

Министерство сельского хозяйства Российской Федерации
ФГБОУ ВО «Красноярский государственный аграрный университет»

Т. А. Мартынова, Н. А. Далисова

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Рекомендовано Учебно-методическим советом федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Красноярский государственный аграрный университет» для внутривузовского использования в качестве учебного пособия для обучающихся по направлениям подготовки 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент»

Электронное издание

Красноярск 2024

ББК 65.291.5-24

М 29

Рецензенты:

С. В. Здрестова-Захаренкова, кандидат экономических наук, доцент, руководитель образовательной программы по направлению 30.03.02 «Менеджмент», заведующая БК ВШРМ / и. о. заведующего БК ВШГ от ИРВ ФГАОУ ВО «Сибирский федеральный университет»

А. И. Шадрин, доктор экономических наук, профессор кафедры географии и методики обучения географии ФГБОУ ВО «Красноярский государственный педагогический университет им. В. П. Астафьева»

М 29 **Мартынова, Т. А.**

Оценка инвестиционной привлекательности компании [Электронный ресурс]: учебное пособие для бакалавров / Т. А. Мартынова, Н. А. Далисова; Красноярский государственный аграрный университет. – Красноярск, 2024. – 211 с.

Учебное пособие предоставляет студентам возможность лучше понять материал, который рассматривается в контексте оценки инвестиционной привлекательности компании с целью повышения стоимости компании. Именно с позиции изменения стоимости компании принимаются все финансовые решения, будь то выбор структуры капитала, инвестиционной и дивидендной политики. Значительное внимание в учебном пособии уделяется практике принятия управленческих финансовых решений.

Предназначено для студентов, обучающихся по направлениям подготовки 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент».

ББК 65.291.5-24

© Мартынова Т. А., Далисова Н. А., 2024

© ФГБОУ ВО «Красноярский государственный аграрный университет», 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ.....	4
Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ	7
1.1 Инвестиционная привлекательность: понятие, сущность, типы.....	7
1.2 Факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность компании	12
1.3 Классификация инвесторов.....	15
1.4 Методы оценки инвестиционной привлекательности компании.....	18
Контрольные вопросы	26
Глава 2. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ МЕНЕДЖМЕНТА ДЛЯ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ.....	28
2.1 Финансовые документы как источник информации	28
2.2 Управленческая отчетность – основа для принятия управленческих решений	35
2.3 Стоимостная модель компании как основа для оценки ее инвестиционной привлекательности.....	43
Контрольные вопросы	50
Практические задания.....	51
Глава 3. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ С ПОЗИЦИИ КРЕДИТОРОВ	59
3.1 Заемный капитал как источник финансирования компании	59
3.2 Показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность компании для кредиторов	70
3.3 Рычаговые эффекты: операционный и финансовый риски компании	89
3.4 Оценка вероятности банкротства компании	100
Контрольные вопросы	107
Практические задания.....	107
Задачи	117
Глава 4. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ С ПОЗИЦИИ АКЦИОНЕРОВ	120
4.1 Дивидендная политика компании: понятие, роль, значение	120
4.2 Типы дивидендной политики	128
4.3 Показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность компании для акционеров	142
Контрольные вопросы	155
Практические задания.....	156
Задачи	161
Глава 5. ОЦЕНКА ЗАТРАТ НА ИНВЕСТИРОВАННЫЙ В КОМПАНИЮ КАПИТАЛ.....	164
5.1 Собственный капитал как источник финансирования компании	164
5.2 Стоимость капитала компании как требуемая доходность инвесторов	166
5.3 Управление структурой капитала компании	178
5.4 Критерии и методы оценки привлекательности инвестиционного проекта	190
Контрольные вопросы	200
Практические задания.....	201
Задачи	205
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	208
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	209

ПРЕДИСЛОВИЕ

Финансовая деятельность становится сегодня одним из ключевых направлений, определяющих эффективность функционирования компании. А развитие компании, совершенствование производства и повышение показателей ее деятельности непосредственно связаны с инвестиционной деятельностью. Как известно, привлечение инвестиций зависит от инвестиционной привлекательности объекта инвестирования.

Оценка уровня инвестиционной привлекательности компании является интегральной характеристикой ее внутренней среды, которую можно определить как процесс, в ходе которого потенциальный инвестор может принять окончательное решение о целесообразности вложения средств в компанию, учитывая надежность этого объекта инвестирования и возможность получения максимальной прибыли.

Соответственно, высокий рейтинг привлекательности не только облегчает доступ компании к различным ресурсам, но и обеспечивает надежду интересов компании во внешней среде, влияет на обоснованность принятия управленческих решений. Это обстоятельство обуславливает высокую актуальность оценки инвестиционной привлекательности компании.

Оценка инвестиционной привлекательности компании является сложным комплексным процессом, который предусматривает наличие взаимосвязанных элементов и определенной процедуры проведения оценки.

Цель проведения оценки инвестиционной привлекательности компании заключается в обеспечении общих и внешних субъектов для принятия инвестиционных решений. Основными внутренними субъектами такой оценки выступают руководство и владельцы компании, внешними – потенциальные инвесторы, а также финансовые аналитики.

В компании менеджеры больше внимания обращают на то, во сколько оценивают их компанию инвесторы: действующие и потенциальные акционеры, кредиторы, фондовые брокеры, финансовые аналитики и группы других заинтересованных лиц – стейкхолдеры. Они осознают, что капитал их компании, акции, активы, займы имеют иную экономическую стоимость, которую присваивает компании фондовый рынок, и эту стоимость правомерно трактовать как ценность.

Таким образом, знание современных аспектов финансов существенно снижает риски компании и повышает ее финансовую устойчивость и как следствие инвестиционную привлекательность.

Предлагаемое учебное пособие предоставляет студентам возможность лучше понять материал, который рассматривается в контексте оценки инвестиционной привлекательности компании. Именно с позиции повышения инвестиционной привлекательности компании принимаются все финансовые решения, будь то выбор структуры капитала, инвестиционной и дивидендной политики.

Кроме того, значительное внимание в учебном пособии уделяется практике принятия управленческих финансовых решений, а не только теоретическому материалу.

Учебное пособие состоит из пяти глав. В первой главе даны теоретические основы инвестиционной привлекательности компании, где рассматривается понятие инвестиционной привлекательности, факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность, методы оценки. Вторая глава посвящена вопросу информационного обеспечения менеджмента для оценки инвестиционной привлекательности компании. В третьей и четвертой главах представлена комплексная диагностика компании с позиции кредиторов и акционеров с целью оценки инвестиционной привлекательности компании. Пятая глава посвящена оценке затрат на инвестированный в компанию капитал, а также показано как компании могут принимать стратегические инвестиционные и финансовые решения, которые увеличивают стоимость бизнеса, а именно: как формируется оптимальная структура капитала, выбираются варианты капитальных вложений, показана взаимосвязь со стоимостью капитала.

Закрепить полученные знания можно с помощью контрольных вопросов, практических заданий и задач в конце каждой главы.

Учебное пособие «Оценка инвестиционной привлекательности компании» предназначено для студентов бакалавриата по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент» всех формы обучения.

Учебное пособие «Оценка инвестиционной привлекательности компании» содержит основные разделы, изучаемые в рамках таких дисциплин, как «Антикризисное управление», «Управление инвестициями», «Финансовый менеджмент», «Управление стоимостью предприятия».

В результате работы с учебным пособием студенты будут должны:

- овладеть основами оценки инвестиционной привлекательности компании;
- овладеть стандартами раскрытия корпоративной отчетности;
- освоить ключевые финансовые показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность компании с позиции кредиторов и акционеров;
- освоить основные способы и инструменты финансирования бизнеса, подходы к формированию капитала и модели ценообразования его элементов;
- выделить основные теоретические и практические проблемы в области финансового анализа компании, с целью управления структурой и стоимостью капитала;
- рассмотреть возможности и условия внешнего и внутреннего финансирования, учитывающих интересы собственников бизнеса.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

1.1. Инвестиционная привлекательность: понятия, сущность, типы

Развитие компании, совершенствование производства и повышение показателей ее деятельности непосредственно связаны с инвестиционной деятельностью. Как известно, привлечение инвестиций зависит от инвестиционной привлекательности объекта инвестирования.

Слово *invest* переводится с латыни как «вкладывать». Инвестицией называется совокупность ценностей, предоставляемых извне в оборот финансовой структуры с целью извлечения прибыли или достижения иного полезного результата.

Оценка инвестиционной привлекательности компании является сложным комплексным процессом, который предусматривает наличие взаимосвязанных элементов и определенной процедуры проведения оценки.

Цель проведения оценки инвестиционной привлекательности компании заключается в обеспечении общих и внешних субъектов для принятия инвестиционных решений. Основными внутренними субъектами такой оценки выступают руководство и владельцы компании, внешними – потенциальные инвесторы, а также финансовые аналитики.

Существует несколько определений инвестиционной привлекательности, каждое из которых в той или иной степени выражает суть этого параметра.

В обобщенном виде их можно свести к следующей формулировке: инвестиционная привлекательность – это результат оценки совокупности показателей состояния предприятия в аспекте целесообразности вкладывания в него средств. При анализе и выработке общего решения должны учитываться возможные финансовые риски и их отношение к потенциальным выгодам, а также другие объективные показатели, необходимые для анализа устойчивости положения объекта инвестирования.

Обзор трактовок термина «инвестиционная привлекательность» позволяет прийти к выводу, что мнения ученых расходятся. Сложности возникают из-за того, что таких факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность, довольно много. Подчеркивая многоас-

пектный характер данной категории, одни авторы определяют ее как общую характеристику компании с позиции перспективности развития, позволяющую увязать экономические интересы инвесторов, компании и отрасли.

В различных экономических источниках можно найти различные определения данного феномена. Единого мнения ученых-теоретиков и инвесторов-практиков до настоящего времени так и не сложилось.

Во-первых, существует позиция, в которой оценка инвестиционной привлекательности обязана наглядно показывать в какой именно проект следует вкладывать капитал инвестору.

Во-вторых, под инвестиционной привлекательностью конкретного актива может пониматься совокупность эвристических методов оценки, которые связаны с ранжированием, изучаемых объектов инвестирования.

В-третьих, некоторые финансисты оценивают ее исключительно в связи с оценкой эффективности рассматриваемых инвестиционных проектов.

Однако какой бы точки зрения ни придерживался инвестор, он, без сомнения, в своей деятельности уделяют огромное внимание данному финансово-экономическому фактору.

Так, например, Бланк А.И. под инвестиционной привлекательностью понимает обобщенную характеристику преимуществ и недостатков инвестирования отдельных направлений и объектов с позиции конкретного инвестора. При этом выделяет следующие позиции оценки: перспективность роста; объем и перспективы сбыта продукции; эффективность использования активов и их ликвидность; состояние платежеспособности и финансовой устойчивости.

И.А. Михалева проводит оценку инвестиционной привлекательности предприятий на основе организационно-технических, социальных условий производства, качества менеджмента и рыночной среды, У. Шарп – на базе отношения доходности и риска.

Т.В. Теплова, говорит, что «инвестиционная привлекательность – характеристика актива, учитывающая удовлетворение интереса конкретного инвестора по соотношению «риск – отдача на вложенный капитал – горизонт владения активом». Таким образом, автор дает понять, что термин инвестиционной привлекательности довольно субъективен в силу того, что критерии будут разными для инвесторов, работающих на разных рынках.

Ендовицкий Д.А., Бабушкина В.А. и Батурина Н.А. отмечают, что её основой являлась связь инвестиционной привлекательности с финансовым состоянием. Такое определение вполне применимо к хозяйствующим субъектам, но оно не может охватить коммерческие организации, которые рассматриваются с позиции потенциального венчурного инвестирования или проведения операций слияния (поглощения), поскольку для них финансовое состояние не является определяющим фактором.

Е.А. Суркова определяет инвестиционную привлекательность как некий критерий оценки эффективности капиталовложений в различные объекты при наличии альтернативных вариантов размещения ресурсов. На основании чего инвестиционная привлекательность предприятия может рассматриваться как параметр целесообразности вложения в него временно свободных денежных средств.

По мнению Г.Л. Игольникова, «инвестиционная привлекательность предприятия – это экономическая (или социально-экономическая) целесообразность инвестирования, основанная на согласовании интересов и возможностей инвестора и реципиента инвестиций (в том числе эмитента), которое обеспечивает достижение целей каждого из них при приемлемом уровне доходности и риска инвестиций».

Мельничука О.М. дает определение инвестиционной привлекательности, исходя из перспектив роста цен на акции и роста размера дивидендов по ним в заданный временной период, так называемый срок инвестирования.

Некоторые эксперты, например Щиборщ К.В., вовсе считают, что для данного понятия не может существовать единого определения, так как цели оценки инвестиционной привлекательности различны для разных групп инвесторов. Например, для банков основным критерием инвестиционной привлекательности будет выступать платежеспособность, тогда как для акционеров это будет высокая эффективность ведения хозяйственной деятельности (рентабельность активов).

Один из ведущих отечественных экономистов В.И. Глазунов утверждает, что оценка инвестиционной привлекательности должна отвечать на вопрос – куда, когда и сколько ресурсов может направить инвестор в процессе осуществления инвестиций.

В иностранной экономической литературе под понятием «инвестиционная привлекательность» понимают, как характеристику благоприятности внешней среды (относительно объекта инвестиций) с целью осуществления инвестирования в данный объект в данный момент времени.

Большинство определений понятия инвестиционной привлекательности сводятся к трактовке данного термина, как системы или сочетания различных признаков, или факторов внешней и внутренней среды, оказывающих влияние на состояние оцениваемого объекта, без дальнейшей конкретизации этих признаков.

Таким образом, многие авторы выделяют два подхода к определению понятия инвестиционная привлекательность – это традиционный и комплексный. Традиционный подход предполагает оценку инвестиционной привлекательности предприятия путем использования традиционных методов анализа финансового состояния на основе финансовой отчетности компании.

В комплексном подходе наряду с применением системы финансовых показателей предлагается учитывать и нефинансовые аспекты деятельности предприятия, такие как форма корпоративного управления, уровень спроса на продукцию, ее конкурентоспособность и др.

В общем понимании идея инвестиционной привлекательности компании заключается в использовании таких методов управления, которые наилучшим образом будут воздействовать на экономическое состояние компании, на конечные результаты ее деятельности и возможности их достижения.

К условиям достижения инвестиционной привлекательности компании относятся следующие:

- в каждом последующем отчетном периоде необходимо максимально возможно увеличивать потенциал предприятия;
- темпы развития предприятия должны быть оптимальными;
- эффективное функционирование предприятия должно достигаться в большей степени за счет интенсификации производства при условии снижения материальных издержек;
- предприятие может эффективно развиваться, имея некоторую часть неиспользованных мощностей.

Рассмотренные выше условия определены в основном состоянием рынка и экономики в целом. Здесь важную роль играют количественные показатели работы организации, но есть еще и качественные характеристики, такие как надежность продукции, обоснованность цены изделия или услуги.

Необходимо отметить, что оценка всей совокупности характеристик инвестиционной привлекательности – достаточно длительный, трудоемкий и сложный процесс, часто требующий доступа к конфиденциальной управленческой отчетности компаний для получения достоверных и актуальных результатов исследования.

Таким образом, при комплексной оценке инвестиционной привлекательности выделяют три основных типа инвестиционной привлекательности компании, представленные в табл. 1.1.

В табл. 1.2 представлена расширенная классификация инвестиционной привлекательности компании, предложенная Д.А. Ендовицким.

По признакам инвестиционную привлекательность можно разграничивать, но в тоже время наблюдается взаимосвязь между всеми делениями, так как инвестиционную привлекательность одной фирмы можно охарактеризовать сразу по нескольким квалификационным признакам.

Таблица 1.1

Типы инвестиционной привлекательности компании

Высокая инвестиционная привлекательность	Средняя инвестиционная привлекательность	Низкая инвестиционная привлекательность
Предприятия характеризуются высоким уровнем инвестиционного потенциала и низким уровнем инвестиционного риска. Они способны обеспечивать высокий инвестиционный доход, которые покрывает обязательства перед инвестором и обеспечивает высокие доходы самой организации.	Предприятия способны обеспечивать невысокий инвестиционный доход, поддерживать среднюю инвестиционную активность. Предприятия данного типа имеют проблемы при привлечении внешних инвестиционных ресурсов.	Предприятия данного типа характеризуются низким инвестиционным потенциалом и высокими инвестиционными рисками. Они не способны привлекать инвестиционные ресурсы и вести самостоятельную инвестиционную деятельность.

Таблица 1.2

Классификация инвестиционной привлекательности

Признак	Вид	Характеристика
По соотношению риска и доходности	Высокая инвестиционная привлекательность	В компанию стоит инвестировать; это операции с высокой степенью доходности при умеренных (низких) рисках
	Средняя инвестиционная привлекательность	В предприятие выгодно вкладывать средства, но прибыль будет невелика
	Низкая инвестиционная привлекательность	Соотношение риска и доходности не предполагает получение большой прибыли, но гарантирует возврат вложенных средств
По пользователям информации	Инвестиционная привлекательность для государственных органов	Результаты деятельности компании являются положительными, она оказывает влияние на рост экономики
	Инвестиционная привлекательность для инвесторов	Характеризуется доходность капитала, курсом акций и уровнем дивидендов
	Инвестиционная привлекательность для контрагентов	Зависит от показателей платежеспособности, ликвидности, т. е. возможности продолжения деятельности

Признак	Вид	Характеристика
По срокам	Краткосрочная инвестиционная привлекательность	Привлекательность вложений на один год
	Среднесрочная инвестиционная привлекательность	Привлекательность на 1–3 года
	Долгосрочная инвестиционная привлекательность	Привлекательность на срок более трех лет
По отраслевой принадлежности	Инвестиционная привлекательность организаций промышленности, сельского хозяйства, торговли и др.	Зависит от развития отрасли, ее государственной защиты, инфраструктуры и др.
По объектам инвестирования	Инвестиционная привлекательность одиночного хозяйствующего субъекта	Зависит от внешних и внутренних факторов
	Инвестиционная привлекательность холдинга (группы взаимосвязанных организаций)	Помимо внешних и внутренних факторов, влияющих на организацию, на него оказывают влияние такие факторы как прозрачная система корпоративного управления, оптимизация управленческих процедур.

Инвестиционная привлекательность компании очень важна для расширения круга инвесторов. При этом уже работающие с компанией инвесторы при повышении ее инвестиционной привлекательности могут вложить в него дополнительные средства.

Оценка инвестиционной привлекательности в первую очередь нужна для ответа на вопросы, для чего, сколько и каких ресурсов должен вложить инвестор и насколько это будет эффективным.

1.2. Факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность компании

На инвестиционную привлекательность компании оказывает влияние множество внешних и внутренних факторов.

Так, в своих работах Р.А. Ростиславов к внешним факторам относит факторы, которые оказывают косвенное воздействие на инвестиционную привлекательность компании, т.е. те факторы, на которые компания не способна оказывать прямого воздействия. Внутренние факторы это факторы, которые зависят от результата хозяйственной деятельности компании.

Следовательно, можно сказать о том, что именно внутренние факторы являются основным рычагом влияния на инвестиционную привлекательность компании.

Большинство авторов выделяют в своих работах внешние и внутренние факторы инвестиционной привлекательности.

Ю.В. Севрюгин в своей работе выделяет следующие факторы инвестиционной привлекательности:

1. Внутренние, к которым относятся финансовое состояние (коэффициенты соотношения заемных и собственных средств, коэффициенты текущей ликвидности, оборачиваемости активов, рентабельности продаж и собственного капитала) и корпоративное управление (доля голосов в уставном капитале, доля государственной собственности в уставном капитале, доля акций в свободном обращении на вторичном рынке).

2. Внешние, к которым относится рыночное окружение (инвестиционный климат региона, инвестиционная привлекательность отрасли, стадия жизненного цикла основного вида продукции).

Компанейцева Г.А. к внешним факторам относит региональную, страновую и отраслевую инвестиционную привлекательность, которые в свою очередь обуславливают зависимость от комплекса факторов и включают: доступ к природным ресурсам, стабильную политическую обстановку, степень коррупции, налоговые льготы, выход на рынок, трудовые ресурсы, инновации.

Внутренние факторы зависят от компаний, и в большей мере влияют на решение о вкладывании инвестиций и на привлечение иностранных инвесторов.

Так, например, эффективное использование финансовых ресурсов компании. Для этого проводят анализ финансового состояния компании, по существующим различным методикам, но, как правило инвесторов более интересуют темп роста выручки, финансовая устойчивость, платежеспособность, ликвидность, рентабельность, чистая прибыль компании.

Система управления компанией, которая обуславливаться результативностью бизнес-процессов, долгосрочной стратегией развития, связью с поставщиками и потребителями продукции.

Производственный и инвестиционный потенциал – как результат применения всех ресурсов и потенциал будущего увеличения бизнеса. Ключевыми факторами являются – применяемые техноло-

гии, качество трудовых ресурсов, инвестиционный план и эффективное управление инвестиционными проектами.

Следовательно, если компания стремится к привлечению инвесторов и получению дополнительного финансирования, то помимо определения инвестиционной привлекательности, также необходимо разработать и реализовать меры по ее повышению.

Систематизация факторов формирования инвестиционной привлекательности позволяет инвесторам проводить оценку параметров и условий привлекательности в полном объеме, определять характеристику деятельности компании как объекта инвестирования.

Л.С. Валинурова и О.Б. Казакова выделяют только внутренние факторы, которыми считают основополагающими при оценке инвестиционной привлекательности. К внутренним факторам они относят:

- 1) инвестиционные факторы;
- 2) финансовый фактор;
- 3) производственный (фондоотдача, рост запасов, постоянных активов, доля просроченной дебиторской и кредиторской задолженности, рост активов, выручки, валовой и чистой прибыли за год, запас финансовой прочности, сила операционного рычага по объему реализации и по цене, коэффициент замены и прироста основных средств);
- 4) кадровый (среднемесячная зарплата, текучесть кадров, доля работников с высшим образованием, рост зарплаты).

Факторы и критерии инвестиционной привлекательности предприятия выделяемые В.М. Кожухар.

1. Внутренние, к которым относятся конкурентные преимущества предприятия (доля рынка, качество продукции, стадия жизненного цикла продукции) и стратегический потенциал предприятия (доходность инвестиций, профессионализм персонала, уровень риска).

2. Внешние, к которым относятся привлекательность отрасли для инвестора (потенциал роста, возможности использования потенциала роста, потенциал доходности) и стабильность окружающей страновой среды (темпы инфляции, прочность валюты, уровень стабильности налогового бремени, устойчивость и привлекательность).

Перечисленные факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность компании, не являются единственными возможными. Компания желающая развиваться на рынке, быть конкурентоспособной, вынуждена самостоятельно исследовать возможности привлечения инвестиций, и как следствие искать внутри себя сильные сторо-

ны, которые указали бы потенциальным инвесторам на перспективу финансовых вливаний в компанию.

Можно сказать, что количество внутренних факторов не является лимитированным, а выбор основных факторов или групп факторов зависит от компаний и целей инвестора.

1.3. Классификация инвесторов

Основным субъектом инвестиционной деятельности является инвестор. Инвесторами признаются субъекты инвестиционной деятельности, осуществляющие вложение собственных, заемных или привлеченных средств в форме инвестиций и обеспечивающие их целевое использование.

Инвестор – это лицо, вкладывающее собственный капитал для получения прибыли и преференций. Инвестор является главным участником инвестиционного процесса и основным источником инвестиционных ресурсов.

Классификация инвесторов напрямую зависит от сложившихся реалий экономики, так как любой уважающий себя инвестор обязан быть в курсе всех новшеств и подстраиваться под них, дабы не оказаться в убытке и не упустить новые открывающиеся перед ним инвестиционные возможности. Классификация инвесторов строится в зависимости от инвестиционного поведения, целей, сроков и форм осуществления вложений самими инвесторами.

Классификация на основе направленности их деятельности: индивидуальные инвесторы; организационно правовая группа инвесторов.

Согласно данной классификации выделяют инвесторов, занимающихся индивидуальной инвестиционной деятельностью либо в составе, как правило, юридического лица, насчитывающего в своем штате множество инвесторов, преследующих цели компании.

Согласно целям вложений: стратегические инвесторы и финансовые инвесторы.

Различие данных видов инвесторов заключается в том, что стратегический инвестор преследует очень разнообразные эффекты от осуществленных им вложений. Финансовый инвестор, как правило, руководствуется лишь получением прибыли.

Последним признаком, на основе которого можно разработать классификацию инвесторов это их принадлежность к резидентам: отечественный инвестор и иностранный инвестор.

По мнению Талдоновой С.С. инвесторов можно разделить на четыре основные группы:

1. Государство, зачастую деятельность которого направлена не на получение прибыли, а на решение социально-экономических задач или обеспечение инфраструктуры функционирования экономики.

Поэтому инвестиционная привлекательность с точки зрения государства характеризуется не только финансовыми составляющими результата инвестирования, но социально-экономическим, экологическим, научным и другими видами эффектов от инвестиций.

Следовательно, необходимыми для государства являются инвестиции в стратегически важные отрасли. Поэтому с точки зрения государства, ключевыми характеристиками инвестиционной привлекательности организации являются: принадлежность к системообразующим предприятиям отрасли, значимость в решении социально-экономических задач в масштабах страны и выраженная инновационная направленность в развитии данного предприятия.

2. Институциональные инвесторы (заемные инвесторы), которых можно разделить на финансовые и нефинансовые.

К финансовым инвесторам относят банки, инвестиционные, страховые и управляющие компании. Для таких инвесторов основным интересом является получение экономического эффекта от инвестирования денежных средств в различные компании как напрямую, так и через рынок ценных бумаг.

К нефинансовым инвесторам относят негосударственные пенсионные фонды и благотворительные организации и фонды. Их основной целью является получение социального эффекта.

Ключевыми характеристиками инвестиционной привлекательности компаний в данном случае выступает ее кредитоспособность, платежеспособность и финансовая устойчивость компании.

3. Долевые инвесторы, которые рискуют своим капиталом ради возможного дохода в будущем, ориентированные либо на получении текущих выплат, либо на прирост стоимости компании.

Для таких инвесторов важно показать привлекательность перспективы роста стоимости акций.

4. Частные инвесторы (индивидуальные лица), которые за счет вложения средств (вклады, ценные бумаги) удовлетворяют, помимо своих экономических интересов, еще и социальные.

Как показывает практика, инвесторы – это люди, желающие вложить в прибыльное дело свои средства, некоторые из них имеют огромный опыт за плечами. В таком случае, скорее всего будет наблюдаться максимизация прибыли. В случае глобальной нехватки капитала, можно прибегнуть к прямому инвестированию.

В свою очередь такой способ делится на: инвестиции от финансовых инвесторов; стратегический вид инвестирования.

Суть первого состоит в возможности приобретения инвестором небольшой части акций (но не контрольно пакета) с последующей продажей через 2-5 лет, возможно также размещение акций на рынке ценных бумаг, где есть большой круг инвесторов. Основной доход инвестора будет заключаться в продаже акций, и в свою очередь инвестиционная привлекательность организации будет расти. Данный вариант будет устраивать как инвестора, так и руководителя.

Стратегическое инвестирование базируется на приобретении инвестором крупного пакета акций на длительное время, где инвестор становится еще одним из собственников фирмы. Основной целью стратегического вкладчика становится покупка уже готовой фирмы или же слияние с его компанией. Такой вариант спасает в кризисных ситуациях, но это отбирает у собственника его полномочия и фирма становится финансово зависимой от других источников финансирования.

Исходя из этого, можно выделить различных инвесторов, представленных в табл. 1.3.

Профиль инвестора влияет на выбор финансовых инструментов при финансовом планировании. Инвесторы по-разному относятся к риску: кто-то готов и может рискнуть для получения большего дохода, а кто-то ведет себя предельно осторожно при вложении денег.

Ключевыми характеристиками инвестиционной привлекательности компании являются финансовое состояние компании, ее платежеспособность, открытость и понятность бизнеса.

Следовательно, различные категории инвесторов интересуют разные показатели инвестиционной привлекательности. В данной работе из множества категорий потенциальных инвесторов особое внимание будет уделено двум из них – кредиторам и акционерам.

Типы инвесторов

Типы инвесторов	Характеристика
Консервативный	Отсутствует специальная подготовка в области финансов, а размер инвестиционного капитала небольшой. Готовность размещать средства только в безрисковые инструменты.
Умеренный	Имеется небольшой опыт инвестирования, поэтому принимается минимальный уровень инвестиционного риска, выраженный в возможности рискнуть частью капитала, чтобы получить более высокую доходность и защитить свои средства от инфляции.
Рациональный	Готовность принять разумный уровень инвестиционного риска в обмен на потенциальную возможность получить доход на уровне банковского депозита.
Агрессивный	Характерен для молодых инвесторов со стабильным доходом. Есть образование в сфере финансов. Готовность принять высокий уровень инвестиционного риска и колебаний стоимости в кратко- и среднесрочной перспективе в обмен на потенциальную возможность получить доход на уровне ставки банковского депозита. Стоимость капитала может колебаться, а также упасть значительно ниже суммы первоначальных инвестиций в течение некоторого периода времени.
Спекулятивный	Готовность принять почти любой уровень инвестиционного риска и колебания стоимости в обмен на возможность получить установленный уровень доходности. Самостоятельный контроль над уровнем инвестиционного риска и вероятной доходности, но в случае ряда неудачных сделок, возможно, потери могут составить более половины суммы первоначальных инвестиций.

Таким образом, можно сделать вывод, что понятие и оценка инвестиционных предпочтений – явление достаточно неоднозначное и даже субъективное, поскольку все индивидуально и зависит от личности самого инвестора.

1.4. Методы оценки инвестиционной привлекательности компании

Инвестиционная привлекательность является не столько финансово-экономическим явлением, сколько моделью, показывающей фактические количественные и качественные показатели, существующей внешней среды в рамках предприятия, отрасли, субъекта федерации или государства в целом.

Основной проблемой при оценке инвестиционной привлекательности компании является поиск методики оценки. По причине недостаточной исследованности понятия «инвестиционная привлекательность компании» в настоящее время не существует единой методики ее оценки, которая бы содержала конкретный список показа-

телей, позволяющих однозначно интерпретировать полученные в ходе анализа результаты.

Отсутствие единого критерия оценки инвестиционной привлекательности компаний не существует, так как для потенциального кредитного инвестора и потенциального институционального инвестора понятие «инвестиционная привлекательность» имеет различный смысл.

Существующие в настоящий момент методы оценки, учитывают разные данные, в них различаются процессы обработки и анализа полученных данных. Их можно разделить на две группы.

1. Методы оценки, согласно которым, основополагающим фактором для всестороннего анализа уровня инвестиционной привлекательности предприятия является его финансовое состояние.

2. Методы оценки, разделяющие анализ инвестиционной привлекательности на внутренние и внешние факторы, которые учитываются при оценке уровня инвестиционной привлекательности предприятия.

К авторам, которые считают, что оценка инвестиционной привлекательности предприятия сводится к анализу его финансовой составляющей, можно отнести И.В. Крылову и др., Т.В. Федоровича, К.В. Щиборща, Л.П. Белых.

Э.И. Крылова и другие авторы, в качестве показателей, необходимых для оценки уровня инвестиционной привлекательности предприятия, предлагают показатели, характеризующие платежеспособность и ликвидность, коэффициенты рентабельности, оборачиваемости и финансовой устойчивости.

В результате, полученные данные сравниваются с их нормативными значениями, и чем большее количество полученных значений удовлетворяют своему нормативному уровню, тем выше оценивается инвестиционная привлекательность предприятия.

Оценку, состоящую из двух этапов, предлагает К.В. Щиборщ.

На первом этапе оцениваются рентабельность инвестиций, кредитный период и разница между годовой прибылью совокупных активов и годовым процентом по кредиту. При соблюдении следующих условий предприятие считается абсолютно привлекательным: рентабельность инвестиций должна составлять не менее 20%, кредитный период не превышает 8 лет, разность между прибылью совокупных активов и процентом по кредиту положительна.

На втором этапе предлагается оценить долю собственных средств в структуре совокупных пассивов, балансовую прибыль на рубль продукции, рентабельность продукции, балансовую прибыль к величине оборотных средств, коэффициенты ликвидности, доля чистого оборотного капитала в оборотных средствах.

Критерий инвестиционной привлекательности рассчитывается, как средневзвешенная сумма перечисленных показателей, что позволяет построить рейтинг уже относительной привлекательности тех предприятий, которые удовлетворяют условию своей абсолютной инвестиционной привлекательности.

Надо отметить, что существует множество ученых, приверженцев традиционного подхода, рассматривающих зависимость инвестиционной привлекательности от финансового состояния корпорации, выраженного в ряде коэффициентов.

М.Н. Крейнина является представителем данного подхода, интерес к которому возможен, в первую очередь, у инвестора, выступающего в роли кредитора. Инвестиционную привлекательность принято оценивать на основе анализа финансовых показателей деятельности организации, источником информации для расчета которых является её финансовая отчетность.

Целью такого анализа является оценка ожидаемой доходности вложенных денежных средств, определение срока их полного возврата, а также выявление наиболее значимых инвестиционных рисков.

Методика Шеремета А.Д., Сайфулина Р.С., Негашева Е.В. базируется на комплексной рейтинговой оценке финансового состояния и деловой активности компании. Для определения рейтинга предприятий предлагается использовать пять показателей, наиболее часто применяемых и наиболее полно характеризующих финансовое состояние.

1. Обеспеченность оборотных активов собственными оборотными средствами, которая характеризует наличие у компании собственных оборотных средств, необходимых для ее устойчивости. Нормативное значение $K_1 \geq 0,1$.

2. Коэффициент текущей ликвидности (покрытия), который характеризуется степенью общего покрытия всеми оборотными средствами компании суммы срочных обязательств. Нормативное значение $K_2 \geq 2$.

3. Интенсивность оборота авансируемого капитала, которая характеризует объем реализованной продукции приходящийся на 1 руб.

средств, вложенных в деятельность компании. Нормативное значение $K_3 \geq 2,5$.

4. Коэффициент управления предприятием, который характеризуется соотношением величины операционной прибыли к величине выручки. Нормативное значение $K_4 \geq \frac{r-1}{r}$, где r - учетная ставка ЦБ России.

5. Прибыльность (рентабельность) предприятия, которая характеризует объем прибыли, приходящийся на 1 руб. собственного капитала. Нормативное значение $K_5 \geq 2$.

При полном соответствии значений финансовых коэффициентов компании нормативным, компания будет обладать высоким уровнем инвестиционной привлекательности для инвестора.

Промежуточным звеном между частными методами оценки инвестиционной привлекательности с помощью финансового анализа, и системными подходами, оценивающими совокупность влияния внутренних и внешних факторов на инвестиционную привлекательность предприятия, является интегральная оценка на основе внутренних показателей, а так же метод оценки, предложенный Л.С. Валинуровой и О.Б. Казаковой. Данные методы нельзя отнести к простейшим методам оценки инвестиционной

Методика анализа инвестиционной привлекательности компании Ю. В. Сверюгина заключается в том, что каждому фактору, независимо от того является он количественным или качественным, присваивается соответствующая балловая оценка. На основании этого выстраивается трех уровневая схема свойств модели инвестиционной привлекательности предприятия.

Для определения значений коэффициентов весовости модели инвестиционной привлекательности компании, автором был осуществлен сбор исходной информации методом очного анкетирования стратегических, портфельных и финансовых инвесторов.

В качестве факторов первого уровня, представленных в табл. 1.4, определено финансовое состояние компании.

Весь набор показателей первого уровня характеризует платежеспособность компании на основе коэффициентов ликвидности, а также уровень доходности компании.

В методике анализа рыночного окружения представлен обширный набор факторов, который позволяет оценить инвестиционную привлекательность компании с позиции кредиторов.

Факторы второго уровня представлены в табл. 1.5.

Таблица 1.4

Факторы первого уровня – оценка финансового состояния

Фактор инвестиционной привлекательности	Абсолютное значение фактора	Оценка в баллах	Интегральный коэффициент весомости	Оценка фактора с учетом весомости
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	От 0,2 до 0,5	3	0,04	0,12
	Меньше 0,2	2		0,08
	Больше 0,5	1		0,04
Коэффициент текущей ликвидности	Больше 1,7	3	0,11	0,33
	От 1,2 до 1,7	2		0,22
	Меньше 1,2	1		0,11
Коэффициент оборачиваемости активов	Больше 0,6	3	0,13	0,39
	От 0,4 до 0,6	2		0,26
	Меньше 0,4	1		0,13
Рентабельность продаж, %	Больше 16	3	0,08	0,24
	От 8 до 16	2		0,16
	Меньше 8	1		0,08
Рентабельность собственного капитала по чистой прибыли, %	Больше 8	3	0,06	0,18
	От 3 до 8	2		0,12
	Меньше 3	1		0,06
Сумма максимальных значений в баллах по разделу 1:				1,26

Таблица 1.5

Факторы второго уровня – оценка рыночного окружения

Фактор инвестиционной привлекательности	Абсолютное значение фактора	Оценка в баллах	Интегральный коэффициент весомости	Оценка фактора с учетом весомости
Инвестиционный климат региона	Благоприятный	3	0,03	0,09
	Неблагоприятный	2		0,06
	Крайне неблагоприятный	1		0,03
Рынок сбыта продукции	Зарубежный и российский	3	0,06	0,18
	Российский	2		0,12
	Региональный	1		0,06
Стадия жизненного цикла основного вида продукции	Рост	3	0,04	0,12
	Зрелость	2		0,08
	Старение	1		0,04
Инвестиционная привлекательность отрасли	Высокая (нефтедобывающая промышленность, электроэнергетика, связь)	3	0,03	0,09
	Средняя (металлургия, химическая, пищевая промышленность, машиностроение, металлообработка)	2		0,06
	Низкая (сельское хозяйство, легкая, лесная)	1		0,03
Степень конкуренции на товарном рынке	Низкая	3	0,06	0,18
	Средняя	2		0,12
	Высокая	1		0,06

Окончание табл. 1.5

Фактор инвестиционной привлекательности	Абсолютное значение фактора	Оценка в баллах	Интегральный коэффициент весомости	Оценка фактора с учетом весомости
Экологическая нагрузка на природную среду	Незначительная	3	0,02	0,06
	Значительная	2		0,04
	Разрушительная	1		0,02
Развитость транспортной инфраструктуры	3 вида транспорта	3	0,02	0,06
	2 вида транспорта	2		0,04
	1 вид транспорта	1		0,02
Сумма максимальных значений в баллах по разделу 2:				0,78

Большинство факторов рыночного окружения объективно существуют независимо от компании и некоторые из этих факторов, например, инвестиционный климат региона или привлекательность отрасли, не могут быть изменены менеджментом.

Факторы третьего уровня – оценка корпоративного управления компанией, представлены в табл. 1.6.

Таблица 1.6

Факторы второго уровня - оценка корпоративного управления

Фактор инвестиционной привлекательности	Абсолютное значение фактора	Оценка в баллах	Интегральный коэффициент весомости	Оценка фактора с учетом весомости
Доля голосов неподконтрольных менеджменту в уставном капитале	Более 50 %	3	0,05	0,15
	От 25 % до 50 %	2		0,10
	До 25 %	1		0,05
Доля государственной собственности в уставном капитале	До 10 %	3	0,05	0,15
	От 10 до 25 %	2		0,10
	Более 25	1		0,05
Доля акций в свободном обращении на вторичном рынке	Более 50 %	3	0,05	0,15
	От 25 % до 50 %	2		0,10
	До 25 %	1		0,05
Размер вознаграждения членам совета директоров	Зависит от финансовых результатов	3	0,04	0,12
	Размер вознаграждения фиксирован	2		0,08
	Вознаграждение не выплачивается	1		0,04
Финансовая прозрачность и раскрытие информации	Раскрытие предусмотрено законодательством	3	0,07	0,21
	Информация раскрывается частично и нерегулярно	2		0,14
	Трудности в получении информации	1		0,07
Соблюдение прав мелких	Расылка по почте документов для голосования на	3	0,03	0,09

акционеров по управлению предприятием	собрании акционеров Рассылка по почте уведомлений о собрании акционеров, но устав не допускает заочное голосование	2		0,06
	Публикация только в СМИ	1		0,03
Дивидендные выплаты за последний финансовый год	Выплачивались по обычным и привилегированным акциям	3		0,09
	Выплачивались только по привилегированным акциям	2	0,03	0,06
	Дивиденды не выплачивались	1		0,03
Сумма максимальных значений в баллах по разделу 3:				0,96
Сумма максимальных значений в баллах по всем разделам:				3,00

Кроме расчета инвестиционной привлекательности предлагаемая методика может быть использована инвестором для планирования повышения инвестиционной привлекательности компании.

В своих работах Теплова Т.В. проводит оценку инвестиционной привлекательности компании на основе финансового анализа. Оценка инвестиционной привлекательности компании идет с позиции интересов кредитора по трем основным направлениям: платежеспособности и ликвидности баланса, текущей (операционной) эффективности и сбалансированности роста.

Например, ПАО «Полюс» – крупнейший производитель золота в России. На долю компании приходится 23% всего объема добычи золота в стране. На мировом уровне компания является второй по величине запасов золота и седьмой по объемам ее добычи. Основные предприятия компании расположены в Красноярском крае, Иркутской и Магаданской областях, а также в Республике Саха (Якутия) и включают 5 действующих рудников, золотоносные россыпи и ряд проектов в стадии строительства и развития.

В табл. 1.7 представлены показатели анализа инвестиционной привлекательности ПАО «Полюс» по методике Теплового Т.В.

Так, коэффициент долга показывает, что в 2018 году на 1 руб. активов приходилось 0,93 руб. заемного капитала. Высокое значение коэффициента говорит о высоком финансовом риске. Но в 2019 году в результате большего роста собственного капитала по сравнению с заемным, финансовая зависимость сократилась до 77%. В 2020 году

в результате снижения обязательств, финансовая зависимость сократилась до 70%.

Таблица 1.7

Показатели, характеризующие интересы кредиторов ПАО «Полюс» по методике Тепловой Т.В.

Показатели	2018 год	2019 год	2020 год
Коэффициент платежеспособности по денежным потокам (способность расплачиваться)	0,85	1,7	0,89
Свободный денежный поток, млн руб.	87952	90243	164754
Коэффициент покрытия процентов	5,8	7,5	13,4
Коэффициент платежеспособности по денежным потокам (способность расплачиваться)	0,85	1,7	0,89
Свободный денежный поток, млн руб.	87952	90243	164754
Коэффициент покрытия процентов	5,8	7,5	13,4
Коэффициент долга	0,93	0,8	0,7
Коэффициент финансовой независимости	0,07	0,2	0,3
Коэффициент соотношения заемного и собственного капитала	12,4	3,4	2,0
Коэффициент текущей ликвидности	1,9	2,3	2,9
EBITDA, млн руб.	118381	172237	269512
Чистый долг, млн руб.	214391	203381	155805
Коэффициент долговой нагрузки	1,8	1,2	0,6
Рентабельность продаж, %	15,8	48,5	33,7
Рентабельность активов, %	7,0	24,2	22,8
Сбалансированный рост (Тприбыль>Твыручка>Тактивы>100%)	41<116>113	427>140>12 3	98<141>10 5

Коэффициент платежеспособности с позиции денежных потоков показывает, что в 2020 году потока от операционной деятельности опять не хватило на покрытие оттоков по инвестиционной и финансовой деятельности компании.

Показатель сбалансированного роста говорит о несбалансированности роста в 2018 и 2020 годах, так как на фоне роста выручки и активов произошло снижение чистой прибыли.

Таким образом, в целом, оценка инвестиционной привлекательности ПАО «Полюс» на основании финансовых коэффициентов по методике Тепловой Т.В. говорит о том, что в целом, компания привлекательна для кредиторов особенно по критерию долговой нагрузки.

Т.В. Федорович рассматривает методику анализа инвестиционной привлекательности компании на основе рыночной стоимости компании.

Автор рассматривает показатели рыночной стоимости: экономическая добавленная стоимость; рыночная добавленная стоимость; рыночная капитализация; собственный гудвилл. Соответственно, чем выше данные показатели стоимости бизнеса, тем выше инвестиционная привлекательность оцениваемой компании.

Преимущества методики оценки инвестиционной привлекательности компании на основе рыночной стоимости имеет преимущества в виде связи с капитализацией компании. Однако, в данной методике оперируют абсолютными показателями, а не относительными, что не позволяет потенциальному инвестору сравнивать оцениваемые предприятия между собой.

Таким образом, для оценки инвестиционной привлекательности действующей организации необходимо использовать все возможные методики анализа, поскольку инвесторам и руководству компании необходимо иметь информацию не только о том, насколько рентабельна организация, но и насколько увеличится капитализация бизнеса в результате инвестиции, каков срок их окупаемости, какова внутренняя норма доходности инвестиции.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение инвестиционной привлекательности компании.
2. Опишите подходы к определению понятия «инвестиционная привлекательность» компании.
3. Объясните цель проведения оценки инвестиционной привлекательности компании.
4. Опишите условия достижения инвестиционной привлекательности компании.
5. Какие факторы влияют на инвестиционную привлекательность компании?
6. Опишите внутренние факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность компании.
7. Дайте характеристику типов инвесторов.
8. Какие производственные факторы являются инвестиционной привлекательностью компании?

9. Используя Интернет-ресурс проведите анализ производственных факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компаний различных отраслей. Например, нефтегазовая отрасль, добывающая промышленности, торговля, сельское хозяйство, телекоммуникационная отрасль и т.д.

10. Опишите модель Сверюгина Ю.В. оценки инвестиционной привлекательности компании. Выделите преимущества и ограничения модели.

11. Опишите методы оценки инвестиционной привлекательности компании.

12. Выделите факторы, влияют на инвестиционную привлекательность компании для финансовых инвесторов.

13. По каким показателям компания должна быть инвестиционно-привлекательна для стратегических инвесторов.

14. Объясните, почему конкурентные преимущества компании (доля рынка, качество продукции, стадия жизненного цикла продукции) относят к факторам, влияющим на ее инвестиционную привлекательность. Для каких инвесторов конкурентные преимущества важны для оценки инвестиционной привлекательности компании?

15. Используя Интернет-ресурсы проведите оценку факторов первого уровня (оценка финансового состояния) компаний различных отраслей. Например, нефтегазовая отрасль, добывающая промышленности, торговля, сельское хозяйство, телекоммуникационная отрасль и т.д.

16. Используя Интернет-ресурсы проведите оценку факторов второго уровня (оценка рыночного окружения) компаний различных отраслей. Например, нефтегазовая отрасль, добывающая промышленности, торговля, сельское хозяйство, телекоммуникационная отрасль и т.д.

ГЛАВА 2. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ МЕНЕДЖМЕНТА ДЛЯ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

2.1. Финансовые документы как источник информации

Финансовые отчеты являются важнейшим средством предоставления информации, характеризующей финансовое положение предприятия. В комплексе они должны содержать информацию, которая может представлять интерес для различных категорий пользователей: акционеров, кредиторов, потенциальных инвесторов, партнеров по бизнесу, представителей государственных финансовых, статистических и налоговых органов.

