ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ОТЧЕТНОСТИ: КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ И ИНТЕРПРЕТАЦИЯ

АЛЕКСАНДР ВАЛЬЦЕВ
ОСНОВАТЕЛЬ SF EDUCATION

ТИМУР АЛИ-ЗАДЕ
ПАРТНЁР SF EDUCATION

SF EDUCATION
Онлайн-университет для белых воротничков

Оглавление

Предисловие 5

Повторение 6

Profitability Ratios 12

Gross Profit Margin 12

EBITDA Margin 16

OIBDA 20

Operating Margin 26

Operating Income vs EBIT 28

EBIT vs EBITDA 30

Net Profit Margin 36

Basic EPS 42

Diluted EPS 45

Free Cash Flow Margin 49

Return on Equity 55

Return on Common Equity 57

DuPont Analysis 61

5-Step DuPont Analysis 68

ROE vs EVA 71

Weighted-Average Cost of Capital 76

Coverage Ratios 79

Interest Coverage Ratio 80
Debt Service Coverage Ratio 85
Cash Available for Debt Service 86
Years to Repay 88
Debt Capacity 95
Mortgage Constant 96
Asset Coverage Ratio 103
Liquidity Ratios 106
Current Ratio 106
Quick Ratio 110
Cash Ratio 114
Working Capital 117
Working Capital Management 117
Solvency Ratios 126
Debt Ratio 127
Debt-to-Equity Ratio 128
Debt-to-Capital Ratio 130
Interest Coverage Ratio 132
Debt-to-EBITDA Ratio 134
Debt-Service Coverage Ratio 136
Efficiency Ratios 140

Inventory Turnover Ratio 141
Asset Turnover Ratio 144
Working Capital Turnover Ratio 146
Fixed Asset Turnover Ratio 149
Receivables Turnover Ratio 151
Accounts Payable Ratio 154
Cash Conversion Cycle 156
Market Capitalization Multiples 162
P/E Ratio 162
PEG Ratio 165
P/S Ratio 167
Коэффициент P/B 169
Dividend Yield 171
Enterprise Value Multiples 173
EV/Revenue Ratio 173
EV/EBITDA Ratio 174
EV/Assets Ratio 176
EV/Free Cash Flow 177
Заключение 184

В создании этого учебного материала использовались данные с таких онлайн-ресурсов, как **MyAccountingCourse.com**, **AccountingCoach.com** и **Investopedia.com**. Внимание уделялось сверке материала с информацией на сайте международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) – **Iasplus.com**. Также для демонстративных целей использовалось большое количество финансовых данных реальных компаний.

Предисловие

Финансовый анализ является неотъемлемой частью работы финансового аналитика или финансового менеджера компании. Эти люди должны разбираться в бухгалтерском учете и финансовом анализе компании, без чего полное представление о хозяйственной деятельности компании, ее вероятном развитии и рисках невозможно. Умение проводить финансовый анализ компании также весьма полезно для предпринимателей и владельцев компаний, так как позволяет им получить полное представление о количественных характеристиках своей компании и спрогнозировать возможности роста на базе существующих процессов.

Финансовый анализ компании строится на прочном фундаменте знаний бухгалтерского (финансового) учета. Для того чтобы извлечь максимальную пользу из учебного материала, вам необходимо знать бухгалтерский учет хотя бы на среднем уровне. В частности, нужно понимать, какие основные формы бухгалтерской отчетности существуют, помнить в общих чертах, как они формируются, знать динамику отчетностей и связь между ними. В идеале на данном этапе вы должны уметь строить простейшие отчетности на основе первичных данных и понимать, как они могут меняться в зависимости от внешних факторов. Если вы не соответствуете вышеописанным требованиям, я рекомендую закрыть этот документ и заняться изучением фундаментальных тем в финансовом учете.

Если же вы чувствуете, что готовы приступить к изучению финансового анализа, вы должны усвоить одну простую истину: финансовый анализ – это не священный грааль, позволяющий определить источник проблем. Запомнив некоторое количество показателей, метрик, отношений и мультипликаторов, вы не станете вдруг зрить в корень и находить ошибки в отчетностях компаний, как это делал Бен Аффлек в боевике «The Accountant». Проведение финансового анализа – это первый шаг к решению корпоративных проблем: приведение цифр в порядок, перевод количественных данных на «человеческий язык». Вы сможете думать о показателях, метриках, отношениях и мультипликаторах как о финансовых

KPI компании, которые дают оценку результатам ее хозяйственной деятельности. Благодаря финансовому анализу вы можете понять, где нужно «копать» и как. Почему же польза финансового анализа ограничена? Ответ прост: финансовый анализ зиждется на бухгалтерском (финансовом) учете, который описывает деятельность компании в цифрах.

Важно понимать, что бухгалтерский учет берет во внимание лишь исторические данные, которые сформировались благодаря финансовым транзакциям. Те, в свою очередь, являются последствием реальной активности компании, деятельности ее сотрудников. Финансовый анализ не отвечает на вопросы: «Почему этот набор действий был совершен?» или «Зачем менеджмент компании решил заняться этим проектом?». Ответы на эти вопросы – прерогатива финансового планирования и других направлений в бизнесе. Финансовый анализ использует индикаторы и дает указания по ведению дальнейшей аналитической работы.

Продукт финансового анализа (в идеале) – серия рекомендаций для управленцев и дорожная карта по каждой предлагаемой инициативе. Именно за это рынок готов платить финансовым профессионалам и давать им работу вновь и вновь. Работая с цифрами, важно не «скатываться» до уровня калькулятора и не заигрываться с математикой. За цифрами стоят решения, и эти решения далеко не всегда связаны с той или иной математической моделью. Таким образом, фокусируйтесь на решении проблемы, а не на рабочих инструментах, связанных с этим процессом.

Повторение

Перед тем как перейти к финансовому анализу, давайте кратко повторим отчетность и связь между ее формами, чтобы избежать недоразумений при прочтении этого материала:

– Существуют три основные формы отчетности: Отчет о финансовых результатах (Income Statement – ОФР), Отчет о движении денежных средств (Cash Flow Statement – ОДДС) и Балансовый отчет (Balance Sheet – Баланс).

– Как правило, эти формы отчетности подготавливаются (согласно определенным стандартам – РСБУ, МСФО, US GAAP и т.д.) к определенной отчетной дате – как минимум раз в квартал.

– В МСФО (международных стандартах финансовой отчетности – IFRS), кроме основных форм, присутствуют еще две дополнительные отчетности – Отчет об ином совокупном доходе (Other comprehensive income – OCI) и

Отчет об изменениях в капитале (Statement of changes in Equity). Они не будут рассматриваться в рамках данного материала.

– Отчет о финансовых результатах показывает все источники экономической выгоды для компании (выручка и неоперационная прибыль) и статьи расходов (разного рода затраты и неоперационные убытки). ОФР строится по принципу начисления, т. е. доходы и расходы записываются в отчетность вне зависимости от того, когда были или будут получены или израсходованы компанией денежные средства (и затрагиваются ли вообще денежные средства в рамках той или иной операции). Иными словами, ОФР – это отчетность в виде таблицы результатов, которые компания показала за отчетный период (как дневник в школе). ОФР начинается с выручки и заканчивается чистой прибылью (исключение – спаренная форма с Отчетом об ином совокупном доходе – OCI, когда результатом является совокупный доход – Comprehensive Income (CI)).

– Отчет о движении денежных средств показывает все источники денежных средств и их расходование компанией за отчетный период. Так как отчет о финансовых результатах строится по принципу начисления, полученный результат (чистая прибыль или убыток) почти никогда не сходится с реальным движением денежных средств на расчетном счете компании. Более того, ОФР не показывает изменений в оборотном капитале компании, капитальные затраты и ее финансовую деятельность за период. Без этой информации было бы невозможно построить балансовую отчетность компании на конец периода (исключение: если у вас есть оборотно-сальдовая ведомость, «самолетики» или список транзакций на крайний случай). Отчет о движении денежных средств бывает двух типов: построенный косвенным методом (Indirect Method) и прямым методом (Direct Method). В рамках РСБУ принято использовать прямой метод, а в рамках МСФО – косвенный (хотя IAS 7, наоборот, поощряет использование прямого метода, но большинство компаний считают косвенный более информативным для пользователей).

– Вне зависимости от используемого метода ОДДС состоит из трех секций: операционный денежный поток (Cash from Operations – CFO), инвестиционный денежный поток (Cash from Investing Activities – CFI) и финансовый денежный поток (Cash from Financing Activities – CFF). Главное отличие косвенного метода от прямого состоит в презентации (внешнем виде) первой секции – денежного потока от операционной деятельности (CFO).

– Операционный денежный поток показывает денежную прибыль компании (Cash Net Income), которая получается путем нормализации чистой прибыли (или доналоговой прибыли), полученной из ОФР, благодаря корректировкам неденежных доходов и расходов, а также реклассификации некоторых статей (путем перевода из секции CFO в секции CFI или CFF). Кроме этого, из скорректированной денежной прибыли вычитаются изменения в операционных активах и обязательствах (иными словами, инвестиции в оборотный капитал). Это нужно для того, чтобы показать, сколько денег из прибыли компания вернула в бизнес в отчетном периоде, чтобы продолжать деятельность. В результате мы получаем денежный поток от операционной деятельности (Cash from Operations). Как правило, операционный денежный поток для здоровой компании положителен. В противном случае ее владельцы (акционеры и кредиторы) платят за то, чтобы она просто «держала свои двери открытыми», а это невозможно в долгосрочной перспективе без дополнительных инвестиций, так как денежные средства на балансе будут быстро «сожжены».

– За операционным денежным потоком следует инвестиционный денежный поток (CFI), который показывает, как компания инвестировала деньги в отчетном периоде. При этом инвестирование в данном случае чаще всего обозначает покупку и продажу основных средств или нематериальных активов, а не финансовых активов (естественно, все зависит от типа компании: если это финансовая организация, то ее главные активы – это ценные бумаги, т. е. финансовые активы, а не оборудование или недвижимость). В большинстве случаев инвестиционный денежный поток отрицателен, так как компания тратит деньги на обновление основных средств, нематериальных активов, а также покупку финансовых активов для управления ликвидностью и получения дополнительной прибыли. К тому же эти затраты в большинстве случаев превышают денежные притоки от продажи тех или иных активов.

– Последняя секция – денежный поток от финансовой деятельности – показывает взаимоотношения компании и владельцев (акционеров/учредителей и кредиторов). В CFF можно увидеть, как компания привлекала финансирование (получение кредита, привлечение акционерного капитала) или его возвращала (дивиденды, выкуп акций на казначейский счет компании, погашение кредита). Так как операционный денежный поток далеко не всегда удовлетворяет инвестиционные потребности компании (покрывает «минус» в CFI), менеджменту приходится работать с инвесторами, чтобы привлекать дополнительные средства. Таким образом, для быстрорастущих компаний CFF обычно имеет положительный

баланс, тогда как компании, которые имеют стабильные операционные денежные потоки, покрывающие потребности в оборотном капитале и в капитальных затратах, могут возвращать оставшиеся денежные средства инвесторам. В таких случаях CFF имеет отрицательное сальдо (компания возвращает больше денег владельцам, чем принимает от них в отчетном периоде).

– Отчет о движении денежных средств заканчивается расчетом баланса денежных средств на расчетных счетах компании по следующей формуле:

Конечный баланс денежных средств в периоде = Начальный баланс денежных средств в периоде + Операционный денежный поток + Инвестиционный денежный поток + Финансовый денежный поток.

Последняя строка ОДДС является первой строкой балансового отчета (если тот имеет стандартный вид: краткосрочные активы, долгосрочные активы, краткосрочные обязательства, долгосрочные обязательства, капитал).

– Очевидно, что, если компания в каждом периоде теряет деньги (сальдо денежных потоков за период отрицательное), она долго не продержится, так как при прочих равных денежные средства на расчетных счетах закончатся через несколько кварталов.

– Балансовый отчет компании показывает ее финансовое состояние на отчетную дату. В отличие от предыдущих двух отчетностей он не является динамичным. Скорее, можно сравнить баланс компании с фотофинишем, который отображает положение объекта (например, гоночного автомобиля на трассе) в момент времени. Кроме этого, баланс компании является кумулятивным результатом ее производственно-хозяйственной деятельности: баланс не обнуляется в конце периода, в отличие от ОФР и ОДДС. Благодаря этому свойству данной формы отчетности, мы можем проследить финансовый успех компании на продолжительном промежутке времени и проанализировать его, сравнивая ее финансовое состояние с более ранними периодами (также можем сравнить исторические ОФР и ОДДС, но это, скорее, требования стандартов финансовой отчетности).

– Балансовый отчет компании состоит из двух крупных секций: активов и пассивов. Активы – это все имущество компании, а пассивы – это источники финансирования имущества. Пассивы делятся на две части: обязательства (кредиты и задолженности) и капитал владельцев (по сути,

обязательства компании перед учредителями/акционерами). Каждая категория, за исключением капитала, делится на текущую и долгосрочную. Текущие активы или обязательства имеют срок годности – один финансовый год, а долгосрочные – более длительный срок. Кроме этого, активы компании можно разделить на ликвидные и неликвидные, где ликвидность – вероятная скорость превращения этих активов в денежные средства. Обязательства компании можно разделить на три категории: операционные (перед поставщиками, партнерами, сотрудниками, клиентами), финансовые (кредиты и их разновидности, финансовый лизинг) и иные (налоги, пенсионные обязательства, резервы по обязательствам и т. п.).

– Как правило, балансовый отчет имеет вертикальную форму: начинается с активов (профильтрованных по ликвидности и «сроку жизни»), продолжается обязательствами (текущими, затем долгосрочными) и заканчивается капиталом владельцев. Обычно финансовое положение компании на конец определенного отчетного периода сравнивается с прошлыми данными (на конец предыдущего периода или более раннего).

– Капитал владельцев в рамках балансового отчета состоит из следующих счетов: уставный капитал (Common Stock), эмиссионный доход/добавочный капитал (Additional Paid-In Capital), привилегированные акции (Preferred Shares), нераспределенная прибыль (Retained Earnings), казначейские акции (Treasury Stock), накопленный иной совокупный доход (Accumulated Other Comprehensive Income) и неконтролирующие доли (Non-Controlling Interest/Minority Interest). Далеко не все перечисленные счета обязаны присутствовать в капитале владельцев компании: всё зависит от размера компании, ее статуса и сложности операционной структуры, а также структуры капитала. Однако минимальный набор для любой компании таков: уставный капитал и нераспределенная прибыль.

– Баланс активов всегда равен балансу пассивов. **Это фундаментальное бухгалтерское уравнение** (Активы = Обязательства + Капитал владельцев, Активы = Пассивы). Каждый элемент имущества компании должен иметь понятное финансовое происхождение.

– Чистая прибыль из ОФР закрывается в счете нераспределенной прибыли на балансе компании по следующей формуле:

Конечный баланс нераспределенной прибыли = Начальный баланс нераспределенной прибыли + Чистая прибыль или чистый убыток – Дивиденды, начисленные в периоде

– Связь между формами отчетности, обозначенная выше, позволяет разместить их на одном листе и изучать, анализируя вертикально. Таким образом, отчетность удобнее всего анализировать в следующей последовательности:

1. **Отчет о финансовых результатах** (Income Statement);
2. **Отчет о движении денежных средств** (Cash Flow Statement);
3. **Балансовый отчет** (Balance Sheet).

Именно поэтому мы классифицируем показатели, метрики, отношения и мультипликаторы в соответствии с основными формами отчетности компании и сохраняем последовательность анализа:

Income Statement / Cash Flow Statement:

- Profitability Ratios
- Coverage Ratios

Balance Sheet:

- Liquidity Ratios
- Solvency Ratios

Mixed:

- Efficiency Ratios

Market Multiples and Ratios:

- Market Capitalization/Per share items
- Enterprise Value multiples

Некоторые показатели, метрики, отношения и мультипликаторы задействуют данные одновременно из нескольких форм отчетности. Поэтому мы сначала изучим те, которые касаются ОФР и ОДДС, а затем перейдем к показателям, метрикам, отношениям и мультипликаторам, использующим цифры из балансового отчета.

Profitability Ratios

Profitability ratios (коэффициенты рентабельности) – количественные метрики, показывающие рентабельность (эффективность) компании на разных этапах создания ценности для клиентов.

Как правило, коэффициенты рентабельности затрагивают данные из Отчета о финансовых результатах (Income Statement). Однако, понимая значимость Отчета о движении денежных средств, можно модифицировать коэффициенты рентабельности, используя, например, скорректированную чистую прибыль или операционный денежный поток. Один коэффициент из списка также использует данные из балансовой отчетности.

Мы рассмотрим следующие коэффициенты рентабельности:

- Маржа валовой прибыли (Gross Profit Margin).
- Маржа EBITDA (EBITDA Margin).
- Маржа операционной прибыли (Operating Margin).
- Маржа чистой прибыли (Net Income Margin).
- Маржа свободного денежного потока (Free Cash Flow Margin).
- Рентабельность собственного капитала (Return on Equity (ROE)).

Кроме этого, мы познакомим вас с таким инструментом, как DuPont Analysis (анализ Дюпона), который раскладывает показатель Return on Equity на составляющие и позволяет идентифицировать главные факторы, влияющие на итоговый результат.

Gross Profit Margin

Gross Profit Margin (GPM) – маржа валовой прибыли – коэффициент, показывающий, сколько процентов выручки остается «в кармане» компании после прямых затрат на создание и реализацию продукта (переменные издержки).

Считается по формуле:

$$GPM = \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Revenue}} = \frac{\text{Валовая прибыль}}{\text{Выручка}}$$

Следует отметить, что во всех расчетах коэффициентов, затрагивающих выручку, можно использовать как «грязную» выручку, так и чистую (т.е. «грязную» выручку за вычетом НДС, скидок, резервов по сомнительным долгам и возврата товаров). «Грязная» выручка позволяет более детально анализировать ценовую политику компании, качество обслуживания клиентов и продаваемых товаров. Компании редко показывают детальные расчеты продаж, предпочитая презентовать чистую выручку. Всегда можно попробовать найти более детальную информацию по расчету чистой выручки в примечаниях к финансовой отчетности. Важно контролировать последовательность расчетов, чтобы не делать ошибочных выводов.

- – Маржа не может превышать значение в 100% от выручки, при этом она может быть отрицательной.
- – Gross Profit / Валовая прибыль = Revenue / Выручка – Cost of Goods Sold / Себестоимость товаров (услуг).

Что входит в себестоимость товаров:

- стоимость материалов (за вычетом НДС);
- стоимость человеко-часов, потраченных на создание продукта / реализацию услуги;
- амортизация оборудования / нематериальных активов, которые понадобились для создания единицы продукции;
- затраты на коммунальные услуги (электричество, вода, свет и т. д.);
- затраты на входящую логистику.

Как используется этот коэффициент.

– Маржа валовой прибыли – первый индикатор того, как успешно компания ведет бизнес. Чем выше маржа валовой прибыли, тем лучше.

– Чтобы определить, какой уровень GPM является хорошим для компании, необходимо проводить сравнительный анализ с конкурентами, а также изучать, как этот показатель менялся в истории компании.

– Нет смысла сравнивать маржу валовой прибыли между компаниями из разных индустрий, так как структура расходов и доходов, а также их классификация в ОФР могут сильно отличаться (например, сравнивать авиалинии с банками или охранное предприятие с ритейлом).

– Для публичных компаний информация по валовой прибыли находится в открытом доступе – достаточно посмотреть отчетность. Однако, когда речь идет о частных компаниях, необходимо тщательно изучить структуру расходов и доходов компании, чтобы составить правильное представление о валовой прибыли предприятия, так как не все компании имеют четкую учетную политику и постоянство в презентации результатов.

Пример

Рассмотрим исторические значения валовой прибыли и ее маржи для LinkedIn Corp (сейчас часть Microsoft Corporation):

Income Statement				
For the Fiscal Period Ending	**12 months Dec-31-2010**	**12 months Dec-31-2011**	**12 months Dec-31-2012**	**12 months Dec-31-2013**
Currency	***USD***	***USD***	***USD***	***USD***
Revenue	243.1	522.2	972.3	1,528.5
Other Revenue	-	-	-	-
Total Revenue	243.1	522.2	972.3	1,528.5
Cost of Goods Sold	44.8	81.4	125.5	202.9
Gross Profit	**198.3**	**440.7**	**846.8**	**1,325.6**
Gross Profit Margin, %	*81.6%*	*84.4%*	*87.1%*	*86.7%*

(Источник: Capital IQ)

Мы видим, что валовая прибыль компании растет не только в абсолютном значении, но и в процентах от выручки. Это хороший знак, если, конечно, компания не меняла за эти четыре финансовых года учетную политику и не переносила некоторые издержки на строки ниже, что маловероятно.

Давайте сравним маржу валовой прибыли LinkedIn Corp с конкурентами (данные за 2015 г.):

Company Comp Set	
Company Name	**LTM Gross Margin %**
Twitter, Inc. (NYSE:TWTR)	67.4%
Facebook, Inc. (NasdaqGS:FB)	83.9%
Yahoo! Inc. (NasdaqGS:YHOO)	64.4%
AOL Inc.	26.0%
NetEase, Inc. (NasdaqGS:NTES)	63.5%
Alphabet Inc. (NasdaqGS:GOOGL)	62.5%
Akamai Technologies, Inc. (NasdaqGS:AKAM)	67.7%
IAC/InterActiveCorp (NasdaqGS:IACI)	74.5%
Mixi, Inc. (TSE:2121)	89.5%
Care.com, Inc. (NYSE:CRCM)	73.6%
LinkedIn Corporation (NYSE:LNKD)	86%
Summary Statistics	**LTM Gross Margin %**
High	89.5%
Low	26.0%
Mean	67.3%
Median	67.6

(Источник: Capital IQ)

Из таблицы выше мы видим, что маржа валовой прибыли LinkedIn Corp за последние 12 месяцев (LTM – last twelve months) 2015 г. была выше среднего и медианного значения и стояла на втором месте в списке после Mixi, Inc. С одной стороны, при прочих равных более высокая валовая прибыль обычно позитивно влияет на оценку компании (т.е. компания оценивается по более высоким мультипликаторам, чем средний конкурент).

С другой стороны, нужно учитывать два момента. Во-первых, валовая прибыль не является идеальным фундаментом для сравнения компаний между собой, так как в ней (по большей части) не учитываются фиксированные издержки, которые могут существенно влиять на всю экономику компании (в зависимости от индустрии, в которой работает компания). Во-вторых, бывает очень сложно подобрать компании-конкуренты для сравнительного анализа. Например, в данном случае мы с натяжкой

можем назвать Alphabet Inc., Yahoo Inc. и Care.com прямыми конкурентами LinkedIn Corporation. Основной бизнес Alphabet Inc. и Yahoo Inc. – поисковые системы, а Care.com – это платформа поиска воспитателей для детей, инструкторов для животных и сиделок для пожилых. В свою очередь, LinkedIn Corporation – социальная сеть для деловых людей. Таким образом, структура выручки и затрат между этими четырьмя компаниями может сильно различаться. Именно поэтому не следует слепо делать выводы на основе ограниченных количественных данных, пример которых мы видим в таблице.

EBITDA Margin

EBITDA Margin – пожалуй, самый знаменитый показатель операционной эффективности компании, основанный на нестандартной метрике (non-GAAP) под названием «прибыль до вычета процентов по кредитам, налога на прибыль и амортизации по основным средствам и нематериальным активам» (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization – EBITDA).

EBITDA Margin показывает самую реалистичную прибыль компании без поправок на не операционные факторы деятельности предприятия (налог на прибыль, который компания не регулирует; амортизация, которая задается налоговым кодексом и практиками индустрии, при этом не влияет на коммерческий успех компании; проценты по кредитам, которые не связаны с коммерческой деятельностью компании, а относятся, как правило, к финансированию капитальных затрат. Кроме этого, амортизация, как правило, – самая крупная не денежная издержка в ОФР компании).

Считается по формуле:

$$\textbf{EBITDA Margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Revenue}} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Выручка}}$$

Маржа не может превышать значение в 100% от выручки, при этом она может быть отрицательной.

Чтобы посчитать этот показатель, нужно сначала понять, как получить значение для EBITDA, так как его нет в официальной отчетности компании. Есть два способа посчитать EBITDA: отталкиваясь от выручки или отталкиваясь от чистой прибыли. Рассмотрим оба:

EBITDA (1) = Net Income + Income Tax Expense + Interest + Depreciation & Amortization = Чистая прибыль + Начисленный налог на прибыль +

Начисленные проценты по кредитам + Амортизация основных средств и нематериальных активов

Все данные в формуле можно найти либо в ОФР, либо в ОДДС (например, амортизация).

В чем плюсы этой формулы:

- легко запомнить (очевидно из названия)
- легко найти данные и сложить их
- прозрачная схема расчетов

В чем минусы этой формулы:

– чистая прибыль может быть сильно «загрязнена» не операционными расходами и доходами, а также едино разовыми убытками и прибылью. Чтобы этого избежать, необходимо корректировать формулу;

– корректировка формулы занимает лишнее время, и всегда можно совершить ошибку;

– в некоторых случаях к чистой прибыли добавляются не операционные элементы, такие как прибыль или убыток от финансовых вложений (Non-controlling Interest Income/Loss) и пр., не имеющие отношения к коммерческому успеху компании;

– менеджмент компании, используя эту формулу, любит приукрашивать финансовый результат путем постоянных его корректировок (Adjusted EBITDA).

Вот пример:

Adjusted EBITDA Reconciliation

	($ millions)	Years Ended August 31,				
		2007	2008	2009	2010	2011
	Net Income	$14.1	$16.3	$9.3	$13.5	$17.4
	Interest Expense, net	5.0	2.8	1.7	2.0	6.6
	Provisions for Income Taxes	10.8	9.7	5.9	8.2	9.3
	Depreciation and Amortization	7.1	6.9	7.0	10.3	14.2
	EBITDA (unaudited)	36.9	35.7	23.8	33.9	47.5
Annual...	Non-recurring environmental charges	6.8	-	-	-	-
	Purchase accounting impact on COGS	-	-	-	0.9	1.0
	Restructuring charges	-	10.0	3.4	8.6	1.5
	Gain on sale of building	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.7)
	Wastewater disposal charge	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
	One-time royalty settlement	-	-	-	(1.1)	-
	Incremental legal costs - CA matter	-	-	-	-	2.6
	Acquisition and integration costs	-	-	-	3.8	0.7
	Adgusted EBITDA (unaudited)	$43.7	$45.7	$27.2	$46.0	$53.9

	($ millions)	FY10				FY11			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
	Net (Loss) Income	$5.4	$0.7	$5.2	$2.1	$4.9	$2.2	$6.2	$4.1
	Net Interest Expense	0.3	0.5	0.6	0.7	1.9	1.6	1.6	1.5
	Depreciation / Amortization	1.8	2.5	3.0	3.0	3.6	3.5	3.7	3.5
	Income Taxes	3.3.	0.2	3.4	1.3	2.9	1.0	3.7	1.7
	EBITDA	$10.8	$3.9	$12.1	$7.1	$13.3	$8.3	$15.2	$10.8
Quarterly...	Adjustments								
	Purchase acct. impact on COGS	-	0.5	0.3	-	0.8	0.2	-	-
	Restructuring	0.4	-	2.0	6.3	0.7	0.8	-	-
	Gain on sale of building	-	-	-	-	-	(0.7)	-	-
	Wastewater disposal charge	-	-	-	-	-	1.4	-	-
	One-time royalty settlement	(1.1)	-	-	-	-	-	-	-
	Incremental legal costs - CA matter	-	-	-	-	-	-	0.6	1.9
	Acquistiion and integration costs	0.4	1.2	-	2.2	-	-	0.7	-
	Total Adjustments	(0.4)	1.7	2.3	8.5	1.5	1.6	1.3	1.9
	Adjusted EBITDA (unaudited)	$10.4	$5.6	$14.4	$15.6	$14.8	$9.9	$16.5	$12.7

(Источник: getfilings.com)

Как видно из таблицы выше, скорректированная EBITDA (Adjusted) обычно на 30-40% выше, чем базовая EBITDA (Unaudited). Это обычная практика в индустрии.

