708	10 583 154
Прочие оборотные активы	1260	736963	1230707	639415
Итого по разделу II	1200	<b>44 760 523</b>	<b>36 111 043</b>	<b>34 789 238</b>
БАЛАНС	1600	<b>80 843 489</b>	<b>66 196 731</b>	<b>54 125 987</b>
ПАССИВ				
III. Капиталы и резервы				
Уставной капитал (складочный капитал, уставной капитал, вклады товарищей)	1310	2 100 200	2 100 200	2 100 200
Собственные акции выкупленные у акционеров	1320			
Переоценка внеоборотных активов	1340			
Добавочный капитал (без переоценки)	1350		71 542	71 542
Резервный капитал	1360	105 010	105 010	30
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	22 949 917	19 677 462	15 723 742
Итого по разделу III	1300	<b>25 155 127</b>	<b>21 954 214</b>	<b>17 895 514</b>
IV. Долгосрочные обязательства				
Заемные средства	1410	12948142	10011761	15234534
Отложенные налоговые обязательства	1420	104861	13346	307
Резервы под условные обязательства	1430			
Прочие обязательства	1450	5214136	7127941	2245170
Итого по разделу IV	1400	<b>18 267 139</b>	<b>17 153 048</b>	<b>17 480 011</b>
V. Краткосрочные обязательства				
Заемные средства	1510	2471	615	6592
Кредиторская задолженность	1520	26 014 127	19 316 954	14 099 174
Доходы будущих периодов	1530	45438		
Резервы предстоящих расходов	1540	1 185 339	498 963	558 008
Прочие обязательства	1550	10173848	7272937	4086688
Итого по разделу V	1500	<b>37 421 223</b>	<b>27 089 469</b>	<b>18 750 462</b>
БАЛАНС	1700	<b>80 843 489</b>	<b>66 196 731</b>	<b>54 125 987</b>

Источник: <http://finance.lenspecsmu.ru/debtinvestors/reporting>.