Несмотря на то, что в большинстве рыночно ориентированных стран не существует каких-то общепринятых требований к формам бухгалтерской и финансовой отчетности, различия в их содержании, как правило, незначительны. В настоящее время большинство предприятий этих стран руководствуются требованиями Международного комитета по стандартам бухгалтерского учета. Согласно данным требованиям в финансовые отчеты должны включаться следующие документы:

- балансовый отчет;
- отчет о финансовых результатах;
- отчет о движении денежных средств.

Если компания составляет отчетность по международным стандартам (МСФО), тогда финансовые отчеты имеют следующее название:

- консолидированный отчет о финансовом положении компании;
- консолидированный отчет о прибылях и убытках или о совокупном доходе;
- консолидированный отчет о движении денежных средств.

Отчет о финансовых результатах отражает различные доходы и расходы предприятия в зависимости от их источников за период времени, например, за год (табл. 2.1).

Отчет о финансовых результатах за год, млн руб.

Наименование статей	за 1-й год	за 2-й год
Продажи		
Себестоимость проданных товаров		
Амортизация		
Коммерческие расходы		
Управленческие расходы		
Операционная прибыль		
Проценты к получению		
Проценты к уплате		
Прочие доходы		
Прочие расходы		
Прибыль до налогообложения		
Налог на прибыль		
Чистая прибыль		
Дивиденды		
Нераспределенная прибыль		

Главным источником доходов является, как правило, уставная (операционная) деятельность предприятия – производство и продажа товаров, оказание услуг и т. д. В отчете показывается как выручка от реализации, или объем продаж без НДС, акцизов и иных аналогичных платежей.

Себестоимость реализованной продукции (проданных товаров), как правило, включает материальные затраты, расходы на оплату труда рабочих и амортизацию основных средств. В российской практике амортизация включается в себестоимость продаж, однако для контроля и анализа имеет смысл выделить амортизацию в самостоятельную строку с тем, чтобы данную информацию использовать в дальнейшем.

Затраты по сбыту продукции учитываются на счете «Коммерческие расходы», а затраты, связанные с управлением, на счете «Управленческие расходы».

Себестоимость продаж товаров, амортизация, коммерческие и управленческие, а также прочие операционные расходы называются операционными расходами предприятия.

Операционная прибыль, или прибыль от продаж, рассчитывается путем вычитания вышеперечисленных затрат из выручки (продаж).

По статье «Проценты к получению» отражаются процентные доходы предприятия, а по статье «Проценты к уплате» – процентные

расходы или финансовые издержки по обслуживанию заемного капитала.

В финансовой отчетности, составленной по Международным стандартам, статья «Проценты к уплате» может входить в статью «Финансовые расходы», а статья «Проценты к получению» – в статью «Финансовые доходы».

Для определения величины чистой прибыли из прибыли до налогообложения следует вычесть соответствующий налог. После выплаты дивидендов в распоряжении предприятия остается нераспределенная прибыль, реинвестированная в его дальнейшее развитие и увеличивающая собственный капитал.

Анализ отчета начинается с изучения чистой прибыли или убытка предприятия. Исследуются факторы, приведшие к тому или иному результату. Ключевыми факторами, влияющими на объем полученной прибыли (убытка), являются выручки и операционные расходы.

К основным причинам роста выручки относят увеличение физических объемов реализации, рост цен, а также изменение товарной номенклатуры.

Важное значение имеет оценка влияния финансовых затрат, особенно, процентных расходов на чистую прибыль (убыток) предприятия. Поэтому необходимо выделить наиболее быстро растущие и весомые статьи.

Баланс (табл. 2.2) является конкретным представлением основного бухгалтерского равенства:

$$\text{Активы} = \text{Обязательства} + \text{Собственный капитал}$$

Это моментальное изображение владений компании на указанную дату, а именно, на конец года. Баланс состоит из двух равновеликих частей: активов и пассивов.

В *активах* показывается имущество предприятия. В финансовом менеджменте традиционно выделяются две группы имущества: долгосрочные (или постоянные) и текущие (или краткосрочные) активы.

Таблица 2.2

Балансовый отчет на конец года, млн руб.

Наименование статей	31.12.1 ^{го} года	31.12.2 ^{го} года
Долгосрочные активы		
нематериальные активы		
материальные активы*		
минус амортизация		
итого амортизируемые активы по остаточной стоимости		
долгосрочные финансовые вложения		
Итого долгосрочные активы		
Текущие активы (Оборотные активы)		
запасы		
дебиторская задолженность		
краткосрочные финансовые вложения		
деньги		
Итого текущие активы		
Баланс (Активы)		
Собственный капитал		
уставный капитал		
добавочный капитал		
эмиссионный доход		
нераспределенная прибыль		
Итого собственный капитал		
Долгосрочные обязательства		
долгосрочный заемный капитал		
прочие долгосрочные обязательства		
Итого долгосрочные обязательства		
Текущие пассивы (Краткосрочные обязательства)		
краткосрочная банковская ссуда		
задолженность перед поставщиками		
счета к оплате		
Итого краткосрочные обязательства		
Итого обязательств		
Баланс (Пассивы)		

Долгосрочные активы (внеоборотные активы) приобретаются для длительного использования и могут включать в себя: землю, сооружения, здания, машины, оборудование, транспортные средства, нематериальные активы, финансовые вложения и др. Амортизируемое имущество в балансе показывают по остаточной стоимости, для чего из первоначальной стоимости вычитают начисленную амортизацию. Для удобства анализа накопленная сумма амортизации может показываться в балансе отдельной строкой.

Краткосрочные активы (текущие активы или оборотные активы) обычно включают товарно-материальные запасы, дебиторскую задолженность, ценные бумаги и денежные средства, т.е. те виды активов, которые могут быть преобразованы в деньги в течение операционного цикла (периода между закупкой материалов и продажей готовой продукции). Текущие активы составляют оборотный капитал предприятия.

Пассивы предприятия, как и активы, объединены в две группы: долгосрочные (или постоянные) пассивы и краткосрочные (или текущие) обязательства. В группе постоянных пассивов выделяют собственный капитал (уставный, добавочный, фонды и резервы, нераспределенную прибыль) и долгосрочный заемный капитал.

Краткосрочные обязательства включают краткосрочные банковские кредиты, задолженность перед поставщиками и счета к оплате, в том числе задолженность по заработной плате и дивидендам, различные виды отсрочек по налоговым платежам, т. е. все те обязательства, срок погашения которых ожидается в течение отчетного периода.

Следует отметить, что годовые величины амортизации и нераспределенной прибыли, рассчитанные по балансу, как разность на начало и конец отчетного периода, должны совпадать с аналогичными показателями отчета о финансовых результатах.

Анализ баланса начинают с рассмотрения валюты баланса, на основе чего делают вывод о приросте или снижении активов предприятия. Далее выясняют, какие статьи в наибольшей степени повлияли на итоговый результат. Обычно эти статьи изучают по разделам баланса – долгосрочные и текущие активы, краткосрочные и долгосрочные обязательства, собственный капитал.

Соотношение долгосрочных и оборотных активов может быть различно даже для предприятий одной отрасли. Поэтому надо отслеживать динамику их элементов. Например, рост потребности в денежных средствах может быть вызван опережающими темпами роста доли дебиторской задолженности и запасов в активах, что чаще всего свидетельствует о замедлении их оборота. В этом случае необходимо проанализировать изменения элементов дебиторской задолженности и запасов. Если эти изменения приобретают негативные тенденции, необходимо уделить внимание управлению текущими активами. Но рост дебиторской задолженности и запасов может быть вызван естественными причинами, например, расширением деятельности предприятия, приростом объемов продаж и т.д. Таким образом, например,

изменение дебиторской задолженности необходимо сравнивать с изменением выручки.

Увеличение материальных активов, как правило, связано с их приобретением либо переоценкой. Если предприятие проводило переоценку материальных активов, тогда в пассиве должны произойти изменения в статье «Добавочный капитал». Следовательно, уменьшение долгосрочных активов связано с реализацией имущества, возвратом долгосрочных финансовых вложений, а также амортизацией.

Анализ краткосрочных обязательств позволяет определить основные источники финансирования операционной деятельности предприятия. Наибольшее внимания заслуживает кредиторская задолженность. Рост кредиторской задолженности может свидетельствовать как о благоприятных условиях в расчетах с поставщиками, так и о нехватке средств для своевременной оплаты поставщикам, особенно, если в расшифровке кредиторской задолженности присутствует просроченная кредиторская задолженность.

Другая важная статья раздела краткосрочных обязательств – краткосрочные кредиты, займы. Наличие этой статьи в целом определяется финансовой политикой предприятия. Ее резкие изменения – результат расширения операционной деятельности либо нехватка источников их финансирования. Но, очень часто в статье краткосрочные кредиты, займы могут быть указаны суммы текущих платежей долгосрочных кредитов. Так, например, у ПАО «МТС» с 2015 года по 2017 год в статье краткосрочные кредиты, займы представлена текущая часть долгосрочного заемного капитала. Это означает, что за анализируемый период времени компания не привлекала для финансирования операционной деятельности краткосрочные кредиты, а в статье указана задолженность по долгосрочным кредитам, срок гашения которых наступил в текущем периоде. Таким образом, для более полного анализа необходимо изучать расшифровки заемного капитала.

Рост долгосрочных обязательств чаще всего связано с наращиванием долгосрочных кредитов, займов, а их снижение – их погашением. Надо отметить, что даже предприятия одной отрасли могут существенно различаться долей долга в источниках средств. Высокая доля займов порождает рост финансового риска, поэтому при их оценке необходимо анализировать полученные либо потенциальные выгоды и возможные потери от их использования. При этом не надо забывать, что высокая доля краткосрочных обязательств, особенно,

краткосрочных кредитов, займов в структуре баланса также характеризует высокий финансовый риск, связанный с их гашением в краткосрочном периоде.

Рост собственного капитала, как правило, является позитивным фактором, признаком повышения финансовой устойчивости, ликвидности, стоимости и инвестиционной привлекательности предприятия. Основные причины роста собственного капитала – дополнительный выпуск акций, увеличение нераспределенной прибыли, а также переоценка материальных активов. снижение собственного капитала может проходить за счет списания убытков, выкупа акций у собственников.

Отчет о движении денежных средств (табл. 2.3). История этого отчета сравнительно нова, а его структура и формат до сих пор служат предметом обсуждения и подвержены изменениям.

Таблица 2.3

Отчет о движении денежных средств за год, млн руб.

Наименование статей	Сумма
Операционная деятельность	
Чистая прибыль*	
+ амортизация	
+ увеличение краткосрочных обязательств	
- уменьшение краткосрочных обязательств	
+ уменьшение текущих активов (кроме денежных средств)	
- увеличение текущих активов (кроме денежных средств)	
Итого чистый поток от операционной деятельности	
Инвестиционная деятельность	
+ уменьшение фиксированных активов	
- увеличение фиксированных активов	
Итого чистый поток от инвестиционной деятельности	
Финансовая деятельность	
+ увеличение заемных средств	
+ увеличение уставного капитала	
- уменьшение заемных средств	
- выплата дивидендов	
Итого чистый поток от финансовой деятельности	
Всего чистый поток	
Денежные средства на начало года	
Денежные средства на конец года	

*Если в расчете чистой прибыли были учтены доходы или убытки от продажи фиксированных активов (например, оборудования), то их надо исключить из данного раздела и перенести в раздел инвестиционной деятельности.

Дискуссии между бухгалтерами и финансовыми аналитиками продолжаются, поскольку имеют место разногласия относительно то-

го, как лучше составить отчет, который позволил бы реально оценить денежные потоки предприятия.

Результаты отчета о движении денежных средств показывают платежеспособность предприятия с позиции денежных потоков.

Отчет предназначен показывать все поступления денежных средств и платежи в разрезе трех видов деятельности: операционной, инвестиционной и финансовой. Необходимость деления деятельности предприятия на три сферы объясняется различной ролью каждого вида деятельности и их взаимосвязанностью.

Эффективное управление денежными потоками:

1. Обеспечивает финансовое равновесие предприятия в процессе его развития. Темпы этого развития и финансовая устойчивость в значительной мере определяется тем, насколько разные виды потоков денежных средств синхронизированы по объемам и во времени.

2. Позволяет сократить потребность предприятия в заемном капитале. Активно управляя денежными потоками можно обеспечить более рациональное и экономное использование финансовых ресурсов, снизить зависимость организации от привлекаемых кредитов.

3. Обеспечивает снижение риска неплатежеспособности. Даже у успешно работающих организаций неплатежеспособность может возникнуть как следствие несбалансированности различных видов денежных потоков во времени.

Анализ отчета позволяет выявить причины увеличения или уменьшения поступлений денежных средств и платежей по каждому виду деятельности. Показывает причины увеличения или уменьшения денежных средств на конец года.

2.2. Управленческая отчетность – основа для принятия управленческих решений

Цель управленческого учета – обеспечить топ-менеджмент и сотрудников компании информацией для принятия экономически обоснованных управленческих решений, а также их оценки и контроля их реализации.

Управленческий учет необходим, чтобы готовить периодическую внутреннюю отчетность по результатам деятельности подразделений и обеспечить менеджеров информацией при принятии решений. Управленческий учет дает информацию для планирования, анализа и внутреннего контроля.

По сути, *управленческая отчетность* – это оцифрованный бизнес, который мы можем объективно оценивать и понимать, в какой реальности находимся.

Основные функции управленческого учета:

1. Учет и управление затратами – производственный учет.
2. Бюджетирование затрат и результатов производственной, финансовой и инвестиционной деятельности.
3. Прогнозирование внутренних и внешних факторов, оказывающих влияние на деятельность компании.
4. Составление внутренней отчетности (ежемесячной, еженедельной, ежеквартальной).
5. Внутренний контроль на основе данных управленческой отчетности.
6. Анализ – разработка и формирование оценочных и сравнительных показателей.
7. Подготовка информации для принятия управленческих решений – управленческая отчетность для топ-менеджмента и собственников бизнеса. В зависимости от того, насколько быстро и своевременно мы можем предоставить отчетность, бизнес реагирует на проблемы и вызовы внутренней или внешней среды.

Выделяют четыре системы учета, каждая из которых имеет свои функции и решает свои задачи, представленные на рис. 2.1.



Рисунок 2.1 – Четыре системы учета

На уровне ввода первичной информации мы работаем с системой бухгалтерского учета. Как правило, на этом этапе уже встроена и система налогового учета.

Следующая система МСФО – чаще всего встроена в ERP-систему.

Наконец – система управленческого учета, которая позволяет управлять эффективностью бизнеса, выстраивать стратегическое планирование, выделять основные принципы стратегического управления и в том числе управлять рисками.

Основные показатели, которые интересны собственникам и топ-менеджменту:

- рентабельность (маржинальность) продаж и продвижения в разрезе продуктов, продуктовых групп, ключевых клиентов и регионов;
- данные о себестоимости продукции и эффективности использования производственных мощностей;
- показатели, демонстрирующие прогресс в реализации проектов и заказов (особенно, если заказы связаны с длинным циклом изготовления продукции);
- результаты финансово-хозяйственной деятельности с разной глубиной детализации, как по отдельным подразделениям или проектам, так и по всей группе компаний в целом;
- целевое использование ресурсов, выделенных центром финансовой ответственности.

Основные данные, необходимые для ведения бизнеса, можно разделить на три главных блока – снабжение, производство и продажи.

Снабжение. Данные снабжения необходимо смотреть в аналитике по поставщикам, выделять долгосрочные контракты и понимать условия по каждому контракту. Это позволяет, выходя на новые переговоры с ключевыми поставщиками, согласовывать новые взаимовыгодные условия поставок.

В снабжении также необходимо оценивать потребность в материалах и следить за уровнем материальных запасов, поскольку материальные запасы, которые залеживаются на складе, омертвляют бизнес. К таким запасам относятся неликвиды и те запасы, которые нужно утилизировать. Контролируйте также размещаемы у поставщиков заказы, чтобы обеспечить ритмичность производства и не допустить

простоев. Важно отслеживать кредиторскую задолженность перед поставщиками.

Производство. При подготовке аналитики по производству важны три составляющие – производственные мощности, потребность в материалах и рабочая сила. Их должно быть достаточно, чтобы выполнить план продаж или инвестиционный проект, обеспечить своевременность и полноту поступления готовой продукции.

Продажи. Самая важная часть любого бизнеса. В этом блоке необходимо подробно анализировать и контролировать рынок продукции – конкурентов, отрасль, внешнюю среду. Внимательно изучать клиентов – строить достоверные планы, анализировать рентабельность по каждому ключевому клиенту.

Если опираться на метод Парето, 80 процентов продаж нам, как правило, обеспечивают 20 процентов клиентов – подробная аналитика по этим 20 процентам обязательна, по остальным клиентам можно выбрать степень актуальной детализации. В продажах необходимо контролировать уровень запасов готовой продукции, в том числе незавершенное производство – точность планирования запасов, достаточность, чтобы обеспечивать оборачиваемость и избежать затоваривания или складского дефицита, а также не допустить появления неликвидов. Еще один важный параметр – уровень дебиторской задолженности.

Основные показатели, которые можно контролировать в еженедельном и ежедневном формате, это:

- поступление денежных средств, остатки на счетах и исполнение платежного календаря;
- кредитный портфель;
- кредиторская и дебиторская задолженности (в том числе просроченные);
- остатки запасов – сырье и материалы, готовую продукцию, незавершенное производство;
- отгрузки и прибыльность по клиентам, регионам, продуктовым группам.

Также можно использовать агрегированный показатель для контроля оборотных активов (коэффициент оборачиваемости, период оборота, рентабельность) – позволяет своевременно обнаруживать и снижать риск кассовых разрывов.

В процессе регулярного мониторинга необходимо отдельно рассматривать показатели производства, отгрузки, маржу, поступление денежных средств и запасы.

Формы квартальной и годовой отчетности могут подойти и для ежедневного или еженедельного мониторинга. Отличие в том, что для годовой отчетности мы берем показатели укрупненно, без детализации.

Квартальная и годовая отчетность необходимы для контроля финансовых показателей.

Основные показатели для подготовки отчетов, которые необходимо контролировать топ-менеджменту:

- бюджет доходов и расходов: выручка, себестоимость, валовая прибыль, EBITDA, чистая прибыль;
- налоговые изъятия (чтобы оценить возможность влияния на налоговый бюджет);
- использование чистой прибыли: дивиденды, исполнение инвестиционного бюджета.

К примеру, для мониторинга исполнения банковских ковенант, в отчетность необходимо ввести показатели:

- выручка;
- чистая прибыль;
- чистые активы;
- леверидж (соотношение между заемными и собственными средствами);
- собственный оборотный капитал;
- EBITDA;
- соотношение Долг/EBITDA;
- коэффициенты ликвидности;
- коэффициенты обеспеченности собственными средствами;
- показатели финансовой устойчивости;
- коэффициенты оборачиваемости;
- рентабельность и пр.

Конечно, ключевой параметр для оценки эффективности бизнеса – EBITDA.

EBITDA прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации. Более детально показатель рассмотрен в п.3.2 данного учебного пособия.

Все стратегические инициативы (ключевые стратегические проекты) направлены на повышение прибыльности (ЕВITDA), усиление конкурентной позиции компании на рынке, увеличение рыночной доли, повышение эффективности использования активов (инвестиций) и снижение рисков.

На рисунке 2.2 представлены решения, которые помогают принять анализ показателя ЕВITDA.



Рисунок 2.2 – Детализация ключевого параметра для оценки эффективности бизнеса

Надо отметить, что из-за особенностей детализации информация традиционного учета непригодна для принятия стратегических решений. Данные стратегического учета должны охватывать картину целиком – это укрупненные показатели и коэффициенты, относительные и абсолютные величины, демонстрирующие долгосрочную перспективу и развитие бизнеса.

Следовательно, стратегический учет строится на долгосрочной финансовой модели.

Финансовое моделирование позволяет оценить избранную стратегию компании, протестировать бизнес-модель, оценить ее жизнеспособность и выбрать оптимальную схему финансирования (применять дополнительные источники финансирования – факторинг, лизинг и т. д.).

Этапы разработки модели для управленческой отчетности можно выделить следующим образом:

1. Определение основных драйверов финансовой модели – оборот, выручка, расходы, амортизация, CAPEX, EBITDA, чистая прибыль и т.д.

2. Подготовка функциональных бюджетов по бизнес-единицам. В основе финансовой модели должны лежать бюджеты компании (бизнес-единиц) и консолидированные результаты.

3. Подготовка инвестиционного бюджета – чтобы проверять, хватает ли средств, чтобы реализовать инвестиционную программу.

4. Консолидация основных бюджетов (БДР, БДДС, Баланс).

5. Оценка финансовых коэффициентов и ковенант (NPV, IRR, ROE, EBIT/проценты, Долг/EBITDA и пр.) – определяем по каким показателям можно удостовериться, жизнеспособна ли модель, подходящее ли вы выбрали финансирование и т. д. По этим показателям можно быстро найти и устранить недостатки, нивелировать риски.

Принцип сбора модели похож на процесс сбора годовых бюджетов:



Таким образом, при подготовке отчетности для стратегического менеджмента в первую очередь необходимо сформировать инерционную модель – DCF-модель (модель дисконтированных денежных потоков).

Это особый тип финансовой модели, который используют для оценки бизнеса. Модель показывает прогноз неискаженного свободного денежного потока компании, дисконтированного до сегодняшней стоимости (NPV). Построение этой модели основывается на текущей ситуации в бизнесе. Если компания не развивает бизнес, то в модели можно увидеть лишь небольшой рост или спад.

Надо отметить, что стратегический учет позволяет топ-менеджменту видеть общую картину бизнеса «сверху», анализировать влияние инвестиционных проектов на экономику бизнеса в длительном периоде (расчет среднегодового эффекта и срока окупаемости).

Стратегический учет дает данные для управления бизнесом – ключевые индикаторы (бюджетирование и KPI для топ-менеджмента):

- отгрузка, доля рынка, EBITDA, стоимость бизнеса, ROE;
- маржа, валовая прибыль, маржинальная и валовая рентабельность, производительность труда, производство готовой продукции, чистые активы, оборачиваемость дебиторской задолженности, собственный оборотный капитал и другие показатели.

Традиционный учет концентрирует внимание на деталях и позволяет маневрировать, быстро принимать решения с учетом сложившихся обстоятельств. Управление бизнесом происходит посредством оперативных инструментов – годовое бюджетирование, платежный календарь, план продаж, план закупок и производственный план на квартал/месяц.

Сочетание традиционного и стратегического учета позволяет осуществлять оперативное управление с учетом целей долгосрочной стратегии. Традиционный учет – детальный анализ текущего периода, стратегический учет – видение перспективы и горизонта.

Но, чтобы грамотно комбинировать эти подходы, необходимо обязательно учитывать отраслевую специфику компании.

2.3. Стоимостная модель компании как основа для оценки ее инвестиционной привлекательности

Модель финансового анализа компании должна объединять принципы, на которых строится взгляд на эффективность происходящих операций в компании, с соответствующими им технологиями изменения необходимых параметров и алгоритмами оценки результатов деятельности. Поэтому на смену традиционной учетной (бухгалтерской) модели анализа компании приходит стоимостная модель. Трактовка понятия стоимостной модели представлена в табл. 2.1.

Если учетная модель анализа компании дает возможность для текущего финансового контроля, ориентированного на диагностику сбалансированности ресурсов и капитала, потоков разных направлений деятельности компании, то стоимостная модель выстраивается в соответствии с принципами корпоративных финансов как области современной финансовой теории.

Таблица 2.1

Трактовки стоимостной модели различных авторов

Авторы	Понятия
Ивашковская И. В.	Это концепция, направленная на превращение потенциальных возможностей извлечения экономической прибыли для собственника компании в реальность.
Теплова Т.В.	Стоимостная модель как инвестиционный или рыночный взгляд на компанию, где в первую очередь внимание концентрируется на инвестиционных качествах денег, на высокой неопределенности будущих результатов и на постоянно возникающих новых возможностях.
Эффективный финансовый директор	Стоимостная модель ориентирована на потребность собственников бизнеса в определенный момент развития "обналичить" вложенные усилия или, как говорят на профессиональном сленге, "откэшить бизнес". Эта модель позволяет все время рассматривать бизнес с позиции его ликвидности на инвестиционном рынке как объект вложений и получения дохода.

Стоимостная модель (оценка) компании отражает возможности получения доходов в будущем, т. е. это взгляд на будущие выгоды с позиции сегодняшнего дня с учетом имеющихся альтернатив и рисков. Стоимостная модель (оценка) часто интерпретируется как инве-

стиционная, так как она имитирует взгляд на компанию рыночных инвесторов, которые готовы вложить деньги только при условии понимания возможных выгод.

Основным элементом стоимостного управления является стоимость предприятия.

Представление о различиях двух моделей представлены в табл. 2.2.

Финансовые директора и рыночные аналитики отмечают следующие преимущества стоимостной модели:

- акцент на интересах владельцев собственного капитала;
- ориентация на долгосрочность функционирования компании, достижение стратегических целей;
- учет кредитных и инвестиционных рисков и сценарности будущего развития;
- возможность оценки влияния внешней среды на положение компании.

Таблица 2.2

Различия учетной и стоимостной моделей анализа компании для оценки инвестиционной привлекательности

Критерии	Учетная модель	Стоимостная модель
Цели при принятии решений	Операционное управление – рост бухгалтерской прибыли	Стратегическое управление – рост стоимости компании
Внешние условия принятия решений	Отсутствие конкуренции, альтернатив, подотчетности перед ключевыми стейкхолдерами	Ограниченность ресурсов, необходимость выбора и обоснования из альтернативных вариантов
Задействованные ресурсы	Капитал (как собственный) и обязательства по балансу	Капитал, который включает в себя фиксируемый в балансе собственный и заемный капитал и эквиваленты собственного и заемного капитала
Признание операций компании и анализ издержек	Учет только фактически проведенных операций и расходов по ним	Принятие во внимание потенциально возможных операций, отражение в издержках упущенной выгоды
Учет риска осуществляемых операций	Риск не является условием анализа	Выделяются категории риска, устанавливается соответствие между принимаемым риском и требуемым уровнем доходности
Расчет прибыли	Выручка за вычетом фактических расходов	Выручка за вычетом фактических расходов и упущенной выгоды равна экономической прибыли
Трактовка денег	Акцент на сальдовый поток денежных средств	Сегодняшние деньги – это потенциально растущие выгоды, будущие деньги – это частично утраченные деньги из-за упущенных выгод альтернативного инвестирования

Акцент на интересах владельцев собственного капитала, учет измерения их благосостояния. В рамках стоимостной концепции различают две модели финансового анализа: акционерную и стейкхолдерскую.

Акционерная модель рассматривает интересы владельцев собственного капитала компании как первостепенные, которые должен реализовать менеджмент компании. Сторонники этой модели доказывают, что постановка цели в виде максимизации выгод владельцев собственного капитала заставляет менеджмент учитывать интересы и других заинтересованных групп – стейкхолдеров.

Стейкхолдерская модель строится с учетом интересов как финансовых, так и нефинансовых владельцев капитала. Чем более значимы в основном капитале компании элементы интеллектуального капитала, тем больше аналитику следует обращаться к рекомендациям стейкхолдерской модели.

Возникает необходимость сопоставления затрат и выгод принимаемых управленческих решений на длительном временном промежутке в связи с тем, что интересы владельцев финансового и интеллектуального капитала, как правило, долгосрочны. Главное достоинство стоимостной модели анализа состоит в возможности количественного определения альтернатив, рассматриваемых при разработке стратегии.

1. Признание затрат финансового капитала (собственного и заемного) и специфических требований (подразумеваемых обязательств) владельцев интеллектуального капитала. Если затраты по заемному капиталу и ряду элементов интеллектуального капитала выявляются и учитываются в анализе, то затраты по собственному капиталу имеют вид неявных издержек.

2. Барьерная (пороговая) ставка доходности по капиталу компании. Эта ставка является своеобразным «входным билетом» на рынок и увязывается с инвестиционным риском владельцев капитала, который оценивается с учетом неопределенности внешней среды для компании и выбираемой стратегии развития.

Однако стоимостная модель имеет и ряд ограничений. Так, увязка инвестиционных и финансовых решений с понятием требуемой доходности как типичной или нормативной ставки доходности инвестиций по альтернативным вариантам одного класса риска предъявляет определенные требования к степени развития рынка и поведению инвестора. Требуемая доходность для каждого класса

риска формируется на рынке владельцами капитала, которые являются держателями финансовых активов.

Таким образом, стоимостная модель компании исходит из того, что целевой функцией принятия управленческих решений и критерием их оценки является стоимость бизнеса. При этом бизнес рассматривается как функционирующий, действующий на рынке, а источником создания новой стоимости являются имеющиеся и создаваемые конкурентные преимущества.

Под *стоимостью бизнеса* понимается инвестиционная, или внутренняя оценка будущих денежных выгод владельцев капитала с учетом риска их вложений, для определения которой используется метод дисконтированных денежных потоков (DCF).

При учете денежных выгод часто возникают следующие вопросы: следует ли рассматривать максимизацию благосостояния владельцев только собственного капитала или же нужно учитывать благосостояние всех заинтересованных в функционировании компании лиц, имеющих возможность воздействовать на принимаемые решения; не будет ли более правильным учитывать выгоды, приобретаемые всеми держателями обязательств компании. Если свести их благосостояние к полученным от компании денежным потокам, то речь фактически пойдет о максимизации интегрированной денежной оценки компании.

Стоимостная модель способствовала появлению различных показателей, объединенных общим термином «стоимость», или «ценность».

Стоимость (ценность) – это стратегический показатель, основанный на прогнозируемой в долгосрочной перспективе деятельности компании. Он позволяет учесть будущую динамику основных факторов бизнеса и найти оптимальное их сочетание для максимизации стоимости бизнеса.

Стоимость действующей компании может определяться как рыночная стоимость, фундаментальная стоимость, инвестиционная стоимость и внутренняя стоимость.

Рыночная стоимость – обобщенный показатель, поэтому стоимость может рассматриваться с позиции оценки выгод владельцев только собственного капитала, и тогда возникает термин «акционерная рыночная стоимость». А если учитываются интересы финансовых и нефинансовых заинтересованных лиц, то правильнее говорить о стейкхолдерской стоимости.

Для обозначения текущей оценки выгод всех финансовых владельцев капитала (собственного и заемного) будем использовать термин «рыночная стоимость корпорации». Расчетная величина рыночной стоимости часто обозначается термином «справедливая, или обоснованная, рыночная стоимость».

Фундаментальная стоимость – это расчетная оценка, отражающая выгоды владения активами и всем капиталом компании (собственным и заемным) для обезличенного рыночного инвестора. Как правило, эта оценка формируется на базе общедоступной информации относительно компании. Тем самым, соблюдается принцип оценки для обобщенного (обезличенного) инвестора.

Инвестиционная стоимость – это расчетная оценка выгод, которая делается под конкретного инвестора на основе доступной для него информации, часто скрытой от широкого доступа.

Внутренняя стоимость – это расчетная оценка выгод существующего состояния собственниками компании, которая делается на основе всей имеющейся информации, т. е. с учетом влияния фундаментальных и нефундаментальных факторов создания выгод (стоимости).

Таким образом, под оценкой компании подразумевается расчетная величина. Однако наличие биржевых котировок акций позволяет аналитикам проверять выдвигаемые гипотезы через подмену справедливой расчетной оценки компании наблюдаемыми на рынке оценками рыночных инвесторов. Ключевым термином здесь является капитализация.

Капитализация отражает наблюдаемую на финансовом рынке оценку компании рыночными инвесторами. Различают общую капитализацию как оценку рынком всех финансовых активов, выпущенных компанией, и рыночную капитализацию как биржевую оценку только обыкновенных акций. При этом оценка всех акций осуществляется по наблюдаемым оценкам котируемых ценных бумаг (акций), число которых может быть существенно меньше общего числа акций в обращении у компании.

Число акций в обращении – это акции на руках владельцев собственного капитала (физических и юридических лиц, номинальных держателей). Доля акций, которая из общего количества на руках у собственников торгуется на бирже, – это *акции в свободном обращении*.

Если цена акции (биржевые котировки) верно отражает инвестиционные качества бизнеса, т. е. его возможность генерировать вы-

годы владельцам собственного капитала, то величина рыночной капитализации будет близка к расчетной оценке собственного капитала.

Таким образом, специфика анализа компании на основе принципов корпоративных финансов по стоимостной модели заключается:

Первый принцип – недостаточно описывать решения компании и изучать их, исходя из принятого и очень широко распространенного подхода, который основан на принципах бухгалтерского учета, которые лежат в основе отражения информации о компании.

Это связано с тем, что в бухгалтерском учете принята ситуация, когда затраты отражаются как фактические затраты, и именно этот подход лежит в основе определения прибыли компании, которая является измерителем результата ее деятельности согласно финансовой отчетности. Следовательно, если мы говорим исключительно о фактических затратах, что всё, что отражено в данных о компании на основе принципов и концепций бухгалтерского учета, практически отражено вне связи с рисками компании. Поэтому анализ компании необходимо проводить на основании концепции альтернативных издержек компании.

Идея заключается в том, что компания действует в рыночной среде, то есть она находится всегда в ситуации ограничения по ресурсам, поэтому компания обязана выбирать из альтернативных вариантов. Компания не может использовать сразу все варианты вложения своего капитала, а с другой стороны компания, уже действует в условиях конкуренции, и поэтому она несет ответственность капиталом за все решения. Если они неудачны, то капитал компании сокращается, если они эффективны, то капитал компании наращивается.

Операции компании надо проанализировать как в контексте фактически проводимых операций, так и в контексте так называемых потенциально возможных операций. Чтобы учесть и фактические расходы фактически приведенных операций, и те прибыли, которые эта компания не заработала, но заработали другие компании, использующие капитал примерно с таким же риском, как у этой компании, но в других вариантах его вложения. И, значит, издержки – это сумма, по сути дела, фактических расходов, то есть фактических издержек, и альтернативных издержек, то есть утраченных прибылей компании.

Второй принцип – ограниченность критерия создания результата. Принцип связан с тем, как проводится анализ результаты компании. Если на базе данных бухгалтерского учета, что она базируется

на признании фактических операций и на анализе фактических лишь издержек, и поэтому эта информация не увязана с теми рисками, в которых компания может находиться.

Следовательно, этот подход создает ситуацию, в которой деятельность компании анализируется через бухгалтерскую прибыль. А корпоративные финансы, требуют подхода с точки зрения альтернативных издержек, по сути дела, опираются на критерий *экономической прибыли* компании.

Таким образом, если действовать только в рамках бухгалтерского подхода, то необходимо рассмотреть выручку компании, все ее фактические расходы, сравнить их друг с другом, а, по сути, вычесть фактические расходы и, тем самым, получить и определить бухгалтерскую прибыль компании.

Но если действовать с позиции подхода стоимостной модели оценки компании, то финансистов интересуют альтернативные издержки, а их нет в данных бухгалтерской отчетности и финансовой отчетности компании. Финансистов интересуют риск компании, поскольку они должны выработать технологию анализа альтернативных издержек через утраченные компанией прибыли, – прибыли, которые зарабатывают другие компании в реальной жизни, но с таким же уровнем риска.

Следовательно, если сопоставить бухгалтерскую прибыль, которую компания создала у себя, с той, которую она не создала, но ее создают с таким же уровнем риска другие компании, мы получим понятие *экономической прибыли*.

Таким образом, если компания имеет очень высокую бухгалтерскую прибыль и при вычитании альтернативных издержек, получим экономическую прибыль больше нуля, это будет означать, что компания работает очень хорошо, она высокоэффективна, потому что она зарабатывает регулярно больше, чем она должна бы зарабатывать в связи с такими-то рисками.

Если, наоборот, при сопоставлении бухгалтерской прибыли и альтернативных издержек, при их вычитании из бухгалтерской прибыли, мы получаем экономическую прибыль как отрицательную величину, это будет означать, что, хотя у компании есть прибыль и, возможно, она возросла в предыдущих периодах, на самом деле, с позиции стоимостной модели эта компания пока неэффективна, потому что она не создала прибыли адекватно тем рискам, с которыми ей приходится вести свои операции.

Бухгалтерская модель способствовала тому, что надо применять показатели прибыли, не только для оперативного управления, но и для выработки стратегических решений, для целей компании. Данной модели соответствуют такие показатели: рост годовой прибыли в абсолютном выражении, рост прибыли на одну долю в собственном капитале или рост нормы прибыли (бухгалтерской рентабельности капитала).

Важность бухгалтерских показателей, это получение прибыли и ее рост являются необходимым, но недостаточное условие роста ценности для акционеров.

Стоимостная оценка компании дает возможность получить информации о действительной стоимости бизнеса. Используя современные методы оценки, то можем получить различную стоимость компании, в зависимости от цели которую ставят руководители. Но на практике стоимость определяется доходным подходом, путем дисконтирования денежных потоков, с учетом риска, который является наиболее влиятельным для предприятия. В настоящее время значимость приобрела концепция управления стоимостью. Это такая концепция управления, которая направлена на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях компании за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости. Данная концепция используется многими западными компаниями. Самое главное достоинство данной модели, состоит во множестве корректировок и поправок, которыми не обладает классическая финансовая методика. Основное решение при построении эффективной системы измерения стоимости – это выбор основного показателя результатов деятельности компании.

Контрольные вопросы

1. Что отличает финансовую информацию от других видов информации?
2. По каким основным направлениям можно оценить привлекательность компании для инвесторов?
3. Поясните, почему капитализация компании отличается от ее балансовой стоимости?
4. Перечислите основные формы и каналы распространения корпоративной финансовой информации.

5. Почему корпоративные финансы предполагают использование различных видов денежных потоков?
6. Объясните, что такое агентский конфликт и как он возникает.
7. К чему сводятся основные противоречия между интересами менеджеров и акционеров; кредиторов и акционеров?
8. Дайте определение стоимости. Каким образом ее можно соотнести?
9. Дайте характеристику стоимостной модели.
10. Каким образом стоимость компании можно соотнести с инвестиционным решением?

Практические задания

Задание 1. ПАО «ФосАгро» – российская вертикально-интегрированная компания, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений. Основным направлением деятельности является производство фосфорсодержащих удобрений, высокосортного (с содержанием P_2O_5 39% и более) фосфатного сырья – апатитового концентрата, а также кормовых фосфатов, азотных удобрений и аммиака.

Стратегия-2025 года нацелена на дальнейшее расширение присутствия Группы «ФосАгро» на приоритетном российском и премиальных экспортных рынках, укрепление позиций в качестве производителя экологически безопасных фосфорсодержащих удобрений с одними из самых низких в отрасли затратами.

Компания сконцентрируется на работе по трем приоритетным направлениям – расширение мощностей, повышение операционной эффективности и увеличение обеспеченности собственным сырьем.

При этом стоит отметить, что пик инвестиционной нагрузки пройден после завершения ключевого капиталоемкого проекта Стратегии-2020 – строительства высокотехнологичных производств аммиака и гранулированного карбамида. Общий объем инвестиций в эти объекты обеспечен на уровне 65 млрд рублей. Эти проекты в настоящее время генерируют стабильный денежный поток, позволяя сбалансированно выплачивать достойные дивиденды, реализуя инвестиционные, социальные и благотворительные программы.

Проанализируйте отчет о движении денежных средств ПАО «ФосАгро» за анализируемый период, представленный в табл. 2.3.

Таблица 2.3

Отчет о движении денежных средств ПАО «ФосАгро»

Статьи	2018 год	2019 год	2020 год
Денежные потоки от операционной деятельности			
Прибыль от операционной деятельности	53997	51651	57654
Корректировки:			
Амортизация	20911	23931	26626
Убыток от выбытия основных средств и нематериальных активов	586	611	209
Прибыль от операционной деятельности до учета изменений в оборотном капитале	75494	76193	84489
Уменьшение/(увеличение) запасов и катализаторов	(5438)	1593	(1843)
Уменьшение/(увеличение) дебиторской задолженности	324	2764	(345)
Увеличение кредиторской задолженности	655	5398	12020
Денежные средства от операционной деятельности до уплаты налога на прибыль и процентов	71035	85948	94321
Налог на прибыль уплаченный	(6146)	(10550)	(6462)
Финансовые расходы уплаченные	(5210)	(3842)	(4121)
Денежные средства от операционной деятельности	59679	71556	83738

Выявите причины изменения денежных средств компании на конец анализируемого периода. Используя Интернет-ресурсы, проведите анализ отчета о движении денежных средств ПАО «ФосАгро» за последние три года. Сделайте выводы. Объясните причины изменений.

Задание 2. Используя информацию первого задания, проведите анализ отчета о финансовых результатах ПАО «ФосАгро» (табл. 2.4).

Выявите факторы, влияющие на изменение чистой прибыли компании.

Используя Интернет-ресурсы, проведите анализ отчета о финансовых результатах ПАО «ФосАгро» за последние три года. Сделайте выводы. Объясните причины изменений.

Таблица 2.4

Отчет о финансовых результатах ПАО «ФосАгро», (в млн руб.)

Статьи	2018 год	2019 год	2020 год
Выручка	233430	248125	253879
Себестоимость реализованной продукции	(123964)	(136224)	(133335)
Валовая прибыль	109466	111901	120544
Административные расходы	(14864)	(16476)	(17828)

Коммерческие расходы	(34410)	(38121)	(39588)
Налоги, кроме налога на прибыль	(3469)	(2384)	(2962)
Прочие расходы, нетто	(2726)	(3269)	(2512)
Прибыль от операционной деятельности	53997	51651	57654
Финансовые доходы	447	1458	975
Финансовые расходы	(6098)	(4271)	(5455)
в т.ч. процентные расходы	(4666)	(3457)	(4268)
Положительные/(отрицательные) курсовые разницы, нетто	(19613)	12346	(25070)
Расходы, связанные с COVID			(1434)
Прибыль до налогообложения	28110	61184	26670
Расход по налогу на прибыль	(5975)	(11776)	(9749)
Прибыль за отчетный период	22135	49408	16921

Задание 3. «Московская кондитерская фабрика «Красный Октябрь» – старейшее предприятие кондитерской отрасли страны, которое является одним из крупнейших и известнейших московских производителей кондитерских изделий в России. В 2002 году предприятие вошло в состав кондитерского Холдинга ООО «Объединенные кондитеры». Основным видом деятельности компании является производство кондитерских изделий, в первую очередь относящихся к группе сахаристых – карамели, конфет, шоколада, ириса и пр.

Руководство оценивает долю компании на рынке сахаристых кондитерских изделий Российской Федерации в 3,4-3,5%, а в целом по кондитерским изделиям – 1,60% - 1,65% (в натуральном выражении).

Проведите анализ отчета о финансовых результатах кондитерской фабрики (табл. 2.5).

Таблица 2.5

**Отчет о финансовых результатах ПАО «Красный Октябрь»,
(в тыс. руб.)**

Статьи	2017 год	2018 год	2020 год	2021 год
Выручка от реализации	14148987	14727018	14111830	15779224
Себестоимость реализованных товаров	(12000877)	(12894165)	(12946693)	(14908753)
Административные расходы	(548391)	(554717)	(1076278)	(1419206)
Расходы на продажу и маркетинг	(336802)	(358905)	(259273)	(269449)
Прочие операционные расходы	(79547)	(90432)	(110836)	(327437)
Операционная прибыль/(убыток)	1183370	828799	(281250)	(1145621)
Финансовые доходы/(расходы),	134113	(106875)	(51799)	(105896)

нетто				
Убыток от инвестиций в ассоциированную компанию	(38266)	-	-	
Доход от выбытия дочерних компаний	-	-	-	896288
Эффект в связи с банкротством дочерней компании	-	105263	-	-
Прибыль до налогообложения	1279217	827187	(333049)	(355229)
Доход/(расход) по налогу на прибыль	(244522)	(171044)	(44369)	131709
Прибыль/(убыток) за год	1034695	656143	(377418)	(223520)

Выявите причины полученного убытка. Как изменения статей отчета о финансовых результатах могут повлиять на инвестиционную привлекательность кондитерской фабрики?

Используя Интернет-ресурсы, проведите анализ деятельности ПАО «Красный Октябрь» за последние три года, в том числе финансовую отчетность. Объясните причины изменений.

Как изменения повлияли на инвестиционную привлекательность кондитерской фабрики для различных типов инвесторов?

Задание 4. ПАО «Уралкалий» – один из ведущих мировых производителей и экспортеров калия, одного из важнейших элементов, необходимых для развития и роста всех живых организмов. Стратегия компании призвана обеспечить ее комплексное развитие и сохранение лидирующих позиций в отрасли.

В табл. 2.6 представлен баланс компании.

Таблица 2.6

Баланс ПАО «Уралкалий», (в млн руб.)

Статьи баланса	2017 год	2018 год	2019 год
Активы			
Внеоборотные активы			
Основные средства	141809	165902	192246
Предоплаты на приобретение основных средств	12744	18457	19040
Гудвил	58991	58991	58991
Нематериальные активы	171285	167734	165595
Отложенные налоговые активы	957	1686	2205
Предоплаты по банковским комиссиям	4055	7213	
Заем выданный		27831	40706
Вложения в ассоциированную организацию	1370	215	149
Прочие оборотные активы	3992	3956	7460
Итого внеоборотные активы	395203	451985	486392
Оборотные активы			

Запасы	5296	9701	20857
Торговая и прочая дебиторская задолженность	30756	24448	26528
Авансы выданные	1533	3022	5026
Предоплата по налогу на прибыль	220	1467	105
Активы по производственным финансовым инструментам	967	2102	886
Заем выданный	21844		
Прочие финансовые активы	111	1	
Денежные средства	61783	70375	29881
Итого оборотные активы	122510	111116	83283
Итого активов	517713	563101	569675
Капитал			
Акционерный капитал	1069	1069	1069
Эмиссионный дисконт	(115323)	(119159)	(119826)
Выкупленные собственные акции	(804)	(830)	(834)
Нераспределенная прибыль	180860	171978	249468
Итого капитала	66216	53527	130339
Долгосрочные обязательства			
Кредиты и займы	201063	265074	237164
Облигации	61054	39962	
Обязательства по выплатам по окончании трудовой деятельности	2108	1999	2877
Отложенные обязательства по налогу на прибыль	37187	43859	41567
Оценочные обязательства	12748	23654	38291
Прочие обязательства	1477	8568	800
Итого долгосрочные обязательства	315637	343154	320699
Краткосрочные обязательства			
Кредиты, займы	74412	144794	92184
Облигации	34631	57009	
Торговая и прочая кредиторская задолженность	15723	15126	17569
Авансы полученные	1293	1543	979
Оценочные обязательства	2361	4364	3211
Обязательства по производным финансовым инструментам	6325	495	1302
Текущие обязательства по налогу на прибыль	1115	98	3392
Итого краткосрочные обязательства	135860	166420	118637
Итого обязательств	451497	509574	439336
Итого капитал и обязательства	517713	563101	569675

Анализируя баланс компании, определите структуру активов и пассивов. Выявите причины изменения активов ПАО «Уралкалий». Определите финансовую зависимость компании от кредиторов.