Очевидно, что минусы подхода bottom-up (расчет «снизу-вверх», начиная с чистой прибыли компании) перевешивают плюсы. Таким образом, эта формула не подходит для получения точных аналитических данных.

EBITDA (2) = Revenue – Cost of Goods Sold (Cost of Revenue) – Selling, General, and Administrative Expenses + Depreciation & Amortization = Выручка –

Себестоимость товаров/услуг – Коммерческие, административные и общие расходы +Амортизация основных средств и нематериальных активов

Все данные в формуле можно найти либо в ОФР, либо в ОДДС (например, амортизация).

В чем плюсы этой формулы:

– показывает операционные доходы и расходы, связанные с коммерческим успехом компании;

– легко найти данные и сложить их;

формула не имеет тех недостатков, которые имеет подход «bottom-up».

В чем минусы этой формулы:

– сложнее запомнить, а значит, выше шансы допустить ошибки;

– если ОДДС составлена прямым методом, а в ОФР амортизация не стоит отдельной строкой, посчитать EBITDA будет невозможно без подробных примечаний, так как амортизация (D&A), как правило, распределяется по нескольким категориям расходов (в т. ч. она включена в себестоимость продукции, коммерческих/административных расходов и прочих операционных расходов).

Однако мы видим, что плюсы этого метода расчета EBITDA превосходят минусы. Поэтому рекомендуем выбирать эту формулу для расчета EBITDA компании.

OIBDA

OIBDA – Operating Income Before Depreciation and Amortization (операционная прибыль до вычета амортизации по основным средствам и нематериальным активам) – разновидность EBITDA, часто встречаемая в анализе компаний в TMT-секторе (телекоммуникации, медиа и технологии) и в секторе развлечений (Entertainment).

Основное отличие OIBDA от EBITDA в том, что при расчете первой используется не чистая прибыль (Earnings), а стандартная операционная (GAAP Operating Income). Операционная прибыль, с одной стороны, оставляет меньше места для манипуляций (корректировок), а с другой – показывает результаты коммерческой деятельности компании, не принимая во внимание успехи или неудачи ее инвестиционной или финансовой деятельности.

Формула для расчета: OIBDA = Operating Income + Depreciation and Amortization = Операционная прибыль + Амортизация основных средств и нематериальных активов

(Иногда на некоторых источниках формула совпадает с формулой EBITDA[1])

Иногда в популярных источниках в формуле можно увидеть, что кроме операционной прибыли и амортизации присутствуют начисленные за отчетный период налоги и проценты по кредитам. Это неверно, так как эти расходы уже входят в операционную прибыль (вычитаются из нее, находятся строками ниже в ОФР), а значит, добавление их к операционной прибыли приводит к двойному учету, делая показатель OIBDA завышенным.

Пример

Рассмотрим исторические значения OIBDA и ее маржи для LinkedIn Corp:

[1] https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-ebitda

Income Statement						
For the Fiscal Period Ending	**12 months**	**12 months**	**12 months**	**12 months**	**12 months**	**LTM 12 months**
	Dec-31-2010	**Dec-31-2011**	**Dec-31-2012**	**Dec-31-2013**	**Dec-31-2014**	**Sep-30-2015**
Currency	***USD***	***USD***	***USD***	***USD***	***USD***	***USD***
Revenue	243.1	522.2	972.3	1,528.5	2,218.8	2,772.4
Other Revenue	-	-	-	-	-	-
Total Revenue	243.1	522.2	972.3	1,528.5	2,218.8	2,772.4
Cost of Goods Sold	44.8	81.4	125.5	202.9	293.8	386.8
Gross Profit	**198.3**	**440.7**	**846.8**	**1,325.6**	**1,925.0**	**2,385.7**
Gross Profit Margin, %	*81.6%*	*84.4%*	*87.1%*	*86.7%*	*86.8%*	*86.0%*
Selling General & Admin Exp.	94.0	239.6	452.9	747.7	1,115.7	1,406.8
R & D Exp.	65.1	132.2	257.2	395.6	536.2	708.7
Depreciation & Amort.	19.6	43.1	79.8	134.5	236.9	362.0
Other Operating Expense/(Income)	-	-	-	-	-	-
Other Operating Exp., Total	**178.7**	**414.9**	**789.9**	**1,277.8**	**1,888.8**	**2,477.5**
OIBDA	**39.1**	**68.9**	**136.7**	**182.3**	**273.1**	**270.2**
OIBDA Margin, %	*16.1%*	*13.2%*	*14.1%*	*11.9%*	*12.3%*	*9.7%*
Operating Income	**19.6**	**25.8**	**56.9**	**47.8**	**36.1**	**(91.8)**

(Источник: Capital IQ)

Как мы видим, OIBDA LinkedIn Corp растет в абсолютном значении, но падает относительно выручки (больше 16% в 2010 г., но ниже 10% в 2015 г.), при том что валовая прибыль демонстрирует рост как в абсолютном выражении, так и с точки зрения маржинальности. При более внимательном анализе исторической отчетности видно, что основным фактором, влияющим на операционную прибыль, является рост коммерческих, административных и общих расходов (SG&A). На втором месте – стремительно растущие затраты на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР – Research & Development (R&D)), т.е. расходы на персонал.

На первый взгляд кажется, что рост этих расходов – негативный фактор, который нужно устранить. Но с другой стороны, рост текущих расходов на SG&A является инвестицией в будущую выручку компании, так как шансы того, что менеджмент LinkedIn Corp бездумно нанимает рабочие руки, крайне малы. Чтобы новые члены команды показали результаты на уровне выручки (причем неважно, являются новые сотрудники менеджерами по продажам, маркетологами или разработчиками продуктов, так как все эти функции ведут к увеличению продаж в той или иной степени), должно пройти

время, так как им необходимо пройти корпоративное обучение и, возможно, освоиться в новых проектах, которые компания инициировала для них.

Что касается R&D, тут все проще: исследовательская деятельность является инвестицией в рост компании, при этом ее плоды могут быть видны лишь через несколько лет. МСФО (в частности, стандарт IAS 38) дают строгие правила по капитализации продуктов деятельности R&D (т. е. их представления в отчетности не как расходов, а как нематериальных активов на балансе, которые со временем амортизируются), поэтому многие компании вынуждены включать в расходы большинство затрат, касающихся R&D. Естественно, данная практика не совсем верно отображает реальную стоимость нематериальных активов компании и ее технологий/бизнес-процессов.

Итак, можно вывести главное правило анализа подобных расходов для любой компании: важна не динамика расходов относительно выручки, а глубинный смысл этой динамики. Другими словами, нужно понимать, какова цель увеличения штата сотрудников, к каким показателям растущие расходы приведут в будущем, а не думать, почему исторические цифры лучше текущих. Как правило, компании объясняют это подробно в презентациях и во время групповых звонков с внешними аналитиками, когда обсуждают итоги квартала или финансового года.

Давайте сравним маржу EBITDA LinkedIn Corp с конкурентами (данные за 2015 г.):

Company Comp Set	
Company Name	**LTM EBITDA Margin %**
Twitter, Inc. (NYSE:TWTR)	(10.5%)
Facebook, Inc. (NasdaqGS:FB)	41.8%
Yahoo! Inc. (NasdaqGS:YHOO)	9.6%
AOL Inc.	16.8%
NetEase, Inc. (NasdaqGS:NTES)	34.3%
Alphabet Inc. (NasdaqGS:GOOGL)	32.5%
Akamai Technologies, Inc. (NasdaqGS:AKAM)	32.3%
IAC/InterActiveCorp (NasdaqGS:IACI)	12.8%
Mixi, Inc. (TSE:2121)	48.2%
Care.com, Inc. (NYSE:CRCM)	(13.8%)
LinkedIn Corporation (NYSE:LNKD)	8.3%
Summary Statistics	**LTM EBITDA Margin %**
High	48.2%
Low	(13.8%)
Mean	20.4%
Median	24.5%

(Источник: Capital IQ)

Примечание: мы использовали OIBDA, а не EBITDA, потому что эти данные были готовы для LinkedIn Corp и ее конкурентов.

В отличие от радужных показателей маржи валовой прибыли видим, что маржа EBITDA компании LinkedIn Corp гораздо ниже среднего. В частности, у этой компании третий самый худший показатель в списке, после Care.com и Twitter, Inc. Так как EBITDA – самый распространенный финансовый показатель, используемый в оценке компаний, было бы логично предположить, что низкая маржинальность по EBITDA в случае LinkedIn Corp негативно влияет на ее оценку по сравнению с конкурентами (речь о

мультипликаторе EV/EBITDA, где EV – стоимость предприятия). Но предположения не соответствуют действительности:

Company Comp Set		
Company Name	**TEV/Total Revenues LTM-Latest**	**TEV/EBITDA LTM - Latest**
Twitter, Inc. (NYSE:TWTR)	7.7x	NM
Facebook, Inc. (NasdaqGS:FB)	18.0x	43.1x
Yahoo! Inc. (NasdaqGS:YHOO)	5.4x	30.9x
AOL Inc.	-	-
NetEase, Inc. (NasdaqGS:NTES)	6.3x	18.3x
Alphabet Inc. (NasdaqGS:GOOGL)	6.5x	19.9x
Akamai Technologies, Inc. (NasdaqGS:AKAM)	4.7x	14.5x
IAC/InterActiveCorp (NasdaqGS:IACI)	1.8x	14.1x
Mixi, Inc. (TSE:2121)	1.9x	3.9x
Care.com, Inc. (NYSE:CRCM)	1.1x	NM
LinkedIn Corporation (NYSE:LNKD)	11.2x	134.9x
Summary Statistics	**TEV/Total Revenues LTM-Latest**	**TEV/EBITDA LTM - Latest**
High	18.0x	43.1x
Low	1.1x	3.9x
Mean	5.9x	20.7x
Median	5.4x	18.3x

(Источник: Capital IQ)

Из таблицы выше мы видим, что LinkedIn Corp имеет второй самый высокий мультипликатор EV/Revenue (отношение стоимости предприятия к выручке) после Facebook, Inc. и самый высокий мультипликатор EV/EBITDA в списке (высокое значение скорее связано с тем, что EBITDA за последние 12 месяцев того финансового года сильно «просела» по отношению к предыдущему, так как мультипликатор EV/Revenue не выходит за рамки разумного). Остается предположить, что высокая оценка компании связана с тем, что она показала стремительный рост выручки за предыдущие несколько лет, и рынок верит, что ей есть куда расти и для этого есть ресурсы.

И это предположение имеет рациональный фундамент, так как рост выручки превысил в среднем 31% (CAGR) за 2011 – 2015 гг. При этом за 12 месяцев фискального 2015 года продажи выросли более чем на 37%:

Company Comp Set	
Company Name	**LTM Total Revenues, 1 Yr Growth %**
Twitter, Inc. (NYSE:TWTR)	70.29%
Facebook, Inc. (NasdaqGS:FB)	42.29%
Yahoo! Inc. (NasdaqGS:YHOO)	6.85%
AOL Inc.	8.63%
NetEase, Inc. (NasdaqGS:NTES)	72.06%
Alphabet Inc. (NasdaqGS:GOOGL)	12.83%
Akamai Technologies, Inc. (NasdaqGS:AKAM)	15.62%
IAC/InterActiveCorp (NasdaqGS:IACI)	6.98%
Mixi, Inc. (TSE:2121)	301.84%
Care.com, Inc. (NYSE:CRCM)	35.53%
LinkedIn Corporation (NYSE:LNKD)	37.08%

(Источник: Capital IQ)

Подводя итог, следует сказать, что EBITDA и ее маржа являются ключевыми показателями операционной эффективности, влияющими на оценку компаний, анализ их кредитоспособности (внутренний и внешний), управленческий учет и другие операционные функции и решения внутри предприятия (например, проектный менеджмент и создание, запуск и развитие продуктов). Уметь считать EBITDA и маржу – важнейший навык в анализе эффективности компании.

Operating Margin

Operating Margin (маржа операционной прибыли) – коэффициент, показывающий, сколько процентов от выручки компании остается в операционной прибыли. В свою очередь, операционная прибыль (Operating Income) – это «сухой остаток» операционной деятельности компании (т. е. той деятельности, ради которой она существует).

Считается по формуле[2]:

$$\textbf{Operating Margin} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Revenue}} = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Выручка}}$$

или

Operation Margin = Operation Profit / Net Sales * 100(Net Sales = Gross Sales – Sales Return – Allowances - Discounts= Чистые продажи = Валовые продаж – Возвращенные продажи – Возвращенные продажи в результате порчи – Скидки)[3]

Маржа не может превышать значение в 100% от выручки, при этом она может быть отрицательной.

Чтобы увидеть операционную прибыль компании, достаточно взглянуть на ее официальную отчетность, так как операционная прибыль – стандартная метрика (GAAP), которую компании обязаны презентовать как минимум ежеквартально.

Пример презентации операционной прибыли в финансовой отчетности компании:

[2] https://www.wallstreetmojo.com/operating-profit-margin-formula/
[3] https://strategiccfo.com/net-sales/

PJSC AEROFLOT
Condensed Consolidated Interim Statement of
Profit or Loss for the three and nine months ended 30 September 2017
(All amounts are presented in millions of Russian Roubles, unless otherwise stated)

	Note	Three months ended 30 September 2017	Three months ended 30 September 2016	Nine months ended 30 September 2017	Nine months ended 30 September 2016
Traffic revenue	4	153,819	141,233	361,802	334,563
Other revenue	5	16,096	16,249	42,971	46,743
Revenue		169,915	157,482	404,773	381,306
Operating costs, excluding staff costs, depreciation and amortisation	6	(108,936)	(94,527)	(289,635)	(256,599)
Staff costs	7	(22,186)	(17,086)	(60,509)	(48,118)
Depreciation and amortisation		(3,408)	(3,135)	(10,412)	(9,250)
Other operating income/(expenses), net		(1,221)	942	(2,355)	(413)
Operating costs		(135,751)	(113,806)	(362,911)	(314,380)
Operating profit		34,164	43,676	41,862	66,926
Loss from sale and impairment of investments, net		(36)	(305)	(108)	(3,734)
Finance income	8	1,566	11,075	6,349	18,860
Finance costs	8	(2,171)	(2,419)	(6,331)	(7,388)
Hedging result	8	(1,478)	(1,956)	(4,226)	(10,611)
Share of results of associates		106	45	140	-
Result from disposal of subsidiaries	14	-	627	-	(5,099)
Profit before income tax		32,151	50,743	37,686	58,954
Income tax expense	9	(7,890)	(9,412)	(10,537)	(15,156)
PROFIT FOR THE PERIOD		24,261	41,331	27,149	43,798

(Источник: Aeroflot Investor Relations)

Бывают случаи (например, в отчетности ПАО «Магнит»), когда операционная прибыль не рассчитывается отдельно и строки ОФР презентуются одним массивом. Чтобы рассчитать операционную прибыль в таких случаях, нужно из выручки вычесть все операционные издержки (возможно, придется пользоваться примечаниями, чтобы не смешивать между собой данные, которые включают в расчеты не операционные доходы и расходы).

Operating Income vs EBIT

Многие люди, знакомые с азами корпоративных финансов, могут спросить: «Операционная прибыль – это то же самое, что EBIT?». Ответ неоднозначный: и да, и нет. EBIT – прибыль до вычета налога на прибыль и начисленных процентов по кредитам (Earnings Before Interest and Tax) – широко используемый финансовый показатель в оценке компании, являющийся при этом нестандартным значением (non-GAAP). EBIT также фигурирует в одной из формул расчета свободного денежного потока (Free Cash Flow – FCFF и FCFE), который является базой для расчета стоимости предприятия (Enterprise Value) в методе оценке дисконтированных денежных потоков (Discounted Cash Flow analysis – DCF). Если посмотреть на примеры расчета операционной прибыли, то становится понятным, что разницы между Operating Income и EBIT почти нет. Ключевое слово – «почти». В чем же разница?

Давайте рассмотрим оба финансовых показателя детально. Операционная прибыль рассчитывается по следующей, весьма простой, формуле:

Operating Income (Операционная прибыль) = Revenue – Cost of Goods Sold–Selling, General, and Administrative Expenses – Other Operating Expenses (Income) = Выручка – Себестоимость товаров – Коммерческие, административные и общие издержки – Иные операционные издержки (прибыль)

При этом амортизация (Depreciation & Amortization) уже включена либо в себестоимость продукции, либо в SG&A. Если она стоит отдельной строкой, ее нужно вычесть из выручки.

Как мы видим, операционная прибыль – финансовый показатель, основанный на операционных данных и призванный демонстрировать именно коммерческий успех компании.

Теперь давайте рассмотрим формулу расчета EBIT:

EBIT = (Прибыль до вычета налога на прибыль и начисленных процентов по кредитам) = Net Income + Income Tax Expense + Interest = Чистая прибыль + Налог на прибыль + Начисленный процент по кредитам

Следует заметить, что EBIT можно также рассчитать по формуле:

EBIT = Revenue – GOGS – Operating Expenses (OPEX) = Выручка – операционные расходы[4]

Однако этот подход не исключает случайного учета не операционных элементов, которые могут быть включены в крупные группы расходов.

Сразу бросается в глаза, что расчет формулы начинается с чистой прибыли, которая, как мы определили в части, посвященной EBITDA Margin, совсем не является таковой с точки зрения переменных, входящих в ее расчет. Мы знаем, что на чистую прибыль влияют не операционные прибыли и убытки (non-operating income/losses), а также едино разовые доходы и расходы (one-off items). Таким образом, ключевая разница между Operating Income и EBIT состоит в том, что первый показатель концентрируется исключительно на операционных доходах и расходах, а второй включает в себя не операционные элементы (хотя и не всегда). Именно потому, что EBIT могут считать по-разному в каждой компании или финансовой организации (например, для целей оценки), он не является стандартным показателем (GAAP), презентуемым в финансовых отчетностях компаний. В случаях, когда в отчетном периоде отсутствуют не операционные элементы или едино разовые прибыли/убытки, EBIT равен операционной прибыли.

[4] https://www.investopedia.com/terms/e/ebit.asp

EBIT vs EBITDA

При взгляде на финансовый показатель EBIT может возникнуть вопрос: «Для чего нужно уметь его считать и как он используется?». В предыдущей части мы установили, что EBITDA – это наиважнейший показатель операционной эффективности компании, имеющий массу применений за пределами финансового анализа. Зачем тогда думать об EBIT?

Для того чтобы ответить на этот вопрос, нужно детально рассмотреть структуру доходов и расходов компании, а также обратить внимание на движение денежных средств в отчетном периоде. Давайте разберемся пошагово:

1. EBITDA и EBIT – показатели финансового результата, то есть они не берут в расчет фактор времени, от которого зависят денежные потоки компании. Простой пример: выручка прямо влияет на EBITDA и EBIT. При этом выручка может быть трех типов: полученная в периоде, полученная в виде дебиторской задолженности и сконвертированная из доходов будущих периодов – Unearned Revenue. Качество и «консистенция» выручки не влияют на EBITDA и EBIT, но влияют на денежные потоки компании в периоде. Логично, что рост дебиторской задолженности, составляющий часть выручки в периоде, никак не влияет на расчетный (банковский) счет компании в периоде.

2. Для нормальной жизнедеятельности компании необходимо возвращать прибыль в бизнес. Это называется реинвестированием. Оно делится на две большие категории: покупку оборотных активов и приобретение долгосрочных активов (капитальных активов – основных средств и долгосрочных нематериальных активов). Первые относятся к тем активам, которые участвуют в операционной деятельности компании – запасы (Inventory), расходные материалы (Supplies), расходы будущих периодов (Prepaid Expenses), дебиторская задолженность (Accounts Receivable – она тоже покупается, когда клиент получает сначала услугу или товар, а лишь потом ее оплачивает). Краткосрочные финансовые активы (Short-term Investments) не относятся к операционным активам, поэтому их купля-продажа отражается в секции инвестиционных денежных потоков (Cash from Investing Activities) в Отчете о движении денежных средств (Cash Flow Statement).

3. Покупка оборотных активов, необходимая для запуска очередного операционного цикла (Operating Cycle), и приобретение долгосрочных

активов не учитываются в Отчете о финансовых результатах (Income Statement), так как эти операции не являются финансовыми результатами компании в периоде (т. е. последствиями коммерческой деятельности предприятия или не операционными элементами, влияющими на чистую прибыль). Логично, что затраты, связанные с приобретением оборудования, не будут стоять в одном отчете с затратами на персонал или маркетинг (оборудование все же влияет на ОФР с помощью амортизации – D&A, т. е. ежеквартального списания части его балансовой стоимости). При этом, например, покупка запасов также не учитывается в ОФР, ведь согласно принципу соответствия (Matching Principle) себестоимость проданных товаров (Cost of Goods Sold) должна учитывать лишь стоимость реализованной продукции в периоде, т. е. соответствовать выручке, тогда как остальная продукция остается на складе и классифицируется как краткосрочный (и операционный) актив на балансе. Понятно, что компания не всегда будет реализовывать 100% приобретенной в периоде партии товара, а значит, разница между признанной себестоимостью в ОФР и размером сделки по приобретению запасов в периоде должна где-то отображаться. Кроме этого, ОФР влияет лишь на «правую» часть баланса, то есть на пассивы компании (в частности, на капитал владельцев – Shareholders' Equity), а значит, баланс не будет сходиться, если мы будем использовать лишь ОФР. Поэтому изменение в балансе запасов отображается в ОДДС, если он построен косвенным методом, или в примечаниях к отчетности, если Cash Flow Statement построен прямым методом. Но на EBITDA или EBIT это никак не влияет, что является одним из недостатков этих финансовых показателей.

4. Таким образом, «правильным» показателем операционного успеха компании является отнюдь не EBITDA, а операционный денежный поток (Cash Flow from Operations), который учитывает, как финансовые результаты, так и изменения в оборотном капитале (изменения в операционных активах и пассивах, которые часто финансируют первые, экономя денежные средства компании). При этом самым корректным показателем денежного потока является свободный денежный поток (Free Cash Flow), который можно представить, как разницу между операционным денежным потоком и капитальными затратами (сюда также можно включить покупку или создание нематериальных активов, если те являются необходимыми условиями для долгосрочного коммерческого успеха компании. При этом учитывать приобретение или реализацию финансовых вложений нет смысла, так как это относится к управлению ликвидностью компании, но не является частью ее операционной деятельности, если, конечно, компания не является финансовой организацией).

Пример расчета свободного денежного потока (Free Cash Flow) на основе финансовых данных LinkedIn Corp:

Cash Flow						
For the Fiscal Period Ending	**12 months**	**12 months**	**12 months**	**12 months**	**12 months**	**LTM 12 months**
	Dec-31-2010	**Dec-31-2011**	**Dec-31-2012**	**Dec-31-2013**	**Dec-31-2014**	**Sep-30-2015**
Currency	**USD**	**USD**	**USD**	**USD**	**USD**	**USD**
Net Income	**15.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.7)**	**(147.8)**
Depreciation & Amort.	15.7	34.1	58.7	102.5	161.6	221.0
Amort. Of Goodwill and Intangibles	1.0	3.6	9.9	16.4	34.6	100.3
Depreciation & Amort., Total	**16.7**	**37.7**	**68.6**	**118.9**	**196.2**	**321.3**
Other Amortization	2.9	5.4	11.2	15.6	46.6	80.6
(Gain) Loss On Sale Of Invest.	-	-	5.3	8.3	13.6	20.2
Stock-Based Compensation	8.8	29.8	86.3	193.9	319.1	469.1
Tax Benefit from Stock Options	(0.1)	(1.6)	(35.8)	(43.8)	(99.2)	(49.8)
Provision & Write-off of Bad debts	1.8	3.1	0.6	4.8	11.3	10.7
Other Operating Activities	-	-	-	-	0.4	1.0
Change in Acc. Receivable	(35.7)	(54.9)	(91.3)	(102.6)	(137.6)	(104.6)
Change in Acc. Payable	15.6	37.0	85.6	114.7	150.0	156.8
Change in Unearmed Rev.	39.5	74.8	117.9	134.5	129.3	114.4
Change in Inc. Taxes	(0.5)	9.7	27.1	3.1	19.3	(43.2)
Change in Other Net Operating Assets	(10.1)	(19.4)	(30.1)	(37.7)	(64.4)	(67.9)
Cash from Ops.	**54.4**	**133.4**	**267.1**	**436.5**	**569.0**	**760.8**
Capital Expenditure	(50.0)	(89.0)	(125.4)	(278.0)	(547.6)	(570.8)
Free Cash Flow (to Firm)	**4.4**	**44.4**	**141.7**	**158.5**	**21.4**	**190.0**

(Источник: Capital IQ)

Мы могли бы включить в расчеты покупку/создание нематериальных активов, но для достоверных результатов нужно изучать подробную разбивку этой строки в ОДДС.

Итак, мы определили, что EBITDA – не лучший финансовый показатель, отражающий реальное движение денег в компании и показывающий «сухой остаток», который можно выплатить владельцам бизнеса в виде дивидендов, выкупить их доли на баланс компании или погасить кредит (помним, что в нашем случае владельцы это и акционеры/учредители, и кредиторы). Не логично ли предположить, что с EBIT все гораздо хуже? Отнюдь нет.

В отличие от EBITDA, показатель EBIT косвенным образом учитывает капитальные затраты. Почему косвенным? Потому что в самой формуле расчета EBIT мы не видим словосочетания «капитальные затраты» (Capital

Expenditures – CapEx). Однако если предположить, что разумный менеджмент тратит в периоде на CapEx как минимум ту же сумму, на которую в совокупности падает чистая балансовая стоимость основных средств (долгосрочных активов) компании, то все становится на свои места. В противном случае, если компания не будет тратить деньги на обновление капитальных активов (основных средств), то со временем она их «изживет», т.е. износит. Учитывая, что эти активы косвенным методом влияют на коммерческий успех компании (пусть даже не всегда напрямую влияют на выручку), отсутствие инвестирования в них приведет к экономическому упадку предприятия. Таким образом, чтобы компания сохраняла хотя бы статус-кво (status quo), баланс ее основных средств должен оставаться на одном уровне. Логично, что, если компания планирует рост выручки и других финансовых показателей, ее CapEx должен превышать амортизацию основных средств (D&A) в периоде.

Со смысловой точки зрения, можно сказать, что EBIT ≈ EBITDA – CapEx. Это означает, что EBIT уже на один шаг ближе к свободному денежному потоку, чем EBITDA, т. е. чище, чем второй показатель. Кстати, именно поэтому величайший инвестор современности Уоррен Баффетт (Warren Buffett) неоднократно говорил о своем выборе в пользу EBIT, видя в нем показатель прибыли владельцев (Owners' Earnings).