Используя Интернет-ресурсы, проведите анализ деятельности ПАО «Уралкалий» за последние три года, в том числе финансовую отчетность. Сделайте выводы. Объясните причины изменений. Как изменения повлияли на инвестиционную привлекательность ПАО «Уралкалий» для различных типов инвесторов?

Задание 5. ПАО «Мечел» является одной из ведущих российских компаний. Бизнес состоит из четырех сегментов: горнодобывающего, металлургического, ферросплавного и энергетического, включающие в себя предприятия в 12-ти регионах России, а также в США, Казахстане, Румынии, Литве и Болгарии.

Также в состав компании входят три торговых порта, и собственный транспортный оператор. Продукция реализуется на российском и на зарубежных рынках.

Информация о финансовых результатах металлургической компании представлена в табл. 2.7.

Таблица 2.7

Отчет о финансовых результатах ПАО «Мечел», (в млн руб.)

Статьи	2014 год	2015 год
Выручка	243 992	253 141
Себестоимость реализованной продукции	(151 334)	(153 057)
Коммерческие и сбытовые расходы	(55 661)	(51 117)
Убыток от списания основных средств	(661)	(691)
Обесценивание гудвила и прочих внеоборотных активов	(7 996)	(1 460)
Резерв по сомнительной задолженности	(3 671)	(1 464)
Налоги, кроме налога на прибыль	(6 469)	(5 853)
Административные и прочие операционные расходы	(16 315)	(17 300)
Прочие операционные доходы	851	189
Операционная прибыль	887	24 068
Финансовые доходы	114	183
Финансовые расходы	(28 110)	(60 452)
Отрицательная курсовая разница, нетто	(103 176)	(71 106)
Прочие доходы	684	526
Прочие расходы	(1 486)	(347)
Убыток до налогообложения от продолжающейся деятельности	(131 087)	(107 128)
(Расход) экономия по налогу на прибыль	8 822	(8 322)
Убыток за год от продолжающейся деятельности	(122 265)	(115 450)
Прибыль (убыток) после налогообложения за год от прекращаемой деятельности, нетто	(11 702)	822
(Убыток) прибыль за год	(133 967)	(114 628)

В табл. 2.8 дается расшифровка финансовых расходов компании.

Таблица 2.8

Финансовые расходы ПАО «Мечел», (в млн руб.)

Статьи	2014 год	2015 год
Проценты по кредитам и займам	(23 758)	(38 664)
Пени и штрафы по непогашенным в срок платежам по кредитам и займам и процентам	(1 516)	(18 525)
Финансовые выплаты по договорам финансовой аренды	(1 816)	(1 673)
Пени и штрафы по непогашенным в срок платежам по договорам финансовой аренды	(313)	(642)
Итого расходы по процентам	(27 403)	(59 504)
Расходы по процентам по пенсионным обязательствам	(297)	(400)
Расходы от дисконтирования финансовых инструментов	(154)	(175)
Расходы от дисконтирования резерва по ликвидации и рекультивации	(256)	(373)
Итого	(28 110)	(60 452)

В табл. 2.9 сформирован агрегированный отчет о движении денежных средств ПАО «Мечел».

Определите причины получения убытков компанией за анализируемый период.

Объясните причины наличие у ПАО «Мечел» пени и штрафов по непогашенным в срок платежам по заемному капиталу.

Таблица 2.9

Агрегированный отчет о движении денежных средств ПАО «Мечел», (в млн руб.)

Статьи	2014 год	2015 год
Чистая сумма денежных средств от операционной деятельности	28 072	9 982
Чистая сумма денежных средств, использованных в инвестиционной деятельности	(17 739)	(10 062)
Чистая сумма денежных средств, использованных в финансовой деятельности	(16 020)	(704)
Влияние изменений валютных курсов на денежные средства и их эквиваленты	901	331
Чистое уменьшение денежных средств	(4 786)	(453)
Денежные средства и их эквивалент на начало года	6 130	1 344
Денежные средства и их эквивалент на конец года	1 344	891

Объясните причины получения уменьшения денежных средств на конец каждого года.

Объясните причины сокращения отрицательного чистого денежного потока в 2015 году по сравнению с 2014 годом.

Используя Интернет-ресурсы, официальный сайт ПАО «Мечел» проведите анализ деятельности металлургической компании за 2018 – 2019 гг., а также за последние два года. Сделайте выводы.

Определите компания осталась убыточной или прибыльной за эти периоды? Какие факторы повлияли на изменение ситуации?

Анализируя изменение выручки за все анализируемые периоды, определите какие факторы повлияли на ее изменение. В анализе необходимо использовать динамику производственных показателей металлургической компании.

Определите у ПАО «Мечел за 2018 – 2019 гг., а также за последние два года остались ли пени и штрафов по непогашенным в срок платежам по заемным средствам?

Объясните причины изменения денежных средств компании на конец каждого года за 2018 – 2019 гг., а также за последние два года.

ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ С ПОЗИЦИИ КРЕДИТОРОВ

3.1. Заемный капитал как источник финансирования компании

Заемный капитал как финансовая категория выражает присущие только ему экономические отношения, опосредованные определённым объемом средств, преданных во временное пользование одним хозяйствующим субъектом другому. В этом качестве заемный капитал представляет собой единство экономического отношения и его формы (денежной, вещественной или нематериальной).

С юридической точки зрения заемный капитал выражает право распоряжения полученными во временное пользование средствами и право требования их возврата в установленные сроки. Предприятие-заемщик распоряжается заемным капиталом в соответствии с возникшими потребностями, однако, корреспондирующее с этим право кредитора требовать возврата стимулирует необходимость рационального применения заемного капитала с учетом условий его привлечения. Поэтому право распоряжаться или требовать обусловлено правом собственности на заемный капитал у сторон сделки.

С финансовой точки зрения большинство ученых под заемным капиталом понимают совокупность денежных, вещественных (зданий, сооружений, оборудования и так далее) и нематериальных (патенты, права, торговые марки и так далее) ценностей, переданных одним хозяйствующим субъектом в пользование другому субъекту на условиях срочности, платности, возвратности и обеспеченности.

С точки зрения бухгалтерского учета заемный капитал определяется совокупностью пассивов предприятия, сгруппированных по статьям в разрезе краткосрочной и долгосрочной кредиторской задолженностью, выраженной в денежных единицах на определенную отчетную дату.

Очевидное многообразие определений заемного капитала, встречающееся в экономической литературе есть проявление сложной сущности данной категории и многогранности связанных с ним экономических отношений. Одни авторы сводят понимание заемного капитала к перечислению с различной степенью глубины элементов его структуры.

Так, В.В. Позняков считает, что «заемный капитал – капитал, образуемый за счет банковского кредита и средств, полученных от продажи выпущенных облигаций».

По мнению А.Н. Азрилияна, В.П. Ковалева заемный капитал «...образуется за счет средств от выпуска и продажи облигаций и средств банковского кредита. Собранные таким образом средства являются фондом общества, а держатели облигаций – его кредиторами, а не акционерами».

Из вышесказанного следует, что заемный капитал является совокупностью входящих в него составных элементов. Проведенный анализ понятий данных российскими и зарубежными авторами позволяет сформулировать следующее определение: заемный капитал – это источники средств, которые получены хозяйствующим субъектом в денежной или натуральной форме от организаций, лиц, государства на условиях возврата и за определенную плату путем добровольного соглашения сторон с целью получения экономической прибыли (выгоды) в результате производительного их использования.

Традиционным источником привлечения *заемного капитала* компанией выступают банковские кредиты, облигационные займы и лизинг.

Банковские кредиты наиболее известный инструмент заемного финансирования.

Банковский кредит имеет строго целевой и срочный характер.

При получении кредита компании обычно преследуют следующие цели:

– финансирование оборотного капитала, то есть для финансирования операционной деятельности компании, как правило, это краткосрочные кредиты;

– финансирование инвестиционных проектов, то есть капиталовложения в развитие и расширение деятельности компании, как правило, это долгосрочные кредиты с предоставлением залогового обеспечения;

– рефинансирование ранее привлеченных займов, то есть получение нового кредита на более выгодных условиях и погашения с его помощью долга, привлеченного на менее выгодных условиях и т.д.

При этом надо, что привлечение кредитов может быть как в российских рублях, так и валюте.

К достоинствам привлечения банковских кредитов относят:

- гибкость условий предоставления;
- быстроту привлечения по сравнению, например, с эмиссией и размещением акций и облигаций;
- возможность реструктуризации долга в процессе его погашения;
- обычно более низкую, по сравнению с акционерным капиталом, стоимость этого источника финансирования.

К недостаткам кредитов можно отнести:

- возможность получения кредита во многом зависит от взаимоотношений организации с конкретным банком;
- невозможность получения значительных объемов средств на долгосрочной основе;
- высокие процентные ставки;
- требования к залогам.

Другим популярным инструментом заемного финансирования в отечественной и мировой практике является выпуск облигаций.

Облигация – долговая ценная бумага, подтверждающая обязательства эмитента возратить основную сумму при наступлении срока погашения и, как правило, выплачивать фиксированный доход в течение определенного периода времени.

Исследование зарубежного опыта позволяет выделить несколько важнейших особенностей функционирования рынка корпоративных облигаций:

- корпоративные облигации, как правило, обеспечивают привлечение капитала на длительный период: это долгосрочные займы, размещаемые на рынке ценных бумаг.

Однако в последние десятилетия наметилась тенденция к сокращению сроков их обращения (с 25-30 лет до 5-10 лет), что связано, с одной стороны, с ускорением внедрения новейших научно-технических разработок, приводящим к быстрому старению основных фондов, широкому использованию механизмов ускоренной амортизации и т.д., а с другой стороны – со стремлением инвесторов вкладывать свои средства в ценные бумаги с более короткими сроками погашения и уменьшить тем самым инвестиционные риски;

- портфель выпускаемых корпорациями облигаций неоднороден: различия в выборе характеристик выпускаемых облигаций обусловлено такими факторами, как отраслевая специфика, связи корпо-

раций с рынком ценных бумаг и кредитной системой, деловой престиж, финансовое положение;

– в процессе обращения корпоративных облигаций на рынке приоритетное внимание уделяется вопросам оценки их качества и надежности: более высокое качество облигации означает более низкий процент выплат по ней и, соответственно, более выгодные для эмитента условия привлечения инвестиций;

– для корпоративных облигаций характерна большая устойчивость по сравнению с другими ценными бумагами: курс облигаций, как правило, не снижается при ухудшении конъюнктуры, он становится даже более привлекательным для инвесторов по сравнению с акциями и государственными ценными бумагами;

– значительную часть держателей (владельцев) корпоративных облигаций составляют, как правило, мелкие инвесторы и население: высокая доля индивидуальных участников на рынке ценных бумаг является характерной чертой для стран с развитой рыночной экономикой и отражает современные тенденции к переходу денежных средств из своих традиционных форм (сбережения, наличность, банковские депозиты и т.п.) в форму ценных бумаг и превращению все большей массы капитала в ценные бумаги, доступные самому широкому кругу инвесторов.

Таким образом, облигационные займы являются перспективным инструментом мобилизации свободных средств инвесторов в интересах развития предприятия – эмитента и, в конечном итоге, всей экономики в целом.

Согласно законодательству РФ, размещение облигаций могут осуществлять только хозяйственные общества по решению совета директоров, если иное не предусмотрено уставом. В решении о выпуске облигаций должны быть определены форма, сроки и иные условия их обращения и погашения.

Понятие облигации в российском законодательстве закреплено в нескольких нормативно-правовых актах.

Согласно ст. 816 ГК РФ, облигацией признается «ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента».

К достоинствам облигаций как источника финансирования можно отнести:

- возможность привлечения в качестве займа большей суммы денежных средств по сравнению с банковским кредитом;
- привлечение мелких инвесторов;
- возможность растянуть сроки погашения заемных средств на длительный срок;
- в случае необходимости использовать более гибкие формы обеспечения, например, гарантии третьих лиц;
- оперативно управлять структурой долга за счет проведения операций на вторичном рынке;
- облигации имеют большую привлекательность для инвесторов ввиду их меньшей рискованности по сравнению с акциями.

Недостатки облигационного займа:

- проблемы листинга и размещения;
- выпуск облигаций обходится дороже, чем получение банковского кредита;
- раскрытие информации о деятельности компании;
- избыток платных заемных средств на первом этапе.

При выпуске облигаций затраты компании состоят из двух частей: затрат по обслуживанию эмиссии облигаций и затрат на ее организацию.

Первая часть затрат определяется рыночными условиями.

Вторая часть расходов состоит из налога на эмиссию в размере определенного процента от объема выпуска, комиссии депозитарию, который выступит держателем глобального сертификата облигаций, комиссии бирже за размещение облигаций среди инвесторов, вознаграждения андеррайтеру за организацию и размещение выпуска облигаций (определенный процент от объема выпуска).

Однако, чтобы воспользоваться корпоративными облигациями как источником заемного капитала компания должна иметь большой уставный капитал, большой собственный капитал, гарантировать надежность обслуживания облигаций, т.е. выплату процентов по ним и погашения основного долга по окончании срока их использования.

Таким образом, по сравнению с банковским кредитованием облигационное финансирование имеет ряд преимуществ:

- контролируемую возможность размещения облигационного займа среди большого числа заемщиков, и, следовательно, снижение зависимости от одного кредитора;

– вероятность создания положительной кредитной истории и рейтинга эмитента, укрепление благоприятного отношения к компании потенциальных инвесторов, кредиторов и контрагентов и более выгодные условия для последующего нового размещения займов;

– возможность эмитента управлять объемом долга путем покупки и продажи облигаций на вторичном рынке в соответствии с текущим состоянием платежного баланса, в то время как банку не выгодно досрочное погашение основной суммы долга;

– расширение потенциальной базы кредиторов и инвесторов и, как следствие, возможность существенного увеличения объемов заимствования, тогда как потенциальный объем заимствования через кредит ограничен финансовыми ресурсами банков.

В таблице 3.1 представлены основные преимущества привлечения заемных средств за счет эмиссии облигаций для компании эмитента и инвесторов.

Таблица 3.1

Основные преимущества эмиссии облигаций

Для компаний эмитента	Для инвестора
Привлечение временно свободных денежных средств инвесторов без угрозы вмешательства в управление компанией	Гарантированный возврат средств, вложенных в покупку облигации, и заранее известного дохода по ней
Плата за заемный капитал, привлеченный путем выпуска облигаций, обычно ниже, чем по банковскому кредиту	Доходы по облигации традиционно выше, чем по депозиту
Возможность выбора способа погашения облигаций	Облигация может быть перепродана на вторичном рынке
Необязательность залога	Слабая зависимость от ценовых колебаний
Возможность привлечения крупного капитала на относительно длительный срок	Минимальные налоги на доходы
Широкий круг потенциальных инвесторов	Возможность диверсификации сбережений
Формирование кредитной и биржевой истории	

В таблице 3.2 представлены основные недостатки привлечения заемных средств за счет эмиссии облигаций для компании эмитента и инвесторов.

Основные недостатки эмиссии облигаций

Для компаний эмитента	Для инвестора
Сложности в размещении (привлечении инвесторов)	Риск выше, чем по банковским депозитам
Относительно длительный срок на привлечение средств	Сложность в приобретении (доступе к торгам)
Неэффективность при объеме эмиссии менее 500 млн. руб.	Невысокий доход
	Повышенный срок инвестирования

Компания, выпускающая облигации должна соответствовать определенным параметрам для прохождения процедуры листинга на Московской бирже, включения облигаций в определенный котировальный список (три уровня списка) и осуществления сделок.

Включение облигаций в список того или иного уровня зависит от соблюдения требований Московской биржи и законодательства России компанией выпускающей облигации.

Процедура эмиссии облигаций регламентируется Положениями о стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг.

Важным документом при подготовке эмиссии ценных бумаг является проспект эмиссии. Это официальный документ, который готовится компанией-эмитентом, утверждается Советом директоров, содержит существенную информацию об эмитенте и его ценных бумагах.

Таким образом, выпуск корпоративных облигаций является не простым процессом для самого эмитента, однако при его успешном осуществлении у компании появляются новые возможности.

Следовательно, эмиссия облигаций имеет смысл только при реализации крупных инвестиционных проектов с длительным сроком окупаемости затрат.

В таблице 3.3 представлены крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций от общего объема, согласно данным официального источника boom.ru.

Таблица 3.3

**Крупнейшие эмитенты на рынке корпоративных облигаций, %
от общего объема**

Эмитенты	Объем размещения, млн руб.	Доля рынка, %
НК Роснефть	2 941 000	23,8
РЖД	703 200	5,7
Сбербанк	555 635	4,5
Дом.РФ ИА	406 228	3,3
Россельхозбанк	310 050	2,15
ВЭБ.РФ	297 027	2,4
ФСК ЕЭС	296 000	2,4
Транснефть	276 000	2,2
ОТКРЫТИЕ ХОЛДИНГ	205 973	1,7
МТС	162 500	1,3
Башнефть	125 000	1,0
АФК Система	103 200	0,8
МегаФон	85 000	0,7
Ростелеком	75 000	0,6

В таблице 3.4 представлены крупнейшие корпоративные заемщики на рынке корпоративных облигаций в 2019 году, согласно данным официального источника boomin.ru.

Таблица 3.4

**Крупнейшие корпоративные заемщики на рынке корпоративных
облигаций**

Эмитенты	Размещенный объем, млн руб.	Доля рынка, %
ДОМ.РФ ИА	280 098	10,9
Сбербанк	265 456	10,3
РЖД	106 000	4,1
НК Роснефть	80 000	3,1
МТС	72 500	2,8
ЕвроХим	52 000	2,0
Магнит	50 000	1,9
Транснефть	45 000	1,7
МегаФон	40 000	1,6
КАМАЗ	28 000	1,1
Северсталь	25 000	1,0
Ростелеком	25 000	1,0
Полюс	20 000	0,8
Трансмашхолдинг	15 000	0,6

Надо отметить, что ПАО «МТС» является одним из крупнейших эмитентов корпоративных облигаций в России. Средства от размещения облигаций компания использует на рефинансирование долгового портфеля и реализацию инвестиционной программы.

Рассмотрим более подробно основную информацию о находящихся в обращении облигациях ПАО «МТС». Результаты представлены в табл. 3.5.

Таблица 3.5

Основные характеристики облигаций ПАО «МТС», находящиеся в обращении

Серия облигаций	Купонная ставка, %	Объем выпуска, млрд. руб.	Дата размещения	Дата гашения	Цена размещения, %
08	1-10 купоны – 8,15 11-12 купоны – 10,75 13-14 купоны – 9,75 15-16 купоны – 7,5 17-20 купоны – определяет эмитент	15	16.11.2010	03.11.2020	100
БО-01	1-10 купоны – 8,25 11-20 купоны – определяет эмитент	10	03.04.2013	22.03.2023 оферта 30.03.20	100
001P-01	1-10 купоны – 9	10	10.02.2017	04.02.2022	100
001P-02	1-8 купоны – 8,85	10	30.03.2017	25.03.2021	100
001P-03	1-10 купоны – 7,7	10	09.11.2017	03.11.2022	100
001P-05	1-7 купоны – 7,1	15	07.03.2018	01.09.2021	100
001P-06	1-14 купоны – 7,25	10	07.03.2018	26.02.2025	100
001P-07	1-20 купоны – 8,7	10	29.01.2019	23.01.2024	100
001P-08	1-14 купоны – 8,4%	5	22.04.2019	17.10.2022	100
001P-09	1-22 купоны – 8,6	7,5	22.04.2019	15.10.2024	100
001P-10	1-24 купоны – 8	8	03.07.2019	25.06.2025	100
001P-11	1-28 купоны – 7,9	10	17.07.2019	08.07.2026	100
001P-12	1-16 купоны – 6,85	15	31.10.2019	26.10.2023	100
001P-13	1-12 купоны – 6,45	10	26.12.2019	22.12.2022	100
001P-14	1-28 купоны – 6,6	15	февраль 2020	11.02.2027	100
001P-15	1-26 купоны – 6,8	5	ноябрь 2020	05.11.2026	100
001P-16	1-28 купоны – 6,6	7	май 2020	06.05.2027	100
001P-17	1-8 купоны – 5,5	10	июнь 2020	03.06.2027	100
Еврооблигации серия '20	8,625 фиксированный, 2 раза в год	750 млн \$	май 2010	22.06.2020	100
Еврооблигации серия '23	5,0 фиксированный, 2 раза в год	500 млн \$	май 2013	30.05.2023	100

Результаты таблицы показывают, что за анализируемый период ПАО «МТС» все свои облигации разместила по номиналу (1000 руб. за облигацию), так как цена размещения составляет 100%.

В динамике снижается стоимость облигационных займов в виде снижения купонных ставок по облигациям.

За анализируемый период размещение облигаций проходило на разный временной период от 3 лет до 10 лет. Но надо отметить, что

последние года МТС больше размещал долгосрочные облигации со сроком гашения 7 – 10 лет.

ПАО «МТС» купоны выплачивает 4 раза в год.

Организатором размещения облигаций ПАО «МТС» в основном выступают БК «Регион» и МТС банк.

Надо отметить, что в 2019 году у компании выросли выпуски эмиссии облигаций, что подтверждают данные табл. 3.6.

Таблица 3.6

Результаты эмиссии облигаций ПАО «МТС» в 2019 году

Дата выпуска	Сумма, млрд. руб.	Срок выпуска, лет	Купонная ставка, %
январь	10	5	8,7
апрель	5	3,5	8,4
апрель	7,5	5,5	8,6
июнь	15	6	8,0
июль	10	7	7,9
октябрь	15	4	6,85
декабрь	10	3	6,45

Результаты таблицы показывают, что в 2019 году объем выпуска облигаций составил 72,5 млрд. руб.

В 2019 году МТС выпустила на Московской бирже несколько серий рублевых биржевых облигаций в рамках шагов по оптимизации долгового портфеля в условиях снижения процентных ставок.

В декабре 2019 года МТС полностью погасила кредит на 40 млрд рублей в Сбербанке, а также кредит на 25 млрд рублей в Банке ВТБ.

Этот выпуск облигаций МТС на бирже пользовался повышенным интересом. По официальным данным, спрос почти в два раза превысил предложение.

Таким образом, размещение нескольких серий рублевых биржевых облигаций привело к оптимизации долгового портфеля ПАО «МТС» в условиях снижения процентных ставок.

Выделяют **смешанные (комбинированные или гибридные) источники финансирования**, которые нельзя однозначно отнести ни к одной из описанных выше групп, так как им присущи черты и собственного, и заемного капитала, а также специфические характеристики. К таким источникам финансирования относятся привилегированные акции (гибрид задолженности и акционерного капитала),

лизинг (гибрид кредита и аренды), ценные бумаги типа опционов и конвертируемые ценные бумаги.

Например, рассмотрим динамику структуры заемных средств ПАО «Аэрофлот», представленную в табл. 3.7.

Таблица 3.7

Динамика структуры заемных средств ПАО «Аэрофлот», %

Элементы	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год	2021 год
<i>Долгосрочные заемные средства:</i>	85,6	84,9	88,1	85,4	78,5	84,3
<i>кредиты в рублях</i>	10,7	2,7	0,4	0,5	7,1	11,2
<i>кредиты в валюте</i>	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>финансовая аренда в валюте</i>	74,7	81,9	87,6	84,9	71,3	69,9
<i>облигации в рублях</i>	-	-	-	-	-	3,1
<i>Краткосрочные заемные средства:</i>	14,4	15,1	11,9	14,6	21,5	15,7
<i>кредиты в рублях</i>	0,1	-	0,03	2,2	4,6	2,2
<i>кредиты в валюте</i>	3,1	-	-	-	-	-
<i>финансовая аренда в валюте</i>	11,2	15,1	11,9	12,4	16,9	13,5

За анализируемый период в структуре заемных средств авиакомпании преобладают долгосрочные заемные средства, несмотря на снижение удельного веса в 2020 году до 78,5% в результате большего роста краткосрочных заемных средств.

При этом в долгосрочных заемных средствах преобладает обязательства в виде финансовой аренды в валюте, что говорит о высоком валютном риске. Использование финансовой аренды деноминированной в валюте Аэрофлотом связано со спецификой деятельности авиакомпании.

В 2017 году компания погасила все краткосрочные кредиты, займы. Надо отметить, что в 2020 году авиакомпания дополнительно привлекла долгосрочные кредиты, удельный вес которых вырос до 7,1%.

Например, рассмотрим динамику структуры заемных средств золотодобывающей компании «Полюс» (табл. 3.8).

Таблица 3.8

Динамика структуры заемных средств ПАО «Полюс», %

Элементы	2018 год	2019 год	2020 год	2021 год	2022 год
<i>Долгосрочные заемные средства:</i>					
<i>кредиты в валюте</i>	15,6	9,6	4,3	-	-
<i>еврооблигации</i>	65,2	52,0	49,8	68,2	39,2
<i>кредиты в рублях</i>	13,7	27,1	32,4	40,7	37,4
<i>облигации в рублях</i>	5,5	11,3	13,6	10,0	9,3
<i>облигации в юанях</i>	-	-	-	-	18,9
<i>Краткосрочная часть долгосрочных кредитов, займов</i>	(0,2)	(14,1)	(6,5)	(18,9)	(11,3)

Анализ структуры элементов заемных средств показал, что ПАО «Полюс» финансирует свою деятельность за счет долгосрочного заемного капитала, величина которого растет за счет увеличения дополнительного привлечения кредитов в рублях, а также нового облигационного займа.

Увеличение заемных средств связано с финансированием текущих инвестиционных проектов. В 2019 году в приоритетном порядке реализовывались три проекта: увеличение мощности золотоизвлекательной фабрики Благодатного; модернизация и реконфигурация взрывного/ дробильного, измельчительного и гравитационного/флотационного оборудования; установка нового оборудования на Олимпиаде.

К 2021 году компания долгосрочно погасила долларовые кредиты.

Таким образом, привлечение того или иного источника финансирования связано для компании с определенными затратами: акционерам надо платить дивиденды, кредиторам – проценты за кредит. Этот вид затрат обычно называется ценой или стоимостью капитала.

3.2. Показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность компании для кредиторов

Возможность привлечения капитала на выгодных для компании условиях, вовремя платить по нему и удовлетворять финансовые интересы различных заинтересованных групп называется финансовым здоровьем компании.

В ходе анализа необходимо решить три главные задачи:

1) дать представление о том, каково текущее финансовое здоровье компании: устраивает ли рост капитала и бизнеса, рост прибыли, генерируемый денежный поток собственников и других заинтересованных лиц;

2) выявить проблемные места в работе компании и показать те финансовые рассогласования, которые мешают достижению целей владельцев капитала и других заинтересованных лиц;

3) показать как будут выглядеть компания и выгоды стейкхолдеров при реализации тех или иных управленческих решений.

Так как анализ компании различается с позиций заинтересованных групп – интересы кредиторов и интересы акционеров (собственников), то выделяют две модели анализа компании: учетную (ориентированную в первую очередь на учет интересов кредиторов) и стоимостную (инвестиционную), отражающую взгляд владельцев собственного капитала, которые заинтересованы в компенсации инвестиционного риска.

Выделяют три направления анализа компании: платежеспособность и ликвидность, текущая эффективность и сбалансированность роста. Для формирования ответов по каждому направлению используется свой набор информации и рассчитываются определенные показатели.

Рассмотрим основные показатели, характеризующие интересы кредиторов по трем направлениям анализа компании: платежеспособности и ликвидности, текущей эффективности, сбалансированного роста.

1. Платежеспособность и ликвидность отражает достаточность поступлений денежных средств и формирования денежных потоков для удовлетворения интересов заинтересованных групп.

С позиции кредиторов анализ направления платежеспособности и ликвидности отвечает на вопрос: «Может ли компания своевременно расплачиваться по своим обязательствам?» В первую очередь интерес представляют текущие обязательства, а также сбалансированность имеющихся ресурсов по степени их ликвидности и срочности обязательств.

Платежеспособность – это достаточность имеющихся в распоряжении денежных средств для своевременного выполнения денежных обязательств компании.

Ликвидность компании с позиции кредитора характеризует наличие у компании оборотных активов, достаточных для погашения текущих обязательств.

Показатели ликвидности позволяют оценить, насколько сбалансирована компания в своих краткосрочных активах, могут ли какие-либо изменения рынка повлиять на ее устойчивость. Как правило, рассчитывают коэффициент текущей, срочной, абсолютной ликвидности.

Но надо отметить, так как величина оборотных активов и краткосрочных обязательств быстро меняется, то коэффициенты ликвидности порой отражают устаревшие данные. При интерпретации этих коэффициентов, стоит учитывать данную особенность.

Коэффициент текущей ликвидности показывает, в какой степени текущие обязательства (краткосрочная задолженность) покрываются текущими активами (оборотные активы).

$$\text{Коэффициент текущей ликвидности} = \frac{\text{текущие активы}}{\text{текущие обязательства}}$$

Стандартное пороговое значение для коэффициента текущей ликвидности – 1. Если оборотные активы не превышают краткосрочные обязательства, это говорит о том, что компания неликвидна. Это может происходить, например: из-за наличия безнадежной дебиторской задолженности в оборотных активах; наличия неликвидных запасов.

В целом, для различных сфер бизнеса оно может колебаться от 1,2 до 3 и выше и сильно зависит как от отраслевых особенностей, так и от выбранной стратегии управления оборотным капиталом.

Но высокое значение показателя ликвидности по сравнению со среднеотраслевым значением приводит к относительному снижению рентабельности.

Коэффициент срочной ликвидности – определяет способность предприятия выполнять свои текущие обязательства из наиболее ликвидных активов и дополняет показатель общей ликвидности, так как последний не дает надлежащего представления о качественном составе средств, которые служат источниками покрытия текущих обязательств.

$$\text{Коэффициент срочной ликвидности} = \frac{\text{текущие активы} - \text{запасы}}{\text{текущие обязательства}}$$

Коэффициент мгновенной (абсолютной) ликвидности – характеризует способность предприятия выполнить свои текущие обязательства из абсолютно ликвидных активов, т.е. показывает ту часть текущих обязательств, которая может быть немедленно погашена.

$$\begin{aligned} & \text{Коэффициент абсолютной ликвидности} = \\ & \text{денежные средства} + \\ & = \frac{\text{краткосрочные финансовые вложения}}{\text{текущие обязательства}} \end{aligned}$$

На практике традиционные коэффициенты ликвидности дополняются более информативными коэффициентами, к важнейшим из которых относят обеспеченность продаж оборотным капиталом, срок обеспеченности ликвидными активами и коэффициент покрытия среднесуточных платежей денежными средствами.

Коэффициент обеспеченности продаж оборотным капиталом – позволяет посмотреть на ликвидность компании сквозь призму доходов и, косвенно, – денежных потоков от основной деятельности.

$$\begin{aligned} & \text{Коэффициент обеспеченности продаж оборотным капиталом} = \\ & = \frac{\text{средняя потребность в оборотном капитале}}{\text{выручка}} \end{aligned}$$

Потребность в оборотном капитале представляет собой необходимые или чистые инвестиции в операционный цикл компании. Соответственно, коэффициент показывает, какая сумма должна быть инвестирована в оборотный капитал для получения 1 рубля выручки.

Снижение коэффициента означает, что компании не хватает ресурсов для поддержания достигнутого уровня продаж. Как правило, это происходит при агрессивном, несбалансированном росте, часто ведущем к хронической нехватке средств.

Коэффициент периода обеспеченности ликвидными активами – характеризует временной период (число дней) в течение которого компания может работать исключительно за счет имеющихся ликвидных активов.

$$\begin{aligned} & \text{Коэффициент периода обеспеченности ликвидными активами} \\ & = \frac{\text{текущие активы} - \text{запасы}}{\text{среднесуточные операционные расходы}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Среднедневные операционные расходы} &= \\ &= \frac{\text{себестоимость} - \text{амортизация}}{365} \end{aligned}$$

Но надо отметить, что многие аналитики включают в ежедневные расходы также коммерческие, административные, общефирменные затраты.

$$\begin{aligned} \text{Среднедневные операционные расходы} &= \\ &= \frac{\text{операционные расходы} - \text{амортизация}}{365} \end{aligned}$$

Коэффициент покрытия среднедневных платежей денежными средствами – показывает, на сколько дней платежей у компании хватит имеющихся на расчетном счете денег.

$$\begin{aligned} \text{Коэффициент покрытия среднедневных платежей денежными средствами} &= \\ &= \frac{\text{денежные средства}}{\text{среднедневные операционные расходы}} \end{aligned}$$

У коэффициента покрытия среднедневных платежей нет какого-то конкретного значения. Необходимо учитывать особенности бизнес-процессов и определить наиболее подходящее значение, чтобы не держать слишком много средств, но и не уходить в ноль. Для кого-то нормальным будет показатель 10 дней, кому-то подойдет – 3 дня и т. д.

При расчете коэффициента покрытия среднедневных платежей денежными средствами может возникнуть справедливое замечание: остаток денежных средств по балансу может не вполне точно характеризовать объем денежных средств, которым компания располагала в течение анализируемого периода. Например, незадолго до отчетной даты могли быть осуществлены крупные платежи, в связи с этим остаток денежных средств является незначительным. Возможна обратная ситуация: в течение анализируемого периода остаток денежных средств у компании был недостаточным, но незадолго до отчетной даты заказчиком был погашен долг, что привело к увеличению денежных средств на расчетном счете компании.

Ликвидность компании может снизиться из-за следующих факторов:

- величины собственных средств – когда компания терпит убытки;
- инвестиционной программы – если инвестиционная программа превышает финансовые возможности компании;
- финансовой политики – если компания финансирует инвестиции за счет краткосрочных займов;
- принципов управления оборотным капиталом – когда растут оборотные активы, финансируемые полностью краткосрочными обязательствами.

Все эти показатели стоит сравнить с лидерами отрасли или с контрагентами. Если оборотные активы не превышают краткосрочные обязательства, то компания считается неликвидной и имеет низкую платежеспособность.

Показатели платежеспособности и финансовой устойчивости представляют особый интерес для кредиторов компании, которые всегда должны помнить о возможности неисполнения должником обязательств и риске банкротства.

Финансовая устойчивость характеризует уровень финансового риска компании, а также ее зависимость от заемного капитала.

На финансовую устойчивость компании влияют:

- величина собственных средств – чем выше величина собственного капитала, тем более устойчива компания;
- инвестиционная программа – важна правильная оценка эффективности инвестиционных проектов, если инвестиционная программа превышает финансовые возможности компании, возникает опережающий рост заемного капитала;
- принципы управления оборотным капиталом – проблемы возникают, когда компания привлекает краткосрочные источники финансирования для покрытия инвестиционных потребностей, еще одна проблема – опережающий рост обязательств по отношению к активам (например, изменение условий закупки материалов в сторону увеличения кредиторской задолженности).

Коэффициент долга показывает какую долю занимает заемный капитал в общей структуре капитала.

$$\text{Коэффициент долга} = \frac{\text{все обязательства}}{\text{активы}}$$

Чем ниже значение коэффициента, тем больше запас капитала для покрытия возможных убытков в случае ликвидации компании.

Например, совокупные активы компании составляют 2000 млн руб., краткосрочные обязательства компании – 310 млн руб., долгосрочные обязательства – 750 млн руб. Коэффициент долга равен $(310+750)/2000=0,53$

Это означает, что 53% капитала компании представлено кредиторам, то есть на 1 руб. активов приходится 0,53 руб. заемного капитала.

Коэффициент финансовой независимости (общей платежеспособности) отражает долю собственных средств в структуре капитала и в финансировании активов компании.

$$\text{Коэффициент общей платежеспособности} \\ = \frac{\text{собственный капитал}}{\text{активы}}$$

Коэффициент означает, какая доля всех активов компании профинансирована за счет собственного капитала, а не за счет заемного.

Чем выше значение коэффициента, тем более финансово устойчива компания и ниже ее зависимость от сторонних кредиторов, тем меньше риск потери инвестиций.

Коэффициент привлечения средств (финансовый рычаг) показывает соотношение заемного и собственного капитала.

$$\text{Коэффициент привлечения средств} = \frac{\text{все обязательства}}{\text{собственный капитал}}$$

Коэффициент показывает, сколько денежных единиц заемного капитала приходится на каждую единицу собственных средств. Чем ниже значение показателя, тем выше степень защиты кредиторов в случае неблагоприятных условий и результатов хозяйственной деятельности. Рост коэффициента в динамике свидетельствует об усилении зависимости компании от внешних инвесторов и кредиторов.

Теоретически нормальным считается соотношение 1:2, при котором 33% общего финансирования осуществляется из заемных средств. Однако на практике оптимальное соотношение во многом зависит как от вида бизнеса, так и от финансовой политики компании.

Коэффициент покрытия процентов характеризует соотношение прибыли к процентам, то есть способность оплачивать проценты из прибыли.

Коэффициент покрытия процентов показывает, до какого предела может снизиться операционная прибыль, прежде чем компания не сможет произвести ежегодные выплаты процентов.

$$\text{Коэффициент покрытия процентов} = \frac{\text{операционная прибыль}}{\text{проценты к уплате}}$$

Данный коэффициент также можно рассчитать через прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации – EBITDA.

Коэффициент характеризует степень защищенности кредиторов от невыплаты процентов за предоставленный кредит. По величине коэффициента можно контролировать допустимый уровень снижения прибыли, используемый для выплаты процентов.

Рекомендуемое значение >1 , в противном случае источником покрытия процентов является прочая деятельность, что весьма печально.

Часто компании считают приемлемым уровнем заимствования значения коэффициента не менее трех.

Коэффициент привлечения долгосрочных кредитов и займов характеризует структуру капитала.

$$\text{Коэффициент привлечения долгосрочных кредитов и займов} = \frac{\text{долгосрочные обязательства}}{\text{долгосрочные обязательства} + \text{собственный капитал}}$$

Рост коэффициента в динамике показывает негативную тенденцию, означающую, что возрастает зависимость компании от внешних инвесторов.

Коэффициент покрытия долгосрочных вложений показывает, какая часть долгосрочных активов (внеоборотных активов) профинансирована внешними инвесторами.

$$\text{Коэффициент покрытия долгосрочных вложений} = \frac{\text{долгосрочные обязательства}}{\text{долгосрочные активы}}$$

Рост коэффициента в динамике говорит об усилении зависимости компании от внешних инвесторов-кредиторов.

Коэффициент долговой нагрузки (долг/EBITDA) – один из основных показателей долговой нагрузки компании.

$$\text{Коэффициент долговой нагрузки (долг/EBITDA)} \\ = \frac{\text{заемные средства}}{\text{EBITDA}}$$

Принято считать заемщика надежным при показателе Долг/EBITDA на уровне 2 – 3. Данный показатель показывает примерно количество лет, за которое можно расплатиться с долгами при текущем уровне EBITDA.

Но объективность этого показателя зависит от того, какие заемные средства отражаются в числителе при его расчете:

1. В международной банковской практике в качестве долга рассматриваются только долгосрочные кредиты и займы, привлекаемые на инвестиционные цели.

2. В тоже время российские компании нередко финансируют инвестиционные проекты за счет краткосрочных кредитов, а, следовательно, учет только длинных денег при определении долговой нагрузки совершенно не корректен.

Чем ниже показатель, тем выше финансовая устойчивость компании. Данный показатель напрямую связан с максимально возможным уровнем обслуживанием долга кредитов (максимальная процентная ставка).

Если компании сами рассчитывают данный коэффициент, то в расчетах используют только долгосрочные кредиты в виде заемных средств.

$$\text{Коэффициент долговой нагрузки (долг/EBITDA)} \\ = \frac{\text{долгосрочные кредиты, займы}}{\text{EBITDA}}$$

Поэтому если учитывать только долгосрочные заемные средства, то нормальное значение коэффициента долговой нагрузки – 2 – 2,5.

Если банки рассчитывают этот показатель, то они вводят в числитель не только долгосрочные, но и краткосрочные кредиты, займы, когда оценивают заемщика.

Поэтому для долгосрочных и краткосрочных заемных средств нормативное значение коэффициента долговой нагрузки будет 3 – 3,5.

В российской практике показатель чаще всего приближается к 5 – 6, то есть компания может вернуть долг в течение 5 – 6 лет.

Показатель долговой нагрузки позволяет также оценить, какую максимальную ставку по кредиту компания может себе позволить. Например, если он равен 6, то 1/6 – это 17 процентов. То есть компания может позволить себе кредит не выше этой процентной ставки.

Коэффициент чистого долга к EBITDA — это показатель долговой нагрузки на компанию, характеризующий ее способность погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком. В качестве показателя чистого денежного потока, необходимого для расчета по долгам, в данном случае используется показатель EBITDA, так как он более-менее точно характеризует приток денежных средств.

Коэффициент отношения чистого долга к EBITDA = $\frac{\text{чистый долг}}{EBITDA}$

Чистый долг = долгосрочные и краткосрочные кредиты, займы – денежные средства – краткосрочные финансовые вложения

Данный коэффициент долговой нагрузки является одним из основных показателей для кредиторов, так как характеризует способность компании погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком.

Слишком большое значение отношения чистого долга к EBITDA предполагает высокую вероятность возникновения проблем с выплатами по взятым обязательствам, слишком малое – упущенную выгоду, связанную с незначительностью доли заемных средств. *От похожего по сути коэффициента долговой нагрузки показатель отличается тем, что может принимать отрицательное значение.*

Если данный коэффициент долговой нагрузки больше 3, то компания может столкнуться с проблемами привлечения заемных средств. Однако отклонения допускаются. Ввиду разницы условий кредитования и налогообложения различных отраслей, нормативное

значение изменяется в обе стороны. Для реальной оценки финансового состояния компании необходимо сравнить полученное значение с его аналогами у других представителей отрасли.

Таким образом, компании необходимо объективно и всесторонне оценить свою реальную платеже- и кредитоспособность, финансовую независимость. Для этого нужно ответить на такие вопросы:

- сколько заемных средств приходится на рубль собственных;
- какая часть основных средств финансируется за счет долгосрочных займов;
- насколько оборотные активы превышают краткосрочные обязательства;
- велика ли процентная нагрузка на предприятие.

EBITDA – прибыль, полученная компанией, из которой не были вычтены сопутствующие расходы, включающие: проценты по обязательствам; амортизацию; налог на прибыль.

EBITDA показывает реальную прибыль компании без поправок на факторы, которые не касаются операционной деятельности.

Показатель EBITDA грубо оценивает денежный поток, не учитывая влияния структуры капитала, политики амортизации, налоговых выплат. Он демонстрирует эффективность хозяйственной деятельности, используется для сравнительного анализа с отраслевыми аналогами, служит инвесторам ориентиром, дающим представление об ожидаемой от вложения отдаче.

Тенденция уменьшения значения EBITDA свидетельствует о наличии в политике компании проблем, игнорирование которых может поставить ее состоятельность под вопрос. Если значение показателя отрицательно, компания убыточна на операционном уровне, что, при сохранении данной тенденции, приведет к банкротству.

Существует два основных метода расчета показателя EBITDA:

1. Более простой, но более надежный метод – «Сверху вниз».

$$EBITDA = \text{Операционная прибыль} + \text{Расходы на амортизацию основных средств} + \text{Расходы на амортизацию нематериальных активов}$$

Таким образом, мы принимаем тот факт, что операционная прибыль является основным источником дохода компании. Разница EBITDA от операционной прибыли заключается только в начисленной амортизации, которую мы возвращаем. Иначе этот по-

казатель называют OIBDA, но, тем не менее, многие компании именно так производят свои расчеты.

Преимущество данного метода в его простоте: пользователю отчетности при расчете показателя тяжело допустить ошибку, и вместе с этим менеджменту компании крайне трудно ввести в заблуждение акционеров.

2. Более сложный, теоретический метод, который напрямую следует из названия показателя – «Снизу-вверх».

$$\text{EBITDA} = \text{Чистая прибыль} + \text{Процентные расходы} + \text{Налоги с прибыли компании} + \text{Амортизация основных и нематериальных активов}$$

Этот метод означает, что мы начинаем расчет от конечного значения чистой прибыли компании и возвращаем обратно приведенные статьи расходов. Основным недостатком данного метода является то, что любые вторичные или одноразовые статьи отчетности также попадут в конечный результат, что делает анализ показателя в динамике более сложным.

Стоит также отметить, что в данном случае менеджменту легче манипулировать числами, используя различные методы подсчета.

Следует понимать, что при расчете показателя EBITDA вторым способом захватываются все строки отчетности, которые находятся между операционной и чистой прибылью. Очень часто в учет заходят одноразовые расходы/доходы, понесенные компанией.

Чтобы сделать показатель EBITDA более пригодным для анализа в динамике, применяются разнообразные корректировки на одноразовые статьи. Например, исключаются списания и переоценка активов, валютные разницы и т.д. Обычно компании приводят пояснение, на какие строки был скорректирован показатель.

Главная проблема в том, что показатель не входит в стандарты бухгалтерского учета и им можно манипулировать. Компании рассчитывают EBITDA без единой формулы и методики, и даже для одной и той же компании аналитики могут рассчитывать EBITDA по-разному.

Крупные компании в своих финансовых отчетах и на сайтах публикуют EBITDA. Как правило, они поясняют, как считают этот показатель, поэтому инвесторам не надо тратить время на расчеты.

При сравнении компаний из одной отрасли аналитики часто используют модернизированные показатели EBITDA.

Например, для добывающей отрасли используется следующий показатель:

$$\text{EBITDAX} = \text{EBITDA} + \text{затраты на разведку}$$

Многие добывающие компании используют разную учетную политику для признания затрат на разведку. Прибавление геологоразведочных и поисковых работ позволяет игнорировать разницу в учетной политике в различных компаниях.

Для ритейла, где сконцентрированы большие арендные площади, принято использовать показатель EBITDAR, скорректированный на величину аренды. Также он используется в авиационной отрасли, т.к. большинство самолетов покупаются в лизинг:

$$\text{EBITDAR} = \text{EBITDA} + \text{затраты на аренду и операционный лизинг}$$

Тем самым данный способ позволяет игнорировать разницу в стоимости аренды и обслуживание лизинга для компании. В конечном счете для компаний разного размера и формата он позволяет сравнить исключительно коммерческий успех компании.

Рассмотрим примеры расчета показателя EBITDA на примере компаний.

1. ПАО «Лукойл» определяет показатель EBITDA как операционную прибыль до вычета износа и амортизации. Компания полагает, что показатель EBITDA предоставляет инвесторам полезную информацию, так как является индикатором эффективности нашей деятельности, включая способность финансировать капитальные затраты, приобретения и другие инвестиции, а также привлекать и обслуживать долг. Показатель EBITDA не должен рассматриваться в отрыве от чистой прибыли или любого другого показателя, определённого МСФО, либо как альтернатива любому из них.

Расчет показателя EBITDA ПАО «Лукойл» представлен в табл. 3.9.

Таблица 3.9

Расчет показателя EBITDA ПАО «Лукойл», (в млн руб.)

Показатели	2020 год	2021 год
Чистая прибыль, относящаяся к акционерам ПАО «Лукойл»	15175	773442
Увеличивается (уменьшается) на:		
Чистая прибыль, относящаяся к неконтролирующим долям	1458	2071
Налог на прибыль	82154	191451
Финансовые доходы	(13051)	(16519)
Финансовые расходы	44122	37568
(Прибыль) убыток по курсовым разницам	26110	(2731)
Доля в прибыли ассоциированных организаций и совместных предприятий	(11474)	(29980)
Прочие расходы	137160	23643
Износ и амортизация	405440	425466
EBITDA	687094	1404411

2. Расчет показателя EBITDA ПАО «Мечел» представлен в табл. 3.10.

Таблица 3.10

Расчет показателя EBITDA ПАО «Мечел», (в млн руб.)

Показатели	2020 год	2021 год
Прибыль (убыток), приходящаяся на акционеров ПАО «Мечел»	808	80570
Добавить:		
Амортизация	14286	13357
(Положительные) отрицательные курсовые разницы	36388	(7891)
Финансовые расходы	25145	23371
Финансовые доходы	(3504)	(676)
Обесценение гудвила и прочих внеоборотных активов, нетто и убыток от списания внеоборотных активов, резерв под ожидаемые кредитные убытки, резерв (восстановление резерва) по сомнительной задолженности, списание торговой и прочей дебиторской задолженности и кредиторской задолженности, нетто и изменение резерва по запасам, отраженным по чистой стоимости реализации	3626	2250
Прибыль после налогообложения за период от прекращенной деятельности	(41609)	-
Результат от выбытия дочерних предприятий	23	(1130)
Прибыль, приходящаяся на неконтролирующие доли участия	648	2049
Расход (экономия) по налогу на прибыль	2528	6511
Эффект пенсионных обязательств	169	(33)
Прочие штрафы и пени	3001	522
Прочие разовые начисления	(458)	7
EBITDA	41051	118907

У ПАО «Мечел» показатель EBITDA представляет собой прибыль (убыток), приходящуюся на акционеров ПАО «Мечел» до вычета амортизации, (положительных) отрицательных курсовых разниц, нетто, финансовых расходов, финансовых доходов, обесценения

гудвила и прочих внеоборотных активов, нетто, результата от выбытия внеоборотных активов, резерва под ожидаемые кредитные убытки, резерва (восстановления резерва) по сомнительной задолженности, списания торговой и прочей дебиторской задолженности и кредиторской задолженности, нетто, изменения резерва по запасам, отраженным по чистой стоимости реализации, (прибыли) убытка после налогообложения за период от прекращенной деятельности, результата от выбытия дочерних предприятий, прибыли (убытка), приходящейся на неконтролирующие доли участия, расхода (экономии) по налогу на прибыль, эффекта пенсионных обязательств, прочих штрафов и пеней и прочих разовых начислений. Используемый ПАО «Мечел» скорректированный показатель EBITDA может не совпадать с показателями EBITDA, используемыми другими компаниями.

Компания считает, что скорректированный показатель EBITDA дает полезную информацию для инвесторов, поскольку является показателем устойчивости и эффективности нашей предпринимательской деятельности, включая нашу способность финансировать дискреционные расходы, такие как расходы на капитальные вложения, приобретения и прочие инвестиции, а также показателем нашей способности брать и погашать долги. Хотя амортизация, обесценение гудвила и прочих внеоборотных активов считаются операционными расходами в рамках МСФО, эти расходы представляют собой, в основном, неденежные отнесения затрат текущего периода, связанных с долгосрочными активами, приобретенными или созданными в предыдущие периоды.

Далее рассмотрим показатели, характеризующие платежеспособность компании, рассчитанные с использованием информационной базы отчета о движении денежных средств.

Коэффициент платежеспособности (способность расплачиваться) равен отношению поступлений денежных средств за период к оттокам денежных средств за тот же период времени (обычно рассматривается операционная деятельность).

$$\text{Коэффициент платежеспособности} = \frac{\text{денежные притоки}}{\text{денежные оттоки}}$$

Коэффициент платежеспособности позволяет оценить, на сколько процентов могут быть сокращены поступления денежных средств,

чтобы при этом компания сохранила возможность произвести все необходимые денежные выплаты. Например, значение коэффициента равно 1,12. Это означает, что текущие денежные оттоки могут быть обеспечены при снижении поступлений денежных средств на 12%.

Коэффициент денежного потока показывает сравнение текущего потока денежных средств с текущими обязательствами.

$$\text{Коэффициент денежного потока} = \frac{\text{поток от операционной деятельности}}{\text{текущие обязательства}}$$

Чем больше данный коэффициент, тем меньше риск неплатежей практика показывает, что «здоровые» компании обычно имеют коэффициент денежного потока больше или равный 0,4.

Свободный денежный поток (FCF) показывает общую сумму денежных средств, которая доступна для распределения между собственниками и кредиторами после решения инвестиционных задач. Свободный денежный поток может трактоваться как потенциально выводимый из компании денежный поток за рассматриваемый период времени без причинения ущерба деятельности.

Расчет FCF исходя из стандартной финансовой отчетности реализуется (как и из отчета о движении денежных средств) двумя методами: *прямым* (через трансформацию статей отчета о движении денежных средств) и *косвенным* (через трансформацию статей отчета о финансовых результатах, т.е. коррекцию операционной или чистой прибыли). Косвенный метод за точку отсчета принимает посленалоговую прибыль и делает необходимые корректировки для получения свободного денежного потока за период. Корректировка включает в себя поправки по двум направлениям деятельности компании: операционной и финансовой.

$$FCF = EBIAT + D - NWC - CAPEX$$

где, FCF – аналитический показатель, характеризующий денежный поток, свободный для изъятия инвесторами (собственником и кредитором) после того, как удовлетворены все операционные потребности и потребности в инвестициях для реализации стратегии компании; EBIAT – прибыль, после налога, но до вычета процентов (EBIT(1 – T)); EBIT – операционная прибыль; T – ставка налога на прибыль; D –

амортизация; NWC – инвестиции в чистый оборотный капитал; CAPEX – инвестиции в основной капитал.

Надо отметить, что стандартов расчета свободного денежного потока нет, многие компании сами разрабатывают методы оценки этого показателя. Так, например, свободный денежный поток можно рассчитать на базе чистой прибыли:

$$\begin{array}{r}
 \boxed{\text{FCF}} = \boxed{\text{Чистая прибыль}} + \boxed{\text{Амортизация}} - \boxed{\text{Необходимые дополнительные инвестиции в оборотный капитал}} \\
 - \boxed{\text{Капитальные вложения (инвестиции в основной капитал)}} + \boxed{\text{Проценты по займам}} - \boxed{\text{Налоговый щит}}
 \end{array}$$

Показатель свободного денежного потока отражает не только «живые» деньги, но и деньги, потенциально выводимые собственниками капитала, так как все обязательства по развитию компании уже учтены (по вложениям в основной и оборотный капитал).

2. Текущая эффективность позволяет сопоставить текущие затраты ресурсов, выраженные в денежной форме, с получаемыми текущими выгодами.

С позиции кредиторов текущую эффективность характеризуют понятие прибыли (в рамках бухгалтерских стандартов) и относительные показатели, рассчитываемые на базе прибыли по стандартам финансовой отчетности.

Главный принцип формирования показателя эффективности – числитель и знаменатель должны отражать выгоды и вклад одинаковых групп заинтересованных лиц.

Чтобы провести анализ рентабельности деятельности компании необходимо провести расчет рентабельности по валовой, операционной и чистой прибыли:

Рентабельность продаж по валовой прибыли – характеризует производственную деятельность компании, на сколько она эффективна относительно других производителей.

$$\begin{array}{l}
 \text{Рентабельность продаж по валовой прибыли} \\
 = \frac{\text{валовая прибыль}}{\text{выручка}} \times 100, \%
 \end{array}$$

Рентабельность продаж по операционной прибыли – показывает, насколько хорошо компания способна управлять бизнесом.

$$\text{Рентабельность продаж по операционной прибыли} = \frac{\text{операционная прибыль}}{\text{выручка}} \times 100, \%$$

Рентабельность продаж по чистой прибыли – демонстрирует рентабельность компании в целом, показывает долю зарабатываемой прибыли в каждом рубле выручки.

$$\text{Рентабельность продаж по чистой прибыли (ROS)} = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{выручка}} \times 100, \%$$

Если рентабельность продаж постепенно снижается, то причина либо в выросших издержках, либо в повысившихся ставках налога. Снижение объема продаж может свидетельствовать, прежде всего, о падении конкурентоспособности продукции, так как позволяет предположить сокращение спроса на продукцию.

Рентабельность деятельности может снизиться из-за влияния следующих факторов:

- объем продаж – если они падают, компания теряет рынок сбыта;
- затраты компании – если растут затраты на сырье, заработную плату, накладные расходы;
- финансовая политика – если растут проценты по кредитам.

Говоря об эффективности, важно упомянуть, что нужно оценивать ее не только в контексте прибыль/выручка, но и оценивать прибыль в контексте вложений в бизнес.

Рентабельность активов – характеризует, сколько компания заработала на каждый рубль вложенных средств.

$$\text{Рентабельность активов (ROA)} = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{активы}} \times 100, \%$$

Являясь важным показателем эффективности бизнеса, он объединяет весь набор элементов, характеризующих различные стороны деятельности фирмы.

Рентабельность инвестированного капитала показывает прибыль на вложенный капитал.

Рентабельность инвестированного капитала (*ROIC*)

$$= \frac{EBIT \times (1 - T)}{IC} \times 100, \%$$

где, EBIT – операционная прибыль; T – ставка налога на прибыль; IC – инвестированный капитал, величина которого не совпадает с величиной активов (пассивов) по балансу.

Рентабельность инвестированного капитала характеризует доходность, полученную на инвестированный капитал, а так же играет фундаментальную роль в оценке деятельности менеджмента по созданию дополнительной стоимости бизнеса. Как будет показано в главе 3, стоимость компании растет только в том случае, если отдача на инвестированный капитал превышает затраты на его привлечение (спред доходности = $ROIC - WACC$).

Далее эти показатели необходимо сравнить с показателями ключевых игроков отрасли, посмотреть их в динамике за несколько периодов, опираясь на данные компании прошлых лет. Особенно обратите внимание, как эти показатели менялись в условиях кризиса.

3. Сбалансированный рост позволяет выявить целесообразность роста компании и сбалансированности основных финансовых пропорций.

С позиции кредиторов сбалансированность роста характеризуют показатели темпов роста выручки, прибыли, активов и возможности наращивания бизнеса (т.е. выручки) при сложившихся ключевых финансовых пропорциях (так называемый устойчивый темп роста бизнеса).

Интегрированным показателем, отражающим удовлетворенность интересов кредитора, может рассматриваться кредитный рейтинг компании. По этому рейтингу кредитор определяет целесообразность своего присутствия в капитале компании.

3.3. Рычаговые эффекты: операционный и финансовый риски компании

Финансовая деятельность любой компании подвержена рискам. Риск – это вероятность того, что произойдет какое-нибудь неблагоприятное событие. В этом разделе риски рассмотрим в разрезе основных видов деятельности компании: операционной (производственной), коммерческой и финансовой активности. Поэтому традиционно рассматриваются два вида рисков: операционный и финансовый.

Финансовым результатом деятельности предприятия является прибыль, операционная или чистая. Если, к примеру, продажи растут, как это отразится на величине операционной или чистой прибыли? Как они вырастут? Так же как и продажи? Или иначе? А если продажи снижаются, на сколько снизится прибыль? Отвечая на эти вопросы, мы сталкиваемся с таким феноменом как рычаги. Рычаги подвергают владельцев предприятия риску, так как ведут к усилению колебаний прибыли.

Операционный, или производственный риск представляет собой неопределенность, заложенную в прогнозной величине операционной прибыли. Этот риск зависит от ряда факторов, наиболее важными из которых являются:

- непостоянство спроса. Чем стабильнее спрос на продукцию компании при прочих равных условиях, тем ниже операционный риск;

- изменчивость цен на продукцию компании. Компании, чья продукция продается на непостоянных рынках, подвержены большему операционному риску, чем аналогичные компании, цены на продукцию которых относительно стабильны;

- изменчивость цен накупаемые компанией ресурсы. Компании, цены накупаемые ресурсы которых крайне нестабильны, подвергаются высокой степени операционного риска;

- степень постоянства издержек: доля постоянных издержек в общей сумме операционных издержек, связанных с производством и реализацией продукции.

Каждый из этих факторов отчасти определяется отраслевыми особенностями, но менеджмент компании в какой-то степени может их контролировать.

Финансовый риск – это дополнительный риск, налагаемый на собственников, в результате принятия решения о привлечении заемного капитала.

Для того чтобы определить влияние рычагов на изменение прибыли при изменении продаж, исследуют только операционную, или производственную, деятельность компании по производству и реализации продукции. С этой целью формируют управленческую модель отчета о финансовых результатах. От традиционного отчета она отличается тем, что в ней исключены результаты деятельности, не относящейся к производственной, а все издержки по производству и реализации продукции дифференцируют на переменные и постоянные.

В качестве примера рассмотрим результаты деятельности компании, производственные затраты которой полностью относятся к постоянным (табл. 3.11).

Таблица 3.11

Действие операционного рычага

Наименование статей	Текущий год, тыс. руб.	Прогнозный год, тыс. руб.	Процентное изменение
Продажи	10000	11000	Рост 10 %
Переменные затраты	-	-	
Постоянные затраты	5000	5000	
Операционная прибыль	5000	6000	Рост 20 %

Как видно, рост продаж на 10 % привел к 20 %-ному изменению величины операционной прибыли. Следовательно, операционная прибыль изменяется сильнее, чем продажи. Причина этого – в постоянных издержках, величина которых не зависит от продаж. В данном случае изменение операционной прибыли в 2 раза больше изменения величины продаж, т.е. сила воздействия операционного рычага равна двум.

Таким образом, *уровень операционного рычага*, или его сила – есть процентное изменение операционной прибыли как результат процентного изменения объема продаж:

$$\text{Сила операционного рычага} = \frac{\% \Delta \text{ операционной прибыли}}{\% \Delta \text{ объема продаж}},$$

где % Δ - процентное изменение.

В примере сила операционного рычага равна 2 (20 % / 10 %). И если продажи вырастут на 30 %, то операционная прибыль увеличится на 60 %, т.е. в два раза сильнее.

Рассмотрим другой пример, когда затраты представлены не только постоянными, но и переменными издержками (табл. 3.12).

Таблица 3.12

Действие операционного рычага

Наименование статей	Текущий год, тыс. руб.	Прогнозный год, тыс. руб.	Процентное изменение
Продажи	30 000	33 000	Рост 10 %
Переменные затраты	1 200	1 320	Рост 10 %
Постоянные затраты	12 000	12 000	
Операционная прибыль	16 800	19 680	Рост 17,1 %

Как видно, изменение продаж привело к такому же росту переменных издержек, но операционная прибыль увеличилась сильнее на – 17,1 %. Это говорит о том, что сила операционного рычага равна 1,71

Чтобы рассчитать силу операционного рычага, пользуются формулой

$$\text{Сила операционного рычага} = \frac{\text{Контрибуционная маржа}}{\text{Операционная прибыль}}$$

Контрибуционная маржа представляет собой разность между величиной продаж и переменных затрат:

$$\text{Контрибуционная маржа} = \text{Продажи} - \text{Переменные затраты.}$$

Этот показатель является одним из наиболее существенных показателей операционного анализа, так как он свидетельствует о достаточности покрытия им постоянных затрат и, более того, о способности предприятия получать операционную прибыль.

В примере контрибуционная маржа равна 28800 тыс. руб. (30000 - 1200). Тогда сила операционного рычага равна: 28800 / 16800 = 1,71. Это значит, что если продажи текущего года вырастут на 20 %, то

можно ожидать, что операционная прибыль увеличится на 34,2 % ($20\% * 1,71$).

Сила рычага определяется для каждого объема продаж, с изменением продаж меняется и сила рычага. Так, для прогнозного года сила рычага будет равна 1,6 ($31680 / 19680$). Это значит, что если продажи величиной 33000 тыс. руб. вырастут на 10 %, то операционная прибыль величиной 19680 тыс. руб. увеличится на 16 % ($10\% * 1,6$) и будет равна 22829 тыс. руб.

Итак, операционный рычаг порождают постоянные издержки. Чем больше их удельный вес в суммарной величине операционных затрат, тем сильнее рычаг и тем значительнее изменение операционной прибыли при изменении продаж, но при неизменных постоянных издержках.

Если продажи снижаются, операционная прибыль уменьшается. Уровень ее снижения также определяется силой операционного рычага. Так, если ожидается, что продажи текущего года упадут на 10 %, то следует ожидать падения операционной прибыли на 17,1 % ($10\% * 1,71$).

Операционный рычаг – это феномен, посредством которого изменения в продажах приводят к еще большим изменениям операционной прибыли. Его действие обусловлено наличием постоянных затрат, величина которых не реагирует на изменение количества произведенной продукции в релевантном периоде.

Операционный рычаг является показателем, помогающим менеджерам выбрать соответствующую стратегию предприятия в управлении затратами, прибылью и деловым риском. Его уровень может меняться под влиянием следующих факторов: цена реализации, объем продаж, переменные и постоянные затраты, комбинация перечисленных факторов.

Риск, ассоциируемый с операционным рычагом, носит название бизнес-риска, или операционного риска. Чем больше неопределенность в том, какую операционную прибыль сможет получить предприятие, тем больше операционный риск. Неустойчивость объемов продаж, вызывающая этот риск, заставляет менеджеров уделять повышенное внимание постоянным затратам.

К элементам операционного рычага относят точку безубыточности (другое название – порог рентабельности) и запас финансовой прочности.

Точка безубыточности – это такая величина продаж, при которой операционная прибыль равна нулю. В этой точке контрибуционной маржи в точности хватает только на покрытие постоянных затрат.

Точку безубыточности можно рассчитать двумя способами: в стоимостном выражении и в натуральных единицах. Для расчета в стоимостном выражении необходимо сначала определить коэффициент контрибуционной маржи. Он определяется делением контрибуционной маржи на объем продаж (табл. 3.13).

Рост этого коэффициента говорит о более эффективном управлении операционными затратами предприятия.

Зная коэффициент контрибуционной маржи, можно рассчитать *точку безубыточности*, или порог рентабельности, в стоимостных единицах измерения:

$$\text{Точка безубыточности} = \frac{\text{Постоянные затраты}}{\text{Коэффициент контрибуционной маржи}}.$$

В натуральном выражении точку безубыточности рассчитывают для каждого наименования продукции. Для этого необходимо в первую очередь определить величину постоянных затрат, относимых на каждое наименование продукции, а также воспользоваться дополнительной информацией, а именно ценой на данную продукцию и её удельными переменными затратами.

$$\text{Точка безубыточности} = \frac{\text{Постоянные затраты}}{\text{цена} - \text{удельные переменные затраты}}.$$

Например, годовые постоянные затраты по производству и реализации изделия составляют 120 000 руб., удельные переменные затраты равны 400 руб., а цена продажи 1000 руб. При таких условиях точка безубыточности равна 200 изделиям в год [120 000 / (1000-400)].

Расчет элементов операционного рычага

Показатели	Единицы измерения	Текущий год
1. Продажи	тыс. руб.	30 000
2. Переменные затраты	тыс. руб.	1 200
3. Конtribusiонная маржа (1-2)	тыс. руб.	28 800
4. Коэффициент конtribusiонной маржи (3:1)		0,96
5. Постоянные затраты	тыс. руб.	12 000
6. Точка безубыточности (5:4)	тыс. руб.	12 500
7. Запас финансовой прочности		
- в стоимостном выражении (1-6)	тыс. руб.	17 500
- в процентах (7:1)	%	58,3

Обратите внимание, что точка безубыточности и постоянные затраты должны иметь одинаковый временной период.

На сколько фактический объем продаж превысил свое пороговое значение, говорит показатель *запаса финансовой прочности*:

Запас финансовой прочности = Продажи – Точка безубыточности.

Запас финансовой прочности принято выражать в процентах относительно объемов продаж.

Данное предприятие не может позволить себе снизить продажи более чем на 58,3 %. Иначе его деятельность окажется в зоне убытков.

В понятие финансового рычага входит использование заемных средств, за которые компания выплачивает фиксированные проценты. К каким последствиям это приводит? В финансовом менеджменте рассматривают две концепции:

– первая рассматривает эффект финансового рычага с точки зрения влияния использования заемного капитала на рентабельность собственного капитала (ROE);

– вторая рассматривает влияние использования заемного капитала на изменение чистой прибыли.

Для иллюстрации *первой концепции* рассмотрим два предприятия, идентичные во всех отношениях, за исключением структуры пассивов.

Предприятие А не имеет долгового капитала, предприятие Б в качестве источников финансирования имеет в равных долях собственный и заемный капитал (ссудный процент равен 15 %). Экономическая рентабельность активов обоих предприятий составляет 30%.

Здесь мы сталкиваемся с новым показателем – экономическая рентабельность активов (ЭР), которая в отличие от традиционного показателя рентабельности активов рассчитывается делением операционной прибыли на величину активов.

Баланс предприятия А

текущие активы	50
основные средства	50
всего активов	100
заемные средства	0
собственный капитал	100
всего пассивов	100

Баланс предприятия Б

текущие активы	50
основные средства	50
всего активов	100
заемные средства	50
собственный капитал	50
всего пассивов	100

(В качестве единицы измерения приняты условные стоимостные единицы).

Рассмотрим влияние использования заемных средств на один из важнейших показателей рентабельности - рентабельность собственного капитала (ROE). Все расчеты сведем в табл. 3.14.

Таблица 3.14

Расчет рентабельности собственного капитала (ЭР = 30 %)

№ п/п	Показатели	Предприятие	
		А	Б
1	Продажи	100,0	100,0
2	Операционные затраты	70,0	70,0
3	Операционная прибыль (1 – 2)	30,0	30,0
4	Финансовые издержки	0	7,5
5	Налогооблагаемая прибыль (3 – 4)	30,0	22,5
6	Налог на прибыль (ставка 20 %)	6,0	4,5
7	Чистая прибыль (5 – 6)	24,0	18,0
8	Собственный капитал	100,0	50,0
9	ROE, % (7 / 8)	24,0	36,0

Финансовые издержки (процент к уплате) определены в размере процентной ставки, умноженной на сумму заемных средств (для предприятия Б: $0,15 * 50 = 7,5$).

Предприятие Б может обеспечить своим акционерам более высокую рентабельность собственного капитала. Очевидно, что подобная разница обусловлена использованием заемных средств предприятием Б. Причиной этого явления, называемого механизмом финансового

рычага, является так называемый “налоговый щит”, позволяющий снизить налог на прибыль, т.к. финансовые издержки уменьшают налогооблагаемую базу.

Таким образом, пользуясь заемными средствами, предприятие может увеличить рентабельность собственного капитала. Наблюдаемый феномен носит название эффекта финансового рычага. Речь идет о *второй концепции* финансового рычага.

Эффект финансового рычага (ЭФР) – есть приращение к рентабельности собственного капитала, получаемое благодаря использованию заемного капитала, несмотря на его платность. Его величина зависит от структуры капитала, экономической рентабельности активов, процентной ставки по заемному капиталу и ставки налогообложения прибыли:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{tax}) (\text{ЭР} - \text{СП}) \text{ЗК} / \text{СК},$$

где tax – ставка налогообложения прибыли, в виде десятичной дроби; СП – процентная ставка по заемному капиталу, %; ЭР – экономическая рентабельность активов, %; ЗК – величина заемного капитала; СК – величина собственного капитала.

Первый множитель формулы называется налоговым корректором, второй – дифференциалом финансового рычага, а третий – плечом.

Единицей измерения дифференциала являются проценты, так же как и эффекта финансового рычага.

Рассчитаем, чему равен эффект финансового рычага:

$$\text{ЭФР} = (1 - 0,2) (30 \% - 15 \%) 50 / 50 = 0,8 * 15 \% * 1 = 12,0 \%$$

И действительно, ROE предприятия Б выше, чем у предприятия А на 12,0 % (36,0 % против 24,0 %).

Если предприятие пользуется заемным капиталом, по которому выплачиваются разные процентные ставки, то в формуле эффекта финансового рычага показатель СП надо рассчитывать как среднюю взвешенную величину.

Всегда ли использование предприятием заемного капитала приводит к росту ROE? Возможно положительный эффект может быть утрачен?

Рассмотрим другой пример, в котором экономическая рентабельность активов всего 10 % (табл. 3.15).

В этом примере объемы затраты выше, чем в первом случае. Поэтому рентабельность активов низкая (10 %) у обоих предприятий. Однако предприятие А, не пользующееся долговыми источниками финансирования и имеющее высокую степень устойчивости, имеет более высокую рентабельность собственного капитала.

Таблица 3.15

Расчет рентабельности собственного капитала (ЭР = 10 %)

№ п/п	Показатели	Предприятие	
		А	Б
1	Продажи	100,0	100,0
2	Операционные затраты	90,0	90,0
3	Операционная прибыль (1 – 2)	10,0	10,0
4	Финансовые издержки	0	7,5
5	Налогооблагаемая прибыль (3 – 4)	10,0	2,5
6	Налог на прибыль (ставка 20 %)	2,0	0,5
7	Чистая прибыль (5 – 6)	8,0	2,0
8	Собственный капитал	100,0	50,0
9	ROE, % (7 / 8)	8,0	4,0

Рассчитаем, чему равен эффект финансового рычага в этом случае:

$$\text{ЭФР} = (1 - 0,20) (10 \% - 15 \%) 50 / 50 = 0,8 * (- 5 \%) * 1 = - 4,0 \%$$

Эффект финансового рычага получился отрицательным. Это значит, что заимствование не увеличило, а снизило ROE предприятия. Если бы оно не пользовалось заемным капиталом, рентабельность собственного капитала была бы 8,0 %. Привлечение заемного капитала снизило этот показатель на 4,0 % (на величину ЭФР) и он стал равен 4,0 % (простое совпадение цифр).

Из всего рассмотренного можно сделать два вывода:

1. Если новое заимствование приносит предприятию увеличение уровня ROE, то такое заимствование выгодно. Но при этом необходимо следить за состоянием дифференциала финансового рычага.

2. Риск кредитора выражен величиной дифференциала: чем больше дифференциал, тем меньше риск и наоборот.

Итак, в соответствии с первой концепцией использование заемного капитала может увеличить рентабельность собственного капитала:

$$ROE = (1 - \text{tax}) * \text{ЭР} + \text{ЭФР} \text{ или}$$

$$ROE = (1 - \text{tax}) * \text{ЭР} + (1 - \text{tax}) * (\text{ЭР} - \text{СП}) * \text{ЗК} / \text{СК}$$

Согласно второй концепции финансовый рычаг (как и операционный) порождают постоянные затраты. Он имеет место при финансировании деятельности предприятия долговыми источниками, по которым необходимо выплачивать проценты. Величина таких финансовых издержек не зависит от объемов продаж, а обусловлена величиной займа, сроками и процентной ставкой его привлечения.

Источником покрытия процентов является операционная прибыль.* Поэтому финансовые издержки оказывают влияние на взаимосвязь между операционной и чистой прибылью. Сила этой связи может быть измерена как процентное изменение чистой прибыли, вызванное процентным изменением операционной прибыли:

$$\text{Сила финансового рычага} = \frac{\% \Delta \text{ чистой прибыли}}{\% \Delta \text{ операционной прибыли}}.$$

Чтобы рассчитать силу рычага, пользуются формулой

$$\text{Сила финансового рычага} = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Операционная прибыль} - \text{Финансовые издержки}}.$$

Следует помнить, что долговое финансирование, как и финансовый рычаг, обладают рядом преимуществ, но только если они не превысили определенного уровня, выше которого финансирование за счет заемных средств может привести предприятие к убыткам. В этом и заключается финансовый риск: операционной прибыли может быть недостаточно для обслуживания долговых обязательств.

Управленческая модель ее отчета о финансовых результатах за отчетный год и прогноз на следующий год представлена в табл. 3.16.

* В практической деятельности регулируется законодательством. В частности, определенная величина финансовых издержек может быть погашена чистой прибылью или в полной мере отнесена на стоимость приобретаемых за счет заемных средств материальных фиксированных активов.

Действие финансового рычага

Показатели	Текущий год, тыс. руб.	Прогнозный год, тыс. руб.	Процентное изменение
Продажи	30 000	33 000	Рост 10 %
Переменные затраты	1 200	1 320	Рост 10 %
Постоянные затраты	12 000	12 000	
Операционная прибыль	16 800	19 680	Рост 17,1 %
Финансовые издержки	800	800	
Налогооблагаемая прибыль	16 000	18 880	
Налог на прибыль (20 %)	3 200	3 776	
Чистая прибыль	12 800	15 104	Рост 18 %

Как видно, в отчете имеют место фиксированные финансовые издержки, поэтому можно ожидать действия финансового рычага.

Как видно, чистая прибыль изменилась сильнее, чем операционная. Здесь оказал влияние финансовый рычаг, силу которого можно измерить, воспользовавшись приведенной выше формулой: $16800 / (16800 - 800) = 1,05$.

И действительно, чистая прибыль выросла в 1,05 раза больше, чем операционная ($18 \% / 17,1 \% = 1,05$).

Если предприятие не пользуется заемным капиталом, чистая прибыль изменится так же как и операционная, и тогда сила финансового рычага будет равна единице.

Чем больше сумма заемного капитала, а, следовательно, и величина финансовых издержек, тем сильнее действие финансового рычага на изменение чистой прибыли. И если ожидается падение операционной прибыли, то чистая прибыль снизится сильнее, кратно силе финансового рычага.

Наличие заемных средств в структуре капитала и, как следствие, финансовых издержек, увеличивают финансовый риск предприятия. Операционной прибыли может оказаться недостаточно для покрытия финансовых издержек.

При наличии и операционного и финансового рычагов, имеет место совокупный рычаг. Его сила проявляется в том, что изменение продаж приводит к еще большему изменению чистой прибыли.

$$\text{Сила совокупного рычага} = \frac{\% \Delta \text{ чистой прибыли}}{\% \Delta \text{ объема продаж}}$$

Рассчитать силу совокупного рычага можно, умножив силу операционного рычага на силу финансового рычага.

Так, в примере сила операционного рычага равна 1,71. Сила финансового рычага равна 1,05. Тогда сила совокупного рычага составит 1,8 ($1,71 * 1,05$). Это значит, что при увеличении продаж на 10 % чистая прибыль при прочих равных условиях увеличится на 18 % ($10 \% * 1,8$).

При двух мощных рычагах даже незначительное снижение продаж может привести предприятие к убыткам. Поэтому необходимо находить компромисс: если один рычаг сильный, то другой должен быть слабее. Компании, имеющие высокий операционный рычаг, должны быть осторожны в отношении того, как много в их балансе заемных средств и сопровождающих их финансовых издержек, из-за эффекта совокупного рычага.

Основной фактор, повышающий уровень риска – непостоянство или неопределенность объема продаж. Поэтому рычаг является полезным инструментом в том случае, когда продажи растут, и вредным, когда продажи снижаются, т.к. при этом увеличивается негативное изменение чистой прибыли.

3.4. Оценка вероятности банкротства компании

При анализе вероятности банкротства дается обобщающая оценка финансовой устойчивости компании и ее платежеспособности, делается прогноз на будущее и оценивается сама вероятность банкротства.

Анализ финансового состояния компании представляет собой расчет и оценку комплекса финансовых показателей, характеризующих разные стороны ее деятельности. Данные показатели отражают результаты экономической деятельности компании, определяют ее конкурентоспособность и деловой потенциал.

Грамотно подобранная модель позволит финансовому аналитику оперативно произвести оценку вероятности наступления банкротства организации в ближайшем будущем. Полученные в результате данной оценки данные позволят отрегулировать инвестиционную, финансовую и производственную политику компании.

В современной практике финансово-хозяйственной деятельности зарубежных фирм для оценки вероятности несостоятельности

(банкротства) наиболее широкое применение получили модели, разработанные Э. Альтманом и У. Бивером.

Пятифакторная модель Э. Альтмана может спрогнозировать несостоятельность организации с точностью до 95% на один год вперед и с точностью до 83% на два года вперед.

Данная модель подходит как для компаний, акции которых котируются на бирже, а также для компаний, не выставяющих свои акции на биржевую площадку.

В табл. 3.17. представлена пятифакторная модель Э. Альтмана для прогнозирования вероятности банкротства компаний, чьи акции котируются на фондовой бирже.

Таблица 3.17

Модель Э. Альтмана

Экономическая характеристика	Обозначение компонентов модели	Критерии оценки
$Z=1,2X1+1,4X2+3,3X3+0,6X4+0,999X5$	<p>X1 – доля чистого оборотного капитала в активах: разность текущих активов и краткосрочных обязательств/сумма активов;</p> <p>X2 – рентабельность активов по нераспределенной прибыли: нераспределенная прибыль/сумма активов;</p> <p>X3 – рентабельность активов по операционной прибыли: операционная прибыль/сумма активов;</p> <p>X4 – коэффициент покрытия по рыночной стоимости собственного капитала: рыночная стоимость акций/заемные средства;</p> <p>X5 – отдача всех активов: выручка/сумма активов</p>	<p>$Z > 2,99$, то предприятие финансово устойчиво;</p> <p>$Z < 1,81$, то безусловно-несостоятельные;</p> <p>$[1,81-2,99]$ – зона неопределенности.</p> <p>Для отечественной практики:</p> <p>$Z < 1,81$, вероятность высокая;</p> <p>$1,81 < Z < 2,675$, вероятность средняя;</p> <p>$Z = 2,675$, вероятность 50%;</p> <p>$2,675 < Z < 2,99$, малая вероятность банкротства</p>

В табл. 3.18 представлена пятифакторная модель Э. Альтмана для оценки вероятности банкротства компаний, чьи акции не котируются на бирже.

Однако, не смотря на свои весомые преимущества, коэффициенты, рассчитанные специалистами на основе аналитических данных прошлого столетия, сегодня во многом не соответствуют современной специфике бизнеса.

Преимущества пятифакторной модели Альтмана: переменные в модели отражают различные аспекты деятельности предприятия, возможно динамическое прогнозирование изменений финансовой устойчивости.

Недостатки пятифакторной модели Альтмана: модель применима только в отношении акционерных обществ (акции обращаются на рынке ценных бумаг). Если определять курсовую стоимость акции как отношение суммы дивиденда к среднему уровню ссудного процента, то оценка будет иметь большую погрешность.

Таблица 3.18

Модель Э. Альтмана

Экономическая характеристика	Обозначение компонентов модели	Критерии оценки
$Z=0,717X_1+0,847X_2+3,1X_3+0,42X_4+0,995X_5$	<p>X1 – доля чистого оборотного капитала в активах: разность текущих активов и краткосрочных обязательств/сумма активов;</p> <p>X2 – рентабельность активов по нераспределенной прибыли: нераспределенная прибыль/сумма активов;</p> <p>X3 – рентабельность активов по операционной прибыли: операционная прибыль/ сумма активов;</p> <p>X4 – балансовая стоимость акций, т.е. уставный капитал / заемный капитал;</p> <p>X5 – отдача всех активов: выручка/сумма активов</p>	<p>$Z < 1,23$, то предприятие несостоятельно;</p> <p>$[1,23-2,89]$ – зона неопределенности;</p> <p>$Z > 2,9$, банкротство маловероятно.</p>

Свою систему определения вероятности банкротства предложил известный финансовый аналитик Уильям Бивер.

По содержанию пятифакторная модель Бивера представляет собой комплекс финансовых показателей, характеризующих платежеспособность, финансовую независимость и эффективность деятельности компании.

Для всех коэффициентов модели определены три группы показателей, представленных в табл. 3.19.

Система показателей по модели У. Бивера

Показатель	Расчет	Значение показателя		
		Здоровые компании	За 5 лет до банкротства	За год до банкротства
Коэффициент Бивера	$(\text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация}) / \text{Заемный капитал}$	0,4 – 0,45	0,17	-0,15
Рентабельность активов, %	$(\text{Чистая прибыль} / \text{Активы}) * 100$	6 – 8	4	-22
Доля долга, %	$(\text{Заемный капитал} / \text{Активы}) * 100$	< 37	< 50	< 80
Коэффициент покрытия активов чистым оборотным капиталом	$(\text{Собственный капитал} - \text{Внеоборотные активы}) / \text{Активы}$	< 0,4	< 0,3	около 0,06
Коэффициент текущей ликвидности	$\text{Оборотные активы} / \text{Краткосрочные обязательства}$	< 3,2	< 2	< 1

В модели У. Бивера не предусмотрены весовые коэффициенты для индикаторов и не рассчитывается итоговый коэффициент вероятности банкротства. Полученные значения данных показателей сравниваются с их нормативными значениями для трёх состояний фирмы, рассчитанными У. Бивером для благополучных компаний, для компаний, обанкротившихся в течение года, и для фирм, ставших банкротами в течение пяти лет.

Преимуществами такой модели являются использование показателя рентабельности активов и вынесение суждения о сроках наступления банкротства компании. Недостатком является отсутствие итогового коэффициента, сложность интерпретации итогового значения, использование устаревших данных.

Следующая модель прогнозирования банкротства компании разработана американским ученым Д. Фулмером. Расчетные зависимости для определения параметров модели представлены в табл. 3.20.

Модель Д. Фулмера

Экономическая характеристика	Показатель
$H = 5,528X_1 + 0,212X_2 + 0,073X_3 + 1,27X_4 - 1,2X_5 + 2,335X_6 + 0,575X_7 + 1,083X_8 + 0,894X_9 - 6,075$	Нераспределенная прибыль прошлых лет/активы (X1)
	Выручка/активы (X2)
	Прибыль до налогообложения/собственный капитал (X3)
	Денежный поток/заемный капитал (X4)
	Долгосрочные обязательства/активы (X5)
	Краткосрочные обязательства/активы (X6)
	Десятичный логарифм от суммы материальных активов (X7)
	Оборотный капитал/заемный капитал (X8)
	Десятичный логарифм от отношения операционной прибыли к выплаченным процентам (X9)
Критерии оценки: $H < 0$ – максимальная вероятность; $H > 0$ – минимальная вероятность	

Достоинство модели заключается в том, что она использует различные финансовые показатели, характеризующие деятельность предприятия с различных событий. А громоздкость формулы расчета модели Фулмера (H-score) совсем не снижает ее прогностической ценности.

Анализ модели показывает, что основная часть факторов, которые применяются в уравнениях критериев, тесно взаимосвязана, и что большая часть компонентов связана с инвестициями. Составляющие модели в обратной пропорциональности зависят от стоимости суммарных активов. Коэффициенты общей задолженности и балансовой стоимости обязательств также связаны с инвестициями, так как значительная их доля осуществляется за счет ссуд.

Модель Фулмера использует большое количество факторов, поэтому более стабильнее, чем другие методики.

Одной из первых отечественных моделей стала предложенная А. Ю. Беликовым модель ИГЭА. В основе модели Иркутской государственной экономической академии лежит четырехфакторная модель. На основе регрессионного уравнения рассчитывает интегральный показатель R риска несостоятельности организации. В зависимости от его значения делается вывод о вероятности банкротства.

Расчетные зависимости для определения параметров модели представлены в табл. 3.21.

Модель Давыдовой-Беликова (ИГЭА)

Экономическая характеристика	Показатель	Расчет
$R=8,38K1+K2+0,054K3+0,063K4$	Коэффициент эффективности использования активов (K1):	(Оборотные активы-Краткосрочные обязательства) / Активы
	Коэффициент рентабельности собственного капитала (K2)	Чистая прибыль / Собственный капитал;
	Коэффициент оборачиваемости активов (K3)	Выручка от продаж / Средняя стоимость активов;
	Норма прибыли (K4)	Чистая прибыль / Интегральные затраты;
Критерии оценки: $R < 0$ – вероятность максимальна (90-100%); $0 < R < 0,18$ – вероятность высокая (60-80%); $0,18 < R < 0,32$ – вероятность средняя (35-50%); $0,32 < R < 0,42$ – вероятность низкая; $R > 0,42$ – вероятность минимальна.		

Большое значение в определении банкротства предприятия по модели Беликова–Давыдовой имеет коэффициент (K1). Связано это с тем, что у него стоит удельный вес 8,38, что несравненно больше, чем у остальных финансовых коэффициентов в модели.

Достоинства модели: механизм разработки и все основные этапы расчетов подробно описаны, что облегчает практическое применение методики.

Недостатки модели: значение R-счета практически не коррелирует с результатами, получаемыми при помощи других методов и моделей. Получаемые прогнозы не всегда соответствуют реальному финансовому состоянию предприятий. Нет отраслевой дифференциации.

Используя данную методику, можно с точностью до 81% определить степень риска банкротства компании за три квартала.

Одной из наиболее известных рейтинговых моделей является модель Р. С. Сайфуллина, и Г. Г. Кадыкова. Российские ученые разработали среднесрочную рейтинговую модель прогнозирования риска банкротства, которая может применяться для любой отрасли и организаций различного масштаба.

Расчетные зависимости модели Сайфулина-Кадыкова для определения параметров модели представлены в табл. 3.22.

К недостаткам модели можно отнести то, что методика годится для прогнозирования кризисной ситуации, когда уже заметны очевидные ее признаки, а не заранее, еще до появления таковых.

Однако диагностика организаций на базе рейтингового числа не позволяет оценить причины попадания организации в «зону неплатежеспособности». Нормативное значение коэффициентов, используемых для рейтинговой оценки, также не учитывает отраслевых особенностей компании.

Таблица 3.22

Модель Р.С. Сайфулина и Г.Г.Кадыкова

Экономическая характеристика	Показатель	Расчет
$R = 2X_1 + 0,1X_2 + 0,08X_3 + 0,045X_4 + X_5$	Коэффициент обеспеченности собственными средствами (X1)	Собственный оборотный капитал / Оборотные активы
	Коэффициент текущей ликвидности (X2)	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства
	Коэффициент обеспеченности активов (X3)	Выручка от продаж / Средняя стоимость активов
	Коэффициент рентабельности продаж (X4)	Прибыль от продаж / Выручка от продаж
	Коэффициент рентабельности собственного капитала (X5)	Чистая прибыль / Собственный капитал.
При полном соответствии пяти финансовых коэффициентов их минимальным нормативным уровням рейтинговое число $R = 1$ и, следовательно, организация имеет удовлетворительное финансовое состояние. $R < 1$ неудовлетворительное состояние организации.		

Надо отметить, что модель Сайфулина-Кадыкова отличается высокой восприимчивостью к изменению доли краткосрочных обязательств, что объясняется применением в модели завышенного весового коэффициента при оценке отношения чистого оборотного капитала к активам.

По этим методикам можно объявить банкротом даже высоко-рентабельную организацию, если она использует в обороте много заемных средств. Нормативное значение принятых критериев не может быть одинаковым для разных отраслей экономики ввиду различной структуры капитала.

Очевидно, что рассмотренные модели дают приближенную оценку вероятности банкротства, которая не может быть критерием признания несостоятельности и объявления хозяйствующего лица бан-

кротом. Данный пример является подтверждением того факта, что оценка вероятности банкротства лишь позволяет привлечь внимание руководства организации к проблемам ее финансового положения для принятия антикризисных мер

Контрольные вопросы

1. Что отличает финансовую информацию от других видов информации?
2. По каким основным направлениям можно оценить привлекательность компании для инвесторов?
3. Какие финансовые показатели учитываются при изучении текущей эффективности компании?
4. Что такое платежеспособность компании с позиции кредиторов? Какие показатели для ее оценки используют?
5. Обоснуйте необходимость оценки инвестиционной привлекательности компании?
6. Чем характеризуются компании, которые предпочитают работать исключительно на заемном капитале?
7. Поясните взаимосвязь коэффициента долговой нагрузки и компании и ее инвестиционной привлекательности для кредиторов.
8. Преимущества и недостатки привлечения заемных средств в виде облигационных займов.
9. Объясните преимущества и недостатки привлечения заемных средств в виде кредитов.
10. Что представляет собой операционный риск?
11. Что представляет собой финансовый риск?
12. Чем отличается показатель экономической рентабельности активов от традиционного показателя рентабельности активов?
13. Какова природа эффекта финансового рычага?
14. Можно ли увеличить рентабельность собственного капитала, привлекая заемные средства?
15. Опишите преимущества и недостатки моделей прогнозирования вероятности банкротства компании.

Практические задания

Задание 1. В табл. 3.23 представлены ограничительные условия по кредитным договорам ПАО «Мечел». Нарушение ограничитель-

ных условий, как правило, дает кредиторам право требовать долгосрочного погашения основной суммы кредита и процентов.

Какие ограничительные условия компанией не были соблюдены. Обоснуйте последствия невыполнения этих условий.

Используя Интернет-ресурсы, проведите анализ деятельности металлургической компании ПАО «Мечел» за последние три года. Сделайте выводы. Объясните причины изменений.

Таблица 3.23

Ограничительные условия кредиторов для ПАО «Мечел»

Ограничительные условия	Требования	На 31 декабря 2015 года
Собственный капитал с учетом корректировок, согласно соответствующим кредитным договорам	Больше или равный 3 млрд. долл. США (218 648 млн руб. по курсу на 31.12.2015 г.)	Отрицательная сумма в размере 42 384 млн руб.
Отношение показателя EDITDA к чистым процентным расходам	Не менее 1,15:1,0	0,8:1,0
Отношение показателя EDITDA к консолидированным финансовым расходам	Не менее 0,9:1,0	0,8:1,0
Чистые заемные средства	Не более 10 млрд. долл. США (728 827 млн руб. по курсу на 31.12.2015 г.)	492 903 млн руб.
Отношение чистого долга к показателю EDITDA	Не более 9,75:1,0	11,2:1,0
Отношение суммарного долга к показателю EDITDA	Не более 9,5:1,0	11,2:1,0

Объясните, какие ограничительные условия компанией не были соблюдены за анализируемый период. Обоснуйте последствия невыполнения этих условий.

Задание 2. На основании данных интернет-ресурсов и данных финансовой отчетности ПАО «ФосАгро», представленные в таблицах 3.24 – 3.26, проведите оценку инвестиционной привлекательности компании с позиции кредиторов.

Используя данное учебное пособие, оцените инвестиционную привлекательность компании для кредиторов по основным направлениям: ликвидность, платежеспособность, финансовая зависимость, рентабельность.

Таблица 3.24

Бухгалтерский баланс ПАО «ФосАгро», (в млн руб.)