Пример

Рассмотрим исторические значения OIBDA и ее маржи для LinkedIn Corp:

Income Statement						
For the Fiscal Period Ending	**12 months Dec-31-2010**	**12 months Dec-31-2011**	**12 months Dec-31-2012**	**12 months Dec-31-2013**	**12 months Dec-31-2014**	**LTM 12 months Sep-30-2015**
Currency	**USD**	**USD**	**USD**	**USD**	**USD**	**USD**
Revenue	243.1	522.2	972.3	1,528.5	2,218.8	2,772.4
Other Revenue	-	-	-	-	-	-
Total Revenue	243.1	522.2	972.3	1,528.5	2,218.8	2,772.4
Cost of Goods Sold	44.8	81.4	125.5	202.9	293.8	386.8
Gross Profit	**198.3**	**440.7**	**846.8**	**1,325.6**	**1,925.0**	**2,385.7**
Gross Profit Margin, %	*81.6%*	*84.4%*	*87.1%*	*86.7%*	*86.8%*	*86.0%*
Selling General & Admin Exp.	94.0	239.6	452.9	747.7	1,115.7	1,406.8
R & D Exp.	65.1	132.2	257.2	395.6	536.2	708.7
Depreciation & Amort.	19.6	43.1	79.8	134.5	236.9	362.0
Other Operating Expense/(Income)	-	-	-	-	-	-
Other Operating Exp., Total	**178.7**	**414.9**	**789.9**	**1,277.8**	**1,888.8**	**2,477.5**
Operating Income	**19.6**	**25.8**	**56.9**	**47.8**	**36.1**	**(91.8)**
Operating Income Margin, %	*8.1%*	*4.9%*	*5.8%*	*3.1%*	*1.6%*	*-3.3%*

(Источник: Capital IQ. Расчеты автора)

Отметим, что операционная маржа компании может быть отрицательной в том или ином периоде, и это не означает, что компания находится в критической ситуации. Даже если операционная прибыль из года в год находится «под водой», компания может спокойно жить, «изживая активы» (т.е., не тратя денежные средства на капитальные затраты). В конце концов, для выживания бизнеса в кратко- и среднесрочной перспективе гораздо важнее наличие позитивного операционного денежного потока, чем позитивного финансового результата (как говорится в выражении «Cash is king»):

PJSC AEROFLOT
Condensed Consolidated Interim Statement of
Cash Flows for the 9 months ended 30 September 2017
(All amounts are presented in millions of Russian Roubles, unless otherwise stated)

	Note	9m 2017	9m 2016
Cash flows from operating activities:			
Profit before income tax		37,686	58,954
Adjustments for:			
Depreciation and amortisation		10,412	9,250
Change in impairment provision for accounts receivable and prepayments		(343)	1,236
Change in impairment provision for obsolete expendable spare parts and inventory		(40)	(27)
Change in provision for impairment of property, plant and equipment	12	(34)	(25)
Loss on disposal of property, plant and equipment		719	335
Loss on disposal of subsidiaries	14	-	5,099
Change in provision for impairment of investments		(59)	3,734
Loss on change in the fair value of derivative financial instruments	8	-	53
Hedging result	8	4,226	10,611
Change in provisions for liabilities	18	9,553	5,271
Interest expense	8	6,012	7,189
Foreign exchange gain	8	(2,747)	(15,007)
Write-off of VAT recoverable		-	500
Other finance loss/(income), net	8	319	142
Dividend income	13	(24)	(14)
Profit from disposal of assets held for sale		(201)	(2,784)
Other operating income, net		(492)	(2,911)
Total operating cash flows before working capital changes		**64,987**	**81,606**
Increase in accounts receivable and prepayments		(25,283)	(15,011)
Increase in expendable spare parts and inventories		(1,678)	(1,988)
Increase in accounts payable and accrued liabilities		27,835	19,303
Total operating cash flows after working capital changes		**65,861**	**83,910**
Change in restricted cash	28	(1,664)	10
Income tax paid		(7,364)	(8,674)
Income tax refunded		1,067	1,189
Net cash flows from operating activities		**57,900**	**76,435**

(Источник: Aeroflot Investor Relations)

Резюмируем. Операционная прибыль – хоть и менее популярный, но не менее важный показатель операционной эффективности компании. При этом она имеет преимущества перед показателем EBITDA, так как косвенно учитывает капитальные затраты компании, которые являются неотъемлемой частью управленческой деятельности ее менеджмента и необходимым элементом ее стратегии. Кроме этого, операционная прибыль является стандартным показателем (GAAP), тогда как EBITDA может рассчитываться аналитиками и сотрудниками компаний по-разному, а также может

претерпевать множество корректировок, что создает угрозу искажения финансовых результатов.

Net Profit Margin

Net Profit Margin (маржа чистой прибыли) – коэффициент, показывающий, сколько процентов от выручки компании приходится на чистую прибыль. В свою очередь, чистая прибыль (Net Income) – это «сухой остаток» операционной и неоперационной деятельности компании. В учебниках по экономике часто пишут, что чистая прибыль равна разности выручки и всех издержек компании. И хотя это не совсем корректное определение, вы можете рассматривать чистую прибыль как «остаточный» финансовый результат.

Считается по формуле[5]:

$$\textbf{Net Income Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Revenue}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times 100$$

Маржа не может превышать значение в 100% от выручки[6], при этом она может быть отрицательной.

Чтобы увидеть чистую прибыль компании, достаточно взглянуть на ее официальную отчетность, так как чистая прибыль – стандартная метрика (GAAP), которую компании обязаны презентовать как минимум ежеквартально.

Пример презентации чистой прибыли в финансовой отчетности компании:

[5] https://www.investopedia.com/terms/n/net_margin.asp

[6] Технически может за счет не операционной прибыли (убытков), но такое практически не встречается в реальности.

PJSC AEROFLOT
Condensed Consolidated Interim Statement of
Profit or Loss for the three and nine months ended 30 September 2017
(All amounts are presented in millions of Russian Roubles, unless otherwise stated)

	Note	Three months ended 30 September 2017	Three months ended 30 September 2016	Nine months ended 30 September 2017	Nine months ended 30 September 2016
Traffic revenue	4	153,819	141,233	361,802	334,563
Other revenue	5	16,096	16,249	42,971	46,743
Revenue		169,915	157,482	404,773	381,306
Operating costs, excluding staff costs, depreciation and amortisation	6	(108,936)	(94,527)	(289,635)	(256,599)
Staff costs	7	(22,186)	(17,086)	(60,509)	(48,118)
Depreciation and amortisation		(3,408)	(3,135)	(10,412)	(9,250)
Other operating income/(expenses), net		(1,221)	942	(2,355)	(413)
Operating costs		(135,751)	(113,806)	(362,911)	(314,380)
Operating profit		34,164	43,676	41,862	66,926
Loss from sale and impairment of investments, net		(36)	(305)	(108)	(3,734)
Finance income	8	1,566	11,075	6,349	18,860
Finance costs	8	(2,171)	(2,419)	(6,331)	(7,388)
Hedging result	8	(1,478)	(1,956)	(4,226)	(10,611)
Share of results of associates		106	45	140	-
Result from disposal of subsidiaries	14	-	627	-	(5,099)
Profit before income tax		32,151	50,743	37,686	58,954
Income tax expense	9	(7,890)	(9,412)	(10,537)	(15,156)
PROFIT FOR THE PERIOD		24,261	41,331	27,149	43,798

(Источник: Aeroflot Investor Relations)

Как видно из таблицы выше, чистая прибыль (Net Income) не всегда называется так. Это нормальная практика в рамках МСФО (IFRS). Часто это зависит от географических (языковых) особенностей (из-за различий в терминологии американского и британского английского, например). Тем не менее определить чистую прибыль в отчетности очень просто: во-первых, она всегда находится внизу ОФР; во-вторых, чистой прибыли всегда предшествует налог на прибыль (Income tax expense). В классическом варианте презентации строка чистой прибыли подчеркивается двумя полосками, обозначая конец отчета о финансовых результатах.

В корпоративных отчетностях (в данном случае имеются в виду крупные компании с годовым оборотом свыше 1 млрд руб., чьи отчетности нередко публикуются по стандартам МСФО) часто можно увидеть еще два нюанса:

1. Разбивку чистой прибыли на контролирующие и неконтролирующие доли.
2. Презентацию прибыли на акцию (базовую и разводненную).

Как упоминалось выше, мы не изучаем Отчет об ином совокупном доходе (Other Comprehensive Income) и строки из него в этом материале (а они нередко входят в ОФР. Пример – недавняя финансовая отчетность Ленты).

Давайте рассмотрим эти нюансы по порядку.

Чистая прибыль акционеров и неконтролирующие доли

Большинство крупных компаний организовано по холдинговой схеме: головная компания, чьи акции торгуются на бирже (хотя необязательно это должны быть публичные компании), владеет некоторым числом «ОООшек» (в английском сленге - OpCo от словосочетания operating company), которые играют свою роль в цепочке создания ценности. Они называются дочерними предприятиями или «дочками». При этом в очень крупных корпорациях «дочки» нередко представляют собой сформировавшиеся «бизнес-юниты», которые занимают сами по себе весь процесс создания ценности для конечного потребителя (корпорации, владеющие такими «независимыми» дочерними предприятиями, нередко называются группами). Вот один из многих примеров холдингов на основе данных из отчетности ПАО «Роснефть»:

40. Key subsidiaries

Name	Country of incorporation	Core activity	2016 Preferred and common shares %	2016 Voting shares %	2015 Preferred and common shares %	2015 Voting shares %
Exploration and production						
PJSC Orenburgneft	Russia	Oil and gas development and production	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Samotlorneftegaz	Russia	Oil and gas development and production	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Tumenneftegaz	Russia	Oil and gas development and production	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
PJSC Verkhnechonskneftegaz	Russia	Oil and gas development and production	**99.94**	**99.94**	99.94	99.94
JSC Vankorneft	Russia	Oil and gas development and production	**50.10**	**50.10**	100.00	100.00
LLC RN-Yuganskneftegaz	Russia	Oil and gas production operator services	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
PJSC Bashneft Oil Company	Russia	Oil and gas development and production	**52.39**	**61.59**	–	–
Refining, marketing and distribution						
JSC RORC	Russia	Petroleum refining	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Angarsk Petrochemical Company	Russia	Petroleum refining	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Novokuybyshev Refinery	Russia	Petroleum refining	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
LLC RN-Komsomolsky Refinery	Russia	Petroleum refining	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Syzran Refinery	Russia	Petroleum refining	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Achinsk Refinery	Russia	Petroleum refining	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Kuybyshev Refinery	Russia	Petroleum refining	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
PJSC Saratov Oil Refinery	Russia	Petroleum refining	**85.48**	**91.13**	85.48	91.13
JSC PCEC	Russia	Marketing and distribution	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC RN-Stolitsa	Russia	Marketing and distribution	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
Rosneft Trading S.A.	Switzerland	Marketing and distribution	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
Rosneft Trade Limited	Cyprus Republic	Marketing and distribution	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
Other						
JSC RN Holding	Russia	Holding company	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
LLC Neft-Aktiv	Russia	Investing activity	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
Rosneft Finance S.A.	Luxemburg	Finance services	**100.00**	**100.00**	100.00	100.00
JSC Russian Regional Development Bank (VBRR)	Russia	Banking	**98.34**	**98.34**	84.67	84.67

(Источник: Rosneft Investor Relations)

Как видно из таблицы выше, Роснефть не является монолитной организацией, а наоборот, состоит из множества дочерних предприятий, во многих из которых она владеет 100% акций (кстати, лишь немногие из этих компаний являются ООО, если присмотреться к аббревиатурам). С другой стороны, мы также видим несколько примеров, где Роснефть владеет большинством акций в дочерних предприятиях, но не 100%. Возникает вопрос: «Кому принадлежат оставшиеся акции?».

Логичный ответ на этот вопрос: «Акции принадлежат другим владельцам этих дочерних предприятий». Иными словами, акционеры Роснефти не владеют оставшимися долями. Они и называются «неконтролирующими», так как этим владельцам принадлежит меньше 50% + 1 акций в дочерних предприятиях материнской компании. Однако по правилам консолидации в МСФО (IFRS 10, 12), материнская компания должна презентовать в своих отчетностях активы и пассивы дочерних предприятий, в которых она имеет контроль (т. е. 50% + 1 акция и более), а также их финансовые результаты и денежные потоки. При этом она презентует 100% данных дочерних предприятий, даже если имеет пакет меньше, чем 100% акций в них. Соответственно, чтобы не вводить своих инвесторов в заблуждение, материнская компания отражает тот процент чистой прибыли и чистых активов (т. е. капитала владельцев, Shareholders' Equity) в своих отчетностях (ОФР и Балансе), которые ей экономически не принадлежат, помечая их как «неконтролирующие доли» (Non-controlling Interest или Minority interest, как принято в US GAAP).

А как образуется Non-controlling interest?

Неконтролирующие доли образуются в трех случаях:

– когда материнская компания приобретает контрольный пакет акций в новом предприятии (или доводит имеющийся неконтрольный пакет до контрольного, т. е. докупает акции до тех пор, пока процент не «переваливает» за отметку 50% + 1 акция);

– когда материнская компания продает акции в дочерних предприятиях внешним инвесторам, снижая долю владения в них со 100% до 95%, например;

– когда материнская компания дает доли в дочерних предприятиях топ-менеджменту в качестве мотивации (более редкие случаи).

Условие «50%+1 акция» является, скорее, общепринятым, но совсем необязательным для всех предприятий в мире. Во-первых, компания может иметь несколько классов акций. Например, как показывает практика, акции класса B имеют больше голосов, чем обыкновенные акции класса A. Примеры: компания Уоррена Баффетта «Berkshire Hathaway» или Yandex, где у CEO имеется контроль процента голосов благодаря владению большинством акций класса B, хотя его доля в экономической составляющей компании весьма мала. Во-вторых, условия контроля над компанией можно всегда прописать в акционерном соглашении

(Shareholders' Agreement, SHA). Таким образом, владелец с пакетом акций всего в несколько процентов может де-факто и де-юре быть контролирующим акционером компании. Опять же большинство компаний имеет простую структуру капитала с одним классом акций, но в финансовом анализе нужно всегда помнить про юридические нюансы.

Пример компании, которая в качестве мотивации дает топ-менеджерам акции в дочерних предприятиях и создает таким образом неконтролирующие доли:

Redeemable Noncontrolling Interests

Ownership interests in the Company's consolidated subsidiaries held by the senior employees of these subsidiaries are considered redeemable as according to the terms of the business unit equity awards the employees have the right to redeem their interests for cash. Accordingly, such redeemable noncontrolling interests have been presented as mezzanine equity in the consolidated balance sheets.

(Источник: Yandex Investor Relations)

Когда мы рассчитываем чистую прибыль компании для дальнейшего анализа (в том числе для таких коэффициентов, как Return on Equity – ROE), мы смотрим на консолидированные данные: во-первых, потому что Non-controlling Interest является частью Shareholders' Equity; во-вторых, потому что это имеет смысл – консолидированная компания является суммой дочерних предприятий (единым целым), поэтому нельзя отделять одни предприятия от других и отсекать баланс неконтролирующих долей из чистой прибыли и Shareholders' Equity, оставляя лишь экономический интерес владельцев холдинга в уравнении (на примере ROA или ROE).

Последнее, что следует сказать насчет неконтролирующих долей (хотя это можно было бы написать и в самом начале, но мы хотим, чтобы этот факт отпечатался в вашей памяти): данный термин не имеет никакого отношения к «миноритарным акционерам», то есть к владельцам головной компании, холдинга, которые имеют небольшие пакеты акций (как правило, меньше 25%. Обычно речь идет об акционерах, имеющих не больше 1% акций). Неконтролирующие доли должны ассоциироваться у вас больше со стандартами бухгалтерского учета, с финансовыми отчетностями, нежели со структурой собственности компании. Это частое заблуждение, которое

мы замечали у слушателей наших курсов и у студентов (тема консолидации отчетностей часто вообще освещается лишь в магистратуре).

Прибыль на акцию

Для общего развития мы решили разъяснить такой финансовый показатель, как прибыль на акцию (Earnings per Share). Из названия можно догадаться, что речь идет о публичных компаниях, так как частным корпорациям не нужно считать прибыль на акцию (отчетности таких компаний не найти в открытом доступе). Вот один из многих примеров на основе данных из отчетности ПАО «Роснефть»:

Income tax expense	9	(7,890)	(9,412)	(10,537)	(15,156)
PROFIT FOR THE PERIOD		**24,261**	**41,331**	**27,149**	**43,798**
Attributable to:					
Shareholders of the Company		24,124	41,245	26,993	42,588
Non-controlling interest		137	86	156	1,210
PROFIT FOR THE PERIOD		**24,261**	**41,331**	**27,149**	**43,798**
Basic and diluted profit per share (in roubles per share)		**22.7**	**39.0**	**25.5**	**40.3**
Weighted average number of shares outstanding (millions)		**1,062.7**	**1,056.9**	**1,058.9**	**1,056.9**

(Источник: Rosneft Investor Relations)

Чтобы проанализировать показатель «прибыль на акцию» (EPS или Profit per Share), нужно понимать формулу расчета и знать разницу между Basic и Diluted number of shares (общее количество выпущенных акций и разводненное количество выпущенных акций, соответственно).

Basic EPS

Basic EPS – базовая прибыль на акцию – показатель, который учитывает прибыль обыкновенных акционеров на одну обыкновенную акцию без учета разводняющих ценных бумаг (Dilutive securities) и т. н. разводняющих потенциальных обыкновенных акций (Dilutive potential ordinary shares).

Согласно МСФО (IAS) 33, разводняющие ценные бумаги и потенциальные обыкновенные акции могут принимать следующие формы:

- конвертируемый долг (Convertible debt);

- конвертируемые привилегированные акции (Convertible preferred shares);
- варранты (Share warrants);
- опционы, выпускаемые компанией (Share options);
- share rights;
- планы по премированию служащих компании акциями по льготной цене (Employee stock option plans);
- договорные права на покупку акций (Contractual rights to purchase shares);
- акции, подлежащие выпуску в случае выполнения определенных условий, прописанных в договоре, например, подлежащие выпуску при условии покупки бизнеса или других активов (Contingent issuance contracts or agreements (such as those arising in business combinations)).

Эти ценные бумаги влияют на расчет разводненной прибыли на акцию (Diluted EPS), причем как на знаменатель, так и на числитель (например, дивиденды по привилегированным акциям).

Формула для расчета базовой прибыли на акцию согласно МСФО (IAS) 33 дана ниже:

$$\textbf{Earnings per Share} = \frac{\text{Profit or loss attributable to ordinary equity holders of the parent entity}}{\text{Weighted average number of ordinary shares outstanding}}$$

$$= \frac{\text{Прибыль или убыток, относящиеся к акционерам материнской компании}}{\text{Средневзвешенное количество обыкновенных акций в обращении}}$$

или

$$\text{Earnings per Share} = \text{Net Income} - \frac{\text{Preferred Dividends}}{\text{End-of-Period Common Shares Outstanding}}$$

$$= \text{Чистая прибыль} - \frac{\text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Простые акции в обращении на конец периода}}$$

Детали:

- числитель (Прибыль или убыток, относящиеся к акционерам материнской компании) должен быть очищен от всех издержек и убытков, включая налог на прибыль (остальные налоги уже учтены выше в ОФР), пункты, связанные с неконтролирующими долями (Non-controlling Interest/Minority interests), и дивиденды для привилегированных акционеров (preference dividends) [IAS 33.12];
- знаменатель (Средневзвешенное количество обыкновенных акций в обращении) должен корректироваться с учетом выпущенных или выкупленных в периоде акций и временного фактора [IAS 33.20-21].

Пример расчета:

Дата	Количество выпущенных акций	Вес	Средневзвешенное количество
01.04.2017	500 000	0,25	125 000
01.07.2017	600 000	0,50	300 000
01.01.2018	550 000	0,25	137 500
Итого:			**562 500**

(Источник: CorporateFinanceInstitute.com)

Представим, что компания X имеет 500 000 выпущенных обыкновенных акций на начало финансового года (здесь он не совпадает с календарным), то есть на 01.04.2017. В начале второго квартала (01.07.2017) держатели конвертируемых облигаций решили сконвертировать свои бумаги в акции, донеся эту информацию до менеджмента компании. Общее количество новых акций, выпущенных в рамках этой транзакции, составляет 100 000. В начале четвертого квартала (01.01.2018, так как третий заканчивается 31.12.2017) компания выкупает 50 000 собственных акций с биржи на деньги,

имеющиеся на ее расчетном счете. Таким образом, в конце финансового года (31.03.2018) баланс выпущенных акций составляет: 500 000 + 100 000 – 50 000 = 550 000. Должны ли мы использовать эту цифру для расчета EPS за год? Нет.

Последнее, что нужно сделать в данном примере – это скорректировать цифры под временные веса. Чем мы руководствуемся в таких корректировках? Мы смотрим на количество дней, в течение которых для каждого баланса выпущенных акций сохранялся статус-кво. Так как в данном примере мы упростили условие, взяв начальные даты для кварталов, при этом не проводя другие транзакции в середине/конце их, проставить веса легко: нужно лишь посчитать, сколько кварталов сохранялось каждое условие».

Diluted EPS

Diluted EPS – разводненная прибыль на акцию – показатель, который учитывает прибыль обыкновенных акционеров на одну обыкновенную акцию с учетом разводняющих ценных бумаг (dilutive securities) и т. н. разводняющих потенциальных обыкновенных акций (dilutive potential ordinary shares).

В МСФО (IAS) 33 есть секция «Guidance for calculating dilution», в которой даны подробные алгоритмы для пересчета базовой прибыли на акцию в разводненную прибыль на акцию. Рассмотрим пример:

Diluted EPS Analysis		
	2017	2016
Revenue	18,643	16,643
COGS	(4,661)	(4,161)
Gross Profit	13,982	12,482
SG&A	(6,991)	(6,241)
Earning Before Tax	6,991	6,241
Taxes	(2,097)	(1,872)
Net Income	4,894	4,369
Weighted Average Shares Outstanding		
Basic	2,000	2,000
Fully Diluted	2,500	2,500
Basic EPS	2.45	2.18
Fully Diluted EPS	1.96	1.75

Employee Option Schedule (2017)

Strike Price	Exercise Y/N	Current Price	# of options
50	Yes	55	100
45	Yes	55	50
30	Yes	55	75
60	No	55	125
65	No	55	45
			225

Diluted Shares	2,225

(Источник: CorporateFinanceInstitute.com)

В данном примере дана отчетность компании и информация из примечаний к ней (в частности, детали плана по премированию служащих компании акциями по льготной цене). В числителе не было корректировок, так как в структуре капитала компании (Capital Structure – не путать с бухгалтерским определением капитала компании – Shareholders' Equity) отсутствуют конвертируемые займы и привилегированные акции, а значит, нет необходимости пересчитывать чистую прибыль для целей EPS. С другой стороны, компания выпустила опционы для своих сотрудников (Stock options), некоторые из которых потенциально реализуемы (кроме финансовых моментов, играют роль юридические и операционные пункты, такие как общий стаж сотрудника в компании, выполнение KPI и т. п.), так как находятся

«в деньгах» (имеют статус in-the-money, т. е. их страйк ниже, чем текущая рыночная цена акций компании, при том что это опционы класса «колл» – Call options). По условию текущая рыночная цена акций компании составляет $55 за штуку. Соответственно, все опционы, которые имеют страйки ниже этого уровня (в данном случае опционы со страйками $30, $45 и $50) находятся «в деньгах», а значит, количество акций, которые они представляют, должно добавляться к общему количеству выпущенных обыкновенных акций (Shares outstanding). Их количество составляет 2000 штук, а число потенциальных обыкновенных акций, связанных с вышеупомянутыми опционами, составляет 225 штук (100 + 50 + 75). Таким образом, общее количество разводненных акций (Diluted shares outstanding) составляет 2225 штук (2000 + 225). Это значение и используется в знаменателе при расчете разводненной прибыли на акцию (Diluted EPS).

Пример из финансовой отчетности Yandex:

	Year ended December 31,							
	2014		2015		2016			
	Class A	Class B	Class A	Class B	Class A	Class A	Class B	Class B
	RUB	RUB	RUB	RUB	RUB	$	RUB	$
Net income, allocated for basic	13,300	3,720	7,992	1,687	5,825	96.0	973	16.0
Reallocation of net income as a result of conversion of Class B to Class A shares	3,720	—	1,687	—	973	16.0	—	—
Reallocation of net income to Class B shares	—	32	—	11	—	—	(1)	—
Net income, allocated for diluted	17,020	3,752	9,679	1,698	6,798	112.0	972	16.0
Weighted average ordinary shares outstanding —basic	249,543,232	69,793,550	263,033,597	55,508,290	274,863,606	274,863,606	45,925,361	45,925,361
Dilutive effect of:								
Conversion of Class B to Class A shares	69,793,550	—	55,508,290	—	45,925,361	45,925,361	—	—
Share-Based Awards	6,273,495	1,988,808	5,171,550	1,258,731	5,347,982	5,347,982	694,042	694,042
Weighted average ordinary shares outstanding —diluted	325,610,277	71,782,358	323,713,437	56,767,021	326,136,949	326,136,949	46,619,403	46,619,403
Net income per share attributable to ordinary shareholders:								
Basic	53.30	53.30	30.39	30.39	21.19	0.35	21.19	0.35
Diluted	52.27	52.27	29.90	29.90	20.84	0.34	20.84	0.34

(Источник: Yandex Investor Relations)

Здесь вы можете увидеть не только потенциальные обыкновенные акции, связанные с планом мотивации сотрудников (Share-based awards), влияющие на значение Diluted EPS, но и два класса акций, из которых класс B тоже влияет на вышеназванный показатель.

Резюмируем все сказанное на тему разводненной прибыли на акцию (Diluted EPS). Для чего она презентуется? Какой смысл добавлять в расчет потенциальные обыкновенные акции, если они являются лишь «потенциальными»? Нужна ли эта информация сегодня? Дело в том, что

бухгалтерский учет основан на идее предоставить максимум финансовой информации, касающейся компании и структуры ее собственности. В Отчете о финансовых результатах (Income Statement) компании отображаются расходы на сотрудников, связанные с выпуском этих опционов для них в качестве компенсации и мотивации (Stock-Based Compensation Expenses). Так как эти расходы не являются едино разовыми, потому что имеют последствия для акционеров компании (за счет новых опционов размоются в будущем доли существующих акционеров, так как увеличивается потенциальное количество обыкновенных акций сегодня), имеет смысл презентовать информацию по чистой прибыли не только для существующих акционеров на сегодняшний день, но и для всех будущих акционеров компании.

Что не входит в чистую прибыль/убыток

Несмотря на то, что чистая прибыль является весьма «грязным» показателем, так как она презентуется как результат операционной и не операционной деятельности компании, в стандартах МСФО (IAS) 1 и МСФО (IFRS) 5 приводится список пунктов, которые не входят в Отчет о финансовых результатах (Income Statement), а значит, они не влияют на чистую прибыль компании за отчетный период:

1. Изменения прироста стоимости от переоценки (см. МСФО (IAS) 16 «Основные средства» и МСФО (IAS) 38 «Нематериальные активы»). Является исключением в том случае, когда актив был частично списан в предыдущих периодах, а сейчас подорожал: увеличение должно признаваться в составе прибыли или убытка в той мере, в которой оно восстанавливает сумму уменьшения стоимости от переоценки того же актива, ранее признанную в ОФР (в составе прибыли или убытка).

2. Актуарные прибыли и убытки от пенсионных планов с установленными выплатами, признанные (прибыли и убытки – прим. автора) в соответствии с пунктом 93A of МСФО (IAS) 19 «Вознаграждения работникам».

3. Прибыли и убытки, возникающие вследствие перевода финансовой отчетности иностранного подразделения (см. МСФО (IAS) 21 «Влияние изменений обменных курсов валют»).

4. Прибыли и убытки, возникающие при повторной оценке финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи (см. МСФО (IAS) 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка»).

5. Эффективную часть прибыли и убытков от инструментов хеджирования при хеджировании денежных потоков (см. МСФО (IAS) 39).

6.Прибыли и убытки при переоценке инвестиций в акционерный капитал в случаях, когда компания решила презентовать их в отчете об ином совокупном доходе, согласно МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты».

7. Эффекты изменений в кредитных рисках финансовых обязательств, обозначенных как оцениваемые по справедливой стоимости в Отчете о финансовых результатах, согласно МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты».

8. Активы (или группы активов), классифицируемые как предназначенные для продажи в соответствии с МСФО 5 «Долгосрочные активы, предназначенные для продажи, и прекращаемая деятельность» («МСФО (IFRS) 5»).

(Источник: GAAP.ru. Пункты 6 и 7 были переведены автором. Пункт 8 добавлен автором)

Резюмируем. Чистая прибыль компаний «загрязнена» не операционными убытками и прибылью, а также едино разовыми доходами и расходами. Однако совокупный доход компании (Comprehensive Income = Net Income + Other Comprehensive Income) представляет собой особую «ядерную смесь», которая, хотя и непонятна большинству финансистов, не говоря уже об обычных акционерах компании, позволяет бухгалтерам компании более точно отображать изменения в акционерном капитале (Shareholders' Equity) компании с точки зрения экономического смысла (substance).

Free Cash Flow Margin

Free Cash Flow Margin (маржа свободного денежного потока) – коэффициент, показывающий, сколько процентов от выручки компании остается в свободном денежном потоке (некий аналог КПД). Свободный денежный поток (Free Cash Flow) – это «сухой остаток» операционного денежного потока, который можно потратить на любые цели без краткосрочных последствий для компании. Именно из денег, оставшихся после реинвестирования в оборотный капитал и капитальных вложений, компании, как правило, могут погашать долг, выплачивать дивиденды или выкупать акции с биржи. Эти деньги могут просто оставаться на балансе

компании до лучших времен, вызывая недовольство у активных инвесторов, считающих, что деньги должны работать, а не лежать на банковских вкладах.

Следует отметить, что дивиденды далеко не всегда выплачиваются из свободного денежного потока (если быть точным, дивиденды выплачиваются с расчетных счетов компании, но аналитики любят сравнивать их размер либо с чистой прибылью, что не совсем корректно, но общепринято, либо со свободным денежным потоком – Free Cash Flow): в мировой практике можно встретить массу примеров, когда компании используют дешевое долговое финансирование для выкупа собственных акций с биржи и выплаты дивидендов. При этом размеры таких транзакций очень часто превышают размеры денежных потоков компаний в отчетных периодах (российские примеры: Роснефть за фискальный 2016г., ПАО «Магнит» за последние два-три года. Международных компаний, придерживающихся такой практики, десятки, если не сотни). Определить, тратит ли компания на взаимодействия с акционерами и кредиторами больше денег, чем зарабатывает, очень просто: достаточно вычесть сумму дивидендов, выкупа акций с биржи и погашения кредитов (нетто) из разницы операционного денежного потока и капитальных затрат (Capital Expenditures – CapEx). Если полученное значение больше нуля, у компании остались «лишние средства». Если значение меньше нуля, то компания либо восполняет дефицит из текущего баланса денежных средств на банковских счетах, либо использует кредитные деньги (реже – привлеченный акционерный капитал) для этого.

Достаточно много технической информации о свободном денежном потоке можно найти выше, в части, посвященной Operating Margin. Здесь мы сосредоточимся на нюансах.

Считается по формуле:

$$\textbf{Free Cash Flow Margin} = \frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{Revenue}} = \frac{\text{Свободный денежный поток}}{\text{Выручка}}$$

Маржа не может превышать значение в 100% от выручки, при этом она может быть отрицательной.

Свободный денежный поток (Free Cash Flow) не является стандартной метрикой (non-GAAP), поэтому компании не раскрывают ее в отчетностях (тем не менее многие из них показывают ее в презентациях и комментариях к финансовым результатам за период). Основная причина: существует слишком много вариантов для расчета этого показателя, а также его корректировок. Перед тем как перейти к технической части, определим

разницу между свободным денежным потоком для компании (Free Cash Flow to Firm – FCFF) и свободным денежным потоком для акционеров (Free Cash Flow to Equity – FCFE). Данные различия не так важны в работе (особенно на территории РФ и СНГ), но необходимы для успешного прохождения интервью на многие начальные позиции в финансах (список «200 часто задаваемых вопросов на собеседованиях» можно найти в нашем «Карьерном гайде»). Помимо разницы в расчетах этих финансовых показателей, главное различие между ними состоит в том, что FCFF показывает «остаточные» заработанные денежные средства компании, которые можно распределить как между акционерами, так и между кредиторами, а FCFE демонстрирует гипотетическую сумму, которую акционеры могут забрать себе в конце отчетного периода. Ключевая фраза – «гипотетическая» сумма, и мы объясним почему. Это видно из формул расчета FCFF и FCFE:

FCFF = Cash Flow from Operations + Interest Expense * (1 – Income Tax Rate) – Capital Expenditures = Денежные потоки от операционной деятельности + Начисленные проценты по кредитам * (1 – Ставка налога на прибыль) – Капитальные затраты

Либо:

FCFF = EBITDA – Cash Taxes – Changes in Net Working Capital – Capital Expenditures = EBITDA – Уплаченные налоги – Изменения в оборотном капитале (не денежном) – Капитальные затраты

Не денежный оборотный капитал (Net Working Capital, Non-Cash Working Capital) – это разница между операционными активами компании (за вычетом денежных средств на балансе) и операционными обязательствами. Изменение (историческое или прогнозное) в таком оборотном капитале точно покажет нам, сколько компания вернула денег (или ей потребуется вернуть в будущем) в бизнес в отчетном периоде.

Либо:

FCFF = EBIT*(1 – Income Tax Rate) + Depreciation and Amortization (D&A) – – Changes in Net Working Capital – Capital Expenditures = EBIT*(1 – Ставка налога на прибыль) + Амортизация основных средств и нематериальных активов – Изменения в чистом оборотном капитале – Капитальные затраты (наиболее предпочтительная и интуитивно понятная формула при расчете FCFF)

При этом на практике выражение «EBIT x (1 – Income Tax Rate)» имеет также название NOPAT (Net Operating Profit After Tax), и поэтому очень часто формулы для расчета FCFF начинаются не с EBIT, а с NOPAT (это просто упрощение).

Основное различие этих формул в том, что первые две используют исторические данные, а последняя – прогнозные (например, из DCF-модели). При этом везде сохраняется логика, что свободный денежный поток – это разница между притоком от операционной деятельности компании и оттоком, связанным с ее инвестиционной деятельностью.

При этом:

FCFE = (EBIT – Interest Expense)*(1 – Income Tax Rate) + Depreciation and Amortization (D&A) – Changes in Net Working Capital – Capital Expenditures + Debt Issued – Debt Repaid = (EBIT – Начисленные проценты по кредитам)*(1 – Ставка налога на прибыль) + Амортизация основных средств и нематериальных активов – Изменения в чистом оборотном капитале – Капитальные затраты + Полученные в периоде кредиты – Погашенные в периоде кредиты

Также:

FCFE = FCFF – Interest Expense*(1 – Income Tax Rate) + Debt Issued – Debt Repaid(Net Debt Issued) = Свободный денежный поток для всех владельцев компании – Начисленные проценты по кредитам*(1 – Ставка налога на прибыль) + Полученные в периоде кредиты – Погашенные в периоде кредиты

Разница в формулах расчета FCFF и FCFE заключается в двух пунктах:

– FCFF учитывает доход как акционеров (учредителей), так и кредиторов. FCFE, как видно из формулы, учитывает лишь доход акционеров (учредителей), так как проценты по кредитам (Interest Expense) в этом случае вычитаются из операционной прибыли.

– FCFE включает в расчеты разницу между привлеченными и погашенными долговыми средствами. Возможно, с точки зрения корпоративных финансов, эти деньги и можно учитывать в оценке или кредитном анализе, однако в реальности редко какая финансовая организация даст компании деньги в долг без определенных целей и/или весьма жестких условий, прописанных в кредитном договоре (т. н. ковенантов). Это особенно актуально для России и стран СНГ, где

финансовые рынки страдают от недостатка ликвидности. Иными словами, акционеры просто-напросто не смогут забрать себе остаток после рефинансирования старого кредита.

Пример расчета маржи свободного денежного потока (Free Cash Flow) на основе финансовых данных LinkedIn Corp:

In Millions of USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
OIBDA	**36.2**	**63.545**	**125.511**	**166.728**	**232.381**	**229.495**
(+) Other D&A	2.9	5.4	11.2	15.6	46.616	80.583
(+) Stock-based Compensation	8.832	29.768	86.319	193.915	319.133	469.1
(+) Realized Loss/(Gain) on sale of Assets/Investments	0	0	5.33	8.268	13.613	20.186
(+) Provision & Write-off of Bad debts	1.811	3.109	0.623	4.775	11.346	10.664
– Adjusted OIBDA	**49.77**	**101.822**	**228.983**	**389.286**	**623.089**	**810.028**
(-) Cash Taxes	4.2	3.0	44.2	63.1	126.4	70.9
(-) Changes in Net Working Capital	-8.83	-47.125	-109.183	-112.033	-96.576	-55.559
(-) Capital Expenditures	50.0	89.0	125.4	278.0	547.6	570.8
– Free Cash Flow to Firm (FCFF)	**4.42**	**56.98**	**168.54**	**160.18**	**45.62**	**223.89**
(-) Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Stock Buybacks	0.2	0	0	0	0	22.7
– Net Free Cash Flow to Firm	**4.22**	**56.98**	**168.54**	**160.18**	**45.62**	**201.19**
Free Cash Flow Margin, %	1.8%	10.9%	17.3%	10.5%	2.1%	8.1%
Net Free Cash Flow Margin, %	1.7%	10.9%	17.3%	10.5%	2.1%	7.3%

(Источник: Capital IQ. Расчеты автора)

Примечательно, что в этом примере изменения в чистом оборотном капитале отрицательные в каждом отчетном периоде. Иными словами, чистый оборотный капитал компании (ex-cash) постоянно уменьшался, т. е. компания могла «вытаскивать деньги» из оборотных активов. Быстрый анализ баланса компании (ее краткосрочных обязательств) показывает, что основным драйвером падения этого показателя является почти десятикратный рост доходов будущих периодов (Unearned Revenue), т. е. обязательств перед клиентами (думаю, не сложно догадаться почему, вспомним модель подписки, которая используется LinkedIn Corp.). Можно только поздравить компанию с успешным управлением финансовым циклом (Cash Conversion Cycle).

Заметьте, что мы начали расчет Free Cash Flow to Firm (FCFF) не с показателя EBITDA, а с показателя OIBDA с целью минимизации потраченного на работу времени. Чтобы минимизировать расхождения между результатами разных подходов расчета FCFF, мы скорректировали

OIBDA, согласно данным из ОДДС, и получили показатель Adjusted OIBDA. Далее, так как в примере используются исторические (реализованные) данные, мы вычли уплаченные налоги (Cash Taxes: в данном случае взяли цифры из ОФР, добавили уплаченные налоги по Stock-Based Compensation и вычли изменения в краткосрочных налоговых обязательствах на основе данных из ОДДС), изменения в чистом оборотном капитале (вычли дельту в операционных активах и прибавили дельту в операционных обязательствах (данные взяты из ОДДС)) и капитальные затраты (Capital Expenditures). Для того чтобы посчитать «чистый» свободный денежный поток, мы вычли из значений Free Cash Flow to Firm дивиденды, уплаченные в периоде, и суммы, потраченные на выкуп акций на бирже.

Как видим из таблицы, LinkedIn Corp является вполне «самостоятельной» компанией, так как она может финансировать свой рост (т. е. капитальные затраты) за счет операционных денежных потоков, при этом имея деньги для выплаты дивидендов, выкупа акций или погашения долгов. Мы видим, что маржа свободного денежного потока позитивна, а медианное значение за шесть отчетных периодов составляет 9,3% от чистой выручки (за вычетом Sales Tax, скидок, возвратов и т. п.). Эта весьма высокая цифра означает, что в среднем LinkedIn Corp с каждой сотни долларов имел больше $9 свободного денежного потока. Иными словами, «коэффициент полезного действия» LinkedIn Corp в среднем составил 9,3% процента в периоде 2010 – 2015 гг. Технически компания с подобными характеристиками является хорошим кандидатом для финансируемого выкупа (Leveraged Buyout – LBO), так как генерирует достаточно внушительные денежные потоки для выплаты более высоких процентов и стремительного погашения кредитов.

Важный момент, на который следует обратить внимание при использовании стандартных формул для расчета Free Cash Flow, – строка Cash Acquisitions:

In Millions of USD	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Cash Acquisitions	-	-	(60.5)	(6.7)	(220.5)	(220.5)
Divestitures	-	-	-	-	-	-
Sale (Purchase) of Intangible assets	(4.5)	(7.4)	3.5	(12.5)	(33.0)	(457.2)
Invest. in Marketable & Equity Securt.	-	(239.4)	(245.5)	(1,055.4)	(1,472.3)	(741.6)
Net (Inc.) Dec in Loans Originated/Sold	-	-	-	-	-	-
Other Investing Activities	(1.1)	(2.7)	(5.1)	(4.9)	(19.8)	12.7
Cash from Investing	**(55.6)**	**(338.5)**	**(433.0)**	**(1,357.5)**	**(2,293.3)**	**(1,977.4)**

(Источник: Capital IQ. Расчеты автора)

Если приобретение других компаний (Cash Acquisitions – приобретение компаний за наличные деньги) можно характеризовать как капитальные затраты, т. е. вложения, необходимые для устойчивого роста компании (sustainable growth), то результаты расчетов кардинально изменятся: станет понятно, что компания не может расти без денежных вливаний со стороны (вторичный выпуск акций – SPO или привлечение долгового финансирования). В этом и заключается работа финансового аналитика: не только уметь правильно посчитать и презентовать результаты, но и выводить компании на чистую воду. Если бы мы занимались подробным финансовым анализом LinkedIn Corp, то при первичном изучении материала обязательно отметили этот пункт красным флажком.

Резюмируем. Свободный денежный поток – Free Cash Flow – наиважнейшая финансовая метрика, показывающая реальные или остаточные деньги, поступающие владельцам компании в отчетном периоде. Этой метрикой сложно манипулировать (по крайней мере легально), так как в расчете используются реальные движения денежных средств, которые можно проверить через банковские выписки (при условии, что у аналитика к ним есть доступ). На основе свободного денежного потока можно оценить компанию (найти ее справедливую стоимость – fair value, но есть нюансы), провести глубокий кредитный анализ с несколькими сценариями развития, а также дать оценку политике взаимодействия с инвесторами (Shareholders' Compensation), которая затрагивает вопросы дивидендов и выкупа компанией собственных акций. Свободный денежный поток – это те денежные средства, полученные в отчетном периоде, которые можно потратить как угодно без вреда для компании в кратко- и среднесрочной перспективе, так как эта метрика учитывает реинвестирование компании как в краткосрочные (Changes in Net Working Capital), так и в долгосрочные активы (Capital Expenditures). В инвестициях важно понимать различия между «рисованной» чистой прибылью и остаточным денежным потоком, чем и является Free Cash Flow.

Return on Equity

Return on Equity (Рентабельность собственного капитала) – коэффициент, показывающий, насколько эффективен менеджмент компании в инвестировании капитала ее владельцев. Этот показатель имеет широкое распространение в корпоративных кругах. В данном случае термин «инвестирование» употребляется в общем значении, так как большинство компаний не занимается инвестированием с финансовой точки зрения (не покупают ценные бумаги в рамках своей операционной

деятельности, а для целей управления ликвидностью, т.е. для заработка дополнительной прибыли от процентов или дивидендов). Следует также отметить, что ROE не показывает фактическую доходность капитала компании для ее акционеров с инвестиционной точки зрения (т. е. дивидендную доходность и/или рост стоимости ее акций в цене). Скорее, это коэффициент, который следует сравнивать с такими же коэффициентами конкурентов компании, а также с историческими значениями. При прочих равных, чем выше ROE компании, тем лучше.

Считается по формуле:

$$\textbf{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Shareholders' Equity}} =$$

$$= \frac{\text{Чистая прибыль за период}}{\text{Среднее значение капитала владельцев за период}}$$

или

$$\textbf{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholders' Equity}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}}$$[7]

Теоретически может принимать любые значения. Однако в большинстве случаев ROE колеблется в интервале от 0 до 1 (исключения – убыточные компании, когда ROE отрицательный, а также сильно закредитованные компании, активы которых финансируются в основном за счет заемных средств, из-за чего компания платят большие проценты).

Пример расчета рентабельности собственного капитала (Return on Equity) на основе финансовых данных LinkedIn Corp:

[7] https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-return-on-equity-roe/

Ratios						
For the Fiscal Period Ending	12 months Dec-31-2010	12 months Dec-31-2011	12 months Dec-31-2012	12 months Dec-31-2013	12 months Dec-31-2014	LTM 12 months Sep-30-2015
Currency	USD	USD	USD	USD	USD	USD
Profitability						
Return on Assets %	6.3%	2.9%	3.2%	1.3%	0.5%	(1.1%)
Return on Capital %	11.1%	4.3%	4.6%	1.7%	0.6%	(1.4%)
Return on Equity %	13.9%	3.2%	2.8%	1.5%	(0.5%)	(4.0%)
Return on Common Equity %	48.7%	3.7%	2.8%	1.5%	(0.5%)	(4.1%)

(Источник: Capital IQ)

В таблице выше можно заметить два интересных момента:

1. Есть строка Return on Equity, а есть строка Return on Common Equity, значения которых отличаются в 2010 финансовом году

2. Return on Equity в финансовых 2014-2015 гг. имеет отрицательное значение. При этом виден снижающийся исторический тренд, который следует изучить подробнее.

Return on Common Equity

Return on Common Equity – разновидность Return on Equity, в расчетах которой используется лишь капитал обыкновенных акционеров компании (вспомним привилегированные акции и их владельцев). В компаниях, в которых структура капитала (Capital Structure) состоит из нескольких источников финансирования, таких как: кредиты (включая мезонинное финансирование), привилегированные акции и обыкновенные акции, значения ROE и Return on Common Equity могут сильно различаться. Чтобы получить данные по Return on Common Equity, достаточно слегка модифицировать формулу ROE:

Return on Common Equity = (Net Income – Preferred Dividends) / (Average Shareholders' Equity – Average Book Value of Preferred Shares) = (Чистая прибыль за период – Дивиденды для привилегированных акционеров за период) / (Среднее значение капитала владельцев за период – Среднее значение балансовой стоимости привилегированных акций за период)

или

Return on Common Equity = (Net Income – Preferred Dividends) / Average Shareholders' Equity = (Чистая прибыль за период – Дивиденды для привилегированных акционеров за период) / (Среднее значение капитала владельцев за период)[8]

Следует помнить, что, согласно МСФО (IAS 32), привилегированные акции, не имеющие дату погашения (выкупа) и договорные обязательства по выплате дивидендов, входят в капитал компании. С другой стороны, привилегированные акции, имеющие дату погашению и договорные обязательства по выплате дивидендов (иными словами, зафиксированные обязательства вернуть деньги), признаются как финансовые обязательства и классифицируются как долг (Liabilities).

На примере отчетностей LinkedIn Corp. это хорошо видно:

EBT Incl. Unusual Items	**19.0**	**22.9**	**57.1**	**49.2**	**31.2**	**(169.0)**
Income Tax Expense	3.6	11.0	35.5	22.5	46.5	(22.1)
Earnings from Cont. Ops.	**15.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.3)**	**(146.9)**
Earnings of Discontinued Ops.	-	-	-	-	-	-
Extraord. Item & Account. Change	-	-	-	-	-	-
Net Income to Company	**15.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.3)**	**(146.9)**
Minority Int. in Earnings	-	-	-	-	(0.4)	(1.0)
Net Income	**15.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.7)**	**(147.8)**
Pref. Dividends and Other Adj.	12.0	-	-	-	-	-
NI to Common Incl Extra Items	**3.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.7)**	**(147.8)**
NI to Common Excl. Extra Items	**3.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.7)**	**(147.8)**
In Millions of USD	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Pref. Stock, Convertible	103.8	-	-	-	-	-
Total Pref. Equity	**103.8**	-	-	-	-	-
Common Stock	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Additional Paid In Capital	25.1	617.6	879.3	2,573.4	3,285.7	4,405.9
Retained Earnings	(4.7)	7.2	28.9	55.6	39.9	(110.9)
Treasury Stock	-	-	-	-	-	-
Comprehensive Inc. and Other	0	0.1	0.3	0.3	(0.2)	6.6
Total Common Equity	**20.4**	**625.0**	**908.4**	**2,629.4**	**3,325.4**	**4,301.6**

[8] https://www.accountingformanagement.org/return-on-common-stockholders-equity-ratio/

(Источник: Capital IQ)

Из фрагментов ОФР и балансового отчета видно, что в финансовом 2010 г. у LinkedIn Corp имелись привилегированные акции с балансовой стоимостью около $104 млн (как правило, рыночная стоимость привилегированных акций редко существенно расходится с балансовой стоимостью; исключения составляют привилегированные акции, имеющие дополнительные, приятные для инвесторов «фичи» наподобие прав на конверсию в акции обыкновенные – conversion option, прав на продажу акций обратно компании – puttable option и т. п.). При этом компания платила около $12 млн в год дивидендов привилегированным акционерам по этим бумагам (дивиденды выплачивались из чистой прибыли, поэтому строка с данными по ним находится вне ОФР). Что кардинально изменилось в 2011 году? Почему значение ROE упало почти с 50% до 4% на конец года?

Мы видим из Отчета о финансовых результатах, что чистая прибыль компании (Net Income) почти не изменилась, хотя небольшой спад наблюдался. С другой стороны, мы видим, что капитал владельцев LinkedIn Corp вырос с $20 млн до $625 млн. Более подробный анализ показывает, что «виновником» роста секции Common Equity в балансовом отчете является многократное увеличение счета «Эмиссионный доход» (Additional Paid-In Capital): с $25 млн до почти $618 млн (при этом остальные счета капитала владельцев практически не изменились, хотя нераспределенная прибыль стала позитивной благодаря относительно успешному предыдущему финансовому году). Что является причиной роста этого счета? Ответ прост: компания вышла на IPO (Initial Public Offering – Первичное публичное предложение), в рамках которого ее владельцы продали свои акции по цене, многократно превышавшей их балансовую (номинальную) стоимость. Эта разница и осела на счете «Эмиссионный доход» (Additional Paid-In Capital). При этом привилегированные акционеры сконвертировали свои ценные бумаги в обыкновенные акции компании (у них была эта возможность, гарантированная правом конверсии – conversion option). Подробности этого IPO можно изучить в проспекте эмиссии:

	As of September 30, 2010		
	Actual	Pro Forma	Pro Forma, As Adjusted
	(in thousands, except share and per share data)		
Cash and cash equivalents	$89,647	$89,647	$
Redeemable convertible preferred stock, $0.0001 par value: 11,157,993 shares authorized, 10,957,631 shares issued and outstanding, actual; no shares authorized, issued and outstanding, pro forma as adjusted	$87,981	$–	$–
Convertible preferred stock, $0.0001 par value: 34,689,570 shares authorized, issued and outstanding, actual; no shares authorized, issued and outstanding, pro forma and pro forma as adjusted	15,846	–	–
Stockholders' equity:		–	–
Preferred stock, $0.0001 par value; no shares authorized, issued and outstanding, actual; 100,000,000 shares authorized, no shares issued and outstanding, pro forma and pro forma as adjusted	–	–	
Common stock, $0.0001 par value: 120,000,000 shares authorized, 42,841,084 shares issued and outstanding, actual; 1,000,000,000 shares authorized, no shares issued and outstanding, pro forma and pro forma as adjusted	4	–	
Class A common stock, $0.0001 par value: no shares authorized, issued and outstanding, actual; 1,000,000,000 shares authorized, no shares issued and outstanding, pro forma; 1,000,000,000 shares authorized, shares issued and outstanding, pro forma as adjusted	–	–	
Class B common stock, $0.0001 par value: no shares authorized, issued and outstanding, actual; 120,000,000 shares authorized, 88,488,285 shares issued and outstanding, pro forma and pro forma as adjusted	–	9	
Additional paid-in capital	21,563	125,385	
Accumulated other comprehensive loss	(3)	(3)	
Accumulated deficit	(9,989)	(9,989)	
Total stockholders' equity	27,421	115,402	
Total capitalization	$115,402	$115,402	$

(Источник: Form S-1, SEC)

К сожалению, далеко не всегда легко найти причины существенных изменений в ROE лишь на основе общих данных, взятых из финансовой отчетности компании. Именно поэтому для этих целей сотрудники компании «ДюПонт» (DuPont Corporation) еще в 1920-х гг. разработали так называемый «анализ Дюпона» (DuPont Analysis), который позволяет «копнуть» в ROE на несколько уровней ниже и определить реальные причины улучшения или ухудшения рентабельности собственного капитала компании.

DuPont Analysis

Анализ Дюпона рассматривает эффективность менеджмента компании (т. е. управления средствами акционеров – чистыми активами компании) с трех сторон: с точки зрения операционной эффективности (маржа чистой прибыли – Net Profit Margin), с точки зрения инвестиционной эффективности (коэффициент оборачиваемости активов – Asset Turnover. Данный показатель отслеживает, насколько разумно менеджмент «жонглирует» активами компании) и с точки зрения финансовой эффективности (отношение активов компании к собственному капиталу владельцев – этот коэффициент показывает степень закредитованности компании). Формула для расчета ROE согласно анализу Дюпона проста, но позволяет аналитикам делать далеко идущие выводы, сравнивая ее отдельные элементы как с историческими данными, так и с современными данными конкурентов компании:

Return on Equity = Net Profit Margin * Asset Turnover * Equity Multiplier = Маржа чистой прибыли за период * Коэффициент оборачиваемости активов * Мультипликатор собственного капитала компании[9]

или

ROE = Profit Margin * Total Asset Turnover * Leverage Factor = Рентабельность по чистой прибыли * Оборачиваемость активов * Финансовый левередж[10]

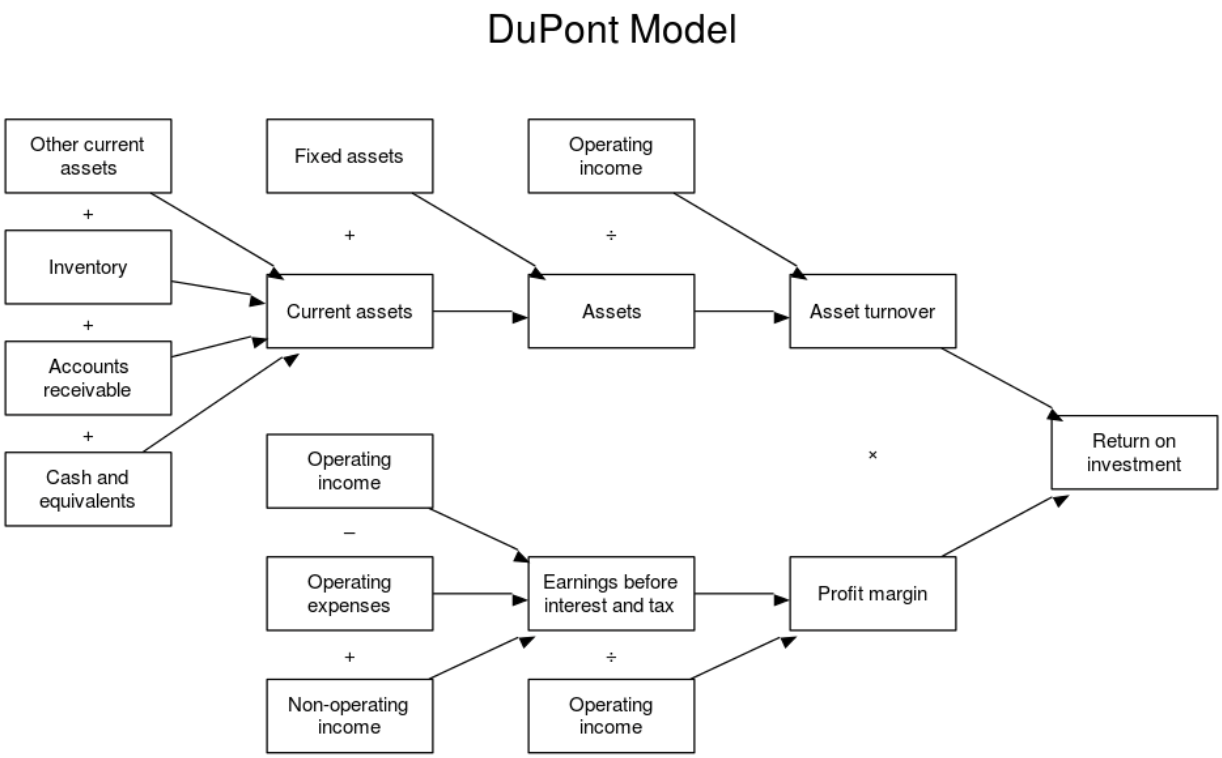
Алгебраически эта формула выглядит следующим образом:

Return on Equity = Net Profit / Revenue * Revenue / Average Assets * Average Assets / Average Shareholders' Equity = Чистая прибыль за период / Выручка за период * Выручка за период / Средняя балансовая стоимость активов компании * Средняя балансовая стоимость активов компании/ Средняя балансовая стоимость капитала владельцев компании

Графически анализ Дюпона можно представить следующим образом:

[9] https://www.wallstreetmojo.com/dupont-formula-roe/

[10] https://www.audit-it.ru/finanaliz/terms/performance/return_on_equity.html



(Источник: Wikipedia)

Давайте рассмотрим каждый из элементов формулы и его характеристики:

- **Маржа чистой прибыли (Net Profit Margin)** – чем выше, тем лучше (при прочих равных). Увеличить маржу чистой прибыли гораздо сложнее, чем увеличить финансовый рычаг (закредитованность фирмы) или продать лишние активы (поднять коэффициент оборачиваемости активов). Увеличение рентабельности компании всегда требует смелых и рискованных операционных решений, затрагивающих всю цепочку создания ценности внутри компании.