Статьи	2018 год	2019 год	2020 год
Активы			
Внеоборотные активы			
Основные средства	186231	199459	220031
Авансы, выданные под строительство и приобретение основных средств	6759	13006	7835
Активы в форме права пользования		6891	7335
Катализаторы	2574	2376	2292
Нематериальные активы	1786	1567	1621
Инвестиции в ассоциированные предприятия	506	519	556
Отложенные налоговые активы	8995	8214	7462
Прочие долгосрочные активы	1843	1636	948
Итого внеоборотных активов	208534	233668	248080
Оборотные активы			
Прочие краткосрочные инвестиции	313	251	311
Запасы	31870	29405	32636
Торговая и прочая дебиторская задолженность	36186	31061	32887
Денежные средства и их эквиваленты	9320	8236	8460
Итого оборотных активов	77689	68953	74294
Итого активов	286223	302621	322374
Пассивы			
Капитал			
Акционерный капитал	372	372	372
Эмиссионный доход	7494	7494	7494
Нераспределенная прибыль	93951	111054	88887
Актуарные убытки	(556)	(689)	(717)
Резерв накопленных курсовых разниц	8365	7236	9581
Неконтролирующая доля	195	170	129
Итого собственного капитала	109821	125637	105746
Долгосрочные обязательства			
Кредиты и займы	122877	96736	103824
Обязательства по аренде	376	4701	4268
Обязательства по планам с установленными выплатами	630	857	945
Отложенные налоговые обязательства	9023	10278	11196
Итого долгосрочных обязательств	132906	112572	120233
Краткосрочные обязательства			
Кредиты и займы	20679	36839	55316
Обязательства по аренде	718	1543	1927
Торговая и прочая кредиторская задолженность	21473	26030	39152
Обязательства по производным финансовым инструментам	626	-	-
Итого краткосрочных обязательств	43496	64412	96395
Итого обязательств	176402	176984	216628
Итого пассивов	286223	302621	322374

Таблица 3.25

Отчет о финансовых результатах ПАО «ФосАгро», (в млн руб.)

Статьи	2018 год	2019 год	2020 год
Выручка	233430	248125	253879
Себестоимость реализованной продукции	(123964)	(136224)	(133335)
Валовая прибыль	109466	111901	120544
Административные расходы	(14864)	(16476)	(17828)
Коммерческие расходы	(34410)	(38121)	(39588)
Налоги, кроме налога на прибыль	(3469)	(2384)	(2962)
Прочие расходы, нетто	(2726)	(3269)	(2512)
Прибыль от операционной деятельности	53997	51651	57654
Финансовые доходы	447	1458	975
Финансовые расходы	(6098)	(4271)	(5455)
в т.ч. процентные расходы	(4666)	(3457)	(4268)
Положительные/(отрицательные) курсовые разницы, нетто	(19613)	12346	(25070)
Расходы, связанные с COVID			(1434)
Прибыль до налогообложения	28110	61184	26670
Расход по налогу на прибыль	(5975)	(11776)	(9749)
Прибыль за отчетный период	22135	49408	16921

Таблица 3.26

Агрегированный отчет о движении денежных средств ПАО «ФосАгро», (в млн руб.)

Статьи	2018 год	2019 год	2020 год
Денежные потоки от операционной деятельности			
Прибыль от операционной деятельности	53997	51651	57654
Корректировки:			
Амортизация	20911	23931	26626
Убыток от выбытия основных средств и нематериальных активов	586	611	209
Прибыль от операционной деятельности до учета изменений в оборотном капитале	75494	76193	84489
Уменьшение/(увеличение) запасов и катализаторов	(5438)	1593	(1843)
Уменьшение/(увеличение) дебиторской задолженности	324	2764	(345)
Увеличение кредиторской задолженности	655	5398	12020
Денежные средства от операционной деятельности до уплаты налога на прибыль и процентов	71035	85948	94321
Налог на прибыль уплаченный	(6146)	(10550)	(6462)
Финансовые расходы уплаченные	(5210)	(3842)	(4121)
Денежные средства от операционной деятельности	59679	71556	83738

Статьи	2018 год	2019 год	2020 год
Денежные потоки от инвестиционной деятельности			
Приобретение основных средств и нематериальных активов	(38416)	(42656)	(40878)
Займы полученные/(выданные), нетто	(257)	(84)	147
Поступления от продажи основных средств	19	86	37
Финансовые доходы полученные	307	637	695
Прочие выплаты	(822)	(1267)	(1220)
Денежные средства, использованные в инвестиционной деятельности	(39169)	(43284)	(41219)
Денежные потоки от финансовой деятельности			
Привлечение заемных средств	83874	48725	63520
Выплаты по заемным средствам	(83572)	(42698)	(66182)
Дивиденды, выплаченные акционерам	(13598)	(32244)	(38852)
Погашение обязательств по аренде	(1285)	(1937)	(1951)
Денежные средства, использованные в финансовой деятельности	(14603)	(28126)	(44036)
Увеличение/(уменьшение) денежных средств	5907	146	(1517)
Денежные средства на начало года	2691	9320	8236
Влияние изменений валютных курсов	722	(1230)	1741
Денежные средства на конец года	9320	8236	8460

Определите влияние операционного и финансового рычагов на изменение операционной и чистой прибыли.

Используя Интернет-ресурсы, оцените инвестиционную привлекательность ПАО «ФосАгро» для кредиторов на текущий момент времени. Произошли ли изменения? Почему?

Задание 3. ПАО «Аэрофлот – российские авиалинии» – современный авиационный холдинг, крупнейший авиаперевозчик России и один из лидеров европейского рынка авиаперевозок.

Головной компанией Группы является ПАО «Аэрофлот». В состав Группы «Аэрофлот» входят авиакомпании «Аэрофлот», «Россия», «Аврора» и «Победа».

Крупнейшим держателем пакета акций ПАО «Аэрофлот» является Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом (Росимущество), в собственности которой находится 51,2% от общего количества обыкновенных акций компании.

Но уже по состоянию на 2024 год в собственности Российская Федерация находится 73,77% от общего количества обыкновенных

акций компании. В свободном обращении находится 25,03% от общего количества обыкновенных акций.

Данные финансовой отчетности авиакомпании представлены в таблицах 3.27 – 3.32.

Таблица 3.27

**Отчет о финансовых результатах ПАО «АЭРОФЛОТ»,
(в млн руб.)**

Статьи	2014 год	2015 год	2016 год
Выручка	319 771	415 173	495 880
Операционные расходы, за исключением расходов на оплату труда и амортизацию	(239 327)	(304 214)	(354 022)
Расходы на оплату труда	(52 148)	(55 619)	(64 682)
Амортизация	(12 136)	(13 306)	(13 395)
Прочие операционные доходы и (расходы), нетто	(4 892)	2 073	(527)
Операционные расходы	(308 503)	(371 066)	(432 626)
Прибыль от операционной деятельности	(11 268)	44 107	63 254
Убыток от продажи и обесценивания инвестиций, нетто	-	(9 159)	(2 935)
Финансовые доходы	2 471	15 811	19 802
Финансовые расходы	(28 399)	(28 556)	(9 443)
Результат хеджирования	(1 723)	(23 746)	(12 310)
Доля в финансовых результатах ассоциированных предприятиях	31	(17)	12
Результат от выбытия дочерних компаний	-	-	(5 099)
Убыток от налогообложения	(16 352)	(1 560)	53 281
Расход по налогу на прибыль	(794)	(4 934)	(14 455)
Убыток за год	(17 146)	(6 494)	38 826

Таблица 3.28

Консолидированный отчет о финансовом положении (баланс) ПАО «АЭРОФЛОТ», (в млн руб.)

Статьи	2014 год	2015 год	2016 год
АКТИВЫ			
Внеоборотные активы			
Гудвил	6660	6 660	6 660
Нематериальные активы	2 762	2 690	1 825
Основные средства	116 044	104 494	104 897
Предоплата за воздушные суда	29 241	35 291	27 830
Прочие внеоборотные активы	3 893	2 762	10 112
Страховые депозиты по аренде воздушных судов	2 110	2 132	2 181
Долгосрочные финансовые инвестиции	6 115	6 118	3 306
Инвестиции в ассоциированные предприятия	140	109	98
Отложенные налоговые активы	18 540	21 632	12 252

Итого внеоборотные активы	185 505	181 888	169 161
Оборотные активы			
Активы, предназначенные для продажи	-	7 732	1 140
Расходные запчасти и запасы	6 947	7 500	10 040
Страховые депозиты по аренде воздушных судов	321	2 658	320
Предоплата по текущему налогу на прибыль	668	2489	2679
Дебиторская задолженность и предоплаты	56 769	76 317	78 172
Краткосрочные финансовые инвестиции	961	5 917	6 319
Денежные средства и их эквивалент	26 547	30 693	31 476
Итого оборотные активы	92 213	133 306	130 146
ИТОГО АКТИВЫ	277 718	315 194	299 307
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Капитал			
Уставный капитал	1 359	1 359	1 359
Резерв выкупленных собственных акций	(3 571)	(3 571)	(3 571)
Накопленная прибыль от продажи собственных акций	1 659	1 659	1 659
Резерв по инструментам хеджирования	(48 662)	(64 725)	(34 192)
Нераспределенная прибыль	45 584	39 755	77 198
Капитал, принадлежащий акционерам Компании	(3 631)	(25 523)	42 453
Держатели неконтролирующих долей участия	(9 874)	(10 597)	(1 684)
Итого капитала	(13 505)	(36 120)	40 769
Долгосрочные обязательства			
Долгосрочные кредиты и займы	6 860	14 375	11 058
Обязательства по финансовой аренде	132 366	145 020	107 143
Резервы под обязательства	4 845	6 917	10 791
Отложенная выручка по программе премирования пассажиров	2 560	2 941	3 623
Прочие долгосрочные обязательства	9 456	3 980	5 198
Итого долгосрочные обязательства	156 087	173 233	137 813
Краткосрочные обязательства			
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	48 952	54 751	49 868
Незаработанная транспортная выручка	22 469	28 691	39 044
Отложенная выручка по программе премирования пассажиров	799	1 307	1 607
Резервы под обязательства	2 349	7 519	5 304
Обязательства по финансовой аренде	16 912	19 504	15 593
Краткосрочные кредиты и займы и краткосрочная часть долгосрочных кредитов и займов	17 343	54 085	9 309
Прочие краткосрочные обязательства	26 312	12 224	-
Итого краткосрочные обязательства	135 136	178 081	120 725
ИТОГО КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	277 718	315 194	299 307

Таблица 3.29

**Финансовые доходы и расходы ПАО «АЭРОФЛОТ»,
(в млн руб.)**

Статьи	2014 год	2015 год	2016 год
Финансовые доходы			
Прибыль от изменения справедливой стоимости производных инструментов, не учитываемых по правилам хеджирования	-	11 885	-
Процентные доходы по вкладам и страховым депозитам	958	3 723	4 169
Реализованная прибыль по производным финансовым инструментам	1 058	-	
Прибыль от курсовых разниц, нетто	-	-	15 597
Прочие финансовые доходы	455	203	36
Итого финансовые доходы	2 471	15 811	19 802
Финансовые расходы			
Реализованный убыток по производным финансовым инструментам	(3 871)	(19 803)	-
Убыток от продажи и обесценения инвестиций и займов выданных	-	(9 159)	-
Процентные расходы	(4 934)	(7 737)	(8 907)
Убыток от курсовых разниц	(9 720)	(849)	-
Убыток от изменения справедливой стоимости производных финансовых инструментов	(9 869)	-	(53)
Прочие финансовые расходы	(5)	(167)	(483)
Итого финансовые расходы	(28 399)	(37 715)	(9 443)

Таблица 3.30

**Агрегированный отчет о движении денежных средств
ПАО «АЭРОФЛОТ», (в млн руб.)**

Статьи	2014 год	2015 год	2016 год
Чистая сумма денежных средств от операционной деятельности	35 977	69 664	76 712
Чистая сумма денежных средств, поступивших от / (использованных в) инвестиционной деятельности	(18 492)	(38 770)	7 266
Чистая сумма денежных средств, использованных в финансовой деятельности	(14 673)	(28 075)	(80 495)
Влияние изменений валютных курсов на денежные средства и их эквиваленты	5 075	1 327	(2 700)
Чистый денежный поток	7 887	4 146	783
Денежные средства и их эквивалент на начало года	18 660	26 547	30 693
Денежные средства и их эквивалент на конец года	26 547	30 693	31 478

Таблица 3.31

Долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы, финансовая аренда ПАО «АЭРОФЛОТ», (в млн руб.)

Элементы	2014 год	2015 год	2016 год
Краткосрочные кредиты, евро	-	-	4 478
Краткосрочные кредиты, долл. США	10 409	31 550	-
Краткосрочные кредиты, руб.	1 603	-	113
Текущая часть долгосрочных кредитов, долл. США	1 154	14 242	-
Текущая часть облигационных займов, руб.	102	5 103	-
Текущая часть кредитов и займов, руб.	4 075	3 190	4 718
Итого краткосрочные кредиты и займы	17 343	54 085	9 309
Долгосрочные кредиты, руб.	5 575	17 565	12 581
Долгосрочные кредиты, долл. США	1 514	14 242	395
Долгосрочные кредиты, руб.	5 102	5 103	2 800
За вычетом:			
Текущей части долгосрочных банковских кредитов, долл. США	(1 154)	(14 242)	-
Текущей части облигационных займов, руб.	(102)	(5 103)	-
Текущей части кредитов и займов, руб.	(4 075)	(3 190)	(4 718)
Итого долгосрочные кредиты и займы	6 860	14 375	11 058
Общая сумма обязательств по финансовой аренде	170 485	184 730	137 395
Сумма будущих процентов по финансовой аренде	(21 207)	(20 206)	(14 659)
Итого обязательств по финансовой аренде	149 278	164 524	122 736
В том числе:			
Краткосрочные обязательства по финансовой аренде	16 912	19 504	15 593
Долгосрочные обязательства по финансовой аренде	132 366	145 020	107 143

Таблица 3.32

**Стоимость долгосрочных кредитов и займов
ПАО «АЭРОФЛОТ», (в %)**

Элементы	2014 год	2015 год	2016 год
Кредиты, долл. США, евро	1мЛиберо+5,25	1мЛиберо+4,5	3мЛиберо+4,9
Кредиты, руб.	12,75	12,75	12,75
Облигации, руб. (куп. ставка 8,3 %)	11,3	10,99	-
Обязательства по финансовой аренде	3,0	2,8	2,9

Используя информацию об авиакомпании ПАО «Аэрофлот», оцените ее инвестиционную привлекательность за три года с точки зрения кредиторов по трем направлениям: платежеспособность и ликвидность, текущая эффективность, сбалансированность роста.

Обоснуйте полученные результаты.

В каком году компания была наиболее привлекательна для кредиторов? Почему?

Обоснуйте, по какой причине у компании в структуре заемного капитала наибольшую долю занимает финансовая аренда?

Используя модели оценки банкротства, оцените вероятность банкротства авиакомпании за анализируемый период.

Сделайте расчеты и выводы по влиянию операционного и финансового рычагов.

Используя Интернет-ресурсы, оцените инвестиционную привлекательность ПАО «Аэрофлот» для кредиторов на текущий момент времени. Произошли ли изменения? Почему?

Используя модели оценки банкротства, оцените вероятность банкротства авиакомпании на текущий момент времени.

Объясните, почему при высокой финансовой зависимости и высокой вероятности банкротства, авиакомпания ПАО «Аэрофлот» действует в настоящее время и имеет доступ к заемным средствам.

Задание 5. Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите анализ и сравнение структуры заемных средств компаний, относящихся к отраслям торговли, нефтегазовой отрасли и пищевой промышленности за последние пять года. Определите причины изменения структуры заемных средств анализируемых компаний.

Задание 6. Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите оценку инвестиционной привлекательности компаний с позиции кредиторов, относящихся к машиностроению, пищевой промышленности, сельскому хозяйству и добывающей промышленности за последние два года. Определите мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности компаний для кредиторов.

Задание 7. Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите оценку вероятности наступления банкротства инвестиционной привлекательности компаний с позиции кредиторов, относящихся к машиностроению, пищевой промышленности, сельскому хозяйству и добывающей промышленности за последние два года. Определите мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности компаний для кредиторов.

Задачи

Задача 1. Цена изделия 900 руб., удельные переменные затраты составляют 540 руб., постоянные затраты равны 1500 тыс. руб. Какое количество изделий необходимо продать, чтобы получить прибыль в сумме 300 тыс. руб.?

Задача 2. Компания продает продукцию одного наименования. Переменные затраты на единицу продукции составляют 4 тыс. руб. При цене 10 тыс. руб. спрос составит 8.000 штук, а постоянные затраты - 42 млн. руб. Если снизить цену изделия до 9 тыс. руб., то спрос возрастет до 12.000 штук, однако постоянные затраты увеличатся до 48 млн. руб.

Определить операционную прибыль; точку безубыточности; объем реализации, необходимый для достижения операционной прибыли в сумме 3 млн. руб. при обоих вариантах цен.

Задача 3. Постоянные расходы компании составляют 3 млн. руб. в год. Переменные расходы равны 1,75 тыс. руб. на единицу продукции. Цена продукции – 2 тыс. руб.

Какова величина порога рентабельности? Что произойдет с порогом рентабельности, если удельные переменные издержки снизятся до 1,68 тыс. руб.? Как изменится величина порога рентабельности при росте постоянных затрат до 3, 75 млн. руб. в год?

Задача 4. Определите точку безубыточности, операционный рычаг и запас финансовой прочности компании на основе следующих данных: объем реализации – 2500 изделий, цена реализации одного изделия – 70 тыс. руб., постоянные издержки – 7500 тыс. руб., переменные издержки на одно изделие – 28 тыс. руб. Как изменится операционная прибыль по сравнению со своим значением, если ожидается рост объемов продаж на 16%, а также спад на 16%. Дополнительно определите, на какую величину компании необходимо сократить переменные издержки, чтобы ее прибыль составила 10,5 млн руб.

Задача 5. Собственный капитал – 300 млн руб., кредиторская задолженность – 150 млн руб., краткосрочный кредит – 40 млн руб., облигационный заем – 70 млн руб., операционная прибыль – 80 млн руб. Рассчитайте рентабельность собственного капитала, если ставка налога на прибыль – 20 %, средняя процентная ставка по заемному капиталу – 18 %.

Задача 6. Рассчитайте коэффициенты долга и соотношения заемного и собственного капитала, если на конец текущего года долгосрочные обязательства компании составили 400 тыс. руб., кратко-

срочные кредиты – 50 тыс. руб., акционерный капитал – 600 тыс. руб., долгосрочные активы – 2 млн руб., деньги – 100 тыс. руб., нераспределенная прибыль на начало текущего года – 895 тыс. руб., добавочный капитал – 450 тыс. руб., нераспределенная прибыль за текущий год – 255 тыс. руб., текущие обязательства – 150 тыс. руб.

Задача 7. В табл. 3.33 представлены основные финансовые показатели, которые учитывает рейтинговое агентство Fitch при присвоении кредитного рейтинга долговым обязательствам компаний.

Таблица 3.33

Основные финансовые показатели, учитываемые агентством Fitch

Рейтинговая категория	Показатели	Значение коэффициента	ПАО «МТС» факт
BBB (инвестиционный уровень)	Коэффициент покрытия процентов	4,11	23,8
	Отношение денежного потока к величине долга	0,084	0,054
	Рентабельность активов, %	15,1	6,7
	Рентабельность продаж, %	15,3	11,6
	Отношение долгосрочного долга к капиталу, %	43,4	53,3
	Коэффициент долгосрочной зависимости, %	41	88,2
	Коэффициент общей зависимости, %	47,4	96,0

Одним из способов повышения инвестиционной привлекательности облигаций ПАО «МТС» является более высокий кредитный рейтинг, который присваивают кредитные агентства.

Обоснуйте, какие финансовые показатели требуют управления для получения инвестиционного уровня кредитного рейтинга BBB со средней степенью надежности от международного агентства Fitch.

Задача 8. Компания в отчетном году достигла следующих результатов:

- продажи – 100 млн. руб.;
- операционная прибыль – 5 млн. руб.;
- используемый капитал – 20 млн. руб.

Руководство компании рассматривает вопрос о возможном повышении продажных цен. Ожидается, что в этом случае коммерческая маржа возрастет до 10%. Кроме того, путем привлечения дополнительного капитала в сумме 55 100 млн. руб. руководство компании надеется увеличить продажи до 155 млн. руб.

Требуется оценить эффективность этого предложения по его влиянию на экономическую рентабельность активов.

Задача 9. Компания производит кирпичи. Расходы компании в текущем году составили (тыс. руб.):

- Заработная плата управляющих – 3500
- Административные расходы – 1500
- Амортизация – 3000
- Расходы на аренду – 4000

Цена одного кирпича – 500 руб. Затраты на детали и заработную плату составляют 200 руб. на изделие. Продажи в текущем году составили 120 тыс. шт. Компания платит по банковскому кредиту 2200 тыс. руб. в год. Обыкновенные акции – 1000 тыс. шт.

1. Определите запас финансовой прочности, операционный, финансовый, совокупный рычаги.

2. Как изменится чистая прибыль (в процентах и рублях), если планируется рост продаж на 15% ?

3. Предположим, что компания решила провести рекламную кампанию, вследствие чего ее расходы вырастут на 2000 тыс. руб. Рассчитайте новый операционный рычаг и прокомментируйте полученный результат.

Задача 10. На основании данных составьте: отчет о финансовых результатах; баланс компании. Долгосрочный кредит – 56 млн руб., коммерческие расходы – 18 млн руб., акционерный капитал – 25 млн руб., выручка – 314 млн руб., амортизация на конец года – 40 млн руб., деньги – 20 млн руб., прочие операционные расходы – 6 млн руб., кредиторская задолженность – 30 млн руб., нераспределенная прибыль на начало года – 80 млн руб., себестоимость – 217 млн руб., краткосрочные обязательства – 84 млн руб., долгосрочные активы – 120 млн руб., краткосрочный кредит – 54 млн руб., ставка налога на прибыль – 20 %, средняя процентная ставка по заемному капиталу – 10 % годовых, коэффициент реинвестирования – 0,75.

Задача 11. Определите коэффициент общей зависимости, если в текущем году долгосрочные активы составили 900 тыс. руб., долгосрочные обязательства компании составили 400 тыс. руб., краткосрочные кредиты – 150 тыс. руб., акционерный капитал – 600 тыс. руб., нераспределенная прибыль на начало года – 800 тыс. руб., краткосрочные обязательства – 500 тыс. руб., кредиторская задолженность – 350 тыс. руб., денежные средства – 180 тыс. руб., нераспределенная прибыль за год – 200 тыс. руб.

ГЛАВА 4. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ С ПОЗИЦИИ АКЦИОНЕРОВ

4.1. Дивидендная политика компании: понятие, роль, значение

Ключевым элементом механизма создания стоимости компании и выстраивания финансовых взаимоотношений с ее собственниками является процесс распределения чистой прибыли.

При распределении чистой прибыли компания придерживается двух условий:

1) сохранение возможности финансирования будущих инвестиционных решений, то есть обеспечить достаточность средств для финансирования деятельности компании без привлечения заемного капитала;

2) максимизация рыночной стоимости компании через увеличение совокупного благосостояния акционеров компании.

Дивидендная политика – представляет собой элемент финансовой стратегии компании, который определяет распределение чистой прибыли в пользу собственников вместо накопления и реинвестирования.

Вопросы, касающиеся дивидендных выплат, регламентируются законом «Об акционерных обществах».

На протяжении многих лет аналитики пытаются понять логику дивидендных выплат компании и до сих пор не могут найти объяснения.

С финансовой точки зрения возможны две формы выгод, получаемые акционером от владения пакета акций: прирост капитала и дивиденды. *Прирост капитала* образуется за счет повышения цены акций компании. *Дивиденды* представляют текущие выгоды акционера.

При этом владелец мажоритарного пакета акций (крупный акционер), имеющий непосредственную возможность принимать операционные и стратегические решения (например, совмещающий позиции менеджера и собственника), может получать и третью форму выгод от владения контролем над денежными потоками компании – *приватизировать часть стоимости через заключение выгодных для себя контрактов.*

Основная задача менеджмента компании – оценить приемлемый уровень «изъятия денежных средств» из компании. Для оценки этого уровня следует взвесить доступные инвестиционные решения, целесообразность направления на них внутренних средств компании, привлечение недостающих источников финансирования с внешнего рынка, а также настроения собственников.

Таким образом, компания должна найти баланс между выплатой дивидендов и реинвестированием, чтобы максимизировать рыночную стоимость компании.

Эффективная дивидендная политика – это продуманная и раскрываемая для собственников политика обеспечения текущих выгод от владения капиталом компании, обеспечивающая поддержание в компании инвестиционной и финансовой гибкости и максимизирующая рыночную стоимость.

Основные вопросы дивидендной политики

1. Какую долю чистой прибыли целесообразно в среднем выплачивать в виде дивидендов?
2. Следует ли компании поддерживать стабильный рост дивидендов или необходимо принимать решения относительно дивидендных выплат, опираясь на внутренние потребности и возможности?
3. В какой форме должны быть выплачены дивиденды?

Факторы, влияющие на выбор дивидендной политики

1. Факторы, характеризующие инвестиционные возможности компании: стадия жизненного цикла компании; потребность компании в активизации инвестиционной деятельности.
2. Факторы, характеризующие финансовые возможности компании: накопленная в предшествующие периоды нераспределенная прибыль; доступность и стоимость привлечения дополнительных собственных и заемных средств на финансовом рынке.
3. Факторы, связанные с объективными ограничениями: уровень налогообложения доходов инвестора; коэффициент рентабельности собственного капитала; ограничения правового характера; ограничения контрактного характера; ограничения, обусловленные недостаточной ликвидностью; ограничения сигнального характера.
4. Факторы, связанные со структурой собственности и внутренними механизмами корпоративного управления: строение совета директоров, правила ротации членов совета директоров.

Кроме того, дивидендная политика предусматривает уточнение размеров дивидендов, приходящихся на одну акцию, формы выплат

дивидендов, сроки выплат и согласование с собственниками других процедурных вопросов организации выплаты дивидендов. Все элементы дивидендной политики находят свое отражение в разрабатываемом и утвержденном советом директоров *Положении о дивидендной политике общества*.

Например, Новолипецкий металлургический комбинат обновил дивидендную политику в марте 2019 года. Компания стала выплачивать ежеквартальные дивиденды, размер которых зависит от коэффициента Долг/ЕБИТДА.

Совет директоров при выработке рекомендаций по размеру дивидендов руководствуется следующими принципами:

– При условии, что коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА», рассчитанный по консолидированной финансовой отчетности, будет находиться ниже значения 1.0х, сумма средств, направляемая на выплату дивидендов, как правило, будет составлять не менее 100% свободного денежного потока, рассчитанного на основе консолидированной финансовой отчетности компании, составленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности;

– В случае превышения коэффициентом «чистый долг/ЕБИТДА» значения 1.0х, сумма средств, направляемая на выплату дивидендов, как правило, будет составлять не менее 50% свободного денежного потока, рассчитанного на основе консолидированной финансовой отчетности компании, составленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

*Например, рассмотрим формирование дивидендной политики ПАО «Аэрофлот». В 2014 году для обеспечения наибольшей прозрачности механизма определения размера дивидендов и порядка их выплаты в интересах акционеров и инвесторов было принято *Положение о дивидендной политике компании*.*

В соответствии с Положением, базой для расчета дивидендных выплат ПАО «Аэрофлот» является консолидированная чистая прибыль компании по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

Решение о размере дивидендов принимается на основании специально разработанной системы коэффициентов-индикаторов, учитывающей результаты отчетного года, долговую нагрузку и среднесрочный финансовый план авиакомпании. Текущая версия По-

ложения закрепляет целевой уровень выплат в размере 25% от чистой прибыли ПАО «Аэрофлот» по МСФО.

Для целей определения базового размера дивидендов рассчитываются коэффициенты-индикаторов, учитывающие результаты отчетного года: обеспеченность источниками финансирования инвестиционной деятельности ($K1$); обеспеченность источниками погашения основного долга ($K2$) и уровень долговой нагрузки ($K3$).

В зависимости от величины коэффициентов, базовый размер дивидендов определяется в следующем размере:

а) 25 % от консолидированной чистой прибыли ПАО «Аэрофлот», полученной за отчетный период, за который осуществляется выплата дивидендов, или более, при выполнении всех следующих условий:

- значение коэффициента $K1$ больше или равно 1,8;
- значение коэффициента $K2$ больше или равно 0,12;
- значение коэффициента $K3$ больше или равно 4,2.

б) до 20 % от консолидированной чистой прибыли ПАО «Аэрофлот», полученной за отчетный период, за который осуществляется выплата дивидендов, или более, при выполнении всех следующих условий:

- значение хотя бы одного из коэффициентов $K1$, $K2$ или $K3$ не удовлетворяет условиям, приведенными выше пункта а;
- значение хотя бы одного из коэффициентов $K1$, $K2$ или $K3$ не удовлетворяет условиям, приведенным ниже пункта в.

в) до 15 % от консолидированной чистой прибыли ПАО «Аэрофлот», полученной за отчетный период, за который осуществляется выплата дивидендов, или более, при выполнении всех следующих условий:

- значение коэффициента $K1$ меньше или равно 1,0;
- значение коэффициента $K2$ меньше или равно 0,07;
- значение коэффициента $K3$ больше или равно 5,5.

Надо отметить, что с 2016 года компания 50% от чистой прибыли выплачивает на дивиденды.

Типичными показателями, позволяющими судить о проводимой дивидендной политике, являются:

- число выплат дивидендов по году (ряд компаний выплачивают квартальные и полугодовые дивиденды, наряду с дивидендами по результатам отчетного финансового года);

- динамика сумм, направляемых на взаимоотношения с собственниками (включая денежные дивиденды и выкуп акций);
- динамика денежных дивидендов, приходящихся на одну обыкновенную акцию;
- доля чистой прибыли отчетного года, направляемая на дивиденды, – норма дивидендных выплат или коэффициент дивидендных выплат;
- дивидендная доходность как отношение выплаченного в денежной форме дивиденда на акцию за отчетный год к цене этой акции на некий фиксированный момент времени;
- выкупы акций по году (число выкупов и суммы, направляемые на выкуп);
- наличие программ реинвестирования дивидендов (предложения для акционеров о покупке акций компании на причитающиеся суммы денежных дивидендов).

Компании при разработке дивидендной политики в зависимости от факторов могут придерживаться различных форм выплаты дивидендов, каждая из которых может оказывать влияние на стоимость акций компании.

1. Выплата дивидендов в денежной форме.

Выплата дивидендов в денежной форме считается самой распространенной формой и может происходить за счет: чистой прибыли текущего периода и накопленной прибыли как результата успешной деятельности компании в прошлом.

Текущий размер дивидендных выплат определяется выбранным типом дивидендной политики компании и ее потребностью в финансировании.

Для акционеров такая форма выплат дивидендов считается самой лучшей, но для компании – худшей, так как происходит отток денежных средств.

2. Выплата дивидендов акциями.

Вместо денежных дивидендов акционеры получают дополнительные акции компании. Выплата дивидендов акциями дает определенные преимущества компании: денежные средства остаются в компании, что чрезвычайно важно, если существуют проблемы с ликвидностью, одновременно поддерживается стабильный уровень дивидендного дохода; увеличивается количество акций в обращении, что приводит к снижению их рыночной стоимости и, следовательно, по-

вышается доступность приобретения мелкими инвесторами и повышению ликвидности акций.

Например, по итогам года компания получила чистую прибыль в размере 5 млн руб. Число акций компании в обращении составляет 1 млн шт. Показатель P/E равен 10. Компания объявила 25% - ый дивиденд в виде акций. Пакет инвестора состоит из 250 тыс. шт. акций компании. Как изменится стоимость пакета акций инвестора при выплате дивидендов акциями?

Определим стоимость пакета акционера до выплаты дивидендов акциями. Для этого найдем рыночную стоимость акции компании до выплат дивидендов: $EPS=5/1=5$ руб.; $P/E=10$, $P/5=10$, $P=50$ руб. Следовательно, стоимость пакета инвестора равна: $250 \times 50 = 12500$ тыс. руб.

Определим стоимость пакета инвестора после выплаты дивидендов акциями. Для этого найдем новое количество акций в обращении и их новую рыночную стоимость: $EPS=5/1+25\%$ новых акций $=5/1,25=4$ руб.; $P/E=10$, $P/4=10$, $P=40$ руб. Следовательно, стоимость пакета инвестора равна: $250+25\% \times 40 = 312,5 \times 40 = 12500$ тыс. руб.

Таким образом, теоретически выплата дивидендов акциями не приводит к повышению стоимости компании и увеличению благосостояния ее собственников.

3. Дробление акций.

Такая форма дивидендных выплат обычно проводится в дополнение к выплате дивидендов наличными и не изменяет общую стоимость пакетов акций инвесторов, так как каждый собственник получает дополнительные акции пропорционально имеющемуся у него пакету акций компании.

Дробление акций поводится с целью снижения цен на акции, чтобы большое число инвесторов могло приобрести акции компании, что повлияет на повышение спроса на эти акции. В дальнейшем это может привести к росту стоимости компании и рыночной цены ее акций.

Например, в обращении компании находится 1250 тыс. шт. обыкновенных акций. Рыночная стоимость акции составляет 121 руб. Чистая прибыль составила 27500 тыс. руб. Компания планирует осуществить дробление акций по схеме 3:2. Пакет инвестора состоит из 100 тыс. шт. акций компании. Как изменится стоимость пакета акций инвестора при дроблении акций?

Определим стоимость пакета акционера до проведения дробления: $121 \times 100 = 12100$ тыс. руб.

Определим стоимость пакета инвестора после дробления акций. Для этого надо определить новую цену акции: $EPS_{до} = 27500 / 1250 = 22$ руб.; $P/E = 121 / 22 = 5,5$;

$EPS_{после} = 27500 / (1250 \times 3 : 2) = 27500 / 1875 = 14,67$ руб., следовательно, новая цена за акцию составит: $P / 14,67 = 5,5$, $P = 80,67$ руб. Следовательно, стоимость пакета инвестора после дробления акций равна: $100 \times 3 : 2 \times 80,67 = 150 \times 80,67 = 12100$ тыс. руб.

4. Выкуп акций.

Выкуп акций предусматривает направление свободных денежных средств компании собственникам через приобретение у них части пакета акций. При этом число акций в обороте уменьшается, доход на акцию возрастает, что способствует повышению рыночной цены акции.

Как правило, компании, выкупающие свои акции, преследуют следующие цели:

- краткосрочное вложение денег с ориентацией на получение экономического эффекта, т.е. приобретение недооцененных на рынке акций. Для инвесторов выкуп акций рассматривается как сигнал о вере менеджмента компании в потенциал роста компании, особенно при существенной недооцененности акций на рынке.

- формирование запаса акций для реализации опционных программ вознаграждения менеджеров и персонала;

- создание запаса для использования в качестве платежного средства в сделках по покупке контроля или в качестве депозита;

- перераспределение долей контроля в компании.

В основе дивидендной политики общества лежат следующие принципы:

- обеспечение оптимального сочетания интересов общества и его акционеров при распределении чистой прибыли общества;

- создание необходимых условий для роста инвестиционной привлекательности и капитализации общества;

- максимизация доходности от деятельности общества и величины чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов;

- повышение благосостояния акционеров за счет выплаты дивидендов и роста капитализации общества;

- обеспечение обществом гарантированных выплат дивидендов акционерам;
- прозрачность механизмов определения размера дивидендов и их выплаты.

Надо отметить, что дивидендная политика разрабатывается исходя из целей компании, а они могут быть разными, например:

- повышение инвестиционной привлекательности за счет высокой доходности акций;
- рост вложений в развитие бизнеса.

Дивидендная политика утверждается советом директоров или наблюдательным советом. На голосование на общем собрании акционеров она не выносится. Чаще всего в документе фиксируется уже опробованный механизм распределения прибыли. Поэтому радикального изменения доходности акций с его принятием не происходит.

Оценка эффективности должна проводиться каждый год. Если компания видит, что действующая дивидендная политика перестала удовлетворять ее финансовым целям, инициируется ее пересмотр. Прозрачная дивидендная политика – одна из составляющих инвестиционной привлекательности компаний.

В Положении о дивидендной политике компании должно быть прописано:

- Базовая величина, на основе которой рассчитывается суммарный размер дивидендов. Большинство компаний привязывают его к свободному денежному потоку или чистая прибыль.
- Факторы, которые влияют на то, какая доля чистой прибыли или денежного потока будет направлена на дивиденды. Самый популярный вариант – уровень долговой нагрузки.
- Частота выплат. Большинство компаний переводят дивиденды один раз в год.
- Сроки закрытия реестра и перечисления средств с момента утверждения размера вознаграждения.
- Дополнительные факторы, которые должен учитывать совет директоров при вынесении своих рекомендаций по размеру выплат. Например, это могут быть различные кризисные ситуации, из-за которых увеличивается потребность компании в свободных деньгах.

Таким образом, дивидендная политика интересна не только самим компаниям как ее непосредственным пользователям, но и сторонним инвесторам. У многих вкладчиков размер дивидендов, выплачиваемых компанией, является одним из основополагающих фак-

торов для приобретения акций того или иного эмитента. Именно поэтому перед покупкой инвестору стоит изучить дивидендную политику выбранного предприятия – как правило, такая информация размещается в свободном доступе.

4.2. Типы дивидендной политики

В мировой практике принято выделять три подхода к формированию дивидендной политики компании: консервативный, умеренный и агрессивный. Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики.

1. Консервативный подход означает, что дивиденды выплачиваются в пропорциях, которые позволяют удовлетворить потребности производственного развития и более высокими темпами наращивать стоимость собственного капитала, а значит, и рыночную стоимость акций.

То есть консервативный подход подразумевает главным образом развитие предприятия. Ученые отмечают, что согласно одной из его разновидностей дивиденды выплачиваются по остаточному принципу, то есть в первую очередь финансируется деятельность самого предприятия, и только после этого распределяются дивиденды.

При консервативном подходе менеджмент компании считает, что выплата дивидендов не влияет на результаты деятельности компании.

Практически все средства, которые получает компания в виде чистой прибыли, направляются на дальнейшее развитие – приобретается оборудование, здания, сооружения и иные активы. Иногда свободные деньги расходуются на решение социальных вопросов – выплату материальной помощи и премий сотрудникам.

К консервативному подходу относятся два типа дивидендной политики:

1) *Политика дивидендных выплат по остаточному принципу* – компания сначала финансирует свои инвестиции, а если остается часть прибыли, тогда выплачиваются дивиденды по акциям.

Плюсы такой политики – обеспечение высоких темпов роста и развития компании, повышение ее финансовой устойчивости;

Минус – нестабильность дивидендных выплат так как следствие снижение инвестиционной привлекательности компании.

2) *Политика стабильного размера дивидендных выплат* – дивиденд представляет постоянную по размеру величину.

В соответствии с этим типом компания осуществляет регулярную выплату дивидендов на одну акцию в неизменном размере в течение продолжительного времени безотносительно к изменению курсовой стоимости акций.

В действительности подобная политика может проводиться компаниями в нескольких случаях: при реализации масштабного инвестиционного проекта, требующего значительного объема финансовых ресурсов, – в этом случае фактический отказ от выплаты дивидендов по акциям позволяет сократить объем привлекаемого заемного капитала; при наличии у компании большого объема долга, когда денежные средства, которые могли бы быть выплачены в виде дивидендов, направляются либо на текущее обслуживание долга, либо на его досрочное погашение.

Чаще используется для привилегированных акций компании. Например, ОАО Московская кондитерская фабрика «Красный Октябрь» вот уже более десяти лет выплачивает дивиденд на привилегированную акцию в размере 1,58 руб.

Плюс политики – надежность, уверенность у акционеров в неизменности размера дохода вне зависимости от снижения чистой прибыли;

Минус – слабая связь с финансовыми результатами деятельности компании.

2. Умеренный (компромиссный) подход – менеджмент компании считает, что выплата дивидендов влияет на стоимость компании.

При умеренном подходе дивидендной политики компания пытается соблюсти интересы акционеров, нуждающихся в дивидендных выплатах, и свои потребности в росте.

Дивиденды выплачиваются регулярно в определенном, возможно, минимальном размере. В том случае если предприятие получает повышенную прибыль, базовый размер дивидендов может быть увеличен по решению совета учредителей. То есть такая политика позволяет обеспечить интересы и самого предприятия, и инвесторов, которые вложили в него деньги.

1) *Политика минимального стабильного размера дивиденда с надбавкой в отдельные периоды* – считается компромиссной, так как компания выплачивает небольшой, но стабильный дивиденд, увеличивающийся в отдельные периоды времени.

В данном случае политика минимального стабильного размера дивиденда с надбавкой в отдельные периоды считается компромиссной, так как компания выплачивает небольшой, но стабильный дивиденд, увеличивающийся в отдельные периоды времени.

Таким образом, текущий доход акционеров складывается из ежегодно получаемых фиксированных на минимальном уровне дивидендов и периодически выплачиваемых и зависящих от финансовых результатов отчетного года экстрадивидендов.

Плюс политики – стабильность выплат, повышение инвестиционной привлекательности компании.

Стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере, высокая связь с финансовыми результатами деятельности компании, позволяет увеличивать размер дивидендов в благоприятные для компании периоды без снижения инвестиционной активности.

Данный тип дивидендной политики является наиболее эффективной при нестабильной экономической ситуации и существенных колебаниях размера получаемой прибыли.

Минус – минимальные дивиденды, снижение инвестиционной привлекательности компании при продолжительном периоде выплат. И напротив, при регулярных выплатах экстрадивидендов уменьшается их стимулирующее воздействие на акционеров.

.3. Агрессивный подход – менеджмент компании считает, что выплата дивидендов является одним из основных факторов влияющих на стоимость компании.

Агрессивный подход дивидендной политики предполагает начисление максимально возможных дивидендов. Данная политика эффективно действует при намерении компании провести новую эмиссию акций.

Но резкое снижение размеров дивидендных выплат может неблагоприятно отразиться на стоимости акций компании, сигнализируя об ухудшении ее показателей.

На выплату дивидендов уходит почти вся прибыль компании. Акционеры могут получать неплохой доход за счет регулярных отчислений от прибыли, но стратегическому развитию предприятия внимания при таком подходе почти не уделяется, что чревато ухудшением финансовых результатов, падением уровня чистой прибыли и, как следствие, снижением размера дивидендов в будущем.

К агрессивному подходу относятся два типа дивидендной политики:

1) *Политика стабильного размера коэффициента дивидендных выплат* – компания устанавливает постоянную долю чистой прибыли, выплачиваемую на дивиденды.

Одним из основных аналитических показателей, характеризующих дивидендную политику, является коэффициент дивидендных выплат.

В соответствии с данным типом дивидендной политики дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются в случаях, если компания закончила текущий год с убытком или вся полученная прибыль должна быть направлена владельцам облигаций и привилегированных акций.

Размер дивиденда на одну акцию может значительно колебаться по годам в зависимости от изменения чистой прибыли, что не может не сказаться на курсовой стоимости акций.

Ее плюс – простота, связь с финансовыми результатами компании.

Минус – для акционеров не гарантирует стабильности размеров дивидендов из-за сильной зависимости от чистой прибыли.

2) *Политика постоянного роста размера дивидендов* – предусматривает стабильный рост уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде.

Плюс политики – высокая инвестиционная привлекательность компании.

Таким образом, обеспечивается высокая рыночная стоимость акций компании, ее привлекательность в глазах инвесторов при дополнительной эмиссии акций.

Минус заключается в том, что если дивидендные выплаты растут быстрее чистой прибыли, то финансовая устойчивость компании снижается, повышается вероятность банкротства.

То есть недостатком этого типа является негибкость политики, так как компания принимает на себя обязательство повышать размер дивидендных выплат регулярно, независимо от финансовых результатов, даже в период отсутствия прибыли, а также постоянное нарастание финансовой напряженности.

Надо отметить, что финансовые аналитики выделяют тот факт, что чаще всего агрессивная дивидендная политика проводится в интересах одного из мажоритарных акционеров (обычно консолидировавшего так называемый пакет полного контроля), который достаточно остро нуждается в финансовых ресурсах.

Также такая ситуация может возникнуть по разным причинам, однако традиционно подобная политика проводится либо после сложноструктурированных сделок по слияниям и поглощениям, либо для финансирования сторонних проектов мажоритарного акционера (в этом случае, с его точки зрения, одна компания является финансовым донором для другой).

Как мы видим, каждому типу дивидендной политики присущи как преимущества, так и недостатки. Поэтому при формировании дивидендной политики каждая компания выбирает приемлемый для себя тип дивидендной политики, учитывая как внешние, так и внутренние факторы.

Приоритеты между интересами инвесторов и интересами акционерного общества могут смещаться в разные стороны.

Таким образом, при консервативной политике, преимущества остаются на стороне бизнеса, реинвестирующего свою прибыль. Часто такой тактикой пользуются молодые предприятия, или предприятия с недостаточными темпами роста прибыли, но и сейчас многие ведущие мировые компании, в том числе и в России используют ее. Дивиденды выплачиваются по остаточному принципу (т.е. в том случае, когда прибыль больше, чем сумма, необходимая для обеспечения оптимального бюджета капиталовложений) и часто имеют постоянный размер.

Умеренная политика предполагает минимальный гарантированный процент выплаченной акционерам прибыли и дополнительные бонусы при хорошем положении финансовых дел.

Агрессивная политика смещает приоритеты в сторону потребления, т.е. акционеров.

В настоящее время не существует единого мнения о «правильности» выбора одного из видов дивидендной политики. На различных этапах становления и развития, при различных ситуациях на рынке предприятия либо форсируют накопления, либо наращивают дивидендный доход акционеров.

Следовательно, с одной стороны, вложения в активы компании позволяют ей наращивать объемы производства и улучшать финансо-

вые результаты; с другой – привлечение инвесторов регулярными дивидендами поможет ей получить дополнительные денежные активы за короткий период времени.

Таким образом, сформулировать единую дивидендную политику компании невозможно. Поэтому основу механизма распределения прибыли конкретной компании составляют анализ и учет факторов, оказывающих влияние на пропорции и эффективность распределения прибыли.

Следовательно, роль и значение дивидендной политики компании можно представить в виде следующих положений:

- влияет на программу финансового обеспечения компании и ее бюджет капиталовложений;
- оказывает влияние на отношение компании с потенциальными инвесторами;
- влияет на рыночную стоимость акций компании;
- воздействует на движение денежных средств компании;
- воздействует на ликвидность и платежеспособность;
- оказывает влияние на размер собственного капитала компании;
- влияет на структуру и цену капитала компании;
- воздействует на уровень финансового риска компании.

Для анализа дивидендной политики компании используют основные показатели:

Дивиденд, приходящийся на одну акцию (Div) отражает реальные выплаты собственникам.

$$Div = \frac{\text{сумма дивидендных выплат}}{\text{количество акций, находящихся в обращении}}$$

Дивидендная доходность (DY) является измерителем дивидендной доходности владельцев акций.

$$DY = \frac{\text{дивиденд на одну акцию}}{\text{рыночная стоимость акции}} \times 100$$

Показатель дивидендной доходности показывает какой уровень дивидендов может получить инвестор на рубль вложенных в акции средств.