- **Оборачиваемость активов (Asset Turnover)** – чем выше, тем лучше (при прочих равных). В самом деле, зачем компании держать на балансе активы, которые практически не приносят ей прибыли или показывают результаты хуже, чем другие активы на ее балансе? В крупных компаниях управлением активами занимаются специальные люди, в том числе финансовый директор и его команда (Chief Financial Officer – CFO). В данном случае речь идет не столько об имуществе компании в целом, сколько о структуре ее активов, которые организованы в виде отдельных

операционных сегментов (Operating Segments) или бизнес-юнитов (Cash Generating Units). Топ-менеджмент компании занят не только операционным успехом холдинга, но и увеличением стоимости отдельных его подразделений для последующей их монетизации (через продажу частным игрокам – фондам прямых инвестиций или другим компаниям-стратегам – или через продажу публике с помощью IPO (carve-out)). Мелкие и средние компании обычно не имеют под своим «зонтом» больше одного бизнес-юнита и поэтому не могут улучшить ROE с помощью продажи активов (исключение – продажа непрофильных активов – например, ценных бумаг – и инвестирование вырученных денег в быстрорастущее направление). Следует также помнить, что продажа непрофильных активов поможет компании улучшить ROE лишь единожды и на короткий срок, так как невозможно постоянно это делать без вреда для стратегического развития компании (в конце концов, очередь дойдет до активов профильных, от которых нельзя избавиться без негативных последствий для компании). Чтобы ROE устойчиво рос, необходимо успешно управлять операционной деятельностью компании и структурой ее капитала (через финансовую деятельность).

- **Мультипликатор собственного капитала компании (Equity Multiplier)** – по сути, является финансовым рычагом. Мы помним, что активы компании всегда равны ее пассивам, которые состоят из обязательств и капитала владельцев компании (Assets = Liabilities + Shareholders' Equity). Таким образом, с алгебраической точки зрения нет разницы между расчетом финансового рычага через формулу «Equity Multiplier = Assets / Equity» или через формулу «Equity Multiplier = (Liabilities + Equity) / Equity». Кроме этого, первая формула лучше вписывается в анализ Дюпона в целом, так как позволяет увидеть, как сокращаются дроби, входящие в состав уравнения. При прочих равных, чем выше этот мультипликатор, тем лучше, так как высокий коэффициент показывает успех менеджмента компании в привлечении сторонних инвестиций в виде долгового финансирования (увеличивает Liabilities – обязательства компании). Кроме этого, увеличить соотношение активов к собственному капиталу компании можно путем выплаты дивидендов или с помощью выкупа собственных акций на бирже. Успешная дивидендная политика показывает способность менеджмента компании эффективно планировать ее стратегическое развитие на основе успешного бюджетирования (Cash budgeting), ведь успешное планирование позволяет компании возвращать «лишний» капитал своим владельцам. Однако следует помнить, что как фактическая, так и «имплицированная» закредитованность (т. е. когда компания не увеличивает обязательства, но уменьшает капитал владельцев с помощью выплаты

дивидендов или выкупа их акций на свой казначейский счет – Treasury Stock) ведут к увеличению кредитных рисков компании и ухудшению ее финансовой устойчивости. В конце концов, никто не знает будущего, и даже самый тщательно составленный план развития компании (и бюджета) может сильно отличаться от реальных финансовых результатов, которые компания покажет в будущем. В свою очередь, результаты, хуже ожидаемых, могут привести как минимум к тяжелому финансовому состоянию компании, а как максимум – к ее реструктуризации или даже банкротству. Более того, как и в случае с оборачиваемостью активов, менеджмент компании не может постоянно увеличивать мультипликатор собственного капитала компании для целей улучшения ROE, так как когда-нибудь закредитованность компании достигнет критических значений и существующие кредитные ковенанты (debt covenants) будут нарушены. В таком случае компания станет техническим банкротом (ее собственный капитал будет положительным, но важные условия кредитных договоров будут нарушены, что даст кредиторам право начать процесс банкротства компании). Таким образом, единственный устойчивый и долгосрочный способ увеличения ROE – это работа над ее операционной деятельностью, ведущая к увеличению маржи чистой прибыли (Net Profit Margin).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net Income Margin %	6.3%	2.3%	2.2%	1.8%	(0.7%)	(5.3%)
Total Asset Turnover	1.3x	0.9x	0.9x	0.6x	0.5x	0.5x
Equity Multiplier	1.9x	1.4x	1.5x	1.3x	1.6x	1.6x
Return on equity (ROE)	**15.3%**	**3.0%**	**2.9%**	**1.4%**	**-0.6%**	**-4.3%**

(Источник: Capital IQ. Расчеты автора)

Значения в этой таблице могут отличаться от данных, специально рассчитанных сотрудниками Capital IQ. Во-первых, в наших расчетах балансовую стоимость привилегированных акций мы включили в баланс капитала владельцев LinkedIn Corp (Shareholders' Equity) и не очистили чистую прибыль от дивидендов, уплаченных привилегированным акционерам. Во-вторых, для упрощения расчетов мы использовали конечные в финансовых периодах значения для активов и капитала владельцев (а не средние, как это принято в классической формуле, описанной выше).

Даже поверхностный анализ расчета ROE по формуле Дюпона показывает, что первая – и главная – причина ухудшения данного

коэффициента состоит в том, что чистая прибыль относительно выручки непрерывно падала, начиная с финансового 2010 г. (при этом в 2014-2015 гг. она стала отрицательной в абсолютном значении). На втором месте – рост оборачиваемости активов. Иными словами, компания постепенно увеличила баланс активов, не приносящих ей достаточно инкрементальной выручки, чтобы оправдать их существование (либо имеющиеся активы стали приносить меньше выручки, но это неактуально в данном случае, так как выручка компании росла в среднем (CAGR) на 62% в год). Быстрый взгляд на балансовую отчетность LinkedIn Corp. позволяет определить причину падения оборачиваемости активов:

Balance Sheet						
Balance Sheet as of:	**12 months Dec-31-2010**	**12 months Dec-31-2011**	**12 months Dec-31-2012**	**12 months Dec-31-2013**	**12 months Dec-31-2014**	**12 months Sep-30-2015**
Currency	***USD***	***USD***	***USD***	***USD***	***USD***	***USD***
ASSETS						
Cash And Equivalents	93.0	339.0	270.4	803.1	460.9	631.7
Short Term Investments	-	238.5	479.1	1,526.2	2,982.4	2,457.6
Total Cash & ST Investments	93.0	577.5	749.5	2,329.3	3,443.3	3,089.3
Accounts Receivable	58.3	111.4	203.6	302.2	449.0	458.0
Total Receivables	**58.3**	**111.4**	**203.6**	**302.2**	**449.0**	**458.0**
Prepaid Exp.	4.9	10.8	14.3	32.1	53.0	72.8
Other Current Assets	16.1	26.3	51.3	91.9	176.8	192.7
Total Current Assets	**172.2**	**725.9**	**1,018.8**	**2,755.5**	**4,122.1**	**3,812.7**
Gross Property, Plant & Equipment	95.1	192.3	328.3	605.4	1,147.4	1,509.8
Accumulated Depreciation	(38.4)	(77.4)	(141.7)	(243.7)	(406.5)	(603.6)
Net Property, Plant & Equipment	**56.7**	**114.9**	**186.7**	**361.7**	**740.9**	**906.2**
Goodwill	-	12.2	115.2	150.9	356.7	1,508.9
Other Intangibles	5.2	8.1	32.8	43.0	131.3	418.1
Deferred Charges, LT	1.7	-	-	-	-	-
Other Long-Term Assets	2.3	12.6	28.9	41.7	76.3	70.8
Total Assets	**238.2**	**873.7**	**1,382.3**	**3,352.8**	**5,427.3**	**6,716.7**

(Источник: Capital IQ)

Исходя из фрагмента, представленного выше, можно сказать, что главная причина падения оборачиваемости активов компании – наличие высокого баланса денежных средств и краткосрочных вложений (Total Cash & Short-term Investments): если в 2010 г. их доля в общих активах составляла 39%, то на конец сентября 2015 г. – уже 46% (при этом, например, баланс

основных средств – Gross Property, Plant, and Equipment – упал по отношению к общему балансу активов с 40% до 22% в 2015 г.). На основе этого можно предположить, что менеджмент LinkedIn Corp. не нашел лучшего применения денежным средствам компании, как разместить их на банковских счетах и превратить в ликвидные финансовые активы (в основном, в казначейские облигации Правительства США, однако сюда могут входить и приобретения небольших пакетов акций в других компаниях. Чтобы знать наверняка, нужно изучать примечания к финансовым отчетам компании за эти годы). Отчет о движении денежных средств (Cash Flow Statement) компании подтверждает эту гипотезу:

Cash Acquisitions	-	-	(60.5)	(6.7)	(220.5)	(220.5)
Divestitures	-	-	-	-	-	-
Sale (Purchase) of Intangible assets	(4.5)	(7.4)	3.5	(12.5)	(33.0)	(457.2)
Invest. in Marketable & Equity Securt.	-	(239.4)	(245.5)	(1,055.4)	(1,472.3)	(741.6)
Net (Inc.) Dec in Loans Originated/Sold	-	-	-	-	-	-
Other Investing Activities	(1.1)	(2.7)	(5.1)	(4.9)	(19.8)	12.7
Cash from Investing	**(55.6)**	**(338.5)**	**(433.0)**	**(1,357.5)**	**(2,293.3)**	**(1,977.4)**
Short Term Debt Issued	-	-	-	-	-	-
Long-Term Debt Issued	-	-	-	-	1,305.4	-
Total Debt Issued	**-**	**-**	**-**	**-**	**1,305.4**	**1,305.4**
Short Term Debt Repaid	-	-	-	-	-	-
Long-Term Debt Repaid	-	-	-	-	-	-
Total Debt Repaid	-	-	-	-	-	-
Issuance of Common Stock	4.8	445.9	61.3	1,405.5	66.4	59.5
Repurchase of Common stock	(0.2)	0	0	0	0	(22.7)
Total Dividends Paid	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Special Dividend Paid	-	-	-	-	-	-
Other Financing Activities	(0.3)	6.6	35.3	48.7	16.7	(11.1)
Cash from Financing	**4.3**	**452.5**	**96.6**	**1,454.2**	**1,388.5**	**1,331.1**

(Источник: Capital IQ)

Из данных за период 2010 – 2014 гг. мы видим, что LinkedIn Corp не выплачивала дивиденды своим инвесторам и не выкупала их акции с биржи на казначейский счет (за исключением весьма несущественной суммы в $23 млн в 2015 г.), но при этом она активно инвестировала в ценные бумаги (Marketable & Equity Securities). Всего за период с 2010 по 2015 гг. она инвестировала более $3,7 млрд в эти финансовые активы – более половины

всех поступлений от своей операционной и финансовой деятельности ($2,2 млрд и $4.7 млрд соответственно). Очевидно, что эти вложения не принесли ей существенной выручки (они и не могли принести ей выручку, так как неконтролирующие доли – вложения до 50% в капитал компании – не консолидируются в отчетностях компании-инвестора, а значит, не могут влиять на выручку. Остальные финансовые вложения влияют на чистую прибыль, так как не относятся к операционной деятельности компании) и не улучшили ее чистую прибыль (Net Income). Данные из ОФР подтверждают это:

Operating Income	**19.6**	**25.8**	**56.9**	**47.8**	**36.1**	**(91.8)**
Operating Income Margin, %	*8.1%*	*4.9%*	*5.8%*	*3.1%*	*1.6%*	*-3.3%*
Interest Expense	-	-	-	-	(6.8)	(44.9)
Interest and Invest. Income	0.1	0.2	1.0	2.9	5.0	8.0
Net Interest Exp.	**0.1**	**0.2**	**1.0**	**2.9**	**(1.8)**	**(36.8)**
Currency Exchange Gains (Loss)	(0.4)	(3.0)	(0.7)	(1.6)	(3.3)	(11.8)
Other Non-Operating Inc. (Exp.)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.1	0.4
EBT Excl. Unusual Items	**19.0**	**22.9**	**57.1**	**49.1**	**31.1**	**(139.9)**
Merger and Related Restructuring C	-	-	-	-	-	(29.1)
Impairment of Goodwill	-	-	-	-	-	-
Gain (Loss) On Sale Of Invest.	-	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Other Unusual Items	-	-	-	-	-	-
EBT Incl. Unusual Items	**19.0**	**22.9**	**57.1**	**49.2**	**31.2**	**(169.0)**
Income Tax Expense	3.6	11.0	35.5	22.5	46.5	(22.1)
Earnings from Cont. Ops.	**15.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.3)**	**(146.9)**
Earnings of Discontinued Ops.	-	-	-	-	-	-
Extraord. Item & Account. Change	-	-	-	-	-	-
Net Income to Company	**15.4**	**11.9**	**21.6**	**26.8**	**(15.3)**	**(146.9)**

(Источник: Capital IQ)

Мы видим из фрагмента выше, что совокупная прибыль от полученных процентов по вкладам и доходов от инвестиций (Interest and Investment Income) и их реализации (Gain (Loss) On Sale of Investments) несущественная по отношению к операционной прибыли (убыткам) LinkedIn Corp. Таким образом, с финансовой точки зрения, эти финансовые инвестиции не имели особого смысла. Инвестирование денег в ценные бумаги в данном случае наводит на мысль, что менеджмент LinkedIn Corp просто не знал, как

распорядиться деньгами, при этом управленцы не хотели возвращать избыточные денежные средства в виде дивидендов (эта логика имеет смысл: если компания начнет платить дивиденды, акционеры будут ожидать непрерывного и стабильного возврата капитала через этот канал в будущем). Таким образом, если мы хотим понять существенные причины ухудшения коэффициента ROE компании, то в данном случае нам нужно продолжить изучать операционную деятельность компании. Например, следующим шагом может стать анализ деятельности операционных сегментов компании и сравнительный анализ ее продуктов.

5-Step DuPont Analysis

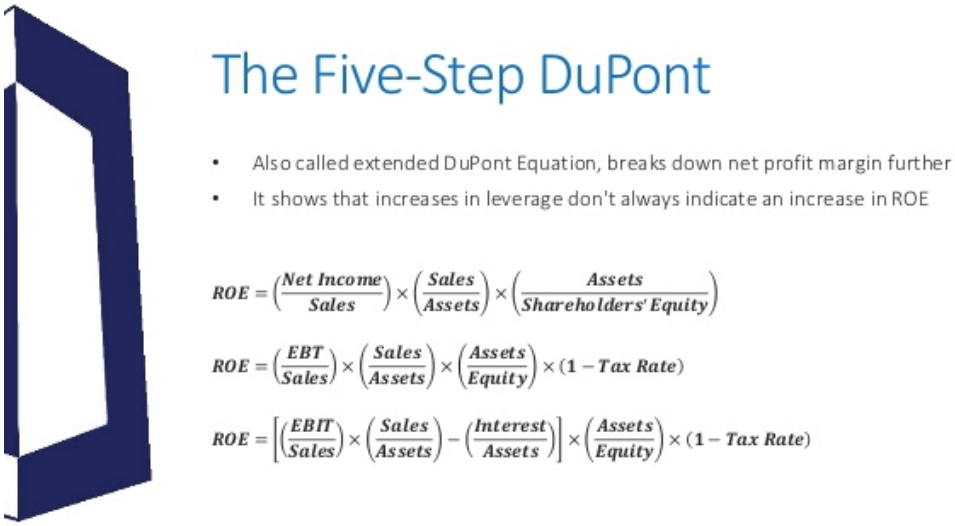
В последнее время набирает популярность расчета ROE в рамках «пятишагового анализа Дюпона». По сути, пятиступенчатая модель Дюпона – углубленная модификация классического варианта, имеющая следующий вид:

Return on Equity = [EBIT Margin x Asset Turnover – Interest / Average Assets] * Equity Multiplier * (1 – Income Tax Rate) = [Маржа EBIT за период * Коэффициент оборачиваемости активов – Начисленные проценты / Средний баланс активов]* Мультипликатор собственного капитала компании * (1 – Ставка налога на прибыль)

Алгебраически эта формула выглядит следующим образом:

Return on Equity = [EBIT / Revenue x Revenue / Average Assets – Interest / Average Assets] * Average Assets / Average Shareholders' Equity * (1 – Income Tax Rate) = [EBIT за период / Выручка за период * Выручка за период / Средняя балансовая стоимость активов компании – Начисленные проценты за период / Средний баланс активов за период] * Средняя балансовая стоимость активов компании / Средняя балансовая стоимость капитала владельцев компании * (1 – Ставка налога на прибыль)

Деривация формулы пятиступенчатого Дюпона весьма проста:



(Источник: Kevinson Tenjo, SlideShare)

Смысл пятиступенчатого анализа Дюпона в том, что он позволяет учитывать изменения в налоговом законодательстве и стоимость долгового финансирования и отображать значимость их влияния на рентабельность собственного капитала владельцев. Соответственно, использовать пятиступенчатую модель имеет смысл при анализе ROE компаний, имеющих высокую долговую нагрузку и оперирующих в сложных налоговых юрисдикциях (также использующих сложные схемы трансфертного ценообразования). Обычно это банки, крупные промышленные предприятия, телекомы и компании, занимающиеся полезными ископаемыми (как Oil & Gas, так и Metals & Mining). Следует добавить, что высокая стоимость кредитов может нивелировать позитивный эффект от кредитного плеча, к которому многие компании любят прибегать в случаях, когда процентные ставки низки (при этом даже высокая ставка налога на прибыль «не спасет ситуацию»).

Return on Equity vs Return on Capital Employed

На практике можно довольно часто встретить такой коэффициент эффективности, как доход на вложенный капитал (Return on Capital Employed). Чем он отличается от рентабельности собственного капитала (Return on Equity)? Концептуально разницы между показателями нет – они оба оценивают эффективность менеджмента компании через призму ОФР и балансового отчета. Разница в расчетах:

Return on Capital Employed (ROCE) = Earnings Before Interest and Tax (EBIT) / Average Capital Employed = EBIT / (Average Shareholders' Equity + Average Debt) = Прибыль до вычета начисленных процентов и налога на прибыль / (Средний баланс собственного капитала + Средний баланс финансовых обязательств)

или

$$\textbf{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Capital Employed}} =$$

$$= \frac{\text{Прибыль до вычета начисленных процентов и налога на прибыль}}{\text{Баланс собственного капитала}}$$[11]

По сути, разница между ROE и Return on Capital Employed в том, что второй коэффициент использует более грубые, валовые, значения. Во-первых, в числителе используется показатель EBIT (грубо говоря, операционная прибыль), который показывает, как прибыль акционеров (условную, так как наличие чистой прибыли не означает автоматически выплату дивидендов), так и прибыль кредиторов компании (в виде начисленных процентов). Логично, что в знаменателе используются балансовые значения собственного капитала и финансовых обязательств (в основном, это кредиты). Использовать чистую прибыль в числителе было бы некорректно, так как она принадлежит лишь акционерам компании.

Коэффициент ROCE часто используется в финансовом анализе крупных промышленных корпораций, компаний, работающих в нефтегазовой отрасли (или извлекающих полезные ископаемые), и финансовых организаций. Объединяет все эти компании, что они часто имеют сложную структуру капитала (много источников финансирования активов) и относительно небольшую долю собственного капитала в балансе пассивов (в особенности, коммерческие банки). Использование коэффициента ROE может привести к бесполезности анализа, так как значения будут сильно колебаться вследствие большой волатильности чистой прибыли (а волатильность будет связана с большим количеством не операционных прибылей или убытков, а также в существенном балансе едино разовых издержек (например, в виде списания активов или затрат на

[11] https://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp

реструктуризацию)). Пример волатильности чистой прибыли можно увидеть ниже:

(a) Reconciliation of net earnings/(losses) to underlying earnings

Exclusions from underlying earnings	Pre-tax [k] 2016 US$m	Taxation 2016 US$m	Non-controlling interests 2016 US$m	Net amount 2016 US$m	Net amount 2015 US$m	Net amount 2014 US$m
Impairment charges net of reversals (note 6)	(249)	66	–	(183)	(1,802)	(138)
Net gains/(losses) on disposal of interests in businesses [b]	515	(133)	–	382	48	(349)
Exchange and derivative gains/(losses):						
– Exchange gains/(losses) on US dollar net debt and intragroup balances [c]	603	(88)	1	516	(3,282)	(1,858)
– Losses on currency and interest rate derivatives not qualifying for hedge accounting [d]	(22)	6	4	(12)	(88)	(22)
– Gains on commodity derivatives not qualifying for hedge accounting [e]	41	(9)	–	32	88	30
Onerous port and rail contracts [f]	(469)	140	–	(329)	–	–
Restructuring costs and global headcount reductions [g]	(265)	71	17	(177)	(258)	(82)
Increased closure provision for non-operating and legacy operations [h]	(402)	120	–	(282)	(233)	–
Tax provision [i]	–	(380)	–	(380)	–	–
Recognition of deferred tax assets relating to planned divestments	–	–	–	–	234	–
Write off of deferred tax asset following the MRRT repeal	–	–	–	–	–	(362)
Gain on disposal of the Group's St James's Square properties	–	–	–	–	–	356
Other exclusions [j]	(102)	52	–	(50)	(113)	(353)
Total excluded from underlying earnings	(350)	(155)	22	(483)	(5,406)	(2,778)
Net earnings/(loss)	6,343	(1,567)	(159)	4,617	(866)	6,527
Underlying earnings	6,693	(1,412)	(181)	5,100	4,540	9,305

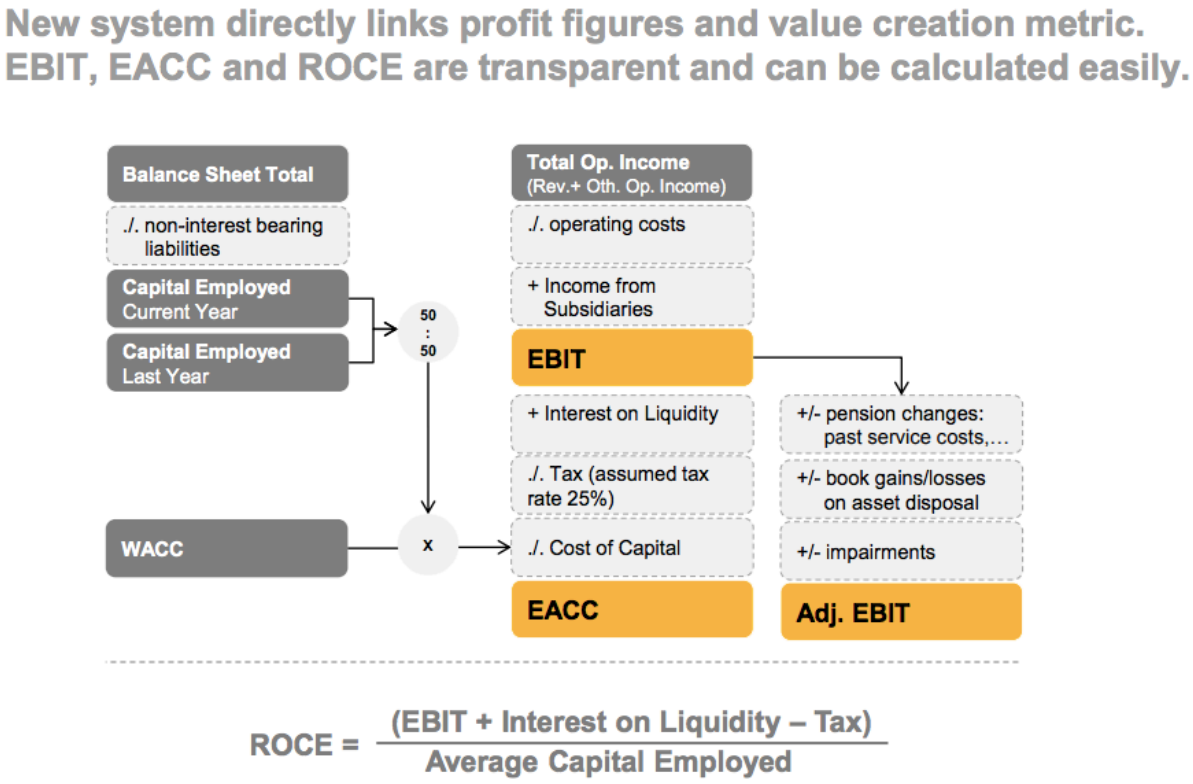
(Источник: Rio Tinto's 2016 Annual Report, стр. 130)

Резюмируем ROE. Данный коэффициент через призму анализа Дюпона позволяет многогранно анализировать деятельность компании, причем не только дает ответы на высокоуровневые вопросы (например, почему рентабельность собственного капитала выросла или упала), но и указывает области для дальнейшего анализа. Это помогает докопаться до правды и позволяет сэкономить множество часов аналитической работы, которая почти не имеет ценность для конечного пользователя. Проводя финансовый анализ, мы всегда должны помнить, что результаты нашей работы должны сподвигнуть людей, принимающих решения, на конкретные действия.

ROE vs EVA

Ранее мы определили, что свободный денежный поток – главный индикатор того, зарабатывает ли компания реальную прибыль для своих владельцев (акционеров, кредиторов или для всех вместе) с учетом кратко- и среднесрочных потребностей компании в реинвестировании, т. е. оборотного капитала и капитальных затрат. Аналитики любят также

использовать концепцию экономической добавленной стоимости (Economic Value Added – EVA), которая не столько учитывает операционные и инвестиционные потребности компании, сколько отслеживает операционную эффективность компании с учетом средневзвешенной стоимости капитала (Weighted - Average Cost of Capital – WACC), которую она заимствует у своих владельцев (можно сказать, что акционерный капитал – долг, предоставленный владельцами, но выданный на специфических условиях). Иными словами, EVA объединяет финансовый учет со стоимостью денег во времени и поэтому является скорее финансовым коэффициентом, чем бухгалтерским (которых большинство в этом материале). Поэтому многие современные компании в своих отчетах используют EVA и другие коэффициенты, учитывающие стоимость капитала, в презентациях своих нестандартных (non-GAAP) финансовых результатов:



(Источник: Lufthansa Investor Relations)

В данном случае Lufthansa использовала собственную модификацию показателя EVA под названием «Earnings After Cost of Capital» (EACC). Компании нередко корректируют общепринятые финансовые KPI, чтобы, как

они считают, пользователи отчетностей (Stakeholders) получали более релевантную информацию об успехе компании с учетом отраслевой и корпоративной специфики.