Коэффициент дивидендных выплат (PR) показывает какую долю чистой прибыли компания направляет на выплату дивидендов и рассчитывается как в процентах, так и в относительном выражении.

$$PR = \frac{\text{сумма дивидендных выплат}}{\text{чистая прибыль - дивиденды по привилегированным акциям}}$$

ИЛИ

$$PR = \frac{\text{дивиденд на одну акцию}}{\text{чистая прибыль на одну акцию}}$$

Если коэффициент выплаты дивидендов превышает единицу, это может свидетельствовать о нерациональной дивидендной политике компании или сигнализировать о ее возможных финансовых затруднениях.

Например, Совет директоров и руководство МТС понимают, что постоянные и стабильные дивиденды являются неотъемлемой составляющей инвестиционной привлекательности МТС и доходности для акционеров. С 2010 г. МТС выплатило суммарно более 235 млрд руб. ежегодных дивидендов со среднегодовым темпом роста в 12% (при этом годовой объем выплаты вырос на 69% с 2010 г. по 2015 г.).

В течение 2015 – 2018 календарных лет МТС ставит целью обеспечить дивидендную доходность на уровне 25,0 – 26,0 руб. в расчете на одну акцию, при этом обязуясь выплачивать в качестве дивидендов не менее 20,0 руб. на одну акцию.

В 2014 году дивиденд на акцию составил 24,8 руб., сумма дивидендных выплат за 2014 год – 51247 млн руб., а чистая прибыль за 2014 год у компании составила 51496 млн руб., таким образом доля чистой прибыли, направленной на дивиденды в 2014 г. составила 99%. Уже в 2015 году дивиденд на акцию составил 25,2 рубля., сумма дивидендных выплат – 52074 млн руб., а чистая прибыль МТС за 2015 год сократилась и составила 47404 млн руб., таким образом коэффициент дивидендных выплат составил – 1,1.

Коэффициент дивидендных выплат можно найти через коэффициент реинвестирования.

$$PR = 1 - RR$$

где, RR – коэффициент реинвестирования

Коэффициент реинвестирования показывает долю чистой прибыли, направленную на развитие компании и рассчитывается как отношение реинвестированной прибыли (нераспределенной прибыли) к чистой прибыли за минусом дивидендов по привилегированным акциям.

Например, рассмотрим дивидендную политику ПАО «Группа «Черкизово». «Черкизово» – один из крупнейших российских производителей свинины, мяса птицы, индейки и продукции мясопереработки. Группа «Черкизово» включает 16 птицеводческих комплексов, 20 свинокомплексов, 14 мясоперерабатывающих предприятий, а также 12 комбикормовых заводов и 340 тыс. га сельскохозяйственных земель. Если смотреть последние пять лет – то можно увидеть, что компания продолжает фокусироваться на своем развитии.

ПАО «Группа «Черкизово» выплачивает дивиденды с 2014 года. Дивидендная политика компании предусматривает выплату не менее 50% консолидированной чистой прибыли, определенной по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) за соответствующий период, скорректированной на:

1. чистые изменения справедливой стоимости биологических активов и сельскохозяйственной продукции;
2. разовые прибыли (убытки), не относящиеся к текущей основной деятельности компании.

В таблице 4.1 представлена история дивидендных выплат ПАО «Группа «Черкизово».

Таблица 4.1

История дивидендных выплат ПАО «Группа «Черкизово»

Период	Дата закрытия реестра	Сумма дивидендных выплат, млн руб.	Дивиденд на акцию, руб.	Рыночная стоимость акции, руб.
2023 год	07.04.2024	8671,6	205,38	4160
6 месяцев 2023 года	01.10.2023	5000,4	118,43	3100
2022 год	принято решение не выплачивать			2870
2021 год (выплата 2022)	12.12.2022	6250,9	148,05	2710
2021 год	принято решение не выплачивать			2231
6 месяцев 2021 года	03.10.2021	3500,1	85,27	2231
2019 год (внеплановые)	05.04.2021	557,4	13,58	-
2020 год	05.04.2021	4942,9	120,42	1992
6 месяцев 2020 года	05.10.2020	2144,9	48,79	1760
2019 год	07.04.2020	2678,3	60,92	1700

Общее собрание акционеров ПАО «Группа Черкизово»:

- утверждает размер дивидендов;*
- утверждает дату отсечки под дивиденды (отсечка не ранее чем через 10 дней и не позднее чем через 20 дней после собрания).*

Выплата дивидендов:

- до 10 дней после отсечки под дивиденды (для номинальных держателей акций и доверительному управляющему);*
- до 25 дней после отсечки под дивиденды (для прочих акционеров).*

По итогам 2024 года «Черкизово» планирует дивиденд в размере около 400 рублей на акцию, что предполагает дивидендную доходность около 8% к текущим котировкам. Здесь Черкизово не лидер, но доходность для сектора вполне неплохая, а с учетом потенциального роста курсовой стоимости акций компании – выглядит достаточно неплохо.

В последние годы «Черкизово» активно расширяет собственный бизнес за счет модернизации существующих и строительства новых мощностей. Кроме этого, компания скупает небольших конкурентов, что позволяет выходить на новые рынки и в новые сегменты.

Надо отметить, что несмотря на то что долговая нагрузка «Черкизово» за последние годы периодически превышала уровень 2,5×, компания не снижала дивидендные выплаты ниже 50% от скорректированной чистой прибыли.

Но компании необходимо радикально улучшить коммуникацию с инвесторами. А именно, предоставлять в открытом доступе операционные отчеты, презентации, и МСФО на ежеквартальной, а не полугодовой основе.

Надо отметить, что российские компании одна за другой стали менять дивидендную политику. Недавно к практике выплат акционерам до 100% от свободного денежного потока (FCF) перешли многие крупные эмитенты, в основном металлургического сектора. За ними последуют и другие компании, которым будет позволять долговая нагрузка, считают аналитики.

Свободный денежный поток – не бухгалтерский показатель, он отражает чистые, фактические денежные средства от операционной деятельности, оставшиеся после всех расходов на поддержание или/и расширение основных активов компании (CAPEX).

В целом FCF является более справедливым и эффективным показателем при подходе к дивидендам. Использование его в качестве базы расчета дивидендов является лучшей мировой практикой.

Например, чистая прибыль – это бумажный показатель, который полностью не отражает действительность денежных потоков компании. При этом она может занижаться или завышаться под влиянием бумажных статей, не оказывающих реальный эффект на доходы. Ориентация на свободный поток позволяет делиться с миноритариями фактически имеющимися в распоряжении компании денежными средствами, поэтому такая практика имеет ряд преимуществ по сравнению с ориентацией выплат только на чистую прибыль.

Для рынка такой подход также является понятным и, несмотря на то, что FCF прогнозировать бывает еще сложнее, нежели прибыль, все равно создает комфортные условия. Дивидендная политика, ориентированная на 100% выплат от FCF, является в любом случае дружелюбной к миноритариям.

Например, ПАО «Северсталь» была первой российской металлургической компанией, которая перешла на расчет размера дивидендов из свободного денежного потока с ограничителем по долговой нагрузке.

В 2018 году Совет директоров компании принял новую дивидендную политику. Новая дивидендная политика подразумевает переход к выплате дивидендов, средняя сумма которых по результатам календарного года будет эквивалентна 100% размера свободного денежного потока компании и его дочерних компаний, рассчитанного в соответствии с МСФО на ежеквартальной основе, при условии, что коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» не будет выше значения 1,0х, при этом Общество может делать корректировку на сезонные колебания оборотного капитала.

В случае, если коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» будет ниже значения 0,5х, то совет директоров имеет право рекомендовать дивиденды, превышающие 100% размера свободного денежного потока за соответствующий отчетный период.

При коэффициенте «чистый долг/ЕБИТДА» выше значения 1,0х, «Северсталь» переходит на выплаты дивидендов в сумме равной 50% размера свободного денежного потока, рассчитанного на ежеквартальной основе до тех пор, пока значение не уменьшится до 1,0х или ниже.

Новая дивидендная политика отражает текущие выплаты всего свободного денежного потока и соответствует ключевым принципам «Северстали» по максимизации стоимости компании для акционеров.

Низкая долговая нагрузка, взвешенный подход к инвестициям и одна из самых высоких дивидендных доходностей в России позволяют компании «Северсталь» оставаться привлекательными для инвесторов в любой точке цикла сталелитейной отрасли.

Внутренняя цель компании по соотношению чистого долга к EBITDA находится в диапазоне 0,5x – 1,0x и руководство компании будет поддерживать этот показатель на комфортном уровне для стабильных выплат дивидендов».

Следовательно, непосредственно размер дивидендов будет зависеть от коэффициента долговой нагрузки.

В предыдущей редакции дивидендной политики выплаты были привязаны к чистой прибыли по МСФО и соотношению чистого долга к EBITDA.

После принятия новой стратегии в конце 2018 года компания объявила, что базой для расчета дивидендов будет скорректированный FCF, для расчета которого капитальные затраты будут учитываться в размере не более \$800 млн в год, что позволит избежать резкого снижения дивидендов в связи с планируемым ростом инвестиций.

В табл. 4.2 представлена оценка влияния дивидендных выплат на стоимость акций ПАО «Северсталь».

В 2015 году при снижении дивиденда на акцию на 17,4% наблюдается рост рыночной стоимости акции компании на 91,1%.

С периода 2016 года по 2018 год темпы роста дивиденда на акцию превышают темпы роста рыночной стоимости акции. Так, например, в 2018 году размер дивиденда вырос на 46,1%, а цена акции выросла только на 15,2%.

Таблица 4.2

**Оценка влияния дивидендных выплат на стоимость акций
ПАО «Северсталь»**

Год	Дивиденд на акцию, руб.	Изменение уровня дивиденда, %	Рыночная стоимость акции, руб.	Изменение уровня стоимости акции, %
2014	71,25	-	343,47	-
2015	58,88	-17,4	656,43	91,1
2016	80,6	36,9	757,34	15,4
2017	110,05	36,5	852,36	12,5
2018	160,73	46,1	981,68	15,2
2019	115,88	-27,9	984,93	0,3
2020	80,13	-30,9	961,48	-2,4

В 2019 году при снижении дивиденда на акцию на 27,9%, рыночная стоимость акции выросла на 0,3%. В 2020 году темп снижения дивиденда на акцию превышает темп снижения рыночной стоимости акции компании. Но в за 2020 год компания еще не объявляла о годовых дивидендах.

Показатели, характеризующие дивидендную политику ПАО «Северсталь» представлены в табл. 4.3.

Надо отметить, что в 2016 и 2017 годах в соответствии со стремлением «Северстали» максимизировать акционерную стоимость Совет директоров изменил дивидендную политику компании, которая стала предусматривать выплату дивидендов в размере не менее 50% чистой прибыли за отчетный период при условии, что отношение чистого долга к EBITDA находится ниже уровня 1,0.

Таблица 4.3

Показатели, характеризующие дивидендную политику ПАО «Северсталь»

Показатели	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год
Рыночная стоимость акции, руб.	757,34	852,36	981,68	984,93
Дивиденд на акцию, руб.	80,6	110,05	160,73	115,88
Дивидендная доходность, %	10,6	12,9	16,4	11,8
Коэффициент дивидендных выплат	0,66	0,63	1,05	0,85
EBITDA, млн руб.	118864	150454	197385	181474
Чистый долг, млн руб.	50947	60383	84752	97232
Коэффициент долговой нагрузки	0,43	0,4	0,43	0,54
Свободный денежный поток, млн руб.	62486	79027	100503	71629
Сумма дивидендных выплат, млн руб.	67520	92191	134647	97074
Подход к формированию дивидендной политики	агрессивный			
Тип дивидендной политики	постоянного роста дивиденда			

В 2017 году на Дне инвестора руководители высшего звена «Северстали» подтвердили намерение выплачивать дивиденды в размере 100% свободного денежного потока за период при условии, что отношение чистого долга к EBITDA будет меньше 1,0. Если отношение чистого долга к EBITDA будет меньше 0,5, Компания может выплачивать дивиденды в большем размере, чем величина полученного свободного денежного потока.

Надо отметить, что увеличение дивидендной доходности в 2018 году с 12,9% до 16,4% связано с большим ростом дивиденда на акцию с 110,05 руб. до 160,73 руб. Снижение дивидендной доходности в 2019 году до 11,8% связано с уменьшением дивиденда до 115,88 руб. на акцию.

Свободный денежный поток показывает общую сумму денежных средств, которая доступна для распределения между собственниками и кредиторами после принятия инвестиционных решений. В 2017 году после инвестиций в основные средства и нематериальные активы ПАО «Северсталь» для собственников и кредиторов осталось 79027 млн руб., а в 2018 году – 100503 млн руб. Увеличение свободного денежного потока, несмотря на увеличение капиталовложений, произошло в результате увеличения притока по операционной деятельности компании. В 2019 году снижение свободного денежного потока компании до 71629 млн руб., несмотря на увеличение притока по операционной деятельности компании, произошло в результате увеличения капиталовложений.

Показатель EBITDA ПАО «Северсталь» представляет собой сумму прибыли от операционной деятельности и расходов на амортизацию производственных активов (с учетом доли компании в амортизации ассоциированных компаний и совместных предприятий), скорректированную на величину прибыли /(убытков) от реализации основных средств и нематериальных активов, а также на долю в неоперационных доходах/(расходах) ассоциированных компаний и совместных предприятий. Увеличение показателя EBITDA в 2018 году на 46931 млн руб. связано с ростом выручки компании. Но, несмотря на снижение заемного капитала на 19435 млн руб., величина чистого долга увеличилась на 24369 млн руб. в результате снижения денежных средств компании.

Соответственно, в результате большего увеличения чистого долга, коэффициент долговой нагрузки незначительно вырос до 0,43.

Снижение показателя EBITDA в 2019 году на 15911 млн руб. связано с сокращением выручки компании. Кроме этого, в 2019 году увеличивается величина чистого долга компании на 12480 млн руб. за счет дополнительного привлечения заемных средств. Соответственно, коэффициент долговой нагрузки вырос до 0,54.

Но низкое значение коэффициента долговой нагрузки говорит о высокой способности ПАО «Северсталь» погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком, а, соответственно, говорит о низкой закредитованности компании.

По итогам 2019 года значение мультипликатора Долг / EBITDA повысилось с 0,4 до 0,54. Следовательно, «Северсталь» в 2020 году будет платить только 100% свободного денежного потока, без каких-либо повышений. Рост мультипликатора был вызван увеличением размера долга и снижения прибыли.

Северсталь набрала долгов, чтобы выплачивать дивиденды на достаточно высоком уровне (уже четыре года компания платит больше 100% FCF), а также для инвестиций: в 2020 году в производство будет вкачано порядка 1,7 млрд долларов – и это пик инвестиционной программы «Северстали».

Если руководство «Северстали» решит в 2020 году поддерживать дивиденды на прежнем уровне, то она это сделает. А господин Мордашов вряд ли допустит падение выплат, так как именно он получает наибольший профит от больших дивидендов.

Итак, за анализируемый период компания на выплаты дивидендов направила больше, чем инвестировала в свой бизнес.

Свободных средств, чтобы обеспечивать большие инвестиции с хорошими дивидендами, у компании не хватает.

Последние года «Северсталь» выплачивает дивидендов больше, чем у нее есть свободных средств, заработанных за год. Компания платила за счет ранее заработанных денег и незначительного роста долга.

Следовательно, анализ дивидендной политики ПАО «Северсталь» показал, что меньше долгов – больше дивидендов. Но если компания платит большие дивиденды, то у нее может не остаться денег на развитие и дивиденды в будущем уменьшатся.

Надо отметить, что такая дивидендная политика компании является спорной, особенно при росте затрат, снижении выручки.

4.3. Показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность компании для акционеров

Для анализа инвестиционной привлекательности компании показателей кредитного риска недостаточно. Ключевым понятием является рыночная стоимость компании. Рыночная стоимость важна так как:

1) учитывает интересы не только собственников, но и других стейкхолдеров компании;

2) учитывает не только краткосрочные решения (как показатели прибыли или денежного потока), но и долгосрочные.

1. Платежеспособность и ликвидность с позиции акционеров (собственников) трактуется как ликвидность капитала.

Ликвидность капитала отражает возможность денежным потоком, сгенерированным компанией, удовлетворить интересы инвесторов, т.е. учитывает погашение как текущих операционных, так и инвестиционных обязательств, связанных с сохранением и развитием конкурентной позиции на рынке, – потребность в инвестициях.

Ликвидность капитала анализируется по генерированию компанией денежного потока, который может быть направлен для расчета с кредиторами и собственниками. При оценке положения инвесторов компании важно понимать, насколько денежный поток покрывает текущие обязательства и достаточен ли он для развития компании, т.е. покрывает ли потребность в инвестициях; может ли компания, покрывая и операционные, и «инвестиционные» обязательства.

Для оценки ликвидности капитала выделяют **свободный денежный поток на собственный капитал (FCFE)**:

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{Чистая прибыль после уплаты налогов} + \text{Неденежные расходы (амортизация, резервы)} - \text{Инвестиции в оборотный капитал} \\ & - \text{Инвестиции в долгосрочные активы} + \text{Выручка от реализации долгосрочных активов с учетом стратегии} + \\ & + \text{Избыточные денежные средства} + / - \text{Увеличение (уменьшение) долга} \end{aligned}$$

Популярным относительным показателем на базе свободного денежного потока является *доходность по FCF*, аналогичная дивиден-

дендной доходности. Этот показатель рассчитывается как отношение ежегодного значения свободного потока, приходящегося на одну обыкновенную акцию, к биржевой цене акции.

Одним из популярных показателей оценки выгод инвестирования от вложений в акции компании с точки зрения миноритарного акционера является TRS.

Миноритарный акционер – акционер компании, размер пакета акций которого не позволяет ему напрямую участвовать в управлении компанией. Такой пакет акций называется «неконтролирующим».

2. Текущая эффективность позволяет сопоставить текущие затраты ресурсов, выраженные в денежной форме, с получаемыми текущими выгодами.

С позиции акционеров (собственников) текущая эффективность базируется на понятии экономической прибыли. Одними из основных показателей при расчете экономической прибыли являются требуемый уровень отдачи на вложенный капитал и плата по собственному капиталу как компенсация инвестиционного риска собственника.

$$\begin{array}{l}
 \boxed{\text{Экономическая прибыль}} = \boxed{\text{Прибыль по стандартам финансовой отчетности}} - \boxed{\text{Плата за собственный капитал}} \\
 \boxed{\text{Плата за собственный капитал}} = \boxed{\text{Требуемая доходность по собственному капиталу}} \times \boxed{\text{Величина задействованного собственного капитала}}
 \end{array}$$

Каждый уровень инвестиционного риска порождает для собственников определенное значение требуемой доходности на вкладываемые средства. Компенсация принимаемого риска определяется через сопоставление зарабатываемой доходности по капиталу собственников с требуемым уровнем доходности.

Традиционно *показатель эффективности работы компании с позиции владельца собственного капитала (TRS)* рассматривается как сумма дивидендной доходности и доходности прироста капитала по наблюдаемым рыночным оценкам и может быть рассчитана как общая доходность инвестора:

$$TRS = \frac{Div}{MC_0} + \frac{MC_1 - MC_0}{MC_0}, \%$$

где, D_{iv} – денежный поток, направляемый по результатам года владельцам собственного капитала компании (дивиденды); MC_0 , MC_1 – рыночная капитализация в начале и конце года.

Важными рычагами влияния на эту доходность становятся факторы, от которых зависит акционерная стоимость.

В контексте интересов всех инвесторов компании может рассматриваться показатель *общей доходности бизнеса (TBR)*:

$$TBR = \frac{FCF}{V_0} + \frac{V_1 - V_0}{V}, \%$$

где FCF – созданный за период свободный денежный поток; V_0 , V_1 – расчетная стоимость компании на начало и конец периода.

На практике для публичных компаний величина стоимости определяется по биржевым оценкам и используется показатель EV как сумма рыночной капитализации и чистого долга.

Самый известный и распространенный показатель оценки стоимости компании – это показатель *экономической добавленной стоимости (EVA)*, который является индикатором качества управленческих решений: постоянно положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC$$

или

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC,$$

где, NOPAT – чистая операционная прибыль за вычетом налогов; IC – инвестированный капитал; WACC – стоимостная оценка капитала.

Этот показатель позволяет учесть все затраты на обслуживание привлеченного капитала и тем самым более полно отражает качества менеджмента в компании.

Рентабельность собственного капитала (ROE) – показывает, насколько эффективно использовался собственный капитал, т. е. какой доход получило предприятие на денежную единицу собственных средств.

Рентабельность собственного капитала (*ROE*)

$$= \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{собственный капитал}} \times 100, \%$$

На рентабельность собственного капитала влияют:

- величина собственных средств (если компания терпит убытки);
- принципы управления оборотным капиталом (если снижается оборачиваемость активов);
- финансовая политика (растет доля «более дорогих» источников финансирования, отрицательный финансовый рычаг).

Таким образом, данный показатель особенно важен для акционеров, так как характеризует уровень эффективности их вложений. Стабильный рост показателя характеризует высокую эффективность управления всеми видами ресурсов и затрат фирмы. В то же время его значительное отклонение от среднеотраслевого значения может свидетельствовать о чрезмерном уровне долга в структуре капитала и повышенном финансовом риске.

Коэффициент дохода на акцию (*EPS*) – отношение чистой прибыли отчетного периода за вычетом дивидендов по привилегированным акциям к общему или среднему числу обыкновенных акций в обращении.

Этот показатель дает представление о величине чистой прибыли, заработанной на одну акцию, и является одним из важнейших критериев эффективности для собственников и менеджмента предприятия. Чем больше величина данного показателя, тем более высокую отдачу на вложенный капитал обеспечивает предприятие своим владельцам.

Коэффициент «Цена / доход (прибыль)» (*P/E*) – отношение рыночной стоимости акции к доходу на акцию.

Этот коэффициент, называемый также *мультипликатором прибыли*, является наиболее распространенным измерителем инвестиционной привлекательности предприятия. Он приблизительно показывает, сколько готовы платить инвесторы за единицу полученной фирмой прибыли. Высокое значение показателя может означать, что инвесторы высоко оценивают перспективы развития предприятия и ожидают роста доходов и дивидендов.

Коэффициент полной доходности акции (*E/P*) – отношение прибыли на акцию к ее рыночной стоимости.

Коэффициент характеризует лишь потенциальную доходность акции, поскольку чистая прибыль частично или полностью может быть направлена на финансирование развития хозяйственной деятельности.

Коэффициент «рыночная / балансовая стоимость акции» (P/B) – отношение рыночной стоимости акции к балансовой.

Балансовая стоимость акции находится как отношение собственного капитала к количеству обыкновенных акций.

Данный коэффициент, также называемый *мультипликатором балансовой стоимости*, показывает, насколько стоимость компании увеличилась или уменьшилась по сравнению с первоначальными вложениями акционеров.

Например, рассмотрим показатели, характеризующих инвестиционную привлекательность Новолипецкого металлургического комбината с позиции акционеров.

Группа НЛМК – крупнейший производитель стали в России. Она входит в топ-20 глобальных металлургических компаний. Группа НЛМК использует вертикально интегрированную бизнес-модель – от добычи сырья и производства стали до производства готовой продукции, сервисного обслуживания и дистрибуции.

НЛМК – ведущий поставщик высококачественной стальной продукции на ключевых рынках сбыта. Продуктовый ряд НЛМК сбалансирован: в него входят как полуфабрикаты, так и продукция глубокой переработки, в том числе нишевые продукты. Около 84% выпускаемой металлопродукции составляет плоский прокат, 16% – сортовой прокат для строительства.

Все производственные активы компании позволяют НЛМК быть на 100% обеспеченным железорудным сырьем и коксом, на 64% – ломом. Также компания на 64% обеспечена собственной энергией.

В рамках Стратегии 2022 ПАО «НЛМК» продолжает свою работу по максимизации доходности для акционеров и обеспечению баланса интересов стейкхолдеров Группы НЛМК.

Динамика изменения рыночной стоимости акций компании ПАО «НЛМК» представлена в табл. 4.4.

Таблица 4.4

Динамика рыночной стоимости акций ПАО «НЛМК»

Показатель	2018 год	2019 год	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год
Количество обыкновенных акций, млн шт.	5993,23	5993,23	5993,23	5993,23	5993,23	5993,23
Дивиденд на акцию, руб.	22,81	17,36	21,64	34,66	-	-
Рыночная стоимость обыкновенной акции на начало года, руб.	149	157,3	144,5	214,2	213,62	111,34
Рыночная стоимость обыкновенной акций на конец года, руб.	160,96	143,7	220,4	215,76	115,56	137,86
Капитализация на начало года, млн руб.	892991	942735	866022	1283750	1280274	667286
Капитализация на конец года, млн руб.	964670	861227	1320908	1293099	692578	826227

Результаты таблицы показывают, что ценные бумаги крупнейшего в России производителя стальной продукции НЛМК в 2019 году подешевели на 6%. 2019 год оказался непростым для компании: на котировки повлиял капитальный ремонт доменных печей и сталеплавильных мощностей, который привел к падению объемов производства и продаж. К этому добавилась негативная рыночная конъюнктура: цены на стальную продукцию упали.

Кроме этого снижение стоимости акций произошло после новости о продаже крупного пакета акций на открытом рынке. Продавцом оказался крупнейший акционер НЛМК – FletcherGroupHoldings, связанный с миллиардером Владимиром Лисиным.

Финансовые аналитики считают, что стратегия компании совместно с новой дивидендной политикой являются долгосрочными драйверами роста данной бумаги. Однако основной рост произойдет после завершения ремонтов Липецкой площадки и восстановления уровня продаж стальной продукции.

В 2020 году «НЛМК» объявила, что собирается сократить инвестиционную программу и отложить запуск новых проектов. В то же время «НЛМК» заявил о намерении продолжить ремонтные работы на доменном и сталеплавильном производстве. Большая часть ремонтных работ на заводах «НЛМК» уже завершена – их вывод на

полную мощность позволит нарастить объемы производства и позитивно скажется на продажах компании. В то же время негативными факторами является ухудшение ситуации с распространением коронавируса, из-за которого падает спрос на сталь, а компаниям приходится приостанавливать производство.

2022 год стал не лучшим годом для всей металлургической отрасли – производство стальной продукции практически во всем мире упало.

Снижение котировок произошло на фоне внеочередного общего собрания акционеров компании, на котором было принято решение не утверждать выплату по дивидендам за девять месяцев 2022 года.

В табл. 4.5 представлены показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность ПАО «НЛМК» с позиции акционеров.

Свободный денежный поток показывает общую сумму денежных средств, которая доступна для распределения между собственниками и кредиторами после принятия инвестиционных решений. Увеличение свободного денежного потока после инвестиций в основные средства компании для собственников и кредиторов в 2021 году на 191% произошло в результате увеличения денежного потока от операционной деятельности, несмотря на увеличения инвестиций в рамках реализации Стратегии-2022.

Таблица 4.5

Показатели, характеризующие интересы акционеров ПАО «НЛМК»

Показатели	2020 год	2021 год
Свободный денежный поток, млн руб.	83404	242446
Свободный денежный поток на собственный капитал, млн руб.	138102	253097
Экономическая добавленная стоимость (EVA), млн руб.	73722	305153
Общая доходность, % (TRS)	62,3	16,8
в том числе дивидендная доходность, %	9,8	16,1
Количество обыкновенных акций, млн шт.	5993,23	5993,23
Коэффициент доход на акцию (EPS), руб.	15,2	62,0
Коэффициент «Цена / доход (прибыль)» (P/E)	12,0	3,5
Балансовая стоимость акции (B), руб.	58,5	79,8
Коэффициент «рыночная / балансовая стоимость акции» (P/B)	3,1	2,7
Дивиденд на обыкновенную акцию, руб.	21,64	34,66
Коэффициент дивидендных выплат	1,42	0,56
Рентабельность собственного капитала, %	26,0	77,7

Свободный денежный поток на собственный капитал показывает, сколько остается денежного потока для акционеров в виде выплаты дивидендов при условии, что учтены потребности компании в инвестициях и выплатах кредиторам. Но надо отметить, что дивидендные выплаты акционерам «НЛМК» за 2021 год составили 258518 млн. руб. превысили величину свободного денежного потока на собственный капитал компании.

Показатель общей доходности акционеров сочетает повышение цены акции и дивиденды для отражения совокупного дохода акционеров, то есть включает в себя дивидендную доходность и доходность от прироста стоимости акций. Высокая доходность для акционеров в 2020 году связана с ростом рыночной стоимости акций ПАО «НЛМК» со 144,5 руб. до 220,4 руб.

Снижение общей доходности в 2021 году до 16,1% произошло в результате минимального роста рыночной стоимости акций компании с 214,2 руб. до 215,76 руб., несмотря на рост дивидендной доходности акций.

При этом увеличение дивидендной доходности с 9,8% до 16,1% произошло в результате большего роста дивиденда на акцию по сравнению с котировкой акций Новолипецкого металлургического комбината. Надо отметить, что дивидендная доходность за 2021 год это высокая доходность на финансовом рынке, которую компания обеспечивает акционерам.

Коэффициент дохода на акцию дает представление о величине чистой прибыли, заработанной на одну акцию. В 2021 году в результате резкого увеличения чистой прибыли «НЛМК», коэффициент доход на акцию вырос. Если в 2020 году на акцию компания заработала 15,2 руб. чистой прибыли, то дивиденд на акцию составил 21,64 руб., соответственно, коэффициент дивидендных выплат составил 1,42.

В 2021 году на одну акцию компания заработала 62 руб. чистой прибыли.

Коэффициент цена/прибыль показывает, как много готовы заплатить акционеры за рубль полученной прибыли. Снижение коэффициента у компании с 12 до 3,5 произошло в результате большего роста дохода на акцию в сравнении с котировкой акций Новолипецкого металлургического комбината. Но в целом, высокое значение коэффициента для компании говорит о высокой капитализации, а для инвесторов о низкой инвестиционной привлекательности метал-

лургической компании для, так как показывает срок возврата инвестиций. Следовательно, снижение коэффициента в 2021 году говорит о повышении инвестиционной привлекательности ПАО «НЛМК» для инвесторов.

Увеличение балансовой стоимости акции с 58,5 руб. до 79,8 руб. связано с увеличением собственного капитала за счет роста нераспределенной прибыли компании.

Коэффициент «рыночная / балансовая стоимость акции» показывает, как инвесторы оценивают компанию. Значение коэффициента говорит о том, что рыночная стоимость акций «НЛМК» в 2021 году в 2,7 раза превышает ее балансовую стоимость, что говорит о переоцененности акций компании. Но незначительное снижение коэффициента связано с большим ростом балансовой стоимости акций компании по сравнению с котировкой, что говорит о повышении инвестиционной привлекательности акций Новолипецкого металлургического комбината.

Коэффициент дивидендных выплат показывает, что в 2020 году 142% чистой прибыли «НЛМК» направляла на дивидендные выплаты, то есть больше чем компания заработала. В 2021 году за счет роста чистой прибыли, несмотря на увеличение дивиденда на акцию, коэффициент дивидендных выплат сократился до 0,56.

Если в 2020 году на 1 руб. собственного капитала компания заработала 0,26 руб. чистой прибыли, то в 2021 году – 0,777 руб. чистой прибыли.

ПАО «НЛМК» относится к числу тех немногих российских компаний, которые выплачивают дивиденды каждый квартал. Поэтому, естественно, ее акции пользуются особым спросом.

Новолипецкий металлургический комбинат обновил дивидендную политику в марте 2019 года. Компания стала выплачивать ежеквартальные дивиденды, размер которых зависит от коэффициента Долг/ЕБИТДА.

Совет директоров при выработке рекомендаций по размеру дивидендов руководствуется следующими принципами:

– При условии, что коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА», рассчитанный по консолидированной финансовой отчетности, будет находиться ниже значения 1.0х, сумма средств, направляемая на выплату дивидендов, как правило, будет составлять не менее 100% свободного денежного потока, рассчитанного на основе консолидированной финансовой отчетности компании, составленной в соот-

ветствии с международными стандартами финансовой отчетности;

– В случае превышения коэффициентом «чистый долг/ЕБИТДА» значения 1.0х, сумма средств, направляемая на выплату дивидендов, как правило, будет составлять не менее 50% свободного денежного потока, рассчитанного на основе консолидированной финансовой отчетности компании, составленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

Таким образом, как показал анализ, Новолипецкий металлургический комбинат привлекателен в основном по дивидендным выплатам, дивидендной доходности, но рыночные коэффициенты говорят о переоцененности акций компании. Хотя в 2021 году наблюдается повышение инвестиционной привлекательности компании.

Но надо отметить, что НЛМК приостановил выплаты дивидендов в 2022 году. Выплаты за последний квартал 2021 года и выплат за 2022 год не было осуществлено.

К ключевым рискам для НЛМК можно отнести высокую конкуренцию производителей, растущую вероятность ценовой коррекции на сырьевых рынках, рост налоговой нагрузки на отрасль в РФ, повышение экологических требований на ключевых рынках, перспективу введения «углеродных» сборов и роста затрат для снижения «углеродного следа».

Компании в большей степени чем другие работает с зарубежными рынками и, при этом, порядка 40% прокатных мощностей имеет за пределами страны – в Европе и США. Это означает, что любое серьезное ограничение на сталь НЛМК и/или в отношении самой компании со стороны ЕС и США фактически отрубит половину бизнеса компании.

Рентабельность компании будет страдать от укрепления рубля.

Таким образом, Новолипецкий металлургический комбинат – это прекрасный бизнес, акции которого – одни из основных кандидатов на попадание в портфель дивидендного инвестора в российский фондовый рынок. Но обязательно стоит помнить, что циклическая металлургическая отрасль подразумевает периодические спады цен, финансовых показателей, дивидендов и котировок.

3. Сбалансированный рост с позиции акционеров (собственников) проявляется в качестве роста. Качественный рост предполагает сбалансированность роста выручки и рыночной стоимости капитала

компании (оценка бизнеса). Это позволяет собственникам «обналичить» вложенный и наращенный капитал, т.е. делает позицию собственника как инвестора более мобильной, гибкой.

На рисунке 4.1 рассмотрим матрицу роста, которая позволяет увидеть какой путь проходит рост компании, как он движется и какие аспекты влияют на это колебание.



Рисунок 4.1 – Базовая матрица роста

Вертикальная ось представлена традиционным критерием, который принято называть «средний темп роста продаж». Данный критерий отражается за несколько лет и означает средний показатель по выборке конкурирующих компаний или по более широкой выборке за длительный период.

Горизонтальная ось может быть представлена тремя различными показателями: чистой прибылью, капитализацией и спредом. Но базовая матрица всегда представлена показателем темпа роста рыночной стоимости совокупного капитала, который также рассчитывается методом средней геометрической.

Каждая ячейка матрицы отражает тип роста, в котором может оказаться компания через некоторый период времени. Например, рост, соответствующий параметрам в ячейке Q1 принято считать выше среднего темпа выручки и темпа роста стоимости компании и, как правило, такое соотношение является эталоном качества роста, поскольку оба эффекта – стратегический и финансовый, получаются сбалансированными.

Тип роста компании, который соответствует параметрам ячейки Q2 представлен высоким темпом роста стоимости компании, но ниже

среднего, ростом выручки. Такой тип роста сфокусирован на росте прибыли. Компании, относящиеся к ячейке Q2, стремятся воспроизводить свои продуктовые портфели по структуре и объему, сокращая при этом расходы.

Компаниям, находящимся в ячейке Q3, присущ рост, сфокусированный на агрессивной политике продаж, который означает расширение бизнеса без увеличения его размера по финансовому критерию. Такие компании, нацелены делать «больше» (осваивать новые рынки и продукты), а не «лучше» с точки зрения динамики расходов.

Компаниям из ячейки Q4 присущ некачественный рост, и поэтому им не удастся добиться средних результатов ни по одному измерению роста.

Рассмотренный на протяжении достаточно длительного периода, например, пять или более лет, на конкретной выборке компаний, рост компании будет скорее похож на движение зигзагами: практически все компании перемещаются из одного в другой тип роста. Тип роста, соответствующий параметрам ячейки Q2, весьма вероятно ведет компанию в «ловушку прибыли». Это выражается в том, что такие акценты в политике роста компании осложняют ее движение к качественному росту, соответствующему характеристикам ячейки Q1. Такая своего рода «близорукость» политики роста объясняется несколькими причинами. «Ловушка прибыли» создает существенные барьеры для траектории перемещения в наиболее привлекательную группу: рост, сфокусированный на бухгалтерской прибыли, требует снижения издержек и, следовательно, сокращения инвестиционных программ.

Например, на рисунке 4.2 представлена матрица роста различных компаний.

Согласно данным матрицы в 2015 году «ФосАгро», «Уралкалий» и «Аэрофлот» оказались в первой ячейке. Сфокусированный рост наблюдается только у компании «ММК».

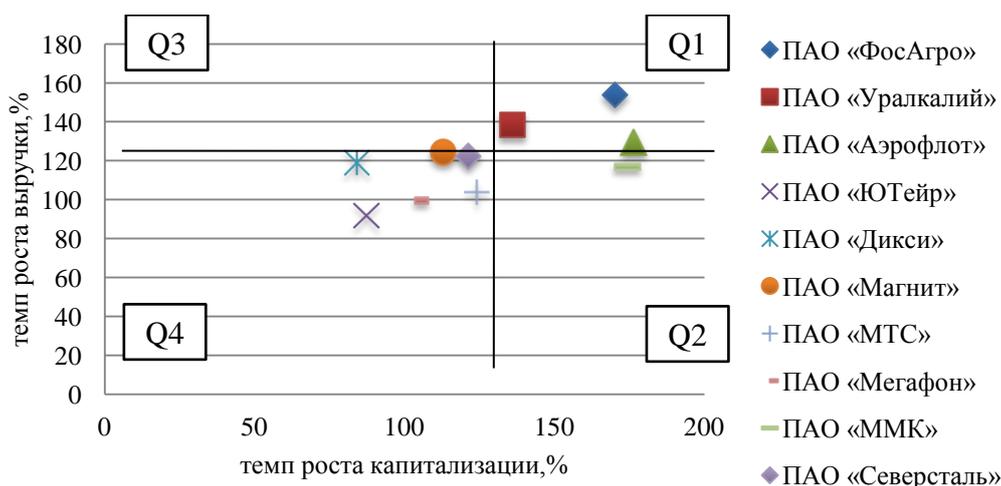


Рисунок 4.2 – Матрица на основе выручки и капитализации за 2015 год

Агрессивный рост наблюдается у компаний «Магнит» и «Северсталь», а в ячейке догоняющего роста оказалось больше всего компаний по сравнению с другими ячейками, этими компаниями стали «ЮТейр», «Дикси», «Мегафон» и «МТС».

На рисунке 4.3 представлена матрица роста компаний за 2018 год.

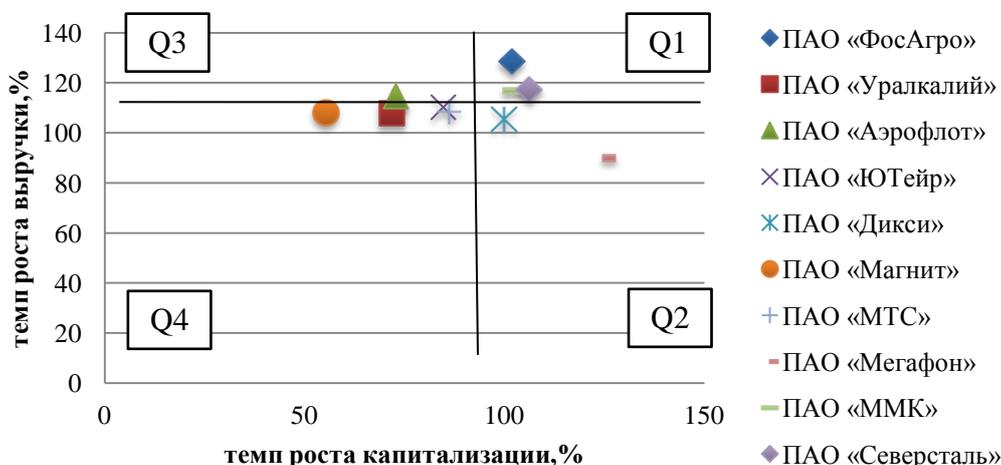


Рисунок 4.3 – Матрица на основе выручки и капитализации за 2018 год

В этом анализируемом периоде по показателям выручка и капитализация наблюдается изменение ситуации. В ячейке сбалансированного роста находится три компании «ФосАгро», «ММК» и «Северсталь».

При этом компания «ММК» за анализируемый период перешла из ячейки сфокусированного роста. Компания «Северсталь» перемес-

тилась из ячейки агрессивного роста. Сфокусированный рост наблюдается у компаний «Дикси» и «Мегафон», которые переместились из ячейки догоняющего роста. Агрессивный рост в 2018 году характерен компании «Аэрофлот», перешедшей из ячейки сбалансированного роста. В ячейку догоняющего роста попала компании «Уралкалий» из сбалансированного роста.

Контрольные вопросы

1. Если вы представляете интересы миноритарных акционеров, то величина какого потока будет вас интересовать в первую очередь? Обоснуйте ответ.

2. Какие финансовые показатели учитываются при изучении текущей эффективности компании?

3. Что такое платежеспособность компании с позиции акционеров? Какие показатели для ее оценки используют?

4. Что такое текущая эффективность компании с позиции акционеров? Какие показатели для ее оценки используют?

5. Обоснуйте необходимость оценки инвестиционной привлекательности компании для акционеров?

6. Поясните в чем заключается сбалансированный рост компании с позиции акционеров.

7. Какие показатели дивидендной политики часто фиксируют компании для выстраивания взаимоотношений с акционерами?

8. Назовите основные формы дивидендных выплат, обоснуйте их преимущества и недостатки с позиции компании и акционеров.

9. Почему реинвестированная прибыль является бесплатным источником финансирования с точки зрения акционеров?

10. Назовите основные типы дивидендной политики, обоснуйте их преимущества и недостатки с позиции компании и акционеров.

11. Какая дивидендная политика рекомендуется в случае, если рентабельность активов ниже средней стоимости инвестированного капитала?

12. На каких стадиях жизненного цикла наиболее привлекательно реинвестирование прибыли? Почему?

13. Каким образом взаимосвязаны темпы роста дивидендной доходности и свободного денежного потока компании?

14. Каким образом дивидендная политика влияет на рыночную стоимость компании?

15. Объясните связь между следующими показателями: чистая прибыль отчетного периода, нераспределенная прибыль, сумма дивидендов к выплате.

Практические задания

Задание 1. В табл. 4.6 представлены рыночные коэффициенты компаний золотодобывающей промышленности.

Обоснуйте, какая компания является наиболее привлекательной для акционеров.

Таблица 4.6

Рыночные коэффициенты компаний золотодобывающей промышленности

Компании	EV/ ЕВITDA	Чистый долг/ ЕВITDA	EPS, руб.	P/E	P/S	Дивидендная доход- ность по акциям, %
ПАО «Бурятзолото»	0,74	0	446,1	2,9	1,06	0
ПАО «Лензолото»	0,46	0	3017,5	3,4	1,09	14,68 (прив. акции)
ПАО «Полюс»	11,24	1,89	326,7	13,4	6,23	0
ПАО «Селигдар»	98,41	68,93	-1,54	-4,8	0,87	0

Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите оценку инвестиционной привлекательности компаний золотодобывающей промышленности за последние три года. Сделайте выводы.

Задание 2. Оценка инвестиционной привлекательности компании с позиции акционеров показывает выгоды, получаемые владельцами собственного капитала компании. Оценка инвестиционной привлекательности компании на основе рыночных показателей в первую очередь необходима для акционеров, так как показывает выгоды, получаемые владельцами собственного капитала компании.

На основании исходных данных, представленных в табл. 4.7, определите свободный денежный поток компаний и свободный денежный поток для собственников.

Таблица 4.7

Исходные данные, (в млн руб.)

Показатели	2019 год	2020 год	2021 год
ПАО «Северсталь»			
Чистые денежные потоки от операционной деятельности	148599	155293	344002
Проценты по кредитам	(8850)	(9717)	(10270)
Капитальные затраты	(78524)	(95284)	(85198)
Проценты по кредитам	(8850)	(9717)	(10270)
Погашение кредитов и займов	(3822)	(3508)	(55190)
Поступление кредитов и займов	77463	2987	759
Изменение заемного капитала	73941	-521	-54441
Чистая прибыль	114361	74624	299648
Сумма дивидендных выплат	97074,8	67510	181910
ПАО «СОЛЛЕРС»			
Чистые денежные потоки от операционной деятельности	977	(1957)	11428
Проценты по кредитам	(1504)	(1165)	(884)
Капитальные затраты	(1968)	(3421)	(2589)
Проценты по кредитам	(1504)	(1165)	(884)
Погашение кредитов и займов	(10261)	(10840)	(15385)
Поступление кредитов и займов	11701	16633	12322
Изменение заемного капитала	1440	5793	-3063
Чистая прибыль/убыток	1349	-1745	4545
Сумма дивидендных выплат	0	0	0
ПАО «МТС»			
Чистые денежные потоки от операционной деятельности	106652	155507	142846
Проценты по кредитам	(30105)	(28174)	(29432)
Капитальные затраты	(91481)	(97409)	(111683)
Проценты по кредитам	(30105)	(28174)	(29432)
Погашение кредитов и займов	(156700)	(162650)	(36351)
Поступление кредитов и займов	134915	241402	68661
Изменение заемного капитала	-21785	78752	32310
Чистая прибыль	55099	62073	64269
Сумма дивидендных выплат	57263	58941	74046

Дайте оценку финансового результата для собственников компаний через денежный поток.

Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите анализ показателей за последние три года. Сделайте выводы.

Задание 3. Лидером телекоммуникационного сектора России является публичное акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы» (ПАО «МТС»), которое представляет собой ведущую компанию в России и странах СНГ по предоставлению обширного перечня услуг: мобильной и фиксированной связи, кабельного и спутникового ТВ-вещания, передачи данных и доступа в интернет.

На основании исходной информации, представленной в табл. 4.8, определите дивидендную доходность акций компании, а также

подход к формированию дивидендной политики и тип дивидендной политики телекоммуникационной компании.

Таблица 4.8

**Показатели, характеризующие дивидендную политику
ПАО «МТС»**

Показатели	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год
Количество акций, млн шт.	2066,4	2066,4	1998,4	1998,4	1998,4
Среднерыночная стоимость акции, руб.	268,5	229,7	238,3	264,0	276,2
Дивиденд на акцию, руб.	24,8	25,2	26,0	26,0	26,0
Коэффициент дивидендных выплат	0,99	1,1	1,1	0,92	6,7
Коэффициент реинвестирования	0,1	-	-	0,08	-
Долговая нагрузка	1,3	1,2	1,3	1,2	1,1
Операционный поток, млн руб.	158979	144088	130565	144640	154390
Свободный денежный поток, млн руб.	-75950	47955	72429	35209	67908
Свободный денежный поток для акционеров, млн руб.	-128338	7827	-17462	-9072	19849

Обоснуйте эффективность/неэффективность дивидендной политики телекоммуникационной компании ПАО «МТС».

Задание 4. Высокая доходность акционеров является одной из целью стратегии ПАО «МТС».

Структура акционерного капитала ПАО «МТС» представлена в табл. 4.9.

Таблица 4.9

Структура акционерного капитала ПАО «МТС»

Акционеры	Доля в уставном капитале, %
ПАО АФК «Система»	42,09
ПАО МГТС	0,27
ООО «Стрим Диджитал»	4,37
ООО «Бастион»	8,8
ПАО «МТС»	1,93
Акции в свободном обращении	42,14

Крупнейшим акционером ПАО «МТС» является ПАО «АФК "Система», которое с учетом косвенного участия через подконтрольные компании (ПАО МГТС, ООО «Бастион» и ООО «Стрим Диджи-

тал») владеет почти 58% акций компании. В свободном обращении находятся 42,14% акций МТС.

Основная задача бизнеса – территориальное расширение своих услуг и спроса на них. Любые нововведения, снижения цен на услуги, преимущества перед конкурентами – все это хорошо сказывается на росте и прибыли компании. Конечно, на стоимость акций ПАО «МТС» непосредственно влияет сам бизнес основного владельца АФК «Система», сезонность, политика и курс рубля.

В табл. 4.10 представлена динамика изменения рыночной стоимости акций компании ПАО «МТС».

Таблица 4.10

Динамика рыночной стоимости акций ПАО «МТС»

Показатель	2018 год	2019 год	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год
Количество обыкновенных акций, млн шт.	1998,4	1998,4	1998,4	1998,4	1998,4	1998,4
Дивиденд на акцию, руб.	26	28,66	29,5	37,06	33,85	-
Рыночная стоимость акции на начало года, руб.	275,5	248,6	323,8	337,8	296,5	236,5
Рыночная стоимость акций на конец года, руб.	236,9	320	330,25	295,6	236,4	268,8

В табл. 4.11 представлены показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность ПАО «МТС» с позиции акционеров.

Таблица 4.11

Показатели, характеризующие интересы акционеров ПАО «МТС»

Показатели	2021 год	2022 год
Свободный денежный поток, млн руб.	54707	114681
Свободный денежный поток на собственный капитал, млн руб.	32310	24943
Экономическая добавленная стоимость (EVA), млн руб.	59586	43750
Общая доходность, % (TRS)	-0,8	-7,6
в том числе дивидендная доходность, %	11,7	12,7
Количество обыкновенных акций, млн шт.	1998,4	1998,4
Коэффициент доход на акцию (EPS), руб.	32,2	16,7
Коэффициент «Цена / доход (прибыль)» (P/E)	9,8	15,9
Балансовая стоимость акции (B), руб.	7,3	-1,8
Коэффициент «рыночная / балансовая стоимость акции» (P/B)	43,3	-147,2
Дивиденд на обыкновенную акцию, руб.	37,06	33,85
Коэффициент дивидендных выплат	1,2	2,0
Рентабельность собственного капитала, %	440,1	-924,4

Сделайте выводы по каждому показателю. Оцените инвестиционную привлекательность телекоммуникационной компании с позиции акционеров.

Используя интернет-ресурсы и официальный сайт компании, проведите оценку инвестиционной привлекательности компании с позиции акционеров за последние два года. Сделайте выводы.

Определите тип дивидендной политики ПАО «МТС». Используя данные задания 3, обоснуйте эффективность/неэффективность дивидендной политики телекоммуникационной компании. Объясните причины изменения/не изменения дивидендной политики компании.

Задание 5. В табл. 4.12 представлено сравнение компаний по рыночным показателям (мультипликаторам) на основании данных сайта <https://quote.rbc.ru> за 2021 год.

Таблица 4.12

Сравнение компаний по рыночным показателям (мультипликаторам)

Показатели	НЛМК	ММК	Северсталь	ТМК	Мечел
P/B	3,47	1,68	5,2	1,05	-0,17
P/E	13,66	13,29	14,46	2,72	-1,61
P/S	1,87	1,26	2,18	0,26	0,16
EV/EBITDA	6,7	2,83	5,6	4,39	7,76
ROE	0,25	0,13	0,36	0,39	0,11
DEBT/EBITDA	1,49	0,4	1,11	4,32	7,13

Сравните показатели по компаниям и сделайте вывод. Какая компания является инвестиционно-привлекательной для акционеров за анализируемый период?

Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите оценку инвестиционной привлекательности компаний по рыночным коэффициентам за последний год. Объясните причины изменения.

Объясните как инвестиционная привлекательность анализируемых компаний с позиции кредиторов связана с инвестиционной привлекательностью данных компаний для акционеров.

Задание 6. Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите оценку инвестиционной привлекательности компаний с позиции акционеров, относящихся к машиностроению, пищевой промышленности, нефтегазовой и металлургической отрасли за последние пять лет. Определите мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности компаний для акционеров.

Задание 7. Используя интернет-ресурсы и официальный сайт компании, проведите оценку инвестиционной привлекательности ПАО «Группа «Черкизово» за последние три года. Определите мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности компаний для акционеров.

Задание 8. Используя интернет-ресурсы и официальный сайт компании, проведите оценку инвестиционной привлекательности ПАО «ИНАРКТИКА» за последние три года. Определите мероприятия по повышению инвестиционной привлекательности компаний для акционеров.

Задачи

Задача 1. На основании данных, представленных в табл. 4.13, рассчитайте коэффициенты, характеризующие инвестиционную привлекательность компании для акционеров.

Таблица 4.13

Показатели, характеризующие интересы акционеров компании

Показатели	Прошлый год	Текущий год
Исходные данные		
Количество обыкновенных акций, млн шт.	101,91	101,91
Дивиденд на обыкновенную акцию, руб.	490,62	294,37
Рыночная стоимость обыкновенной акции на начало года, руб.	3378	5746
Рыночная стоимость обыкновенной акции на конец года, руб.	5668	5658
Денежный поток от операционной деятельности, млрд. руб.	149,6	169,5
Денежный поток от инвестиционной деятельности, млрд. руб.	(29,0)	(126,7)
Капиталовложения, млрд. руб.	(31,5)	(59,9)
Поступления кредитов, займов, млрд. руб.	452,6	169,5
Гашение кредитов, займов, млрд. руб.	(471,8)	(88,8)
Чистая прибыль, млрд. руб.	32,9	48,1
Собственный капитал, млрд. руб.	182,9	178,9
Долг, млрд. руб.	166,1	270,4
ЕБИТДА, млрд. руб.	109,4	133,1
Расчетные данные		
Свободный денежный поток, млн руб.		
Свободный денежный поток на собственный капитал, млн руб.		
Общая доходность, % (TRS)		
в том числе дивидендная доходность, %		
Коэффициент доход на акцию (EPS), руб.		
Коэффициент «Цена / доход (прибыль)» (P/E)		
Балансовая стоимость акции (B), руб.		
Коэффициент «рыночная / балансовая стоимость акции» (P/B)		
Коэффициент дивидендных выплат		
Коэффициент долговой нагрузки		
Рентабельность собственного капитала, %		

Объясните причины изменения показателей. Что можно порекомендовать компании для повышения инвестиционной привлекательности для акционеров.

Задача 2. Капитал компании состоит из 700 тыс. обыкновенных акций и 150 тыс. привилегированных акций. Дивиденды по привилегированным акциям – 600 тыс. руб. Заемный капитал компании представлен долгосрочным кредитом в размере 7 млн руб. под 15 % годовых. Операционная прибыль в текущем году составила 5,5 млн руб. Коэффициент реинвестирования – 0,6. Ставка налога на прибыль – 20 %. Определите доход на акцию.

Задача 3. В текущем году чистая прибыль компании составила 500 млн руб. В обращении находится 250 тыс. акций. Соотношение P/E равно 20. По мнению руководства компании, 300 млн руб. прибыли можно использовать либо для инвестирования, либо для выплаты дивидендов. Если прибыль будет инвестирована, то рентабельность инвестиций будет 15 %, соотношение P/E останется неизменным. Если будут выплачены дивиденды, то соотношение P/E увеличится на 10 %. Какой план максимизирует стоимость компании?

Задача 4. Компания имеет в обращении 850 тыс. шт. акций, рыночная стоимость каждой составляет 250 руб. Операционная прибыль в текущем периоде составила 655 тыс. руб., заемный капитал компании представлен долгосрочным кредитом в размере 2,5 млн руб. под 15 % годовых.

Определите дивиденд на акцию, если коэффициент реинвестирования составляет 80 %, налог на прибыль – 20 %.

Задача 5. Для реализации программы по расширению компании требуются дополнительные капиталовложения на сумму 35 млн руб., которые можно получить за счет собственных либо заемных средств. В обращении компании находится 4 млн акций, по которым на протяжении нескольких лет выплачивается стабильный дивиденд в размере 2,5 руб. на акцию. Рыночная стоимость акции компании – 40 руб.

Компания заинтересована в поддержании существующей дивидендной политики. Кроме того, компания стремится придерживаться соотношения между долгом и собственным капиталом, равного 0,35, считая такую структуру капитала оптимальной.

Чистая прибыль компании составляет 25 млн руб. и согласно прогнозам не изменится. Величина заемного капитала компании – 14

млн руб., дополнительный капитал – 6 млн руб., нераспределенная прибыль – 30 млн руб.

Определите, чему равен коэффициент дивидендных выплат. Если компания решит реализовать проект по расширению деятельности и при этом сохранить текущий коэффициент дивидендных выплат, как много дополнительных заемных средств понадобится компании?

Задача 6. В табл. 4.14 представлена динамика котировки акций золотодобывающей компании. Определите показатель эффективности работы компаний с позиции владельца собственного капитала (TRS) за анализируемый период. Сделайте выводы.

Таблица 4.14

Динамика рыночной стоимости акций компании

Показатель	2019 год	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год
Количество обыкновенных акций, млн шт.	131,9	133,56	134,26	136,07	136,07
Дивиденд на акцию, руб.	251	275	408	627	267,48
Рыночная стоимость акции на начало года, руб.	4500	4466	5287	7286	16017
Рыночная стоимость акций на конец года, руб.	4595	5399	7104	15225	15804

ГЛАВА 5. ОЦЕНКА ЗАТРАТ НА ИНВЕСТИРОВАННЫЙ В КОМПАНИЮ КАПИТАЛ

5.1. Собственный капитал как источник финансирования компании

Под капиталом понимаются средства, вложенные в формирование активов компании, необходимых для осуществления ее деятельности.

Весь инвестированный в активы компании капитал задействован в процессе производства, а приносимая капиталом прибыль характеризует эффективность его использования.

Компания может формировать свой капитал, используя различные источники финансирования.

Существует множество критериев деления капитала компании. Один из них – деление капитала на собственный и заемный.

Основу *собственного капитала* у компаний в основном составляет акционерный капитал и нераспределенная прибыль.

Для уже функционирующей компании дополнительным источником финансирования выступает новая эмиссия обыкновенных акций. Акции компании, которые уже обращаются на вторичном рынке, связаны только с собственниками и не обеспечивают дополнительных финансовых ресурсов. Поэтому преимущества от высокой ликвидности и цены акций получают непосредственно акционеры, которые могут рассчитывать на доход двух типов: дивиденды и увеличение рыночной стоимости акций.

Преимущества использования дополнительной эмиссии акций для пополнения источников долгосрочного финансирования заключаются в следующем:

- акции не имеют фиксированной даты погашения, так как это постоянный капитал, который не подлежит возврату или погашению;
- дивиденды можно не выплачивать, так как решение о дивидендах принимается советом директоров и утверждается общим собранием акционеров выплате;
- можно привлечь больше средств для реализации масштабных инвестиционных проектов, чем, например, при банковском кредите;
- обращение акций компании на биржах предоставляет собственникам более гибкие возможности для выхода из бизнеса;

– увеличивается устойчивость компании, ее кредитоспособность.

Недостатки дополнительной эмиссии обыкновенных акций:

– расширяется число акционеров, участвующих в принятии решений;

– возникает угроза потери контроля над компанией для старых акционеров;

– длительность подготовки и проведения размещения;

– сложность организации и проведения эмиссии, значительные расходы на ее подготовку;

– необходимость публичного раскрытия информации о компании в соответствии с требованиями регуляторов;

– обычно обходится дороже, чем привлечение заемных средств;

– высокое соотношение собственного и заемного капитала говорит о недоиспользовании преимущества финансового рычага.

Надо отметить, что при дополнительной эмиссии акций цена на них может упасть. Если компания предпринимает выкуп собственных акций, то это не имеет прямого отношения к привлечению финансовых ресурсов.

Главная ошибка, часто допускаемая менеджментом компании, – представление о том, что собственный капитал бесплатный.

Частично причина этого лежит в том, что собственники, получившие доли в компаниях в результате приватизации и не вложившие фактически собственных денег в компанию, не воспринимают компанию как актив, который обязан приносить определенный доход. Соответственно эти собственники не живут с понятием «требуемая доходность».

Еще одна возможная причина – отсутствие альтернатив вложений денег, активов на рынке, которые могут приносить доход.

Несмотря на то, что предоставление собственного в компанию не предполагает прописывание фиксированного процента (в отличие от заемного капитала), тем не менее собственный капитал платный и требуемая доходность по нему должна быть выше ставки заемного финансирования из-за большего риска.

Следовательно, важный пункт договоренностей между собственниками бизнеса, кредиторами и менеджментом – определить, какая отдача на капитал рассматривается как приемлемая для заключения об эффективности работы компании.

Требуемая доходность формируется исходя из возможных для инвестора альтернатив. Главное преимущество рыночной экономики – множество альтернатив, реальная возможность выбора актива с разным риском и соответственно разным уровнем дохода.

Выбирая приемлемый уровень риска (как вероятность потерь и степень нестабильности ожидаемых выгод) и анализируя денежные поступления по различным рыночным активам, которые соответствуют этому уровню риска, инвесторы определяют требуемую доходность.

Каждому уровню риска соответствует процентная ставка. Чем более рискованна позиция инвестора, тем больше требуемая доходность, с которой он будет подходить к решению вопроса о вложении денег в данную компанию или иной рыночный актив. Принципиально разные позиции относительно риска занимает инвестор – владелец собственного или заемного капитала.

Таким образом, под **требуемой доходностью инвестора** (как владельца капитала компании) следует рассматривать альтернативную доходность (по альтернативным вариантам вложений на рынке), доступную инвесторам с учетом того же класса риска, что и принимаемый риск по получению денежных выгод от компании.

Требуемая доходность – это ставка упущенной выгоды или упущенных доходов инвестора на рынке, который согласился предоставить деньги компании, имея возможность вложить в другие варианты на рынке.

5.2. Стоимость капитала компании как требуемая доходность инвесторов

Таким образом, привлечение того или иного источника финансирования связано для компании с определенными затратами: акционерам надо платить дивиденды, кредиторам – проценты за кредит. Этот вид затрат обычно называется ценой или стоимостью капитала.

Под **стоимостью (ценой) капитала** понимается сумма средств, которую надо уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов. Обычно рассматривается относительный уровень стоимости капитала, выраженный в процентах: отношение платы за ресурсы к объему привлеченных ресурсов.

С позиции компании **стоимость капитала** трактуется как минимальная, или барьерная, ставка отдачи на задействованный в ком-

пании капитал, которая должна быть обеспечена, чтобы компания имела возможность развиваться и привлекать капитал инвесторов на рынке и далее.

Понятие стоимости капитала занимает особое место при разработке финансовой и инвестиционной стратегии компании, так как характеризует среднегодовой уровень затрат компании по привлечению и обслуживанию капитала.

Затраты на капитал являются неявными затратами компании и определяются оценкой упущенной выгоды инвестором, что выражается в расчете ставки требуемой доходности.

Принятие инвестиционных решений в компании подчиняется главному критерию оценки их эффективности: доходность используемого капитала должна превышать стоимость капитала. В противном случае возможно уменьшение собственного капитала и потеря финансового равновесия.

Так, например, инвестор, предоставляя капитал на длительный срок, ориентируется на показатели доходности аналогичных по срокам осуществления инвестиций. Если компания в процессе деятельности не сможет обеспечить инвестору ожидаемый уровень доходности, то инвесторы будут продавать принадлежащие им ценные бумаги этой компании, что приведет к снижению курсов ценных бумаг и повышению стоимости капитала, привлекаемого компанией для финансирования.

Поэтому компании уделяют большое внимание обоснованию стоимости капитала и контролю действия факторов, вызывающих ее изменение.

Требуемая доходность может меняться в зависимости от изменения процентных ставок, изменения отраслевых рисков, изменения показателей финансового состояния компании, от различного рода реорганизационных процедур, затрагивающих структуру источников капитала компании, активов, состава акционеров и т. д.

Как правило, компании имеют в составе капитала несколько видов собственных и заемных источников, привлекаемых на разных условиях. С точки зрения однородности требований к доходности капитала выделяют в составе собственного капитала акционерный капитал, представленный обыкновенными акциями и нераспределенной прибылью, и капитал, сформированный привилегированными акциями. В составе заемного капитала разные нормы доходности де-

монстрируют банковские кредиты, финансовый лизинг, облигационные займы.

Стоимость собственного капитала (или затраты на собственный капитал) можно определить разными способами:

1. Модель Гордона:

1.1. Без учета затрат на эмиссию обыкновенных акций. Согласно модели Гордона цена обыкновенных акций представляет собой дисконтированную стоимость ожидаемого потока дивидендов:

$$k_e = \frac{\text{Div}_1}{P} + g,$$

где k_e – стоимость капитала (цена или доходность собственного капитала), привлеченного за счет выпуска обыкновенных акций, %; Div_1 – планируемый размер дивиденда, выплачиваемого по обыкновенным акциям, руб.; P – текущая рыночная цена обыкновенной акции, руб.; g – темп роста дивиденда, %

Требуемая доходность владельца собственного капитала =
= Дивидендная доходность + Ожидаемый темп роста дивидендов.

Например, планируемый дивиденд по обыкновенным акциям компании составил 150 руб. В настоящий момент рыночная стоимость обыкновенной акции составляет 3000 руб. за акцию. Акционеры рассчитывают, что в будущем году дивиденды будут стабильно возрастать на 10 %. Какова цена источника обыкновенной акции для организации?

Решение:

$$k_e = (150 / 3000) \cdot 100 + 10 \% = 15 \%$$

Например, балансовая стоимость акционерного капитала составляет 8 млн руб., размещение обыкновенных акций проходило по номиналу 1000 руб. за акцию. Ожидаемый в текущем периоде дивиденд – 250 руб. на акцию, среднегодовой прирост дивиденда – 6 % в год. Текущая рыночная цена акции – 2500 руб. Необходимо определить: 1) стоимость (доходность) собственного капитала; 2) капитализацию.

Решение:

1) $k_e = (250 / 2500) \cdot 100 + 6 \% = 16 \%$;

2) всего было выпущено 8000 шт. обыкновенных акций (8 млн руб./1000 руб.); рыночная ценность всех акций (капитализация) составляет 20 млн руб. (8 тыс. шт. · 2500 руб.).

1.2. С учетом затрат на эмиссию обыкновенных акций. Обыкновенные акции – это достаточно дорогой источник финансирования,

поскольку они являются одними из самых рискованных ценных бумаг и, следовательно, должны приносить более высокий доход своим держателям. Кроме того, при размещении новых выпусков акций акционерное общество несет дополнительные затраты, связанные с мониторингом фондового рынка, оплатой услуг финансовых посредников, печатанием бланков ценных бумаг и т. п. Поэтому цена вновь выпущенной обыкновенной акции k_e определяется по формуле

$$k_e = \frac{\text{Div}_1}{P_s \cdot (1 - f_c)} + g,$$

где P_s – цена размещения акции, руб.; f_c – затраты на эмиссию акций, %.

На практике наиболее сложно оценить ставку прироста g . Ее можно определить несколькими способами:

- использовать ранее установленные ставки;
- использовать метод экспертных оценок;
- рассчитать среднеарифметический прирост за предыдущие годы выплаты дивидендов.

Стоимость (цена или доходность) по привилегированным акциям рассчитывается по аналогии с определением стоимости обыкновенных акций.

Например, компания планирует выпустить привилегированные акции с доходностью 10 %. Номинал акции составляет 1000 руб. Затраты на выпуск и размещение акций составят 30 руб. Необходимо рассчитать стоимость источника «привилегированные акции».

Решение:

В случае эмиссии организация получает от каждой акции всего 970 руб. (1000 – 30), а берет на себя обязательство платить дивиденды на 1 акцию в размере 100 руб. (1000 · 10 %). Таким образом, стоимость капитала, привлеченного за счет выпуска привилегированных акций, равна:

$$k_{ep} = (100 / 970) \cdot 100 = 10,31 \%$$

Однако алгоритм расчетов методом Гордона имеет ряд недостатков:

- он может быть реализован лишь для организаций, выплачивающих дивиденды;
- показатель цены обыкновенных акций очень чувствителен к изменению коэффициента g (при данной стоимости ценной бумаги

завышение значения g всего на 0,1 % повлечет за собой завышение оценки стоимости капитала по меньшей мере на 1 %);

– в расчете не учитывается фактор риска.

2. Модель CAPM. Наиболее распространенным способом определения ставки дисконтирования для собственного капитала является способ, основывающийся не на данных о доходности бумаг оцениваемой компании на фондовом рынке, а на анализе рисков, присущих данному виду бизнеса.

Рассмотрим упрощенный вариант модели оценки доходности финансовых активов (CAPM), которая предполагает, что цена обыкновенных акций k_e равна безрисковой доходности плюс премия за систематический риск:

$$k_e = R_F + \beta \cdot (R_m - R_F),$$

где k_e – стоимость (цена или доходность) собственного капитала; R_F – безрисковая ставка доходности (например, доходность государственных облигаций); R_m – средняя рыночная ставка доходности (доходность фондового индекса, ставка по депозитам); β – мера систематического риска, присущего данному классу ценных бумаг и отражает чувствительность доходности ценной бумаги к изменениям доходности рынка в целом.

Ставки по государственным облигациям можно найти на сайте центрального банка РФ. http://cbr.ru/hd_base/OpenMarket.asp

Под доходностью рынка понимают доходность индекса данного рынка, в нашем случае индекс РТС (RTSI) или ММВБ (MICEX). Для Американских акций берут индекс S&P500.

Требуемая доходность владельца собственного капитала =
= Безрисковая ставка + Бета-коэффициент акций компании ×
× Премия за риск.

Безрисковая ставка представляет собой величину доходности, требуемой при вложении в актив, не обладающий рисковостью. В качестве безрисковой ставки может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска, - долгосрочные государственные долговые обязательства, обеспеченные гарантиями платежеспособности государства и подверженные минимальному риску.

Премия за риск вложений в акции представляет собой разность средней доходности рынка акций и доходности выбранной безриско-

вой бумаги. Для российских компаний среднерыночная доходность определяется на базе фондовых индексов ММВБ и РТС, а роль безрисковой ставки играет эффективная доходность к погашению долгосрочных долговых обязательств Правительства РФ.

Представленная модель учитывает только один параметр, характеризующий актив на рынке – его систематический риск.

Модель САРМ в качестве меры оценки систематического риска отдельного актива рассматривает бета-коэффициент.

Бета-коэффициент – это показатель эластичности доходности актива к доходности рыночного портфеля, индивидуальная чувствительность актива к процессам, определяющим систематический риск национальной рыночной среде.

Для целей проведения оценки бизнеса непубличных компаний в качестве коэффициента бета рассматриваемой ценной бумаги может быть применен показатель по отрасли в среднем либо производится подбор компаний-аналогов, акции которых обращаются на рынке.

Значение коэффициента бета показывает различную степень взаимосвязи доходностей, представлено в табл. 5.1.

На величину бета-коэффициента влияют факторы:

- чувствительность бизнеса к макроэкономическим колебаниям;
- доля постоянных расходов, включая расходы по финансированию;
- прогнозируемость денежных потоков;
- темпы роста компании.

Таблица 5.1

Значение коэффициента бета

Значение	Характер зависимости от доходности рынка акций в целом	Отрасль*
>1	Доходность акции меняется сильнее, чем по рынку	Наиболее высокие показатели наблюдаются в отраслях: строительство жилья, автомобилестроение, туризм и отдых
0<1	Доходность акции меняется слабее, но в том же направлении	Наименьшие коэффициенты характерны для инфраструктуры, электроэнергетики, телекоммуникаций
<0	Доходность меняется в противоположном направлении	Характерны для отдельных компаний и групп компаний

* Данные аналитического портала damodaran.com отрасли ранжированы по показателю среднего коэффициента бета с учетом структуры капитала, 2013 г.

Например, ставка доходности по государственным ценным бумагам на финансовом рынке составляет 6 %; β -коэффициент обыкновенных акций компании – 1,2. Требуемая инвесторами доходность – 12,5 %. Тогда цена обыкновенных акций составит:

$$k_e = 6 + 1,2(12,5 - 6) = 13,8 \%$$

Например, определим стоимость собственного капитала золотодобывающей компании Полюс по модели оценки доходности финансовых активов (САРМ).

В расчетах САРМ модели в качестве безрисковой ставки доходности применялась доходность государственных облигаций. Доходность государственных облигаций рассчитана как средневзвешенная процентная ставка.

В качестве среднерыночной ставки доходности была определена доходность индекса ММВБ.

Бета-коэффициент акций Полюс за анализируемый период рассчитан с применением функции регрессии.

$$\begin{aligned} k_e 2018г. &= 8 + 0,7(12,2 - 8) = 10,9\% \\ k_e 2019г. &= 7 + 0,013(16,2 - 7) = 7,1\% \\ k_e 2020г. &= 4,7 - 0,034(6,9 - 4,7) = 4,6\% \end{aligned}$$

Таким образом, снижение стоимости собственного капитала компании Полюс в 2019 году до 7,1% произошло из-за снижения бета-коэффициента, который характеризует движение акции относительно всего рынка в целом, несмотря на увеличение доходности индекса ММВБ. Значение бета-коэффициента в 2019 году до 0,013 показывает, что динамика акции Полюса меняется намного слабее по сравнению с динамикой фондового индекса. Но также это говорит о том, что акция менее чувствительно реагирует на движения рынка в целом.

Снижение стоимости собственного капитала в 2020 году до 4,6% связано с уменьшением рыночных показателей, в том числе доходности государственных облигаций до 4,7%. В 2020 году акции ПАО «Полюс» имели обратную корреляцию с фондовым индексом при величине бета-коэффициента -0,034, то есть двигались в проти-

воположном направлении, при росте индекса ММВБ наблюдалось снижение рыночной стоимости акций компании.

Но, несмотря на простоту расчета, практическое применение модели САРМ сопряжено с определенными трудностями.

Оценки по моделям Гордона и САРМ имеют разные результаты:

1) модель Гордона основывается на фактически ожидаемых оценках дивиденда и его роста по данным компании, модель САРМ выражает среднерыночные требования по отношению к инвестициям данного уровня риска; использование модели Гордона для оценки стоимости капитала уже предполагает, что компания оценена адекватно рынком и ее фактически ожидаемая доходность соответствует требуемой;

2) модель Гордона основана на дисконтировании дивидендов за бесконечно длинный период времени, модель САРМ выражает текущие требования рынка за один временной интервал;

3) модель САРМ считается предпочтительной, так как оценить будущий размер дивиденда и его темп роста сложно (более корректно основываться на рыночных требованиях, а не на фактических ожиданиях).

3. Модель Модильяни–Миллера (ММ). Модель позволяет оценить стоимость акционерного капитала компании, имеющей заемный капитал, на базе стоимости акционерного капитала компании, не использующей заемные средства:

$$k_e = k_{eu} + (1-T) \cdot (k_{eu} - k_D) \cdot \frac{D}{E},$$

где k_{eu} – стоимость акционерного капитала компании, не имеющей кредитов и займов, %; k_D – стоимость заемного капитала, %; D – величина заемного капитала, д. е.; E – величина собственного капитала, д. е.

4. Модель прибыли на акцию. Данная модель оценки стоимости собственного капитала базируется на показателе прибыли на акцию, а не на величине дивидендов.

Многие инвесторы считают, что именно показатель величины прибыли на акцию отражает реальный доход, получаемый акционерами независимо от того, выплачивается ли он в виде дивидендов или реинвестируется с тем, чтобы принести инвесторам выгоды в будущем:

$$k_e = \frac{EPS}{P},$$

где k_e – стоимость акционерного капитала компании; EPS – доход на акцию (см. расчет коэффициента ниже); P – рыночная стоимость акции компании.

В целом при оценке стоимости собственного капитала для повышения точности расчетов необходимо использовать несколько методов, сравнивая полученные результаты между собой.

В качестве *стоимости заемного капитала* (цены или требуемой ставки доходности кредиторов) выступают годовые ставки по кредитам, ставки лизинговых платежей и доходность к погашению облигаций в зависимости от цены продажи облигации.

Для компании расчет стоимости заемного капитала отличается от подходов к определению стоимости собственного капитала:

1) речь должна идти об альтернативной рыночной ставке процента по заемному капиталу, а не о фактической ставке;

2) проценты по заемному капиталу выплачиваются до начисления налога на прибыль и становятся причиной возникновения экономии на налоге на прибыль, поэтому затраты на заемный капитал корректируются на налоговый корректор.

Соответственно, относительно стоимости заемного капитала должна быть сделана одна оговорка. В большинстве случаев стоимость заемного капитала k_D не совпадает с требуемой доходностью по заемному капиталу. Причина состоит в уменьшении на процентные платежи по займам налогового бремени компании. Как результат – стоимость любого элемента заемного капитала меньше требуемой доходности.

Исключение из этого правила делается для компаний, которые не имеют прибыли, освобождены от налога на прибыль или для которых не действует положение о типичности ставки по заимствованиям. В этом случае идет корректировка на ставку рефинансирования Банка России.

Например, компания привлекает кредит под 15% годовых. Ставка налога на прибыль составляет 20%. Тогда стоимость кредита после налогообложения будет равна

$$k_D = 15(1 - 0,2) = 12 \%$$

Например, в табл. 5.2 рассмотрим стоимость заемного капитала крупнейших российских компаний различных отраслей.

Таблица 5.2

Стоимость заемного капитала российских компаний, %

<i>Компании</i>	<i>2016 год</i>	<i>2017 год</i>
<i>ПАО «НК «Роснефть»</i>	<i>4,8</i>	<i>8,3</i>
<i>ПАО «Мечел»</i>	<i>11,6</i>	<i>8,8</i>
<i>ПАО «Северсталь»</i>	<i>8,6</i>	<i>7,3</i>
<i>ПАО «ФосАгро»</i>	<i>4,2</i>	<i>5,7</i>
<i>ПАО «Магнит»</i>	<i>10,8</i>	<i>11,0</i>

У одной из крупнейших публичных нефтегазовых компаний мира ПАО «НК «Роснефть» увеличение стоимости заемного капитала в 2017 году связано с изменением структуры заемного капитала, а именно, увеличением заемного капитала в рублях и снижением заемного капитала в валюте.

ПАО «Мечел» – одна из ведущих мировых компаний в горнодобывающей и металлургической отраслях. Снижение стоимости заемного капитала у компании связано с реструктуризацией задолженности, так как у компании проблемы с погашением кредитов, займов. При этом надо отметить, что в структуре элементов заемного капитала компании более 97% приходится на долгосрочный заемный капитал, а именно, более 62% приходится на долгосрочные кредиты в рублях и более 31% на долгосрочные кредиты в валюте.

У металлургической компания «Северсталь» увеличение стоимости заемного капитала с 8,6% до 7,3% связано с сокращением заемного капитала, а также с привлечением новых кредитов, займов по меньшим процентным ставкам. Но надо отметить, что низкая стоимость заемного капитала связана с большой долей кредитов, займов в валюте.

ПАО «ФосАгро» – российская вертикально-интегрированная компания, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений. Минимальная величина средневзвешенной стоимости капитала связана с высокой долей заемного капитала в валюте, который привлекается по минимальной процентной ставке 4,2%-5,7% годовых. Так как доля заемного капитала в долларах США в 2017 году составляет более 82%.

ПАО «Магнит» это одно из ведущих розничных сетей по торговле продуктами питания в России. Увеличение стоимости заемного капитала в 2017 году связано с выпуском облигационного займа под более высокий процент.

Например, определим стоимость заемного капитала алмазодобывающей компании Алроса. В консолидированной финансовой отчетности компании представлена расшифровка заемного капитала, но процентные ставки указаны не по всем элементам заемных средств, поэтому определить стоимость заемного капитала можно самым простым способом:

$$k_D = \frac{\text{процентные расходы}}{\text{заемные средства}} \times 100, \%$$

$$k_{D2019г.} = \frac{5626}{117284} \times 100 = 4,8\%$$

$$k_{D2020г.} = \frac{7980}{167845} \times 100 = 4,8\%$$

Низкая стоимость заемного капитала Алроса в размере 4,8% говорит о высокой доли заемного капитала в валюте.

Например, определим стоимость заемного капитала нефтяной компании Лукойл.

В консолидированной финансовой отчетности компании представлена расшифровка заемного капитала с процентными ставками, поэтому определить стоимость заемного капитала компании можно как средневзвешенную процентную ставку:

$$k_{D2019г.} = (117864 \times 4,08 + 61866 \times 6,125 + 30905 \times 6,656 + 92769 \times 4,563 + 61786 \times 4,75 + 16162 \times 4) \div 495490 = 3,7\%$$

$$k_{D2020г.} = (112660 \times 2,54 + 36901 \times 6,656 + 110737 \times 4,563 + 73751 \times 4,75 + 110532 \times 3,875 + 21258 \times 2,63) \div 527217 = 3,5\%$$

Низкое значение стоимости заемного капитала компании Лукойл связано с тем, что компания привлекает кредиты и займы в валюте. Снижение стоимости заемного капитала до 3,5% произошло в результате выпуска еврооблигаций под минимальную процентную ставку, а также привлечение кредита под сниженную процентную ставку в результате сложившейся ситуации на финансовом рынке.

Таким образом, так как стоимость различных источников финансирования разная, компания может менять структуру капитала в

интересах минимизации затрат по его привлечению. При этом единица совокупного капитала будет фактически состоять из нескольких составляющих, каждая из которых имеет свою собственную цену.

Концепция WACC представляет учет требований по доходности всех групп финансовых инвесторов компании в виде единой ставки, которая рассматривается как требуемая доходность по текущей деятельности и ставка отсечения по инвестиционным проектам.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) – это показатель, характеризующий относительный уровень общей суммы затрат на привлечение финансовых ресурсов компанией:

$$WACC = (1 - T) \cdot k_D \cdot \frac{D}{V} + k_e \cdot \frac{E}{V},$$

где WACC – средневзвешенная стоимость капитала (затраты на капитал, стоимость капитала), %; D – величина заемного капитала, д. е.; D/V – доля заемного капитала; E – величина собственного капитала, д. е.; E/V – доля собственного капитала; $V(D+E)$ – стоимость компании (стоимость капитала), д. е.; k_D – стоимость (цена или требуемая ставка доходности кредиторов) заемного капитала, %; k_e – стоимость (цена или доходность) собственного капитала, %; T – ставка налогообложения прибыли, коэф.

Финансовые консультанты рекомендуют рассчитывать затраты на капитал по рыночной стоимости собственного и заемного капитала.

Перечислим значимые области применения WACC:

1. Оценка результатов прошлой деятельности. Значение WACC выступает как нормальная доходность по капиталу, которая должна быть продемонстрирована инвесторам (кредиторам и акционерам) для обоснования целесообразности продолжения функционирования на рынке в рамках выбранной бизнес-модели.

Уровень «нормальной» доходности – это всегда некий компромисс между интересами менеджмента и инвесторов.

Если результаты текущей деятельности оцениваются по показателю отдачи на капитал (ROCE), то базовое условие, которое должно выполняться для принятия качественной работы менеджмента, имеет вид $ROCE > WACC$ или спред доходности:

Спред доходности или эффективности = $ROCE - WACC > 0$.

Чем больше спред эффективности ($ROCE - WACC$), тем более эффективно сработала компания и больше стоимости создано за период. Те решения, которые меняют отдачу по вложенному капиталу,

должны сопоставляться с точки зрения влияния как на показатель ROCE, так и на показатель WACC. Важно, чтобы снижение ROCE было компенсировано в большей степени уменьшением затрат на капитал.

2. Инвестиционные решения. WACC выступает как барьерная ставка по рассматриваемым инвестиционным проектам.

Если $IRR > WACC$, то проект следует принять, если $IRR < WACC$, то проект следует отвергнуть.

Если компания в силу каких-либо долгосрочных перспектив все-таки принимает инвестиционное решение по второму варианту, то это приведет к снижению рыночной стоимости компании, поскольку часть прибыли будет неизбежно расходоваться на «доплату» кредиторам или акционерам.

3. Решения по реструктуризации. Значение WACC учитывается в сделках поглощения и слияния.

4. Обоснование оптимальной структуры капитала. Оптимальной называют такую структуру капитала, которая максимизирует рыночную оценку всего капитала компании. Можно упрощенно предположить, что оптимальная структура минимизирует величину средневзвешенной стоимости капитала.

Финансовые консультанты рекомендуют в расчете средневзвешенной стоимости капитала компании использовать рыночную стоимость собственного и заемного капитала.

Рыночную стоимость собственного капитала можно определить по биржевым котировкам акций компании. В этом случае в собственном капитале нераспределенная прибыль компании не учитывается, так как она уже нашла отражение в рыночных котировках акций компании.

Сложнее определить рыночную стоимость заемного капитала компании.

5.3. Управление структурой капитала компании

Эффективная деятельность компании в значительной степени определяется целенаправленным формированием объема и структуры капитала.

Под *структурой капитала* компаний обычно понимается удельный вес заемного и собственного капитала в общем объеме источников финансирования, предоставленных инвесторами.

Важность изучения структуры капитала объясняется следующими причинами:

1) структура капитала может оказывать влияние на результативность проекта и в целом на доходы бизнеса;

2) соотношение между заемным и собственным капиталом служит одним из ключевых аналитических показателей, характеризующих степень риска внешнего инвестирования, возможность привлечения дополнительных средств и увеличения доходности собственного капитала.

Цель управления структурой капитала – максимизировать рыночную стоимость компании через оптимизацию соотношения между риском и доходностью. Эта цель достигается путем минимизации стоимости постоянно используемых собственных и заемных источников финансирования, а также поиска оптимального соотношения весов.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования заемных и собственных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между рентабельностью собственного капитала и коэффициентом финансовой устойчивости компании, т. е. максимизируется ее рыночная стоимость.

Существуют факторы, которые оказывают влияние на структуру капитала. Именно они оказывают действие на то, каким будет соотношение собственных и заемных средств компании.

Рассмотрим факторы, влияющие на структуру капитала компании:

1. Стабильность и характер реализуемой продукции. Чем стабильнее ожидаемый доход от реализации предприятием товаров и услуг, тем безопаснее использование заемной части капитала и выше шансы на получение новых кредитов.

2. Темп развития компании. Компании, находящиеся на первых этапах жизненного цикла, вынуждены чаще всего привлекать большую часть заемного капитала, при условии конкурентоспособной продукции.

3. Отраслевые особенности операционной деятельности компании. От характера этих особенностей зависит структура и ликвидность активов. Длительность производственного цикла также влияет на привлечение финансовых ресурсов.

4. Рентабельность продукции. Чем выше удельная прибыль, тем меньше потребность в средствах извне при прочих равных условиях.

Рост рентабельности продукции ведет к росту чистой прибыли компании (при условии, что ставка дивиденда постоянна), следовательно, снижается потребность во внешних источниках финансирования.

5. Конъюнктура товарного рынка. Чем она стабильнее, тем безопасней использование заемного капитала. И наоборот, чем вероятнее снижение объемов продаж, тем рискованнее привлечение заемных средств.

6. Операционный риск. Чем он выше, тем ниже должна быть оптимальная величина заемного капитала (вспомним действие совокупного рычага).

7. Состояние финансового рынка. Конъюнктура финансового рынка влияет на стоимость привлечения собственного капитала из каких-либо внешних источников, а именно: рост величины ссудного процента влечет за собой и возрастание требований инвесторов к норме прибыли на вложенный капитал.

8. Кредитный рейтинг компании и отношение кредиторов к ней. Чаще всего кредиторы используют свою шкалу критериев при оценке кредитного рейтинга компании, которая может отличаться от той, что используют в компании. Расхождения могут случаться в том случае, когда помимо финансовой устойчивости компании учитываются иные факторы, формирующие общий негативный имидж и, как результат, снижающие кредитный рейтинг компании. Такой негативный имидж компании снижает возможность использования заемных средств и сокращает ее финансовую гибкость.

9. Доля государственной собственности. В случае, когда часть акционерного капитала компании принадлежит федеральным или местным органам самоуправления, возникает возможность привлечения льготных земных средств (под гарантии местных органов власти или федерального правительства).

Таким образом, в процессе управления структурой капитала главной задачей является обеспечение баланса между риском доходностью компании на основе разумной комбинации операционного и финансового рычагов, так как совокупный риск компании характеризуется силой совокупного рычага, объединяя ее производственный и финансовый риски.

Данная задача решается в процессе определения оптимальной структуры капитала компании. С этой целью используются различные специальные методы. Однако необходимо заметить, что однозначного решения задачи оптимизации структуры капитала практиче-

ски не существует. Объясняется это тем, что необходимо учитывать множество влияющих факторов на компанию и отраслевых особенностей.

С другой стороны, выделены основные критерии оптимизации структуры капитала, на основе которых выстраивается структура капитала в каждом индивидуальном случае.

Рассмотрим методы управления структурой капитала компании.

1. Минимизация средневзвешенной стоимости капитала.

Оценивается стоимость собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения, проводятся многовариантные расчеты средневзвешенной стоимости капитала WACC.

Например, в 2016 году ПАО «НК «Роснефть» на 51% финансировало свою деятельность за счет заемного капитала и на 49% за счет собственного капитала. В 2017 году изменение структуры капитала 54/46 произошло за счет увеличения заемного капитала для финансирования активов ПАО «НК «Роснефть».

В табл. 5.3 представлены исходные данные определения стоимости капитала ПАО «НК «Роснефть».

Таблица 5.3

Исходные данные

Показатели	2016 год	2017 год
Доля заемного капитала, %	51	54
Доля собственного капитала, %	49	46
Стоимость заемного капитала (k_D), %	4,8	8,3
Стоимость собственного капитала (k_E), %	26,1	17,7
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), %	14,8	11,8

Таким образом, анализ структуры капитала ПАО «НК «Роснефть» по критерию средневзвешенная стоимость капитала показал, что в 2017 году структура капитала компании 54/46 была оптимальной. Снижение средневзвешенной стоимости капитала до 11,8% произошло за счет увеличения заемного капитала и снижения стоимости собственного капитала.

Увеличение стоимости заемного капитала с 4,82% до 8,31% связано с увеличением заемного капитала в рублях и снижением заемного капитала в валюте. В 2017 году стоимость собственного капитала снизилась с 26,1% до 17,7% за счет снижения рыночных показателей.

2. Еще одним эффективным инструментом управления структурой капитала компании является анализ ее денежных потоков.

Компания должна обладать достаточным объемом денежных средств, необходимых для погашения своих обязательств, которые являются фиксированной величиной. Если у компании окажется недостаточно средств для оплаты основной суммы долга и процентов по нему, она может стать неплатежеспособной.

Например, в табл. 5.4 представлена структура капитала ПАО «Северсталь».

Таблица 5.4

Динамика структуры капитала ПАО «Северсталь», %

Элементы структуры капитала	2016 год	2017 год	2018 год
Заемный капитал	47	39	34
Собственный капитал	53	61	66

Агрегированный отчет о движении денежных средств ПАО «Северсталь» представлен в табл. 5.5.

Таблица 5.5

Агрегированный отчет о движении денежных средств ПАО «Северсталь», (в млн руб.)

Денежные потоки	2016 год	2017 год	2018 год
Денежные потоки от операционной деятельности	95446	111690	141920
Денежные потоки от инвестиционной деятельности	(44046)	(33964)	(29721)
Денежные потоки от финансовой деятельности	(84702)	(86270)	(161882)
Величина влияния изменения курса валют	(16666)	(2082)	6153
Сальдо денежных потоков за год	(49968)	(10626)	(42530)
Денежные средства на начало года	120050	70009	59383
Денежные средства на конец года	70009	59383	15853

Анализ отчета о движении денежных средств показал, что ПАО «Северсталь» является неплатежеспособной компанией, так как притока от операционной деятельности не хватило на покрытие оттоков по инвестиционной и финансовой деятельности компа-

нии, что привело к снижению денежных средств компании на конец года.

Таким образом, существующая структура капитала компании за анализируемый период по критерию денежных потоков является неэффективной, несмотря на снижение к 2018 году заемного капитала до 34%.

3. Максимизация уровня рентабельности собственного капитала. Пользуясь заемными средствами, компания может увеличить рентабельность собственного капитала. Наблюдаемый феномен носит название эффекта финансового рычага.

Эффект финансового рычага (ЭФР) есть приращение к рентабельности собственного капитала, получаемое благодаря использованию заемного капитала, несмотря на его платность. Его величина зависит от структуры капитала, экономической рентабельности активов, процентной ставки по заемному капиталу и ставки налогообложения прибыли.

Например, собственный капитал компании составляет 120 млн руб., заемный капитал компании представлен долгосрочным кредитом в размере 50 млн руб., взятым под 20 % годовых, и облигационным займом 40 млн руб. под 15 % годовых. Операционная прибыль компании – 60 млн руб. Ставка налога на прибыль – 20 %. Необходимо определить влияние заемного капитала на рентабельность собственного капитала.

Решение:

Рассчитаем экономическую рентабельность активов:

$$ЭР = (60/120 + 50 + 40) \cdot 100 = 28,57 \%$$

Рассчитаем среднюю процентную ставку по заемному капиталу:

$$СП = (20 + 15)/2 = 17,5 \%$$

Рассчитаем эффект финансового рычага:

$$\begin{aligned} ЭФР &= (1 - 0,2) \cdot (28,57 \% - 17,5 \%) \cdot ((50 + 40)/120) = \\ &= 0,8 \cdot 11,07 \% \cdot 0,75 = 6,64 \%. \end{aligned}$$

Привлечение заемного капитала в виде долгосрочного кредита и облигационного займа увеличивает рентабельность собственного капитала на 6,64 %. Рентабельность собственного капитала составила

$$ROE = (1 - 0,2) \cdot 28,57 \% + 6,64 \% = 29,5 \%$$

4. Максимизация уровня EPS (показатель чистой прибыли,

приходящейся на обыкновенную акцию). При выборе оптимальной структуры капитала компании необходимо учитывать ее влияние на прибыльность акции.