В классическом варианте Economic Value Added рассчитывается следующим образом:

Economic Value Added (EVA) = EVA = NOPAT – (WACC * capital invested) = Чистая операционная прибыль после уплаты налогов – (Средневзвешенная стоимость капитала * инвестированный капитал).

Выше мы показывали, как рассчитывается NOPAT, поэтому уделим внимание терминам Capital Invested и WACC.

Capital Invested

Capital Invested (Инвестированный в периоде капитал) – та часть активов компании, которая фондируется (финансируется) процентными обязательствами (interest-bearing liabilities) и акционерным капиталом компании.

Детали:

– Логично, что именно Capital Invested должен использоваться в расчете EVA, так как в формуле мы используем другие переменные, которые относятся именно к акционерам и кредиторам компании (WACC, NOPAT). Это позволяет формуле сохранять последовательность.

– Использовать активы (точнее, средний баланс активов в периоде) некорректно по той причине, что не все активы компании финансируются ее финансовыми обязательствами. Например, какая-то часть текущих активов отложена на уплату налогов, погашение кредиторской задолженности (Accounts Payable), доходы будущих периодов (Unearned Revenue) и накопленные обязательства (Accrued Liabilties). Иными словами, чтобы получить значение Capital Invested, нам нужно очистить общие активы компании от операционных активов, которые привязаны к операционным обязательствам.

– На практике такого рода операционные обязательства также называются беспроцентными краткосрочными обязательствами (Non-Interest-Bearing Current Liabilities – NIBCLS).

Классический вариант формулы для расчета Capital Invested:

Capital Invested = Total Assets – NIBCLS = Total Assets – (Accounts Payable + Accrued Liabilities + Taxes Payable + Unearned Revenue) = Общий баланс активов компании на конец периода – Общий баланс беспроцентных краткосрочных обязательств на конец периода = Общий баланс активов компании на конец периода – (Кредиторская задолженность на конец периода + Накопленные обязательства + Налоги к уплате в течение финансового года + Доходы будущих периодов).

Другая формула:

Capital Invested = Total Debt (Including Capital Lease) + Total Equity & Equivalent Equity Investments + Non-Operating Cash = Общий баланс долга(включая капитальный лизинг) + Общий баланс капитала + Не операционные наличные[12]

Пример использования показателя Capital Invested в презентациях компаний:

Return on average capital employed (ROACE)

					$ million
	2016	2015	2014	2013	2012
Profit (loss) for the year attributable to BP shareholders	**115**	(6,482)	3,780	23,451	11,017
Inventory holding (gains) losses, net of tax	**(1,114)**	1,320	4,293	230	411
Non-operating items and fair value accounting effects, net of tax	**3,584**	11,067	4,063	(10,253)	5,643
Underlying RC profit	**2,585**	5,905	12,136	13,428	17,071
Interest exprense, net of tax	**635**	576	546	549	549
Non-controlling interests	**57**	82	223	307	234
Adjusted underlying RC profit	**3,277**	6,563	12,905	14,284	17,854
Total equity	**96,843**	98,387	112,642	130,407	119,752
Gross debt	**58,300**	53,168	52,854	48,192	48,800
Capital employed (2016 average $153,349 million)	**155,143**	151,555	165,496	178,599	168,552
Less: Goodwill	**11,194**	11,627	11,868	12,181	12,190
Cash and cash equivalents	**23,484**	26,389	29,763	22,520	19,635
	120,465	113,539	123,865	143,898	136,727
Average capital employed excluding goodwill and cash and cash equivalents	**117,002**	118,702	133,882	140,313	133,457
ROACE	**2.8%**	5.5%	9.6%	10.2%	13.4%

*Calculated on a post-tax basis using a notional tax rate of 35%.

(Источник: BP Investor Relations)

В таблице выше вы видите расчеты показателя Return on Average Capital Employed (ROACE), который можно довольно часто встретить в презентациях компаний, имеющих большое количество операционных

[12] https://www.wallstreetmojo.com/invested-capital-formula/

сегментов и сложную структуру капитала. В расчете ROACE можно увидеть термин «Average Capital Employed» (Средний используемый капитал), который является синонимом инвестированного капитала (Capital Invested) за исключением специфических корректировок (например, в данном случае из классического значения Capital Invested вычитается гудвилл).

Capital Invested (Employed) – это де-факто сумма балансов всех долгосрочных активов компании, финансируемых ее внешними инвесторами. Рассчитывая инвестируемый капитал и EVA в целом, мы получаем некий аналог показателя доходности от инвестиции (Return on Investment). Есть нюансы, но в общих чертах EVA позволяет проанализировать способность менеджмента компании демонстрировать адекватные финансовые результаты, для того чтобы оправдать вложения текущих инвесторов в компанию (по сути, финансирование ее активов). В конце концов, если компания не приносит инвесторам больше денег с учетом рисков (Risk-adjusted returns), чем они могли бы получать, размещая свои деньги, например, на банковских вкладах или покупая безрисковые облигации, зачем вообще финансировать ее операционную деятельность?

Weighted-Average Cost of Capital

Weighted-Average Cost of Capital (Средневзвешенная стоимость капитала) – это дисконтная ставка, используемая для расчета приведенной стоимости денежных потоков (как правило, FCFF). WACC объединяет стоимость акционерного капитала и долгового капитала, так как у любой компании, имеющей кредиты, есть по факту две группы владельцев – акционеры и кредиторы.

WACC позволяет оценивать финансовые результаты компании через призму стоимости денег во времени, которая учитывает не только инфляцию, но и всевозможные операционные, инвестиционные, финансовые, юридические, налоговые и прочие риски, связанные с компанией.

Стандартный вид формулы:

WACC = (Cost of Equity * Equity/Debt + Equity)+(Cost of Debt * Debt/Debt + Equity)*(1-Tax Rate)[13]

Где:

Equity/Debt + Equity = доля акционерного капитала в общем капитале компании (сумма акционерного и долгового капитала), причем в расчете доли используется рыночная стоимость акционерного капитала, если акции компании торгуются на бирже. В случае, если акции компании не торгуются на бирже, берется балансовая стоимость акционерного капитала.

Debt/Debt + Equity = доля долгового капитала в общем капитале компании (сумма акционерного и долгового капитала). Как правило, используется балансовая стоимость долга, так как большинство кредитов не размещается на бирже (или к ним нет открытого доступа). Важная деталь: при расчете используются только финансовые кредиты, т. е. не относящиеся к операционной деятельности компании (не составляющие оборотный капитал).

Cost of Equity = стоимость акционерного капитала. Как правило, рассчитывается через модель CAPM (Capital Asset Pricing Model).

[13] https://www.myaccountingcourse.com/financial-ratios/wacc

Cost of Debt = стоимость долгового капитала. Рассчитывается как средневзвешенная процентная ставка по кредитам.

(1-Tax Rate) (Налоговый щит) – чем выше процентная ставка по кредиту, тем меньше компания платит налогов. Чем выше налоговая ставка, тем ниже реальная стоимость долгового капитала. Эта идея основана на том, что процентные платежи уменьшают налоговую базу компании (уменьшают прибыль до налогов).

Итак, WACC – это модифицированная дисконтная ставка, которая, будучи использованной в расчете добавленной экономической стоимости, показывает, на какую «ренту» в годовых процентах владельцы капитала компании (имеются в виду активы компании, имущество) могут рассчитывать за его использование. Эта идея как раз наблюдается в выражении «Capital Invested x Weighted-Average Cost of Capital» классической формулы EVA.

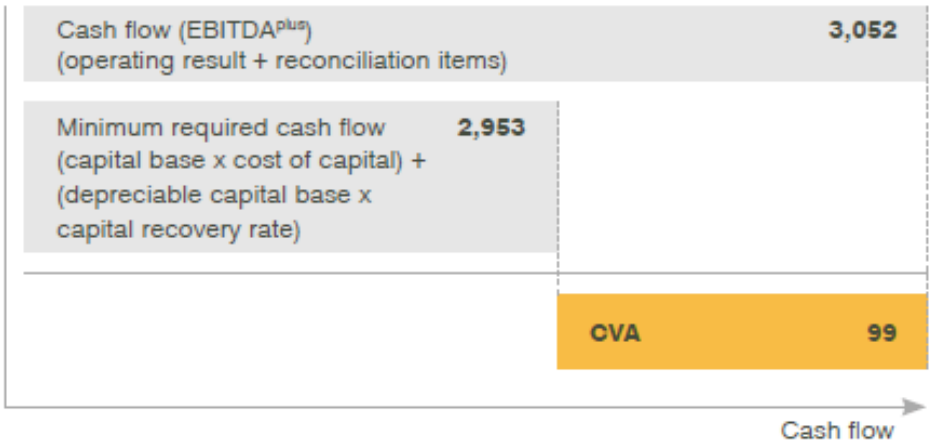
Пример использования модификации EVA компанией The Lufthansa Group для более понятной коммуникации своих финансовых результатов ее инвесторам:

Return on capital 2011	
in %	
Risk-free market interest rate	3.7
Market risk premium	5.4
Beta factor	1.1
Proportion of equity	50
Proportion of debt	50
Cost of equity	**9.6**
Cost of debt	**4.3**

Cost of capital (WACC) for the Group and the business segments

in %	2011	2010	2009	2008	2007
Group	7.0	7.9	7.9	7.9	7.9
Passenger Airline Group	7.0	7.9	7.9	7.9	7.9
Logistics	7.2	8.2	8.2	8.2	8.2
MRO	6.7	7.6	7.6	7.6	7.6
IT Services	6.7	7.6	7.6	7.6	7.6
Catering	7.0	7.9	7.9	7.9	7.9

Calculation of cash value added (CVA) 2011 in €m



Value creation (CVA) of the Lufthansa Group and the business segments

in €m	2011	2010	2009	2008	2007
Group	99	71	–858	654	1,546
Passenger Airline Group	–122	–198	–691	346	768
Logistics	202	233	–264	71	59
MRO	152	172	164	188	205
IT Services	23	–23	3	29	–16
Catering	–25	–28	–68	–17	21

(Источник: Lufthansa Investor Relations)

До внедрения новой системы оценки финансовых KPI компании, Lufthansa использовала метрику Cash Value Added (CVA), которая является разновидностью Economic Value Added. По определению, CVA – это разность денежного потока, сгенерированного в периоде (Cash flow generated in a given year), и минимального требуемого денежного потока (Minimum required cash flow) в периоде.

Главная разница между CVA и EVA в том, что CVA использует в расчетах реальные денежные потоки, полученные в периоде, а EVA – финансовый результат, который, как мы знаем, может сильно отличаться от денежного потока.

Естественно, денежные потоки и денежный баланс компании играют главную роль в ее финансовой стабильности и жизнедеятельности в целом.

Coverage Ratios

Coverage ratios (коэффициенты покрытия) – количественные метрики, показывающие способность компании обслуживать свою долговую нагрузку. Ключевое словосочетание в определении – «обслуживать долговую нагрузку» (Servicing debt). Обслуживать долг – иметь возможность вовремя выплачивать по нему проценты и погашать отдельные кредитные транши (т. е. серии займов, доли, выходящие отдельными выпусками). Коэффициенты покрытия не показывают способность компании погасить все кредиты и прочие похожие долговые обязательства (например, финансовый лизинг) в моменте – этим занимаются коэффициенты финансовой устойчивости компании (Solvency ratios), фокусирующиеся на оценке долгосрочных рисков, связанных с долговой нагрузкой компании.

Коэффициенты покрытия дают пользователю возможность оценить кредитные риски компании в кратко- и среднесрочной перспективе, т. е. понять, насколько высоки шансы того, что компания станет техническим банкротом в течение следующих 1-2 финансовых лет при определенных сценариях ее развития. Эти коэффициенты сравнивают финансовые результаты компании и ее денежные потоки в периоде относительно затрат на обслуживание ее долга (как уплату процентов, так и погашение траншей) в периоде.

Мы рассмотрим следующие коэффициенты покрытия:

- коэффициент покрытия процентов (Interest Coverage Ratio);
- коэффициент покрытия долга (Debt Service Coverage Ratio);
- емкость долга (Debt Capacity);
- коэффициент покрытия активов (Asset Coverage Ratio).

Следует помнить, что в данном материале мы показываем общепринятые коэффициенты и формулы расчетов. В реальности многие банки имеют модифицированные под себя подходы к оценке кредитных рисков компаний и собственную политику кредитования предприятий (которая не всегда может быть основана сугубо на экономическом фундаменте). Для понимания того, какие нюансы существуют в индустрии на сегодняшний день, мы рекомендуем изучать кредитные договоры и другие документы напрямую с десков.

Interest Coverage Ratio

Interest Coverage Ratio (Коэффициент покрытия процентов) – коэффициент, показывающий, насколько успешно компания может обслуживать свои кредиты (платить проценты), исходя из размера операционной прибыли за прошедший период.

Считается по формуле:

$$\textbf{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expense}} =$$

$$= \frac{\text{EBIT за период}}{\text{Начисленные проценты по кредитам и финансовому лизингу за период}}$$

– Теоретически может принимать любые значения. Однако в большинстве случаев ICR имеет положительное значение (исключения – убыточные компании, которые, с точки зрения финансового результата, не могут обслуживать долг, или компании, у которых нет финансовых кредитов, а значит, они не платят проценты).

Детали:

– Как минимум, ICR компании должен быть больше единицы, так как ICR <1 означает, что компания не генерирует достаточно операционной, прибыли, чтобы покрыть процентные платежи. Это обычно является индикатором, что компания может стать техническим банкротом в ближайшее время. Нормальным показателем в индустрии считается значение 2x или выше.

– Важно помнить, что как EBIT (~ Operating Income), так и Interest Expense – значения, «нарисованные» в ОФР, потому что отчетности строятся по принципу начисления. Таким образом, ICR подходит лишь для первичного финансового анализа – его нельзя использовать в случаях, когда нужна конкретика по денежным потокам (например, при оценке или анализе проектов, которые требуют подробных цифр).

– Как EBIT, так и Interest Expense берутся за 12-месячный период (т. е. цифры за последние 4 квартала – LTM data). Во-первых, это позволяет сгладить сезонность (в плане прибыли), а во-вторых, помогает более корректно отобразить в цифрах договоренности с банком (например, в случаях, когда процентная ставка плавающая).

Рассмотрим пример расчета ICR на основе гипотетической сделки LBO (финансируемого выкупа – Leveraged Buyout) с ПАО «Магнит»:

Summary of Relevant Financial Statictics

Income Statement Statistics	2017	2018	2019	2020	2021
Revenue	$19,370.2	$22,941.6	$26,447.0	$29,656.0	$32,369.5
EBITDA	1,426.5	1,675.1	1,928.5	2,169.1	2,384.3
Net Income	47.2	152.0	264.2	367.9	444.0
Net Interest Expense	1,017.9	1,085.4	1,140.1	1,188.8	1,244.6
Cash Interest	635.9	655.0	653.9	640.0	626.1
Taxes	11.8	38.0	66.1	92.0	111.0
Revenue Growth	20.8%	18.4%	15.3%	12.1%	9.1%
EBITDA Margin	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.4%
EBITDA Growth	16.7%	17.4%	15.1%	12.5%	9.9%
Net Income Margin	0.2%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%
Balance Sheet / Cash Flow Statistics					
Cash	$277.3	$285.4	$61.0	$78.6	$226.1
Total Debt	11,509.0	12,040.9	12,327.9	12,677.1	13,096.4
Net Debt	11,231.8	11,755.5	12,266.9	12,598.5	12,870.2
Secured Debt	6,800.0	6,600.0	6,400.0	6,200.0	6,000.0
Capex	(774.8)	(803.0)	(925.6)	(889.7)	(971.1)
Increase (Decrease) in W/C	132.3	281.5	313.5	330.3	329.3
Leverage Ratios					
Total Debt / EBITDA	8.1x	7.2x	6.4x	5.8x	5.5x
Net Debt / EBITDA	7.9x	7.0x	6.4x	5.8x	5.4x
Secured Debt / EBITDA	4.8x	3.9x	3.3x	2.9x	2.5x
Interest Coverage Statistics					
EBITDA / Net Interest Expense	1.4x	1.5x	1.7x	1.8x	1.9x
EBITDA / Cash Interest	2.2x	2.6x	2.9x	3.4x	3.8x
EBITDA - Capex / Net Interest Expense	0.6x	0.8x	0.9x	1.1x	1.1x
EBITDA - Capex / Cash Interest Expense	1.0x	1.3x	1.5x	2.0x	2.3x
EBITDA - Capex - Δ W/C / Net Interest Expense	0.5x	0.5x	0.6x	0.8x	0.9x
EBITDA - Capex - Δ W/C / Cash Interest Expense	0.8x	0.9x	1.1x	1.5x	1.7x
EBITDA - Capex - Δ W/C - Taxes / Net Interest Expens	0.5x	0.5x	0.5x	0.7x	0.8x
EBITDA - Capex - Δ W/C - Taxes / Cash Interest Expen	0.8x	0.8x	1.0x	1.3x	1.6x

(Источник: Magnit Investor Relations. Расчеты автора)

В таблице мы не видим классического коэффициента ICR (EBIT/Interest Expense), однако мы видим похожие метрики в виде кастомизированного коэффициента «(EBITDA – CapEx) / Net Interest Expense».

Из фрагмента выше мы видим две разновидности ICR на основе финансового показателя EBITDA с варьирующимися уровнями детализации. Основное их различие состоит в том, что в знаменателях этих коэффициентов используются разные расчеты затрат на проценты по кредитам (Interest Expense), а именно:

1. **Net Interest Expense** (Чистый начисленный процент по кредитам) – как видно из названия, это показатель, начисленный согласно правилам финансового учета. Приставка Net (чистый) означает, что при расчете этого показателя использовалась разница между начисленными процентами по кредитам и начисленными процентами по вкладам (т. е. заработок с размещения свободных денежных средств).

2. **Cash Interest Expense** (Денежный/Уплаченный процент по кредитам) – именно размер уплаченных в периоде процентов по кредитам. Почему это важно знать? Во-первых, потому что в уплате процентов может быть сезонность (допустим, проценты выплачиваются 2 раза в год, а компания отчитывается ежеквартально). Во-вторых, бывают такие кредиты, по которым компания не платит проценты какое-то время. В таких случаях проценты накапливаются на теле долга «снежным комом» (т. н. PIK – Payment-in-kind Interest) и компания выплачивает весь баланс в конце определенного периода (например, через три года). И хотя такого рода условия по кредитам редко встречаются в РФ и СНГ вследствие низкого уровня ликвидности на финансовых рынках, они довольно распространены на более развитых рынках, причем именно в сегменте финансовых услуг для среднего бизнеса (крупным компаниям нет смысла привлекать такого рода финансирование, так как кредиты типа PIK Interest дороже обычных банковских займов или облигаций). В-третьих, контролировать денежные затраты по процентам очень важно для компаний, которые запускают новые проекты. Новые проекты всегда рискованны, с точки зрения устойчивости денежных потоков и вероятности их возникновения в целом, поэтому часто зависят от денежных поступлений со стороны материнской компании. Ей же важно понимать, когда конкретно нужно платить «по счетам», и уметь правильно бюджетировать свои финансы на время доведения проекта до определенной стадии (например, когда он сам сможет себя обслуживать).

Помимо разницы в знаменателях мы также видим, что значений операционной прибыли (~EBIT) или EBITDA недостаточно, чтобы адекватно оценить финансовую устойчивость компании в краткосрочной перспективе на основе типичных коэффициентов покрытия. Как говорилось раньше, два основных недостатка EBITDA в том, что эта разновидность прибыли не учитывает необходимых капитальных затрат (Capital Expenditures) и потребностей в оборотном капитале (Net Working Capital requirement). И хотя EBIT (~ Операционная прибыль) косвенно учитывает капитальные затраты, если предположить, что компания не тратит на приобретение необходимых активов средств больше, чем экономит за счет амортизации (D&A), то проблема в виде недочета потребностей в оборотном капитале остается. Кроме этого, как в EBITDA, так и в EBIT не делаются корректировки под уплаченные в периоде налоги (Cash Taxes), на которые нельзя закрывать глаза: последствия неуплаты налогов или просрочки, как правило, чреваты для компании больше, чем сложности с обслуживанием кредитов. Поэтому мы видим в таблице выше скорректированные под капитальные затраты потребности в оборотном капитале и уплаченные налоги (последние две строчки). В прогнозных 2017-2019 гг. они неудовлетворительные, так как имеют значения ниже 1х. Это означает, что компания по модели планирует расходовать часть денежных средств, хранящихся на счетах. В реальной ситуации сделку с такими условиями финансирования (помимо других важных нюансов) кредиторы бы просто не одобрили, так как настолько низкие коэффициенты покрытия не дают права на ошибку (Margin of Safety). Все участники сделки прекрасно понимают, что финансовые результаты компании могут быть намного хуже заявленных в проекциях модели. В частности, данные за первые 6 месяцев финансового 2017 г. показывают выручку примерно на 6% ниже ожидаемой в таблице выше: LTM выручка в размере $18 182 млн против ожидаемой в модели цифры в $19 370 млн.

Данное расхождение может показаться несущественным, однако стоить помнить два момента. Во-первых, речь идет о многомиллиардной компании, которая считается крупной даже по международным меркам, а значит, расхождение в ожиданиях даже на несколько процентов могут быть поводом для беспокойства для ее топ-менеджмента. Такие предприятия обычно имеют хорошо прогнозируемые финансовые показатели такого уровня (недаром крупные корпорации часто публично анонсируют финансовые цели на год вперед – т. е. дают Annual guidance). Во-вторых, нужно помнить, что расхождение в 6% в выручке обычно гораздо сильнее резонирует на уровне операционной прибыли или ниже, вследствие наличия у любой компании операционного рычага (Operating leverage). Например, при операционной рентабельности компании на уровне 20% изменение в

выручке на 1% при прочих равных приведет к колебанию в операционной прибыли на 5% (так как выручка превосходит операционную прибыль в 5 раз. Это упрощенный расчет. Корректную формулу для расчета операционного рычага можно увидеть здесь). Вы легко можете представить, что такого рода резонанс может сделать с коэффициентами покрытия вроде EBIT/Interest Expense или более кастомизированными в виде тех, что есть в таблице выше. Логично, что финансовые организации, рискующие своими деньгами, финансируя такого рода сделку, не хотят видеть коэффициенты покрытия (помимо множества других), которые еле-еле удовлетворяют принятые в индустрии нормы.

Какой же можно вынести вердикт по коэффициенту ICR? В целом, можно сказать, что он является слишком поверхностным для большинства целей финансового анализа: он многое не учитывает, его нельзя адекватно использовать во многих случаях. В его защиту же можно отметить, что он широко известен в индустрии и хорошо подходит для поверхностного анализа (расчетов «на салфетке»), чтобы быстро определить, стоит ли дальше работать над реализацией того или иного проекта.

Debt Service Coverage Ratio

Debt Service Coverage Ratio (Коэффициент покрытия долга) – коэффициент, показывающий, насколько успешно компания может обслуживать свои кредиты, исходя из размера денежных потоков за прошедший период. Помимо процентов учитываются также транши в рамках долгосрочных кредитов, которые необходимо погасить в течение одного финансового года (current portion of long-term debt). В отличие от ICR, Debt Service Coverage Ratio более детально рассматривает способность компании удовлетворять свои финансовые обязательства и точнее оценивает ее кредитные риски.

Считается по формуле:

$$\textbf{Debt Service Coverage Ratio} = \frac{\text{Cash Available for Debt Service}}{\text{(Cash Interest + Current Portion of Long-term Debt)}} =$$

$$= \frac{\text{Денежные средства, доступные для обслуживания долга}}{\text{(Проценты по кредитам к уплате + Текущая часть долгосрочной задолженности)}}$$

или

$$\textbf{Debt Service Coverage Ratio} = \frac{\text{Net Operating Income}}{\text{Total Debt}} = \frac{\text{Чистая операционная прибыль}}{\text{Общий баланс долга}}$$ [14]

Теоретически может принимать любые значения. Однако в большинстве случаев DSCR имеет положительное значение (исключения – убыточные компании, которые, с точки зрения денежных потоков, не могут

[14] https://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp

обслуживать долг, или компании, у которых нет финансовых кредитов, а значит, они не платят проценты и не погашают тело долга).

Cash Available for Debt Service

Cash Available for Debt Service (CAFDS, CFADS или CADS) – специфический финансовый показатель, используемый чаще всего в кредитном анализе для определения размера денежных средств, доступных в конце отчетного период для выплаты процентов и погашения траншей долгосрочного долга компании (т. е. долга, который имеет срок погашения, превышающий 1 финансовый год). Как видно из названия, этот показатель является «денежным», т. е. учитывает не финансовый результат за отчетный период, а именно движение денег в отчетном периоде. CAFDS, как и многие другие общепринятые финансовые метрики, не является стандартным показателем (non-GAAP), а значит, его нельзя увидеть в стандартизированных отчетностях.

Рассчитывается по формуле:

CAFDS = EBITDA +- Changes in Net Working Capital – Maintenance CAPEX - Taxes = Прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации +- Изменения в чистом оборотном капитале – Капитальные Затраты – Налоги[15]

Если присмотреться к формуле, видно, что CAFDS рассчитывается почти так же, как и свободный денежный поток за период (Free Cash Flow to Firm). Однако между этими показателями есть одна существенная разница: CAFDS, в отличие от FCFF, учитывает лишь минимально-необходимые капитальные затраты (Maintenance CapEx – капитальные затраты, необходимые для того, чтобы основные средства, условно говоря, не развалились). Размер минимально-необходимых капитальных затрат не всегда возможно определить внешнему пользователю (аналитику), не погруженному в операционно-технические детали работы предприятия. Однако очевидно, что CAFDS – «стрессовый» (кризисный) финансовый показатель, призванный определить максимальный размер денежных средств, которые кредитор может изъять с расчетного счета компании без текущих негативных последствий для бизнеса компании. Мы уже знаем, что операционный денежный поток учитывает реинвестированные компанией

[15] https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/accounting/cash-flow-from-operations/ - другие способы расчета

деньги в операционные активы, необходимые для инициации нового операционного цикла (т. е. пополнение оборотного капитала). Таким образом, если кредитор полностью заберет на свой банковский счет сумму, равную CAFDS, он не погубит компанию в краткосрочной перспективе (хотя, возможно, компания будет развиваться гораздо хуже конкурентов или экономики в целом, так как не сможет инвестировать в новейшее оборудование или технические разработки).

В свою очередь, знаменатель для коэффициента DSCR посчитать довольно легко. При этом и проценты к уплате, и текущую часть долгосрочной задолженности довольно легко найти в финансовых отчетностях компании: проценты к уплате можно аппроксимировать на основе начисленных процентов (либо можно просто прочитать примечания, относящиеся к кредитному портфелю компании), а часть долгосрочной задолженности к погашению можно увидеть в текущих обязательствах компании (Current liabilities) на ее балансовой отчетности (примечания к отчетности обычно предоставляют подробный график погашений всех траншей кредитного портфеля компании).

Пример расчета Debt Service Coverage Ratio на основе данных из исторических отчетностей компании EBPA3 и примечаний к ним:

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	1H 2015	1H 2016
CADS* (=Operating CF–Tax–Maint.Capex)	1,257	1,527	1,320	1,168	566	345
Average cost of debt (Interest / Total Debt)	8.0%	8.9%	9.0%	7.5%	7.5%	3.8%
CPLTD (Current Portion of Long Term Debt)	1,164	660	532	289	800	273
Debt Service 1 (DS1=Interest+CPLTD)	1,723	1,246	1,049	732	613	473
Debt Service 2 (DS2=Interest+CPLTD+Dividend)	2,098	1,246	1,139	732	613	473
Debt Service 3 (DS3=Interest+CPLTD+Dividend +STD)	2,729	2,402	1,368		687	473
** Cash available for debt service (CADS)*						
Debt Service Coverage Ratio 1	0.7x	1.2x	1.3x	1.6x		1.6x
Debt Service Coverage Ratio 2	0.6x	1.2x	1.2x	1.6x		
Debt Service Coverage Ratio 3	0.5x	0.6x	1.0x			
Years to Repay (Debt / CADS)	6.5	5.1	4.7	5.4		6.4

(Источник: EVRAZ Investor Relations. Расчеты автора)

Как и в случае с предыдущим коэффициентом Interest Coverage Ratio, мы можем усложнить расчеты Debt Service Coverage Ratio. В примере выше видим, что к знаменателю, который представляет собой необходимые «счета для оплаты» (в классическом варианте это проценты к уплате и размер траншей к погашению), можно прибавить дивиденды к уплате (как правило, имеются в виду дивиденды по привилегированным акциям, ведь дивиденды обыкновенным акционерам выплачивать далеко не обязательно, и

кредиторы знают это) и баланс краткосрочного долга (Short-term Debt – обычно это либо операционный кредит, связанный с ежедневной деятельностью компании, либо целевой кредит на приобретение какого-то актива, который обычно рефинансируется на более длительный срок после закрытия сделки). Данные расчеты обычно делаются для целей риск-менеджмента, чтобы определить степень «гибкости» финансового состояния компании. Конечно, такого рода знаменатели вряд ли устроят большинство кредиторов, так как это уменьшает доступный денежный поток для обслуживания «реальных» задолженностей (процентов к уплате и траншей к погашению в текущем отчетном периоде). Топ-менеджменту компании также интересно показать наивысший коэффициент DSCR внешним пользователям (Stakeholders), так как он укажет устойчивое финансовое положение компании в краткосрочной перспективе, а значит, подтвердит компетенции текущих ее управленцев.

Years to Repay

В последней строчке фрагмента мы видим новый коэффициент – **Years to Repay** (буквально «количество лет к погашению»). И хотя он не является индикатором финансового здоровья компании в краткосрочной перспективе, есть смысл его упомянуть и разъяснить. Это необходимо для того, чтобы идентифицировать связь между краткосрочными и долгосрочными финансовыми данными. Если мы еще раз обратим внимание на таблицу выше и посмотрим на показатель Debt Service 3, то увидим следующую формулу:

Debt Service 3 = Cash Interest + Current portion of long-term debt (CPLTD) + Dividends (Payable) + Short-term debt (STD) = Проценты по кредитам к уплате + Текущая часть долгосрочной задолженности + Дивиденды к уплате + Баланс краткосрочного долга + Dividends payable – Дивиденды к уплате – счет из раздела краткосрочных обязательств.

Вспомним, что дивиденды сначала объявляются (Announcement Date – дата объявления), затем начисляются (Cut-off Date – дата закрытия реестра), а лишь потом выплачиваются (Payment Date – дата выплаты). Пока дивиденды не выплачены, но уже начислены, они отображаются в текущих обязательствах компании.

Мы уже определили, что дивиденды не являются обязательными денежными расходами компании (можно то же самое сказать и про привилегированные дивиденды, выплата которых нередко

приостанавливается в тяжелые для компании времена). Соответственно, в данной формуле можно оставить лишь следующие элементы:

Debt Service 3 (Modified) = Cash Interest + Current portion of long-term debt (CPLTD) + Short-term debt (STD) = Проценты по кредитам к уплате + Текущая часть долгосрочной задолженности + Баланс краткосрочного долга

Сложив все эти переменные, мы получаем необходимый размер денежных средств из операционного денежного потока, который должен остаться после вычета налогов к уплате и минимально-необходимых капитальных затрат (CAFDS). Если CAFDS превышает баланс Debt Service 3, то компания располагает достаточным количеством денежных средств, чтобы «отбиться» от кредиторов в краткосрочной перспективе (в течение одного финансового года). Если же подробно анализировать финансовую устойчивость компании в краткосрочной перспективе, необходимо видеть помесячную разбивку ожидаемых денежных оттоков и притоков (по сути, анализировать управленческую отчетность).

Совершенно логично, что любой долгосрочный долг когда-нибудь станет долгом краткосрочным (Current Portion of Long-term Debt – CPLTD). Соответственно, мы можем представить кредитный портфель компании как сумму CPLTD и модифицировать формулу Debt Service 3 следующим образом (можно опустить фактор стоимости денег во времени, так как мы работаем с бухгалтерскими отчетностями):

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	1H 2015	1H 2016
Total Debt (LTD+STD+CPLTD)	8,170	7,857	6,231	6,347	6,129	6,099
Net Debt (Total Debt - Cash)	6,788	6,253	5,145	4,972	5,133	5,231
Total Debt (as per EVRAZ plc IFRS)	8,440	8,166	6,907	6,724	6,679	6,184
Net Debt (as per EVRAZ plc IFRS)	6,376	6,534	5,814	5,349	5,680	5,316

(Источник: EVRAZ Investor Relations. Расчеты автора)

В итоге мы получаем общий баланс финансовых обязательств компании (Total Debt) с учетом накопившихся процентов к уплате, краткосрочного долга (который всегда таким был) и долгосрочного долга, включая его текущую часть к погашению (LTD + CPLTD). Логично, что в большинстве случаев компания не может погасить весь имеющийся долг из остаточного денежного потока (коим CAFDS является), заработанного за 12 месяцев (иначе она, скорее всего, и не брала бы деньги в долг, так как получение кредитов – дело не самое легкое, особенно в РФ и СНГ). Однако мы можем вычесть CAFDS из баланса общего финансового долга, чтобы, грубо говоря, получить показатель «Чистый долг» (Net Debt). Нужно понимать, что CAFDS – с одной стороны, это показатель динамический, а с другой

стороны – он не учитывает все реальные денежные оттоки компании в периоде, не говоря уже о начальном балансе денежных средств в периоде.

Поэтому для расчета чистого долга берется балансовое значение финансового долга, из которого вычитается балансовое значение денежных средств компании:

Конечный баланс денежных средств в периоде
=
Начальный баланс денежных средств в периоде
+
Денежный поток от операционной деятельности
+
Денежный поток от инвестиционной деятельности
+
Денежный поток от финансовой деятельности.

Аналогично мы можем произвести другое арифметическое действие с переменными Total Debt и CAFDS. Мы делим баланс общего долга (Total Debt) на CAFDS. Так как CAFDS – финансовый показатель за последние 12 месяцев (т. е. год), мы можем посчитать примерное количество лет, необходимых компании для погашения баланса общего долга. Естественно, в этом мультипликаторе есть нюансы:

1. Мы не учитываем проценты по общему долгу в классическом варианте этой формулы. Однако мы можем вычесть из CAFDS общий размер начисляемых в течение года процентов (при условии, что процентная ставка фиксированная. В противном случае придется аппроксимировать). Вот как поменяются значения для модифицированной версии Years to Repay:

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	1H 2015	1H 2016
CADS* (=Operating CF–Tax–Maint.Capex)	1,257	1,527	1,320	1,168	566	345
Average cost of debt (Interest / Total Debt)	8.0%	8.9%	9.0%	7.5%	7.5%	3.8%
CPLTD (Current Portion of Long Term Debt)	1,164	660	532	289	800	273
Debt Service 1 (DS1=Interest+CPLTD)	1,723	1,246	1,049	732	613	473
Debt Service 2 (DS2=Interest+CPLTD+Dividend)	2,098	1,246	1,139	732	613	473
Debt Service 3 (DS3=Interest+CPLTD+Dividend +STD)	2,729	2,402	1,368		687	473
** Cash available for debt service (CADS)*						
Debt Service Coverage Ratio 1	0.7x	1.2x	1.3x	1.6x		1.6x
Debt Service Coverage Ratio 2	0.6x	1.2x	1.2x	1.6x		
Debt Service Coverage Ratio 3	0.5x	0.6x	1.0x			
Years to Repay (Debt / CADS)	6.5	5.1	4.7	5.4		6.4
Modified Years to Repay	13.5	9.5	8.2	9.2		12.9

(Источник: EVRAZ Investor Relations. Расчеты автора)

Мы видим, что с учетом процентов по долгу показатель оставшихся лет до полного погашения долга удваивается практически для каждого отчетного года. Согласитесь, что цифры стали выглядеть менее радужными после этой необходимой модификации! К сожалению, даже эта поправка не отображает полностью реальность, так как по факту компания будет платить все меньше и меньше процентов по кредитам (Cash Interest) после каждого порционного погашения. Однако, как правило, компании, не находящиеся в тяжелой финансовой ситуации (Distressed), обычно просто рефинансируют свои кредиты, практически не меняя общий размер долга на балансе. Поэтому модифицированный коэффициент Years to Repay имеет право на существование.

Другое дело, что в случае ЕВРАЗа при каждом погашении транша, скорее всего, будет улучшаться кредитный рейтинг компании, а значит, процентные ставки на новые кредиты, которые компания будет использовать для рефинансирования оставшегося долга после того, как ее остальные финансовые и операционные индикаторы придут в норму, будут ниже, что приведет к более низким расходам по обслуживанию долга (Interest Expense). В любом случае эти изменения вряд ли существенно повлияют на модифицированный показатель Years to Repay, так как с каждым погашенным траншем слабеет значение размера процентной ставки (так как ниже кредитная база, на которую она начисляется).

2. Модифицированная формула Years to Repay (как и классическая) имеет одно допущение: денежные потоки, а значит и CAFDS, не будут расти в перспективе. В самом деле, если мы берем значение денежных потоков за последний год, мы никак не учитываем возможный рост компании. Конечно, это серьезный недочет, так как большинство компаний не стоит на месте, а постоянно работает над ростом и улучшением своего финансового состояния. Кроме того, в случае компаний, производящих коммодизированные товары (Oil & Gas, Metals & Mining, Agriculture), большое влияние на их финансовое состояние и «живучесть» оказывает рынок их конечных продуктов (Commodity markets). Соответственно, рассматривая отчетности ЕВРАЗа за период 2012 – 2016 гг., мы, по сути, видим наихудшие возможные финансовые показатели (пожалуй, самый пессимистичный сценарий развития), потому что в этот период цены на рынках металлов и многих других видов сырья переживали кризис. Соответственно, выручка и денежные потоки компании также находились в упадке:

EVRAZ plc, mUSD	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	%, Δ '15/'14	1H 2015	1H 2016	%, Δ '16/'15
PnL								
Sales	**14,726**	**14,411**	**13,061**	**8,767**	-33%	**4,894**	**3,543**	-28%
COGS** (Cost of goods sold incl. A&D)	(11,803)	(11,501)	(9,734)	(6,595)	-32%	(3,570)	(2,638)	-26%
COGS/Sales, %	*80%*	*80%*	*75%*	*75%*		*73%*	*74%*	
COGS (Cost of goods sold excl. A&D)	(10,544)	(10,387)	(8,901)	(6,010)	-32%	(3,263)	(2,382)	-27%
COGS/Sales, %	*72%*	*72%*	*68%*	*69%*		*67%*	*67%*	
Gross Profit	**2,923**	**2,910**	**3,327**	**2,172**	-35%	**1,324**	**905**	-32%
SG&A	(2,040)	(2,090)	(1,752)	(1,229)	-30%	(677)	(677)	0%
A&D* (Depreciation & amortisation*)	1,259	1,114	833	585		307	256	
Operating profit	**883**	**820**	**1,575**	**943**	-40%	**647**	**228**	-65%
impairment of assets	(413)	(563)	(540)	(441)	-18%	(20)	(7)	-65%
loss (gain) on disposal of property, plant and equipmen	(56)	(47)	(48)	(41)	-15%	(17)	(10)	-41%
Foreign exchange gains/(losses)	(41)	(258)	(1,005)	(367)	-63%	(99)	41	-141%
Other	(115)	(113)	(83)	(118)	42%	(32)	81	-353%
Operating profit (EBIT) [EVRAZ]	**258**	**(161)**	**(101)**	**(24)**	-76%	**479**	**333**	-30%
Interest Expense	(654)	(699)	(563)	(475)	-16%	(229)	(229)	0%
Other	205	223	(420)	(208)	-50%	(130)	(56)	-57%
Profit before Tax	**(191)**	**(637)**	**(1,084)**	**(707)**	-35%	**120**	**48**	-60%
Income tax benefit/(expense)	(229)	86	(194)	(12)	-94%	(101)	(52)	-49%
Net Profit	**(420)**	**(551)**	**(1,278)**	**(719)**	-44%	**19**	**(4)**	-121%

(Источник: EVRAZ Investor Relations)

Очевидно, что шансы того, что денежные потоки компании будут расти в перспективе (особенно, если она не привязана напрямую к сырьевым рынкам), высоки, а значит, она, скорее всего, сможет быстрее погасить финансовые долги, если ей, конечно, будет нужно полностью избавиться от кредитов.

3. Следует обратить внимание, какой числитель стоит в формуле Years to Repay: Total Debt или Net Debt (= Total Debt – Cash). Естественно, с точки зрения корпоративных финансов более корректно использовать чистый долг (Net Debt) в числителе, так как компания в теории может отдать все наличные деньги для погашения части долга сейчас, а весь баланс погасить за счет CAFDS будущих лет. Ключевое словосочетание здесь «в теории». В реальности никакая компания не станет полностью лишать себя денежных средств, даже если ее следующий операционный цикл полностью оплачен (т. е. были зарезервированы средства под закупки запасов, ожидаемую дебиторскую задолженность, расходы будущих периодов и т. д., в зависимости от того, как выглядит ее финансовый цикл), так как это уберет подушку безопасности. Как говорилось ранее, никто не знает будущего, и денежные резервы, хранящиеся на вкладах и расчетных счетах, могут еще понадобиться, чтобы финансировать непредвиденные тактические инициативы. Поэтому лучше использовать значение общего долга (Total Debt) для более корректного, с точки зрения здравого смысла, расчета данного показателя финансовой устойчивости компании.

Резюмируем. Коэффициент Debt Service Coverage Ratio на голову превосходит описанный в предыдущей секции коэффициент ICR. Во-первых, при его расчете используются реалистичные допущения для существования компании в перспективе, такие как: необходимость уплачивать налог на прибыль, пополнять оборотный капитал, проводить минимальные капитальные затраты для поддержания ее конкурентоспособности и погашать отдельные транши долга за счет собственных средств. Во-вторых, при расчете DSCR мы опираемся на показатели денежного потока компании (Cash inflows and outflows), которые корректнее отображают краткосрочную финансовую устойчивость компании с учетом временных факторов (например, с помощью подробного расписания уплаты процентов и погашения траншей). В-третьих, элементы формулы DSCR можно использовать для расчета других, «соседних», коэффициентов, что позволяет обнаруживать взаимосвязи и углубляться в детали полученных результатов. Минусы DSCR заключаются в том, что для расчетов требуется больше времени (в особенности, для корректировки цифр) и информации (при этом она не всегда бывает доступна). В целом плюсы перевешивают минусы, и поэтому рекомендуем при возможности использовать DSCR в качестве основного коэффициента покрытия.

Напоследок рекомендуем изучить подробный расчет CAFDS для гипотетического проекта:

Period start			1-Jul-16	1-Oct-16	1-Jan-17
Period end		31-Dec-15	30-Sep-16	31-Dec-16	31-Mar-17
Construction			1	1	-
Operations			-	-	1
Cash flow waterfall					
Operating cash flows					
Revenue		1,515.45	-	-	73.27
Operating expenditure		(848.99)	-	-	(41.17)
Total		666.47	-	-	32.09
Net working capital adjustments		-			
Operating cash flows		666.47	-	-	32.09
Development					
Development capital expenditure		(358.03)	(114.57)	(107.41)	-
Interest during construction		(4.15)	(1.23)	(2.28)	-
Total		(362.17)	(115.80)	(109.68)	-
Cash flow before funding		304.29	(115.80)	(109.68)	32.09
Funding	Funding %				
Equity funding	35.00%	126.76	40.53	38.39	-
Debt funding	65.00%	235.41	75.27	71.29	-
Total		362.17	115.80	109.68	-
Cash flow after funding		666.47	-	-	32.09
Maintenance capital expenditure	Tax rate	(75.77)	-	-	(3.66)
Income tax (estimate)	30.00%	(191.93)	-	-	(8.67)
CFADS		398.76	-	-	19.76

SCREENSHOT 1: ANNUAL CASH FLOW WATERFALL TO DETERMINE CFADS

(Источник: Corality)

Debt Capacity

Debt Capacity (Емкость долга) – значение, показывающее, какой максимальный размер долга может иметь компания на своем балансе (условный кредитный лимит). Основное допущение этого показателя состоит в том, что компания может себе позволить такой размер долга, который будет требовать весь ее денежный поток (в данном случае CAFDS) в качестве обслуживания (т. е. на оплату процентов). Чтобы сделать Debt Capacity показателем более реалистичным, нужно знать не только общую ежегодную сумму процентов, которую компания должна отправить кредиторам, но и размер траншей, которые нужно погасить в течение года. Проценты к уплате и суммы к погашению выражаются в процентах от общего размера долга. Полученное число называется ипотечной постоянной (Mortgage constant).

Считается по формуле:

$$\textbf{Debt Capacity} = \frac{\text{Cash Available for Debt Service}}{\text{Mortgage Constant}} =$$

$$= \frac{\text{Денежные средства, доступные для обслуживания долга}}{\text{Ипотечная постоянная}}$$[16]

Теоретически может принимать любые значения. Однако в большинстве случаев Debt Capacity имеет положительное значение (исключения – убыточные компании, которые, с точки зрения денежных потоков, не могут обслуживать долг. Если CAFDS меньше нуля, мы получим значение Debt Capacity тоже ниже нуля. Полученное значение можно интерпретировать следующим образом: это сумма денег, которая, если размещена, например, на вкладе под указанный в формуле процент, может обеспечить достаточный доход от инвестиции, чтобы покрыть операционные убытки компании. Длительность такого «субсидирования» зависит от того, какой срок в годах был заложен в ипотечную составляющую).

В предыдущей секции мы разобрались, как считать CAFDS. Однако многим термин «ипотечная составляющая» неизвестен, и поэтому есть смысл более подробно его разобрать.

[16] https://www.debt-rr.com/2019/10/26/company-debt-capacity/

Mortgage Constant

Mortgage Constant (Ипотечная постоянная) – это процентное соотношение ежегодных платежей по обслуживанию долга и основной суммы ипотечного кредита. Несмотря на то, что этот термин связан с ипотечными кредитами, имеющими свою специфику в плане погашения («амортизации долга»), ипотечную постоянную можно использовать для приблизительных расчетов емкости долга, хотя корпоративные кредиты, как правило, имеют весьма простую схему погашения (обычно погашение долга требуется в конце срока кредита едино разовым платежом – Balloon payment). Конечно, для расчета емкости долга можно использовать и процентную ставку по кредиту (при условии, что она фиксированная), но данный подход имеет один большой минус: в расчете никак не учитывается обязательство компании погасить кредит (и финансовые последствия для нее, связанные с этим событием). Можно сделать предположение, что компания никогда не будет погашать свои кредиты (или даже просто уменьшать кредитную нагрузку), однако это нереалистично в долгосрочном плане. Как правило, во времена кризиса компании ведут весьма консервативную финансовую политику и стараются максимально погашать кредиты, чтобы уменьшить кредитные и другие риски. Таким образом, важно использовать именно ипотечную постоянную для определения максимальной кредитной нагрузки компании.

Формула для расчета ипотечной постоянной весьма проста:

$$\textbf{Mortgage Constant} = \frac{\text{Annual Debt Service}}{\text{Total Debt}} =$$

$$= \frac{\text{Сумма годовых платежей на обслуживание долга}}{\text{Общий баланс долга}}$$[17]

Напомним, что Annual Debt Service – это сумма уплаченных процентов и погашенных траншей за 12-месячный период.

Гипотетический пример расчета Mortgage Constant на основе амортизационной таблицы для ипотечного кредита:

---

17 https://www.allbusiness.com/barrons_dictionary/dictionary-annual-mortgage-constant-4949734-1.html - альтернативный вариант

n	Beg. Balance	PMT	i	Repayment	End. Balance
1	6,375,000	(59,669)	(55,781)	(3,888)	6,371,112
2	6,371,112	(59,669)	(55,747)	(3,922)	6,367,190
3	6,367,190	(59,669)	(55,713)	(3,957)	6,363,233
4	6,363,233	(59,669)	(55,678)	(3,991)	6,359,242
5	6,359,242	(59,669)	(55,643)	(4,026)	6,355,216
6	6,355,216	(59,669)	(55,608)	(4,061)	6,351,154
7	6,351,154	(59,669)	(55,573)	(4,097)	6,347,057
8	6,347,057	(59,669)	(55,537)	(4,133)	6,342,925
9	6,342,925	(59,669)	(55,501)	(4,169)	6,338,756
10	6,338,756	(59,669)	(55,464)	(4,205)	6,334,550
11	6,334,550	(59,669)	(55,427)	(4,242)	6,330,308
12	6,330,308	(59,669)	(55,390)	(4,279)	6,326,029

(Источник: материалы подготовительного занятия для курса «Финансовая Академия SF»)

Чтобы посчитать ипотечную постоянную для данного ипотечного кредита, достаточно взять ежемесячное значение PMT (в данном случае это Annual Debt Service, так как включает в себя как уплату процентов по кредиту, так и ежемесячное погашение его тела), умножить на 12 и поделить на первоначальный баланс долга:

Mortgage Constant = 59,669 x 12 / 6,375,000 = 11, 23%

В примере выше процентная ставка по кредиту составляла 10,5% годовых, а разница между значением ипотечной постоянной (11,23%) и процентной ставкой по кредиту как раз приходится на погашение долга. Именно поэтому важно понимать, какой реальный процент вы будете платить по кредиту, если видите определенную ставку в рекламе ипотечного продукта банка (не считая нюансов, написанных мелким шрифтом).

Посчитать ипотечную постоянную просто, зная обе переменные в уравнении. Однако, как правило, вопрос стоит не в том, каков процент ипотечной постоянной. Главный вопрос звучит так: «Имея годовой CAFDS размером в X млн. рублей, какой максимальный объем долга мы можем в теории повесить на компанию?» С одной стороны, можно узнать у ряда

банков максимальный мультипликатор EBITDA, с которым они работают, выдавая кредиты корпоративным клиентам, умножить собственный показатель EBITDA на этот мультипликатор и вычесть из полученного значения имеющийся баланс чистого долга (Net Debt). Однако появляются как минимум две проблемы. Во-первых, данный расчет является лишь приблизительным значением, от которого банк будет отталкиваться, начав работу с компанией. Кредитные аналитики будут в любом случае строить финансовые модели для определения CAFDS и других финансовых показателей, и метрик, не говоря уже о процессе due diligence (проверка юридических, налоговых, технологических, финансовых и другие рисков). Таким образом, расчет максимального объема долга по мультипликатору EBITDA не имеет особых преимуществ перед другими способами определения максимальной кредитной нагрузки. Во-вторых, мы знаем прекрасно, что EBITDA – это лишь грубая аппроксимация денежного потока компании. Логично, что две компании, имеющие одинаковые значения EBITDA и чистого долга, скорее всего, будут иметь разные возможности для увеличения кредитной нагрузки при прочих равных, так как их денежные потоки будут отличаться в 100% случаев. Использование мультипликатора EBITDA для расчета емкости долга, скорее всего, приведет к тому, что мы получим завышенный показатель. Поэтому, зная CAFDS за последние 12 месяцев, лучше аппроксимировать ипотечную постоянную на основе рыночных процентных ставок и типичных требований к корпоративным кредитам по срокам погашения. Какой существует альтернативный способ для расчета ипотечной постоянной?

Классическая формула:

Mortgage Constant = Interest rate / [1 – 1 / (1 + Interest rate) ^ Number of periods] = Процентная ставка по кредиту / [1 – 1 / (1 + Процентная ставка по кредиту) ^ Срок кредита в годах]

Из формулы легко определить, что ипотечная постоянная будет всегда выше процентной ставки по кредиту, так как знаменатель будет всегда меньше единицы (если мы делим число на дробь, мы всегда получаем результат больше искомого числа). Логика состоит в том, что заемщику нужно платить кредитору больше денег, чем требуется процентной ставкой по кредиту.

Рассмотрим простой гипотетический пример для закрепления:

– эффективная процентная ставка – 6% годовых (Effective Annual Rate – EAR);

– количество лет – 30;

– начисление процентов происходит раз в год.

Ипотечная постоянная = 6% / [1 – 1 / (1 + 6%) ^ 30] = 7,26%

Как видно, расчеты весьма просты. Проблема данной формулы в том, что ее сложно запомнить, а делать подобные расчеты часто приходится без наличия электронных таблиц под рукой. Именно поэтому существует более простой способ расчета, дающий весьма близкие значения к электронному результату:

$$\textbf{Mortgage Constant} = \frac{\text{Interest rate + 100\%}}{\text{Number of periods}} = \frac{\text{Процентная ставка по кредиту + 100\%}}{\text{Срок кредита в годах}}$$

Используя данные из предыдущего примера, мы получаем следующее значение для ипотечной постоянной, рассчитав ее более простым способом:

Mortgage Constant = 6% + 100% / 30 = 6% + 3.33% = 9, 33%

Разница между двумя ответами может показаться значительной, и это так. Почему она существует? Дело в том, что в классическом ипотечном кредите мы можем наблюдать постоянное погашение тела долга (допустим, ежемесячно). Это означает, что с каждым месяцем на тело долга начисляется все меньше и меньше процентов (в абсолютном значении). Таким образом, в течение всего срока кредита «средний размер переплаты в % годовых» (разница между ипотечной постоянной и процентной ставкой) будет ниже в классическом варианте формулы, чем во втором варианте, где погашение долга идет линейно (100% баланса погашается равномерно на протяжении срока кредита). Однако в случае корпоративных кредитов именно вторая формула будет более корректной, чем ее классический вариант, ведь компании, как правило, не погашают кредиты на постоянной основе по определенному расписанию, так как классический кредит погашается в конце своего срока.

Пример расчета емкости долга для EBPA3a:

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	1H 2015	1H 2016
Debt Capacity (PV of CADS, endless debt)	15,703	17,164	14,609	15,607	15,149	12,673
Modified Debt Capacity	-	-	-	-	-	5,420

(Источник: EVRAZ Investor Relations. Расчеты автора)

На первой строке мы видим расчеты емкости долга лишь на основе средневзвешенных процентных ставок, информация по которым доступна в примечаниях к финансовым отчетностям компании. CAFDS за последние 12 месяцев на конец первого квартала 2016 г. составлял $947 млн, а процентная ставка – 7,5% годовых. Причина, по которой емкость долга ЕВРАЗа упала с $15,6 млрд в 2015 г, до $12,7 млрд в первой половине 2016 г., состоит в том, что денежные потоки (CAFDS) снизились на 19% с $1 168 млн до $947 млн. При этом процентная ставка за этот период практически не изменилась.

Строкой ниже мы видим расчеты модифицированной емкости долга (Modified debt capacity). Это отношение использует в числителе то же значение денежного потока (CAFDS), однако в знаменателе была поставлена ипотечная постоянная. В данном случае, чтобы не усложнять расчеты, мы к процентной ставке добавили значение «100% / 10», предположив, что средневзвешенный срок кредитов составляет 10 лет. Таким образом, мы получили значение на 57% ниже, чем в первом, более «агрессивном», расчете, а именно $5 420 млн.