Увеличение величины заемного капитала сначала увеличивает прибыль на акцию (EPS), а затем уменьшает. Объясняется это тем, что чем больше удельный вес заемных средств в структуре капитала, тем больше средств будет уходить на обслуживание долга. Это приводит, в свою очередь, к тому, что стоимость долговых обязательств будет возрастать. В определенный момент времени такие издержки станут превышать эффект от сокращения обыкновенных акций в обращении, и показатель EPS снизится. В то же время, увеличение долга спровоцирует рост финансового риска компании.

5. Критерий EBIT–EPS. Суть критерия заключается в оптимизации структуры капитала так, чтобы на одну акцию обеспечивалась максимальная величина дохода при неизменной величине операционной прибыли.

Этот анализ проводится с целью оценки влияния различных вариантов структуры источников финансирования на размер прибыли, приходящейся на одну акцию.

6. Уровень долговой нагрузки. Еще один ориентир для формирования целевого уровня долга – величина денежных средств, доступных для погашения обязательств. В качестве ориентира для оценки риска используют показатели EBITDA, OIBDA (для операторов сотовой связи).

Под долгом понимается заемный капитал, а именно, сумма долгосрочных обязательств и краткосрочных кредитов и займов. Кредиторская задолженность не входит в понятие заемного капитала.

Часто компании считают приемлемым уровнем заимствования значение коэффициента долговой нагрузки не более 3. Критическим значением превышения долга над EBITDA является уровень 4.

Например, в табл. 5.6 представлен коэффициент долговой нагрузки российских компаний.

Таблица 5.6

**Структура капитала компаний и их коэффициент
долговой нагрузки**

Показатели	2016 год	2017 год
<i>ПАО «Северсталь»</i>		
Доля заемного капитала, %	47	39
Доля собственного капитала, %	53	61
Коэффициент долговой нагрузки (чистый долг/ЕБИТДА)	0,43	0,37
<i>ПАО «Роснефть»</i>		
Доля заемного капитала, %	51	54
Доля собственного капитала, %	49	46
Коэффициент долговой нагрузки (чистый долг/ЕБИТДА)	2,1	2,6
<i>ПАО «Мечел»</i>		
Доля заемного капитала, %	99	98
Доля собственного капитала, %	1	2
Коэффициент долговой нагрузки (чистый долг/ЕБИТДА)	6,3	5
<i>ПАО «ФосАгро»</i>		
Доля заемного капитала, %	58	57
Доля собственного капитала, %	42	43
Коэффициент долговой нагрузки (чистый долг/ЕБИТДА)	1,5	2,3

У ПАО «Северсталь» коэффициент долговой нагрузки сократился за счет большего роста показателя ЕБИТДА. Низкое значение коэффициента долговой нагрузки говорит о высокой способности ПАО «Северсталь» погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком.

При увеличении заемного капитала у ПАО «НК «Роснефть», коэффициент долговой нагрузки также вырос до 2,6, что говорит о снижении способности компании погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком.

Существующая структура капитала ПАО «Мечел» говорит о очень высоком финансовом риске о чем также говорит коэффициент долговой нагрузки компании. Следовательно, высокое значение коэффициента долговой нагрузки говорит об отсутствии способности ПАО «Мечел» погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком, так как чистый долг компании в 5 раз больше ее значения ЕБИТДА. Таким образом, высокое значение долговой нагрузки свидетельствует о проблеме компании с выплатами по взятым обязательствам.

При незначительном изменении структуры капитала ПАО «ФосАгро» в сторону снижения заемного капитала, происходит увеличение коэффициента долговой нагрузки с 1,5 до 2,3, что говорит о

снижении способности компании погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком и повышении финансового риска. Увеличение коэффициента долговой нагрузки произошло в результате сокращения EBITDA.

7. Синхронизация долга и активов, валютная синхронизация.

Согласно правилу управления структурой капитала дюрация долга должна соответствовать дюрации активов, финансируемых им.

Дюрация активов или обязательств – это средневзвешенный срок погашения всех денежных потоков от этого актива или обязательства, где весами выступают объем средств и временная структура потоков.

Дюрация долга определяется в основном купоном по облигациям и срокам погашения, однако на нее влияют и прочие факторы заимствования.

Если доходы компании чувствительны к изменению процентных ставок, то операции компании должны финансироваться долгом с плавающей ставкой.

Следует также учитывать влияние валютного риска на денежные потоки. Чтобы частично изолироваться от валютного риска, долг компании можно номинировать в валюте денежного потока.

Метод валютной синхронизации активов и обязательств целесообразен для компании с прогнозируемым воздействием изменения валютных курсов на статьи активов и пассивов.

8. Экспертные методы. Одновременно с проведением количественного анализа для определения оптимальной структуры капитала необходимо также использовать экспертные методы.

Они основаны на учете качественных факторов, оказывающих влияние на оптимальную структуру капитала компании, к которым относятся необходимость поддержания резервного заемного потенциала компании, обеспечение финансовой гибкости компании, сохранение контроля над компанией, отраслевые факторы, состав и структура активов компании, темпы роста компании, доходность, позиция менеджеров компании.

Также при выборе оптимальной структуры капитала компании учитывается влияние возможного варианта финансирования на рейтинг ценных бумаг компании.

Таким образом, основной целью формирования капитала компании является удовлетворение потребности в приобретении необходимых активов и оптимизации его структуры с позиции обеспечения

условий эффективного его использования.

Кроме этого, ни один из рассмотренных методов управления структурой капитала, а именно, оптимизации структуры капитала не является абсолютно приемлемым. Следовательно, необходимо использовать несколько различных методов одновременно.

Например, проанализируем структуру капитала ПАО «НК «Роснефть» с позиции ее эффективности и оптимальности по основным критериям. Показатели, характеризующие существующую структура капитала компании, представлены в табл. 5.7.

Таблица 5.7

Показатели, характеризующие существующую структуру капитала ПАО «НК «Роснефть»

Показатели	2016 год	2017 год
Стоимость заемного капитала (k_D),%	4,82	8,31
Стоимость собственного капитала (k_E),%	26,1	17,7
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC),%	14,8	11,8
Рентабельность инвестированного капитала (ROIC),%	8	7
Спред доходности,% (ROIC - WACC)	-6,8	-4,8
Финансовый рычаг	1,4	1,5
Коэффициент долговой нагрузки	2,1	2,6

Анализ показателей, характеризующих структуру капитала ПАО «НК «Роснефть», показал, что по критерию средневзвешенная стоимость капитала в 2017 году структура капитала компании 54/46 была оптимальной. Снижение средневзвешенной стоимости капитала до 11,8% произошло за счет увеличения заемного капитала и снижения стоимости собственного капитала.

Несмотря на увеличение инвестированного капитала в 2017 году, рентабельность инвестированного капитала сократилась с 8% до 7% в результате снижения операционной прибыли. При этом доходность инвестированного капитала меньше затрат на инвестированный капитал, о чем говорит отрицательная величина спреда доходности. Так в 2016 году при структуре капитала 51/49 компания убыток составил 6,8%, а в 2017 году при структуре капитала 54/46 убыток сократился до 4,8% за счет снижения средневзвешенной стоимости капитала. Таким образом, в 2017 году структура капитала ПАО «НК «Роснефть» была более оптимальна.

Усиление влияния финансового рычага в 2017 году с 1,4 до 1,5 связано с увеличением заемного капитала и снижением операционной прибыли.

В 2017 году увеличение доли заемного капитала до 54% привело к снижению рентабельности собственного капитала, так эффект финансового рычага отрицателен.

Таким образом, структура капитала ПАО «НК «Роснефть» в 2017 году по критерию средневзвешенной стоимости капитала более оптимальна. А вот по критериям долговой нагрузки, структура компании оптимальна в 2016 году.

В целом, существующая структура капитала обеспечивает компании очень низкий уровень доходности.

Например, рассмотрим показатели, характеризующие существующую структуру капитала ПАО «Мечел», представленные в табл. 5.8.

Таблица 5.8

Показатели, характеризующие существующую структуру капитала ПАО «Мечел»

Показатели	2016 год	2017 год
Стоимость заемного капитала (k_D),%	11,6	8,8
Стоимость собственного капитала (k_E),%	21,1	15,5
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC),%	9,4	7,2
Рентабельность инвестированного капитала (ROIC),%	8,1	11,1
Спред доходности, % (ROIC - WACC)	-1,3	3,9
Финансовый рычаг	-3,7	6
Коэффициент долговой нагрузки	6,3	5

Анализ показателей, характеризующих структуру капитала ПАО «Мечел», показал, что по критерию средневзвешенная стоимость капитала в 2017 году структура капитала компании 98/2 была оптимальной.

Несмотря на снижение инвестированного капитала в 2017 году, рентабельность инвестированного капитала увеличилась на 3 процентных пункта за счет роста операционной прибыли. В 2016 году отрицательная величина спред доходности говорит о том, что доходность инвестированного капитала меньше затрат на инвестированный капитал. Но в 2017 году структура капитала ПАО «Мечел» позволила получить доход в размере 3,9%, несмотря на высокий финансовый риск, о чем говорит коэффициент долговой нагрузки.

Следовательно, существующая структура капитала ПАО «Мечел» обеспечивает компании очень низкий уровень доходности и высокий уровень финансового риска. Кроме этого, не надо забывать, что у компании есть просроченная задолженность, а также штрафы, пени по просроченным кредитам, займам.

Например, рассмотрим показатели, характеризующие структуру капитала ПАО «Трубная Металлургическая Компания» (ТМК). Компания является одним из лидеров мирового трубного бизнеса и крупнейшим в России производителем и экспортером трубной продукции. ПАО «ТМК» относится к черной металлургии. Компания выпускает широкий спектр трубной продукции, потребителями которой являются компании различных отраслей, прежде всего, предприятия нефтегазового комплекса.

Показатели, характеризующие существующую структуру капитала ПАО «ТМК», представлены в табл. 5.9.

За анализируемый период в структуре капитала ПАО «ТМК» преобладает заемный капитал, хотя в 2020 году его удельный вес сократился с 88% до 81%, несмотря на увеличение кредитов, займов.

Таблица 5.9

Показатели, характеризующие структуру капитала ПАО «ТМК»

Показатели	2019 год	2020 год
Доля заемного капитала, %	88	81
Доля собственного капитала, %	12	19
Стоимость заемного капитала (k_D), %	8,3	6,8
Стоимость собственного капитала (k_E), %	5,8	4,7
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), %	6,5	5,3
Рентабельность инвестированного капитала (ROIC), %	10,0	5,0
Спред доходности (ROIC - WACC), %	3,5	-0,3
Коэффициент долговой нагрузки	3,7	3,0

Изменение структуры капитала компании произошло в результате большего роста собственного капитала компании за счет нераспределенной прибыли. Соответственно, удельный вес собственного капитала в структуре капитала вырос с 12% до 19%.

Сформированная структура капитала компании в 2019 году обеспечивает компании низкий уровень доходности в 3,5%, но в 2020 году спред убыточности составил 0,3%. Но при этом надо отме-

тить, что снижение стоимости заемного капитала с 8,3% до 6,8% связано с изменением процентной ставки банков из-за сложившейся рыночной ситуации, в том числе изменения ключевой ставки ЦБ.

Уменьшение стоимости собственного капитала компании с 5,8% до 4,7% связано с уменьшением рыночных показателей, а именно, доходности гос. облигаций и среднерыночной доходности. Кроме этого отрицательное значение бета-коэффициента акций ТМК говорит о том, что доходность акции компании меняется в противоположном направлении по сравнению с изменением доходности фондовых индексов ММВБ.

Таким образом, в результате снижения стоимости заемного и собственного капитала компании, в 2020 году средневзвешенная стоимость капитала ПАО «ТМК» уменьшилась с 6,5% до 5,3%, несмотря на снижение доли заемного капитала в структуре капитала компании.

Но в 2020 году снижение рентабельности инвестированного капитала с 10% до 5% связано с сокращением операционной прибыли из-за снижения выручки компании.

Таким образом, затраты на капитал превысили рентабельность инвестированного капитала, что привело к убыточности капитала компании и снижению ее стоимости.

Высокое значение коэффициента долговой нагрузки говорит о высокой закредитованности компании.

Таким образом, надо отметить, что не существует универсального метода управления структурой капитала компании с целью формирования оптимальной структуры. В каждой компании к решению данного вопроса следует подходить индивидуально с учетом особенностей ее деятельности.

5.4. Критерии и методы оценки привлекательности инвестиционного проекта

Суть инвестирования с точки зрения владельца капитала заключается в отказе от получения прибыли или других выгод сегодня во имя прибыли завтра. Соответственно для принятия решения о долгосрочном вложении капитала необходимо располагать информацией, в той или иной степени подтверждающей два основополагающих предположения:

- вложенные средства должны быть полностью возмещены;

– прибыль, полученная в результате данной операции, должна быть достаточно велика, чтобы компенсировать временный отказ от использования средств, а также риск, возникающий в силу неопределенности конечного результата.

Принципы оценки инвестиционных проектов:

- рассмотрение проекта на протяжении всего его жизненного цикла;
- сопоставимость условий сравнения различных проектов или вариантов проекта;
- принцип положительности и максимизации эффекта;
- оценка проекта на основе притоков денежных потоков, а не прибыли;
- учет фактора времени, неопределенностей и рисков;
- учет только предстоящих затрат и поступлений – до момента начала реализации проекта все используемые ресурсы оцениваются их альтернативной стоимостью, а затраты полагаются невозвратными;
- последовательность в учете инфляции;
- учитываются побочные эффекты влияния проекта на остальной бизнес;
- многоэтапность и многокритериальность оценки – для признания проекта эффективным он должен быть проанализирован с различной глубиной проработки и с помощью различных критериев;
- относительная оценка проекта в условиях ограниченности финансовых ресурсов (ранжирование).

Совокупность методов и соответствующих им критериев, применяемых для оценки инвестиционной привлекательности проектов создания реальных активов, условно разделяют на три группы: статические (учетные, или традиционные), динамические (дисконтные, или классические) и нестандартные.

1. Статические (учетные, или традиционные) методы исторически применялись при рассмотрении инвестиционных решений и исходили из учетных принципов влияния инвестиций на показатели баланса и отчета о прибыли. Здесь критериями являются учетная норма доходности и срок окупаемости.

2. Динамические (дисконтные, или классические) методы – это общепринятые в современной инвестиционной аналитике методы, позволяющие учесть и увязать в процессе принятия решений такие

факторы, как цена капитала, требуемая норма доходности, стоимость денег во времени и риск проекта.

Динамические методы часто называют дисконтными, поскольку они базируются на дисконтированном денежном потоке (DCF). При этом делаются следующие допущения:

- потоки денежных средств на конец (начало) каждого периода реализации проекта известны;
- все положительные денежные потоки, полученные в соответствующих периодах, реинвестируются;
- определена оценка, выраженная в виде процентной ставки (нормы дисконта), в соответствии с которой средства могут быть вложены в данный проект.

В качестве такой оценки обычно используют средневзвешенную стоимость капитала компании, процентную ставку по долгосрочным кредитам или финансовым инструментам, доходность альтернативных вложений с подобным уровнем риска, требуемую инвестором норму доходности на вложенные средства и др.

К достоинствам подхода дисконтированных денежных средств относятся его доступность и понятность, прозрачная логика, относительная простота вычислений, к недостаткам – неадекватный учет гибкости управленческих решений, поэтому этот подход плохо работает для проектов (отраслей) с высокой степенью неопределенности.

Критериями оценки привлекательности инвестиционного проекта являются чистая приведенная (текущая) стоимость (NPV), внутренняя норма доходности (IRR), дисконтированный срок окупаемости (DPP), индекс рентабельности (PI).

Чистая приведенная (текущая) стоимость (NPV) – один из наиболее эффективных критериев оценки выбора финансового решения, который показывает, насколько увеличивается благосостояние акционеров компании в результате реализации проекта. Иными словами, чистая текущая стоимость говорит о том, сколько стоимости прибавляет проект, а добавленная стоимость означает более высокий курс акций.

Чистая текущая стоимость определяется как разность между суммой дисконтированных потоков доходов по годам и первоначальными инвестициями:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - IC_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CIE_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{COE_t}{(1+r)^t},$$

где n – количество периодов реализации инвестиционного проекта; CF_t – чистый денежный поток инвестиционного проекта в t -м периоде; r – ставка процента (норма дисконта); IC_0 – первоначальные инвестиции (затраты в текущий момент не дисконтируются); CIF_t – суммарные денежные поступления от реализации проекта в t -м периоде; COF_t – суммарные денежные выплаты по проекту в t -м периоде.

Если $NPV > 0$, то инвестиционный проект может считаться приемлемым, так как рыночная стоимость компании увеличивается.

Если $NPV < 0$, то инвестиционный проект неприемлем, так как в результате его реализации рыночная стоимость компании уменьшится, а ее собственники понесут убытки.

Если $NPV = 0$, то инвестиционный проект не приносит ни прибыли, ни убытков, а рыночная стоимость компании и благосостояние ее собственников не изменятся.

Процедура метода чистой текущей стоимости (NPV):

1. Определение текущего значения чистого денежного потока каждого года проекта.
2. Суммирование текущих значений чистых денежных потоков за все годы проекта.
3. Определение текущего значения инвестиций, если они не одинаковые.
4. Расчет NPV, как разницы между текущими денежными потоками и затратами на инвестиции.
5. Принятие решения об инвестировании.

В целом анализ NPV инвестиционных проектов позволяет сделать следующие выводы:

- доход собственников в результате реализации проекта будет возрастать на величину NPV;
- если рассматриваются альтернативные проекты, то предпочтительнее тот, у которого NPV больше;
- если компания принимает проект с нулевым значением NPV, то доход ее собственников не изменится, а сама компания станет крупнее на величину инвестиций.

Достоинствами критерия NPV являются:

- показ абсолютной величины потенциального дохода, т. е. компания может принять решение о целесообразности реализации проекта на основе ясного критерия – возможной величины ее чистого дохода через n периодов;

- учет всего срока жизни проекта;
- учет временной стоимости денег;
- возможность выявления наиболее выгодного проекта.

Ограничения показателя NPV:

– необходимо выбирать ставку дисконта до расчета, от которой зависит величина NPV. При использовании заниженной ставки дисконта величина NPV проекта может быть необоснованно завышена, а при использовании завышенной ставки дисконта NPV снижается и проект может быть ошибочно признан неэффективным;

– выбор проекта по одному критерию NPV может привести к тому, что для реализации отобранного проекта не будет соответствующих средств, так как он не показывает в явном виде, за счет каких инвестиционных усилий достигнут результат;

– на практике имеет место занижение NPV, так как распространено упрощающее допущение: денежные потоки учитываются на конец года, т. е. позже срока их фактического возникновения;

– невозможно оценить период возврата средств.

Все эти ограничения вызывают необходимость использования показателя NPV в комплексе с другими показателями оценки эффективности проектов.

Под *внутренней нормой доходности (IRR)* понимают процентную ставку в коэффициенте дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость инвестиционного проекта равна нулю.

Экономический смысл внутренней нормы доходности заключается в том, что она показывает, при какой ставке дисконта данный проект становится невыгодным.

Внутренняя норма доходности определяется следующим образом:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} - IC_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CIF_t}{(1+IRR)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{COF_t}{(1+IRR)^t} = 0.$$

Критерий IRR характеризует момент равновесия или переломный момент. В общем случае чем выше величина IRR, тем больше экономическая эффективность инвестиций. В процессе принятия решения величина IRR сравнивается с некоторой барьерной ставкой r , отражающей требуемую инвесторами доходность либо стоимость капитала компании. При этом если $IRR > r$, то проект обеспечивает положительное значение NPV, т. е. чистую доходность, равную $IRR - r$; если $IRR < r$, то затраты превышают доходы, т. е. проект убыточен.

Показатель IRR может иметь несколько полезных интерпретаций:

– он может рассматриваться в качестве *максимальной ставки платы за привлекаемые источники финансирования* проекта, при которой последний остается безубыточным;

– он может трактоваться как *нижний уровень прибыльности инвестиционных затрат*;

– он может применяться для определения *предельного уровня окупаемости инвестиций*, т. е. в качестве критерия целесообразности дополнительных вложений в проект.

Расчет IRR вручную без финансового калькулятора или программы Excel весьма трудоемок, поэтому можно использовать метод проб и ошибок (метод подбора):

$$IRR = r_1 + \frac{NPV_{r_1}}{NPV_{r_1} - NPV_{r_2}} \cdot (r_2 - r_1).$$

Внутренняя норма доходности используется для оценки степени устойчивости проекта. Разность между внутренней нормой доходности и ставкой дисконта представляет предельную возможность увеличения стоимости капитала: чем больше IRR превосходит ставку дисконта, тем устойчивее проект. Поэтому предназначение IRR состоит в том, чтобы отсеять неприемлемые или мало приемлемые проекты исходя из стоимости их финансовых ресурсов и ранжировать проекты по степени их устойчивости к изменению стоимости капитала.

Недостатки показателя IRR:

– он позволяет выявить не наиболее доходные проекты, как, например, показатель NPV, а лишь наиболее устойчивые проекты;

– при неординарных денежных потоках, например при появлении крупных затрат на завершающей стадии проекта, может возникнуть несколько значений показателя IRR;

– его нельзя определить в случаях, когда требуемые значения ставки доходности различаются по периодам времени. Он позволяет рассчитать для проекта среднюю ставку доходности, при которой $NPV = 0$;

– при значительных различиях в стоимости инвестиционных проектов, интенсивности и времени поступления денежных потоков может возникнуть противоречие между критериями IRR и NPV: у одних проектов будет лучше критерий NPV, у других – критерий IRR;

– в неявном виде подразумевается, что денежные поступления во время реализации проекта могут быть реинвестированы по ставке,

равной IRR, в то время как другие показатели предполагают, что промежуточные денежные поступления реинвестируются по ставке, равной требуемой норме доходности или стоимости капитала.

Менеджерам компании необходимо знать прогнозируемый уровень доходности инвестиции, однако внутренняя норма доходности предполагает, что денежные потоки проекта могут быть реинвестированы по ставке, равной внутренней норме доходности. А это предположение в большинстве случаев неверно и приводит к тому, что настоящий уровень доходности проекта завышается, поэтому для более точной оценки эффективности проекта используется **показатель модифицированной внутренней нормы доходности (MIRR)**.

В основе этого показателя лежит предположение о том, что денежные потоки могут быть реинвестированы по ставке, равной средневзвешенной стоимости капитала (либо любой другой ставке, если представляется целесообразным ее использование), при которой дисконтированная стоимость затрат на проект равна конечной стоимости денежных поступлений:

$$\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n CIF_t(1+r)^{n-t}}{(1+MIRR)^n},$$

где COF_t – отток денежных средств в точке времени t ; CIF – поступление денежных средств в точке времени t .

В левой части этого уравнения представлена дисконтированная текущая стоимость оттоков денежных средств по проекту, в числителе правой части – наращенная стоимость поступлений денежных средств, рассчитанная из предположения, что эти денежные средства могут быть реинвестированы по ставке, равной стоимости капитала.

Преимущества критерия MIRR:

– он предполагает, что денежные потоки могут быть реинвестированы по ставке, равной стоимости капитала (или любой другой). Это лучший показатель настоящей прибыльности проекта;

– решает проблему множественных внутренних норм доходности: всегда может быть только одно значение MIRR, и именно его при рассмотрении проектов можно сравнивать со стоимостью капитала.

Недостатки показателя MIRR:

– его величина зависит от ставки дисконтирования;
– если имеются взаимоисключающие проекты разного масштаба, то может возникнуть конфликт, поэтому лучше использовать показатель NPV.

Индекс рентабельности (PI) – показатель, характеризующий уровень доходов от реализации проекта в расчете на 1 руб. инвестиционных затрат:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{IC_0}.$$

Если $PI > 1$, то денежные поступления от потока проекта превышают необходимые затраты, обеспечивая наличие положительной величины NPV, и проект принимается.

Если $PI = 1$, то $NPV = 0$ и инвестиции не приносят дохода.

Если $PI < 1$, то проект не покрывает связанных с ним издержек и его следует отклонить.

Критерий PI позволяет сравнить альтернативные проекты, имеющие одинаковые значения показателя NPV, но требующие разных объемов начальных инвестиций, и выбрать из них наиболее рентабельный.

Однако индекс рентабельности не всегда обеспечивает однозначную оценку эффективности инвестиций, и проект с наиболее высоким показателем PI может не соответствовать проекту с наиболее высоким показателем NPV. Использование индекса рентабельности может привести к ошибочным результатам при оценке взаимоисключающих проектов.

Необходимо обратить внимание на то, что PI незаменим в ситуациях одновременного анализа нескольких несоразмерных проектов: во-первых, при отборе альтернативных проектов, имеющих несопоставимые первоначальные инвестиции, и, во-вторых, при отборе проектов, имеющих разные сроки жизни. Данный критерий фактически служит дополнением к критерию NPV.

Дисконтированный срок окупаемости (DPP) – количество лет, требуемых для покрытия капиталовложений из дисконтированных потоков денежных средств.

Дисконтированный срок окупаемости определяется путем решения относительно t уравнения

$$\sum_{t=1}^{\text{DPP}} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - IC = 0.$$

В математическом отношении дисконтированный срок окупаемости представляет собой период времени, когда показатель NPV проекта становится равным нулю.

В общем случае чем меньше срок окупаемости, тем более эффективным является проект. На практике величину DPP сравнивают с некоторым заданным периодом времени n . Если $\text{DPP} \leq n$, то проект принимается.

Показатель DPP имеет следующие особенности:

- срок окупаемости является характеристикой ликвидности проекта, но не показывает выгоду от проекта, так как не рассматривает денежные потоки по завершении срока окупаемости;

- срок окупаемости изначально ориентирует менеджеров компании на принятие менее рискованных проектов, т. е. поощряет такие инвестиционные проекты, которые способны быстро высвободить и сгенерировать денежные средства для иных потребностей;

- наряду с критерием IRR срок окупаемости часто является вспомогательным критерием и применяется лишь для первичного ранжирования проектов на очевидно неприемлемые и те проекты, которые нужно анализировать более детально.

Ограничения показателя DPP:

- игнорирование денежных потоков, возникающих после периода окупаемости, может привести к тому, что долгосрочные проекты, генерирующие в конечном счете положительные значения NPV, могут быть отклонены, а проекты, имеющие меньшие значения NPV, чем отклоненные, наоборот приняты;

- срок окупаемости не позволяет принимать решения, ориентированные на развитие, увеличение стоимости компании (ценности бизнеса), так как решения принимаются не на основе оценки выгоды от проекта, а лишь на основе срока возврата вложенных средств.

Таким образом, для анализа эффективности инвестиционных проектов необходимо применять совокупность существующих критериев, так как каждый из них характеризует ту или иную сторону проекта.

3. К *нестандартным методам* оценки привлекательности инвестиционных проектов относят метод реальных опционов. Опционный подход к оценке инвестиционных проектов во многих ситуациях

обладает преимуществами по сравнению с дисконтными методами: он позволяет учитывать дополнительную ценность управленческой гибкости и количественно отразить потенциал будущего роста. Метод реальных опционов в большей степени соответствует особенностям ситуации принятия решения в условиях неопределенности и задачам стратегического управления компанией.

Для проведения финансового обоснования инвестиционного проекта помимо оценки денежного потока проекта необходимо знать процентную ставку, по которой будет осуществляться дисконтирование.

Соответственно, эффект любого инвестиционного проекта зависит не только от того, насколько правильно и корректно оценены его будущие денежные потоки. Значительное влияние на результаты расчетов оказывает принятая ставка дисконта. Ставка дисконта – это тот норматив, который должен преодолеть проект, чтобы его могли оценивать как эффективный.

Величина ставки дисконтирования зависит от конкретной компании и конкретного инвестиционного проекта и выбирается в каждом случае индивидуально. Не существует нормативов, предписывающих выбор той или иной ставки дисконтирования. Однако экономическое содержание процедуры обоснования инвестиционных проектов при выборе ставки дисконтирования предписывает учитывать следующие положения:

- инвестиционный проект можно считать выгодным, если он создает отдачу не ниже, чем ожидает компания. Следовательно, ставка дисконтирования должна соответствовать требуемой отдаче. Под *требуемой отдачей* понимается такая отдача (доходность), которую ожидает инвестор от этой инвестиции и на которую он согласится. Формируя этот показатель, инвестор вкладывает в него компенсацию за все возможные риски и другие потери, которые эта инвестиция может создать;

- компания, принимая решение относительно реализации инвестиционного проекта, должна определиться с его финансированием. Финансирование инвестиционного проекта может осуществляться разными способами: за счет собственного капитала, частично за счет собственного и заемного капитала, полностью за счет заемного капитала. И здесь должно выполняться очевидное условие: отдача от проекта не должна быть меньше стоимости капитала, привлекаемого для его финансирования.

Кроме этого, стоимость капитала – это та ставка доходности, которую рассчитывают получить инвесторы или кредиторы, предоставляя средства на долевой основе. Ее рассчитывают по-разному – зависит от того, на основе какого денежного потока оценивается инвестиционный проект.

Денежный поток от активов проекта должен удовлетворить требования к доходности проекта – кредиторов и собственников капитала. За счет этого потока нужно вернуть вложенный долговой и собственный капитал, а также выплатить доходы акционерам в соответствии с требуемой ими нормой доходности и процентные платежи кредиторам.

Чтобы определить требуемый уровень доходности для дисконтирования денежного потока, сначала нужно рассчитать, «сколько стоит» в среднем единица капитала, который использует компания, учитывая, что долевой капитал, как более рисковый, имеет одну рыночную стоимость, а менее рисковый заемный капитал – другую.

Однако, если проект экономически обособлен, по нему возможно рассчитать остаточный денежный поток, который отражает затраты собственного капитала и доходы на собственный капитал.

Другими словами, в качестве ставки дисконта для остаточного потока следует использовать только минимальную требуемую доходность на вложенный в проект долевой капитал. Поэтому требуемым уровнем доходности для него будет стоимость только собственного капитала, а не средневзвешенная стоимость капитала, как при расчете WACC.

Итак, если не уделить достаточно внимания всем этим факторам, реальные показатели инвестиционного проекта могут оказаться значительно хуже, чем прогнозируемые.

Контрольные вопросы

1. Чем характеризуются компании, которые предпочитают работать исключительно на собственном капитале?
2. Какие факторы влияют на формирование структуры капитала компании?
3. В чем заключаются отличительные особенности моделей оценки собственного капитала?
4. Опишите роль анализа структуры капитала в корпоративных финансовых решениях.

5. Почему увеличение публичного долга часто вызывает рост курса акции, а долг, предоставленный контролирующим акционером, воспринимается как негативный сигнал?

6. Опишите основные области применения WACC.

7. Какова взаимосвязь между средневзвешенной ценой капитала и ценой собственных и заемных источников капитала компании?

8. Какие три группы методов применяют для оценки эффективности инвестирования в создание реальных активов?

9. В чем заключается взаимосвязь между ставкой дисконтирования инвестиционных проектов и стоимостью капитала?

10. В чем проявляется взаимосвязь между внутренней нормой доходности инвестиционного проекта и стоимостью капитала?

Практические задания

Задание 1. На основании исходных данных телекоммуникационной компании ПАО «МегаФон», представленных в табл. 5.10, определите: средневзвешенную стоимость капитала (WACC), среднюю доходность (ROIC -WACC), экономическую добавленную стоимость (EVA).

Таблица 5.10

Исходные данные ПАО «МегаФон»

Показатели	2016 год	2017 год	2018 год
Доля заемного капитала, %	62	67	67
Доля собственного капитала, %	38	33	33
Темп прироста заемного капитала, %	х	12,3	23,8
Темп прироста собственного капитала, %	х	-10,3	28,5
Темп прироста инвестированного капитала, %	х	3,8	25,3
Стоимость заемного капитала, %	8,3	8,4	8,3
Стоимость собственного капитала, %	21,1	13,9	9,9
Рентабельность инвестированного капитала, %	19,3	17,5	14,2
Финансовый рычаг	1,5	1,7	1,8
Эффект финансового рычага, %	5,6	3,2	5,1
Коэффициент долговой нагрузки	1,6	1,9	2,4

Объясните, в каком году структура капитала ПАО «МегаФон» была оптимальной.

Используя интернет-ресурсы и официальный сайт компании, проведите оценку существующей структуры капитала телекоммуникационной компании за последние два года. Сделайте выводы.

Задание 2. Используя интернет-ресурсы и официальный сайт компании ПАО «КАМАЗ», проведите оценку существующей структуры капитала за 2020 – 2021 гг.

В первую очередь более детально изучите структуру заемных средств компании, заполнив табл. 5.11. Информация содержится в расшифровках заемных средств финансовой отчетности МСФО.

Таблица 5.11

Анализ заемных средств ПАО «КАМАЗ»

Элементы заемных средств	2020 год		2021 год		Темп прироста, %
	млн руб.	%	млн руб.	%	
Долгосрочные заемные средства:					
облигации, рубли					
кредиты от банков, рубли					
займы от небанковских организаций, японские иены					
займы от небанковских организаций, рубли					
Краткосрочные заемные средства:					
кредиты от банков, рубли					
кредиты от банков, донги					
облигации, рубли					
займы от небанковских организаций, рубли					
Всего заемных средств					

Используя данные табл. 5.11 и баланс компании, сформируйте структуру капитала ПАО «КАМАЗ». Существующая структура компании представлена в табл. 5.12.

Для оценки существующей структуры капитала компании необходимо рассчитать:

1. Стоимость заемного капитала (k_D),%. Стоимость заемного капитала ПАО «КАМАЗ» можно найти как средневзвешенную процентную ставку.

2. Стоимость собственного капитала (k_E),% Для оценки стоимости собственного капитала подходит модель CAPM.

Таблица 5.12

Элементы структуры капитала ПАО «КАМАЗ»

Элементы структуры капитала	2020 год		2021 год	
	млн руб.	%	млн руб.	%
Заемный капитал				
Собственный капитал				
Всего капитала				

В расчетах CAPM модели в качестве безрисковой ставки доходности применялась доходность государственных облигаций.

В качестве среднерыночной ставки доходности определить доходность индекса ММВБ за анализируемый период.

Бета-коэффициент акций ПАО «КАМАЗ» рассчитать с применением функции регрессии или функции наклона.

Расчетные показатели, характеризующие существующую структуру капитала ПАО «КАМАЗ», представить в табл. 5.13.

Таблица 5.13

Показатели, характеризующие существующую структуру капитала ПАО «КАМАЗ», %

Показатели	2020 год	2021 год
Стоимость заемного капитала (k_D)		
Стоимость собственного капитала (k_E)		
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)		
Рентабельность инвестированного капитала (ROIC)		
Спред доходности (эффективности) (ROIC - WACC)		

Выявите причины изменения каждого показателя. Сделайте выводы о сформированной структуре капитала ПАО «КАМАЗ» за анализируемый период с позиции оптимальности и эффективности.

Задание 3. Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите сравнение структуры капитала компаний, относящихся к пищевой промышленности по балансовой и рыночной стоимости за последние три года. Сделайте выводы.

Задание 4. Используя интернет-ресурсы и официальные сайты компаний, проведите сравнение структуры капитала компаний машиностроения, торговли, авиакомпаний, металлургических компаний за последние три года. Выявите отраслевые особенности деятельности компаний, влияющие на структуру капитала.

Задание 5. Используя исходные данные (табл. 5.14), интернет-ресурсы и официальный сайт компании ПАО «МТС», проведите оценку существующей структуры капитала.

Таблица 5.14

Исходные данные ПАО «МТС»

Показатели	2021 год	2022 год
Заемный капитал, млн руб.	462139	486140
Собственный капитал, млн руб.	105342	82045
Процентные расходы, млн руб.	29430	45838
Операционная прибыль, млн руб.	118005	109437
Чистая прибыль, млн руб.	64269	33435
OIBDA, млн руб.	228957	224319
Рыночная стоимость акций, руб.	322	240
Количество обыкновенных акций, млн шт.	1998,4	1998,4

Расчетные показатели, характеризующие существующую структуру капитала ПАО «МТС», представить в табл. 5.15.

Выявите причины изменения каждого показателя.

Таблица 5.15

Показатели, характеризующие существующую структуру капитала телекоммуникационной компании ПАО «МТС»

Показатели	2021 год	2022 год
Доля заемного капитала, %		
Доля собственного капитала, %		
Стоимость заемного капитала (k_D), %		
Стоимость собственного капитала (k_E), %		
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), %		
Рентабельность инвестированного капитала (ROIC), %		
Спред доходности (эффективности) (ROIC - WACC), %		
Коэффициент долговой нагрузки (долг/ OIBDA)		
Сила влияния финансового рычага		

Сделайте выводы о сформированной структуре капитала ПАО «МТС» за анализируемый период с позиции оптимальности и эффективности, используя критерии управления структурой капитала компании, представленные в данном учебном пособии.

Задачи

Задача 1. Акция компании имеет бета-коэффициент, равный 0,8. Премия за рыночный риск составляет 8 %. Безрисковая доходность – 7 %. Найдите требуемую доходность по собственному капиталу.

Задача 2. Компания придерживается структуры капитала 40/60. Заемный капитал представлен облигационным займом с купонной ставкой 12 % и доходностью к погашению 15 %. Акция компании имеет бета-коэффициент, равный 0,8. Премия за рыночный риск составляет 8 %. Безрисковая доходность – 7 %. Рассчитайте стоимость капитала.

Задача 3. Сравните эффективность использования заемного капитала компании за анализируемый период, используя данные табл. 5.16. Определите стоимость заемного капитала компании.

Таблица 5.16

Исходные данные для расчета эффективности использования заемного капитала компании

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год
Операционная прибыль, млн руб.	54 376	47 169	62 965
Собственный капитал, млн руб.	137 174	151 485	256 970
Долгосрочный кредит, млн руб. (13,3% годовых)	36 340	43 600	45 500
Долгосрочный кредит, млн руб. (13,7% годовых)	25 560	35 500	104 950
Облигационный заем, млн руб. (7,5% годовых)	60 000	72 800	76 900
Ставка налога на прибыль, %	20	20	20

Сделайте вывод об изменении показателей экономической рентабельности активов и эффекта финансового рычага за рассматриваемый период времени.

Задача 4. На основании данных, представленных в табл. 5.17, определите структуру капитала компании за анализируемый период.

Таблица 5.17

Элементы структуры капитала компании, (в млн руб.)

Элементы	1-й год	2-й год	3-й год
Акционерный капитал	35 361	35 361	35 361
Нераспределенная прибыль	1 765	5 601	6 847
Долгосрочные кредиты, займы	11 633	10 451	11 818
Облигационные займы	7 000	7 000	2 000

В табл. 5.19 представлены показатели, характеризующие существующую структуру капитала компании.

Таблица 5.18

Показатели, характеризующие существующую структуру капитала

Показатели	1-й год	2-й год	3-й год
Экономическая рентабельность активов, %	15,12	10,31	3,52
Стоимость заемного капитала, %	7,95	6,7	10
Эффект финансового рычага, %	2,35	1,23	-3,09
ROE, %	14,45	9,48	-0,28
Финансовый рычаг	0,41	0,43	0,6
WACC, %	9,49	9,46	12,18
ROCE, %	0,12	0,08	0,03
Спред доходности (убыточности), %	-9,37	-9,38	-12,15

Анализируя показатели, определите в каком году структура капитала компании была наиболее оптимальной. Объясните, в чем причина получения отрицательного значения эффекта финансового рычага.

Объясните, как при таком низком значении финансового рычага у компании увеличивается убыточность от использования капитала?

Задача 5. Аналитики оценивают систематический риск акций компании как 0,9. Премия за рыночный риск равна 8 %. Безрисковая доходность – 8 %. У компании последний дивиденд составил 1,8 руб. на акцию и ожидается, что будет расти на 7 % на неограниченном периоде времени. Сейчас акция продается за 25 руб. Требуемая доходность по заемному капиталу – 10 %. Ставка налога на прибыль – 20 %. Структура капитала 60/40. Рассчитайте средневзвешенную стоимость капитала.

Задача 6. Компания собирается инвестировать 150 млн руб. Ожидается, что внедрение проекта обеспечит получение на протяжении 4 лет чистые доходы в 30 млн руб., 70 млн руб., 70 млн руб., 30 млн руб. соответственно. Рассчитать NPV по двум вариантам: вариант А при ставке дисконта 10% и вариант В при ставке дисконта 14%.

Задача 7. Руководство компании оценивает перспективы проекта, который генерирует следующие ежегодные денежные потоки: $CF_0 = -4000$ тыс. руб., $CF_1 = 1900$ тыс. руб.; $CF_2 = +2500$ тыс. руб., $CF_3 = -500$ тыс. руб., $CF_4 = +2000$ тыс. руб. Если затраты компании на капитал составляют 12%, то NPV проекта будет равна.

Задача 8. Предположим, компания оценивает два проекта. Проект А предполагает единовременные инвестиции 20 млн руб. и получение по 15 млн руб. в течение четырех лет. Проект Б предполагает единовременные инвестиции 10 млн руб. и получение по 18 млн руб. в течение двух лет. Цена капитала для обоих проектов 12%. Какой проект выгоден?

Задача 9. Компания планирует привлечь долгосрочный кредит в размере 160 млн руб. для расширения производства. Ожидается, что внедрение проекта обеспечит получение на протяжении 5 лет чистые доходы в 40 млн руб., 90 млн руб., 120 млн руб., 100 млн руб. соответственно. Определите эффективность проекта по критериям NPV и IRR проекта при среднерыночной ставке доходности при 12% годовых. Изменится ли Ваше решение, если стоимость капитала компании составляет 15%.

Задача 10. Компания предполагает покупку нового оборудования, рассматриваются два альтернативных проекта.

1. Покупка оборудования стоимостью 800 млн руб., доставка и монтаж – 40 млн руб. Срок службы – 4 года, остаточная стоимость – 150 млн руб., ожидаемый нетто-поток – 390 млн руб. ежегодно.

2. Покупка оборудования стоимостью 600 млн руб., доставка и монтаж – 20 млн руб. Срок службы – 4 года, ожидаемый нетто-поток – 2500 млн руб. ежегодно.

Какой проект предпочтительнее, если средневзвешенная стоимость капитала составляет 18%. Обоснуйте выбор критериев оценки эффективности инвестиционных проектов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время происходит повышение интереса к инвестиционной привлекательности компаний. В первую очередь, это связано с тем, что на готовность инвестора осуществить вложения большое влияние оказывает инвестиционная привлекательность объекта инвестирования.

Кроме этого, исследователи фиксируют, что без инвестиционных накоплений и соответствующих материальных ресурсов в инвестировании вообще никаких положительных сдвигов не происходит. Без инвестиций невозможны современное формирование капитала, обеспечение конкурентоспособности товаропроизводителей на внешних и внутренних рынках.

Поэтому, оценивая возможные источники инвестиционных ресурсов, менеджмент компании будет стремиться принять такое финансовое решение, которое будет минимизировать стоимость капитала и максимизировать стоимость компании.

Таким образом, на инвестиционную привлекательность компании с позиции кредиторов и акционеров влияют многочисленные факторы, особенно финансовый аспект, связанный с риском и доходностью.

Надо отметить, что оценка инвестиционной привлекательности компании является сложным комплексным процессом, который предусматривает наличие взаимосвязанных элементов и определенной процедуры проведения оценки.

В учебном пособии рассмотрены основные темы, формирующие понятие инвестиционной привлекательности и ее оценки. Представленный материал способствует формированию у студентов теоретических основ и практических навыков в области управления финансами компаний, разработки финансовых и инвестиционных решений по повышению инвестиционной привлекательности компаний.

Учебное пособие способствует формированию профессиональных знаний и практических навыков применения прогрессивных технологий в освоении и углублении общепрофессиональных и профессиональных компетенций, связанных с инвестиционной деятельностью.

Авторы надеются, что данное учебное пособие окажет студентам необходимую помощь в обосновании выбора и реализации выгодной стратегической позиции, которая смогут оказать существенное влияние на повышение инвестиционной привлекательности компании.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Багрецов, Н.Д. Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности организации / Н.Д. Багрецов, А.В. Шульгина // Аграрный вестник Урала. – 2010. – № 11-1. – С. 81–82.
2. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – Москва: Олимп-Бизнес, 2015. – 1087 с.
3. Брусов, П.Н. Современные корпоративные финансы и инвестиции / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. – 2-е изд., стер. – Москва: КноРус, 2015. – 337 с.
4. Ворожбицкая, Ю.В. Инвестиционные предпочтения инвесторов и склонность к риску / Ю.В. Ворожбицкая // Инновационная наука. – 2018. – № 2. – С. 39–40.
5. Герасименко, А. Финансовая отчетность для руководителей и начинающих специалистов / А. Герасименко. – Москва: Альпина Паблишер, 2012. – 434 с.
6. Ендовицкий, Д.А. Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.А. Бабушкин, Н.А. Батурина и др. – Москва: КноРус, 2010. – 376 с.
7. Ендовицкий, Д.А. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики: учебное пособие / под ред. Л.Т. Гиляровой. – Москва: Финансы и статистика, 2003. – 352 с.
8. Жданов, И.Ю. Как оценить инвестиционную привлекательность предприятия? Современные методы и стратегии управления. / И.Ю. Жданов. – Москва, 2014. – 77 с.
9. Ивашковская, И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход / И. В. Ивашковская – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва: Инфра-М, 2013. – 319 с.
10. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала) / под науч. ред. И.В. Ивашковской. – Москва: Инфра-М, 2012. – 280 с.
11. Крейнина, М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле: учебник / М. Н. Крейнина. – Москва: Дело и сервис, 2005. – 543 с.
12. Крылов, Э.И. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: учеб. пособие / Э.И. Крылов,

В.М. Власова, М.Г. Егорова. – Москва: Финансы и статистика, 2003. – 192 с.

13. Лобанова, Е.Н. Финансовое обоснование стратегических решений в российских корпорациях / Е.Н. Лобанова, В.П. Паламарчук, В.Б. Минасян. – Москва: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2014.

14. Палкина, Ю.А. Проблемы оценки платежеспособности предприятия для обеспечения его инвестиционной привлекательности / Ю.А. Палкина, Е.В. Белик. – Старый Оскол: РОСА, 2014. – 338 с.

15. Пименов, Н.А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности: учебник и практикум для вузов / Н.А. Пименов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва: Юрайт, 2021. – 326 с.

16. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата в 2-х частях / Т.В. Теплова. – Москва: Юрайт. –2018.– 390 с.

17. Теплова, Т.В. Эффективный финансовый директор : учебно-практическое пособие / Т.В. Теплова. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва: Юрайт, 2015. – 507 с.

18. Управление финансовыми рисками: учебник и практикум для вузов / И.П. Хоминич [и др.]; под ред. И.П. Хоминич. – 2-е изд., испр. и доп. – Москва: Юрайт, 2021. – 569 с

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Учебное пособие

*Мартынова Татьяна Алексеевна
Далисова Наталья Анатольевна*

Электронное издание

Редактор О.Ю. Кухарева

Подписано в свет 25.11.2024. Регистрационный номер 123
Редакционно-издательская служба Красноярского государственного аграрного университета
660017, Красноярск, ул. Ленина, 117
e-mail: rio@kgau.ru