На основе данных баланса компании (Balance Sheet) мы можем рассчитать значение чистого долга (Net Debt) ЕВРАЗа для последующего сравнения с его емкостью:

EVRAZ plc, mUSD	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	'15/'14	1H 2015	1H 2016	'16/'15
BS								
Assets								
Non-current assets, incl.	**11,779**	**12,549**	**8,134**	**6,130**	-25%	**7,781**	**6,503**	-16%
Property, plant and equipment	8,064	9,490	5,796	4,302	-26%	5,605	4,640	-17%
Intangible assets	735	588	441	324	-27%	373	324	-13%
Goodwill	1,988	1,988	1,541	1,176	-24%	1,495	1,215	-19%
Other	992	483	356	328	-8%	308	324	5%
Current Assets, incl.	**5,958**	**5,136**	**3,496**	**2,989**	-15%	**3,097**	**2,601**	-16%
Inventories	2,080	1,744	1,372	899	-34%	1,170	901	-23%
Trade and other receivables	944	915	654	447	-32%	574	552	-4%
Cash and Cash Equivalents	1,382	1,604	1,086	1,375	27%	996	868	-13%
Marketable securities (ST investments)	-	-	-	-		-	-	
Other	1,552	873	384	268	-30%	357	280	-22%
Total Assets	**17,737**	**17,685**	**11,630**	**9,119**	-22%	**10,878**	**9,104**	-16%
Liabilities								
Non-current Liabilities, incl.	**8,409**	**7,858**	**6,920**	**6,765**	-2%	**6,227**	**6,498**	4%
Long Term Debt	6,375	6,041	5,470	5,850	7%	5,182	5,553	7%
Current Liabilities, incl.	**4,206**	**4,364**	**2,694**	**2,085**	-23%	**2,813**	**1,935**	-31%
Trade and other Payables	1,531	1,488	1,379	1,070	-22%	1,355	790	-42%
Accrued expences	-	-	-	-		-	-	
Short term debt + Current portion of LTD*	1,795	1,816	761	497	-35%	947	546	-42%
Dividend	8	5	-	-	#DIV/0!	-	-	#DIV/0!
Other	872	1,055	554	518	-6%	511	599	17%
Total Liabilities without Equity	**12,615**	**12,222**	**9,614**	**8,850**	-8%	**9,040**	**8,433**	-7%
Equity	**5,122**	**5,463**	**2,016**	**269**	-87%	**1,838**	**671**	-63%
Total Equity and Liabilities	**17,737**	**17,685**	**11,630**	**9,119**	-22%	**10,878**	**9,104**	-16%

** Current Portion of Long Term Debt is usually included into Short-term debt in the Balance Sheet report*

(Источник: EVRAZ Investor Relations)

Напомним, что чистый долг рассчитывает по следующей формуле:

Net Debt = Long-term Debt + Short-term Debt + Current portion of Long-term Debt – Cash and Cash Equivalents = $5.553 + $546M - $868 = $5.231 (млн) = Долгосрочный долг + Краткосрочный долг + Текущая часть долгосрочного долга – Денежные средства и эквиваленты.

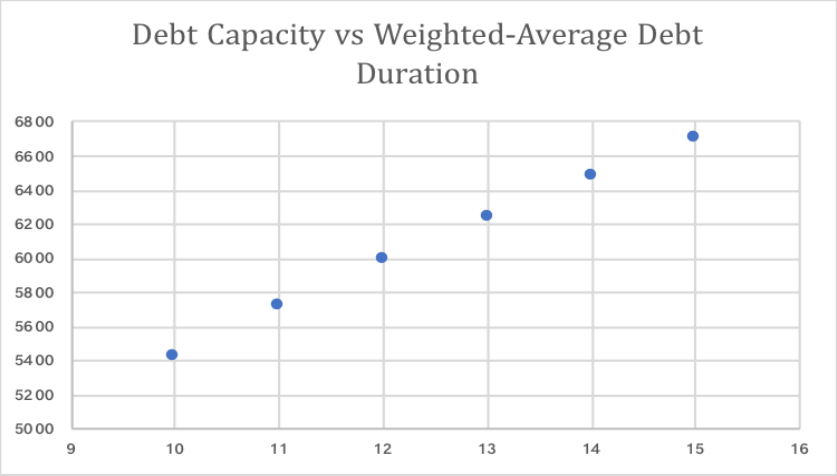
или

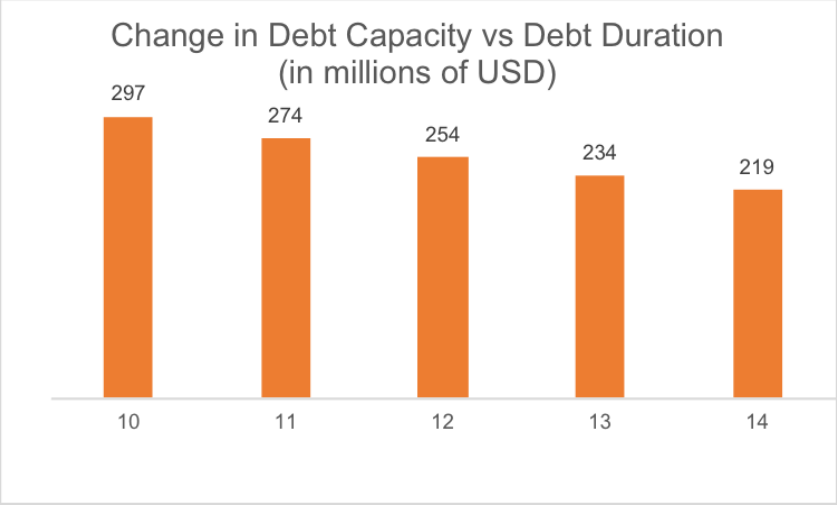
Net Debt = Short-Term Debt + Long-Term Debt – Cash and Liquid Instruments = Краткосрочный долг + Долгосрочный долг – Денежные средства и эквиваленты[18]

Таким образом, на конец первого полугодия 2016 г. баланс чистого долга ЕВРАЗа чуть превышал отметку в $5,2 млрд. Мы определили выше, что емкость долга для компании при текущих процентных ставках составляет $5,42 млрд. При прочих равных мы можем сделать вывод, что ЕВРАЗ мог бы взять в долг еще примерно $200 млн (конечно, решение о дополнительном долговом финансировании не принимается на основе одного лишь

[18] https://www.investopedia.com/terms/n/netdebt.asp

«салфеточного расчета»). Также мы можем сказать, что акционеры ЕВРАЗа могли «вытащить из компании» чуть больше $200 млн в виде дивидендов или казначейских акций (через механизм выкупа акций – Stock buybacks, о котором неоднократном говорилось выше). Логично, что, если бы ЕВРАЗ мог рефинансировать текущие кредиты с помощью займов, имеющих срок погашения больше 10 лет, разница между емкостью долга и текущим балансом чистого долга бы выросла (на $250-$300 млн с каждым увеличением срока на 1 год):





(Источник: расчеты автора на основе финансовых данных ЕВРАЗа за первую половину 2016 г.)

Интересный факт: емкость долга компании в целом растет, но «замедляется» с каждым добавленным годом к средневзвешенному сроку погашения кредитов.

Резюмируем. Емкость долга (Debt Capacity) – полезный инструмент для оценки «кредитного лимита» компании на основе рыночных данных (ипотечной постоянной) и информации из финансовых отчетностей компании (CAFDS). Зная емкость долга компании и общий баланс ее финансового долга, можно определить, находится ли она «под водой» или имеет «подушку безопасности» в виде неисчерпанного лимита. Рассчитывая емкость долга компании, следует помнить два момента: во-первых, в знаменателе следует использовать подобие ипотечной постоянной, чтобы реалистично отображать финансовые возможности компании; во-вторых, нужно понимать, что емкость долга – лишь один из многих инструментов, используемых банками (или инвестиционными фондами, специализирующимися на долговом финансировании) в кредитном анализе компании. Так же, как и мультипликатор Total Debt-to-EBITDA, емкость долга позволяет аналитику быстро принять решение о необходимости проведения дальнейшего финансового анализа компании (go / no-go decision) для принятия решения о ее дополнительном (дальнейшем) кредитовании.

Asset Coverage Ratio

Коэффициент покрытия активов (Asset Coverage Ratio) –показатель, который определяет способность компании покрывать долговые обязательства существующими активами. Это популярный коэффициент для определения платежеспособности, используемый кредиторами. Он показывает, насколько хорошо компания может покрыть краткосрочные обязательства своими активами. Компания, которая имеет больше активов, чем краткосрочных обязательств, говорит кредитору о том, что у нее больше шансов вернуть средства, которые она берет в долг, в случае, если она не сможет покрыть платежи денежными потоками.

Компания с высоким коэффициентом покрытия активов считается менее рискованной, чем компания с низким коэффициентом покрытия активов.

Формула для расчета коэффициента (и по МСФО, и по РСБУ):

$$\textbf{Asset Coverage Ratio} = \frac{((\text{Assets} - \text{Intangible Assets}) - (\text{Current Liabilities} - \text{Short-term Debt}))}{\text{Total Debt}}$$

=

Коэффициент покрытия активов

=

$$\frac{((\text{Активы} - \text{Нематериальные активы}) - (\text{Краткосрочные обязательства} - \text{Краткосрочные кредиты и займы}))}{\text{Обязательства})}$$[19]

Пример:

Рассчитаем коэффициент на примере ПАО «Норникель». Возьмем данные за конец 2018 г. Суммы в млн российских руб.

Активы Норникеля

ГОРНО-МЕТАЛЛУРГИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ «НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ»

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ДЕКАБРЯ 2018 ГОДА

в миллионах российских рублей

	Приме-чания	На 31 декабря 2018 года	На 31 декабря 2017 года
АКТИВЫ			
Внеоборотные активы			
Основные средства	14	690 097	631 338
Нематериальные активы		11 291	8 533
Прочие финансовые активы	13	9 832	11 095
Отложенные налоговые активы	13	5 011	4 440
Прочие внеоборотные активы	17	26 854	42 164
		743 085	**697 570**

Обязательства Норникеля

[19] https://www.investopedia.com/terms/n/netdebt.asp

КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Капитал и резервы			
Уставный капитал	21	197	197
Эмиссионный доход		39 464	39 464
Резерв накопленных курсовых разниц		19 657	15 117
Нераспределенная прибыль	27	164 675	194 235
Капитал, причитающийся акционерам материнской компании		**223 993**	**249 013**
Неконтролирующие доли	22	17 529	19 259
		241 522	**268 272**
Долгосрочные обязательства			
Кредиты и займы	23	571 357	474 404
Резервы	25	25 359	26 745
Торговая и прочая долгосрочная кредиторская задолженность		13 892	23 145
Производные финансовые инструменты		4 233	–
Отложенные налоговые обязательства	13	26 513	23 410
Прочие долгосрочные обязательства		12 845	6 850
		654 199	**554 554**
Краткосрочные обязательства			
Кредиты и займы	23	14 905	47 053
Торговая и прочая кредиторская задолженность	26	107 770	45 106
Дивиденды к уплате	27	394	351
Обязательства по вознаграждениям работникам	24	21 314	21 692
Резервы	25	5 364	10 904
Производные финансовые инструменты		351	1 409
Обязательства по налогу на прибыль		2 450	521
Прочие налоговые обязательства	16	11 225	8 408
		163 773	**135 444**
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		**817 972**	**689 998**
ИТОГО КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		**1 059 494**	**958 270**

Прилагаемые на стр. 13 - 63 примечания являются неотъемлемой частью данной консолидированной финансовой отчетности

$$\text{Коэффициент покрытия активов} = \frac{((743\,085 - 11\,291) - (163\,773 - 14\,905))}{817\,972}$$

Коэффициент покрытия активов = 0,71.

Значение меньше единицы говорит о том, что компания не сможет покрыть свои обязательства за счет активов в случае необходимости, однако следует учитывать важный момент: стоимость активов указана по балансовой цене, так что их ликвидационная или рыночная стоимость может превышать балансовую, а может быть и ниже ее.

Liquidity Ratios

Коэффициенты ликвидности (Liquidity Ratios) оценивают способность компании выполнять свои долговые и прочие обязательства в моменте и в течение одного года. С их помощью оценивается финансовое положение компании с точки зрения краткосрочной платежеспособности. Данный вид коэффициентов чаще необходим для финансовых менеджеров (для целей операционных, т. е. ежедневных финансов) и кредиторов компании. В финансовом анализе можно выделить три основных коэффициента ликвидности: текущей, абсолютной и краткосрочной (иногда быстрой или оперативной) ликвидности.

Current Ratio

Коэффициент текущей ликвидности (ктл. – Current Ratio) показывает способность заемщика рассчитаться со своими обязательствами. Нормальным считается значение коэффициента от 1,5 до 2,5, в зависимости от отрасли экономики. Значение ниже 1х говорит о высоком финансовом риске: предприятие не в состоянии стабильно оплачивать текущие счета.

Более высокий коэффициент текущей ликвидности всегда более приемлем, чем низкий коэффициент текущей ликвидности, поскольку он показывает, что компании легче уплачивать текущие долговые обязательства.

Формула расчета по группам активов и пассивов:

$$\text{Ктл.} = \frac{(\text{А1} + \text{А2} + \text{А3})}{(\text{П1} + \text{П2})}$$

где:

А1 наиболее ликвидные активы;

А2 быстрореализуемые активы;

А3 медленно реализуемые активы;

П1 наиболее срочные обязательства;

П2 краткосрочные пассивы.

Формула расчета по данным бухгалтерского баланса (РСБУ):

$$Ктл.=\frac{(стр.\ 1200 + стр.\ 1170)}{(стр.\ 1500 – стр.\ 1530 – стр.\ 1540)}$$

На примере отчетности ПАО «Норильский никель» рассчитаем данные коэффициенты на основе показателей из отчетности как по РСБУ, так и по МСФО. Данные для расчетов взяты по состоянию на 31 декабря 2018 г. Дополнительно приведем пример расчета рабочего (оборотного) капитала и его доли. Для расчета коэффициентов по РСБУ суммы указаны в тыс. руб., а для расчетов по МСФО – в млн долларов США. Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности Норильского никеля:

	I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
2.2	Нематериальные активы	1110	11 852 900	9 923 315	7 260 015
2.3	Результаты исследований и разработок	1120	240 613	368 260	311 963
2.4	Нематериальные поисковые активы	1130	3 122 793	2 547 403	1 844 009
	Материальные поисковые активы	1140	-	-	-
2.5	Основные средства	1150	374 017 558	362 255 895	343 544 212
2.5	Доходные вложения в материальные ценности	1160	3 033 480	3 170 448	3 318 760
2.6	Финансовые вложения	1170	323 294 469	237 927 573	204 398 043
	в том числе: инвестиции в дочерние общества	1171	227 752 682	204 554 533	171 428 030
	инвестиции в зависимые общества	1172	-	-	-
	инвестиции в другие организации	1173	695 940	710 131	807 827
	займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	1174	69 679 331	13 455 731	18 272 611
	прочие долгосрочные финансовые вложения	1175	25 166 516	19 207 178	13 889 575
2.17	Отложенные налоговые активы	1180	-	-	-
2.7	Прочие внеоборотные активы	1190	25 171 695	51 083 480	79 158 726
	ИТОГО по разделу I	**1100**	**740 733 508**	**667 276 374**	**639 835 728**
	II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
2.8	Запасы	1210	110 881 277	112 036 959	75 400 770
	в том числе: сырье, материалы и другие аналогичные ценности	1211	42 495 383	44 971 694	27 337 022
	затраты в незавершенном производстве	1212	52 832 727	51 428 262	38 681 863
	готовая продукция, товары для перепродажи и товары отгруженные	1213	15 553 167	15 637 003	9 381 885
	прочие запасы и затраты	1214	-	-	-
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1 398 256	1 038 347	777 558
2.9	Дебиторская задолженность (сумма строк 1231 + 1235)	1230	61 740 073	43 285 860	44 067 552
2.9	из нее: Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	1231	2 208 729	1 410 257	1 919 144
	в том числе: покупатели и заказчики	1232	-	-	-
	авансы выданные	1233	158 276	31 916	261 000
	прочие дебиторы	1234	2 050 453	1 378 341	1 658 144
2.9	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	1235	59 531 344	41 875 603	42 148 408
	в том числе: покупатели и заказчики	1236	33 679 628	21 566 246	19 529 356
	авансы выданные	1237	3 084 951	1 854 994	2 038 946
	прочие дебиторы	1238	22 766 765	18 454 363	20 580 106
2.6	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	38 532 948	55 361 465	94 100 264
	в том числе: займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	1241	32 837 593	50 810 709	94 100 264
	прочие краткосрочные финансовые вложения	1242	5 695 355	4 550 756	-
3	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	55 185 316	8 373 956	103 539 044
	в том числе: касса	1251	5 250	7 488	8 641
	расчетные счета	1252	1 636 487	1 837 889	1 431 443
	валютные счета	1253	10 542 996	5 518 910	519 198
	денежные эквиваленты и прочие денежные средства	1254	43 000 583	1 009 669	101 579 762
2.10	Прочие оборотные активы	1260	2 061 492	4 387 943	1 276 878
	ИТОГО по разделу II	**1200**	**269 799 362**	**224 484 530**	**319 162 066**
	БАЛАНС (сумма строк 1100+1200)	**1600**	**1 010 532 870**	**891 760 904**	**958 997 794**

Поясне-ния	Наименование показателя	Код	На 31 декабря 2018 года	На 31 декабря 2017 года	На 31 декабря 2016 года
	1	2	3	4	5
	ПАССИВ				
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
2.11	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	158 245	158 245	158 245
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-
2.11	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	48 187 669	48 187 669	48 187 669
2.11	Резервный капитал	1360	23 737	23 737	23 737
2.11	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	146 514 569	200 570 764	176 499 424
	в том числе: нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) отчетного периода	1371	164 955 544	130 038 748	122 770 291
	ИТОГО по разделу III	**1300**	**194 884 220**	**248 940 415**	**224 869 075**
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1410	569 614 657	439 619 912	429 444 725
2.17	Отложенные налоговые обязательства	1420	21 012 613	19 251 572	12 779 656
2.13	Оценочные обязательства	1430	20 538 566	20 783 273	25 898 619
	Прочие обязательства	1450	20 164 148	29 188 919	43 834 483
	ИТОГО по разделу IV	**1400**	**631 329 984**	**508 843 676**	**511 957 483**
	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1510	118 752 212	71 347 767	84 987 917
2.12	Кредиторская задолженность	1520	51 467 532	50 201 903	125 946 552
	в том числе: поставщики и подрядчики	1521	43 377 496	41 426 371	49 833 131
	задолженность перед персоналом организации	1522	1 745 178	1 959 245	1 832 073
	задолженность по налогам и сборам	1523	2 092 905	1 923 935	1 732 493
	задолженность по страховым взносам	1524	1 055 619	625 740	587 417
	авансы полученные	1525	374 230	234 541	345 158
	задолженность по выплате дивидендов	1526	464 659	325 828	70 604 079
	прочие кредиторы	1527	2 357 445	3 706 243	1 012 201
	Доходы будущих периодов	1530	22 133	29 441	24 038
2.13	Оценочные обязательства	1540	14 019 871	12 388 161	11 201 332
	Прочие обязательства	1550	56 918	9 541	11 397
	ИТОГО по разделу V	**1500**	**184 318 666**	**133 976 813**	**222 171 236**
	БАЛАНС (сумма строк 1300+1400+1500)	**1700**	**1 010 532 870**	**891 760 904**	**958 997 794**

Пример расчета по РСБУ:

$$Ктл.=\frac{(269\ 799\ 362 + 323\ 294\ 469)}{(184\ 318\ 666 - 22\ 133 - 14\ 019\ 871)}=3{,}5x$$

Теперь перейдем к примеру расчета по стандартам МСФО. Формула расчета по данным бухгалтерского баланса, построенного по МСФО:

$$\textbf{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности Норильского никеля:

Current assets			
Inventories	17	2,280	2,689
Trade and other receivables	18	204	327
Advances paid and prepaid expenses		75	71
Other financial assets	15	147	99
Income tax receivable		92	82
Other taxes receivable	16	271	296
Cash and cash equivalents	19	1,388	852
Other current assets		97	110
		4,554	**4,526**
TOTAL ASSETS		**15,251**	**16,635**
EQUITY AND LIABILITIES			
Capital and reserves			
Share capital	21	6	6
Share premium		1,254	1,254
Translation reserve		(5,343)	(4,490)
Retained earnings	27	7,306	7,557
Equity attributable to shareholders of the parent company		**3,223**	**4,327**
Non-controlling interests	22	250	331
		3,473	**4,658**
Non-current liabilities			
Loans and borrowings	23	8,224	8,236
Provisions	25	365	464
Trade and other long-term payables		200	402
Derivative financial instruments		61	–
Deferred tax liabilities	13	385	407
Other long-term liabilities		185	116
		9,420	**9,625**
Current liabilities			
Loans and borrowings	23	215	817
Trade and other payables	26	1,551	783
Dividends payable	27	6	6
Employee benefit obligations	24	307	377
Provisions	25	77	189
Derivative financial instruments		5	24
Income tax payable		35	9
Other taxes payable	16	162	147
		2,358	**2,352**

Пример расчета (в млн. долларов США):

$$\textbf{Current Ratio} = \frac{4,554}{2,358} = 1,93x$$

Тот же самый показатель, посчитанный на основе отчетности по РСБУ и МСФО, имеет разное значение в связи с разной учетной политикой и курсовой разницей.

Quick Ratio

Коэффициент быстрой (оперативной) ликвидности (кбл. – Quick Ratio) – с помощью этого коэффициента можно прогнозировать способность заемщика быстро высвобождать средства из оборота в денежной форме для погашения долга банка и текущих операционных обязательств в срок. Нормальное значение коэффициента попадает в диапазон от 0,7 до 1,0. Однако даже высокое значение будет недостаточным, если большую долю ликвидных средств составляет дебиторская задолженность, часть которой трудно вовремя взыскать. В таких случаях требуется большее соотношение.

Общая формула для расчета коэффициента:

Кбл. = (Краткосрочная дебиторская задолженность + Краткосрочные финансовые вложения + Денежные средства + Денежные эквиваленты) / Текущие обязательства

Формула расчета по данным нового бухгалтерского баланса:

$$Кбл.=\frac{(стр.\ 1240 + стр.\ 1250 + стр.\ 1260)}{(стр.\ 1500 – стр.\ 1530 – стр.\ 1540)}$$

Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности Норильского никеля:

	1	2	3	4	5
	АКТИВ				
	I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
2.2	Нематериальные активы	1110	11 852 900	9 923 315	7 260 015
2.3	Результаты исследований и разработок	1120	240 613	368 260	311 963
2.4	Нематериальные поисковые активы	1130	3 122 793	2 547 403	1 844 009
	Материальные поисковые активы	1140	-	-	-
2.5	Основные средства	1150	374 017 558	362 255 895	343 544 212
2.5	Доходные вложения в материальные ценности	1160	3 033 480	3 170 448	3 318 760
2.6	Финансовые вложения	1170	323 294 469	237 927 573	204 398 043
	в том числе: инвестиции в дочерние общества	1171	227 752 682	204 554 533	171 428 030
	инвестиции в зависимые общества	1172	-	-	-
	инвестиции в другие организации	1173	695 940	710 131	807 827
	займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	1174	69 679 331	13 455 731	18 272 611
	прочие долгосрочные финансовые вложения	1175	25 166 516	19 207 178	13 889 575
2.17	Отложенные налоговые активы	1180	-	-	-
2.7	Прочие внеоборотные активы	1190	25 171 695	51 083 480	79 158 726
	ИТОГО по разделу I	**1100**	**740 733 508**	**667 276 374**	**639 835 728**
	II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
2.8	Запасы	1210	110 881 277	112 036 959	75 400 770
	в том числе: сырье, материалы и другие аналогичные ценности	1211	42 495 383	44 971 694	27 337 022
	затраты в незавершенном производстве	1212	52 832 727	51 428 262	38 681 863
	готовая продукция, товары для перепродажи и товары отгруженные	1213	15 553 167	15 637 003	9 381 885
	прочие запасы и затраты	1214	-	-	-
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1 398 256	1 038 347	777 558
2.9	Дебиторская задолженность (сумма строк 1231 + 1235)	1230	61 740 073	43 285 860	44 067 552
2.9	из нее: Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	1231	2 208 729	1 410 257	1 919 144
	в том числе: покупатели и заказчики	1232	-	-	-
	авансы выданные	1233	158 276	31 916	261 000
	прочие дебиторы	1234	2 050 453	1 378 341	1 658 144
2.9	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	1235	59 531 344	41 875 603	42 148 408
	в том числе: покупатели и заказчики	1236	33 679 628	21 566 246	19 529 356
	авансы выданные	1237	3 084 951	1 854 994	2 038 946
	прочие дебиторы	1238	22 766 765	18 454 363	20 580 106
2.6	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	38 532 948	55 361 465	94 100 264
	в том числе: займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	1241	32 837 593	50 810 709	94 100 264
	прочие краткосрочные финансовые вложения	1242	5 695 355	4 550 756	-
3	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	55 185 316	8 373 956	103 539 044
	в том числе: касса	1251	5 250	7 488	8 641
	расчетные счета	1252	1 636 487	1 837 889	1 431 443
	валютные счета	1253	10 542 996	5 518 910	519 198
	денежные эквиваленты и прочие денежные средства	1254	43 000 583	1 009 669	101 579 762
2.10	Прочие оборотные активы	1260	2 061 492	4 387 943	1 276 878

Поясне-ния	Наименование показателя	Код	На 31 декабря 2018 года	На 31 декабря 2017 года	На 31 декабря 2016 года
	1	2	3	4	5
	ПАССИВ				
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
2.11	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	158 245	158 245	158 245
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-
2.11	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	48 187 669	48 187 669	48 187 669
2.11	Резервный капитал	1360	23 737	23 737	23 737
2.11	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	146 514 569	200 570 764	176 499 424
	в том числе: нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) отчетного периода	1371	164 955 544	130 038 748	122 770 291
	ИТОГО по разделу III	**1300**	**194 884 220**	**248 940 415**	**224 869 075**
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1410	569 614 657	439 619 912	429 444 725
2.17	Отложенные налоговые обязательства	1420	21 012 613	19 251 572	12 779 656
2.13	Оценочные обязательства	1430	20 538 566	20 783 273	25 898 619
	Прочие обязательства	1450	20 164 148	29 188 919	43 834 483
	ИТОГО по разделу IV	**1400**	**631 329 984**	**508 843 676**	**511 957 483**
	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1510	118 752 212	71 347 767	84 987 917
2.12	Кредиторская задолженность	1520	51 467 532	50 201 903	125 946 552
	в том числе: поставщики и подрядчики	1521	43 377 496	41 426 371	49 833 131
	задолженность перед персоналом организации	1522	1 745 178	1 959 245	1 832 073
	задолженность по налогам и сборам	1523	2 092 905	1 923 935	1 732 493
	задолженность по страховым взносам	1524	1 055 619	625 740	587 417
	авансы полученные	1525	374 230	234 541	345 158
	задолженность по выплате дивидендов	1526	464 659	325 828	70 604 079
	прочие кредиторы	1527	2 357 445	3 706 243	1 012 201
	Доходы будущих периодов	1530	22 133	29 441	24 038
2.13	Оценочные обязательства	1540	14 019 871	12 388 161	11 201 332
	Прочие обязательства	1550	56 918	9 541	11 397
	ИТОГО по разделу V	**1500**	**184 318 666**	**133 976 813**	**222 171 236**
	БАЛАНС (сумма строк 1300+1400+1500)	**1700**	**1 010 532 870**	**891 760 904**	**958 997 794**

Пример:

$$\textbf{Кбл}=\frac{(38\ 532\ 948 + 55\ 185\ 316 + 2\ 061\ 492)}{(184\ 318\ 666 - 22\ 133 - 14\ 019\ 871)}=0{,}56$$

Делаем вывод, что коэффициент быстрой ликвидности у Норильского никеля находится в норме.

Формула расчета коэффициента по отчетности МСФО:

$$\textbf{Quick Ratio}=\frac{(\text{Cash} + \text{Cash Equivalents} + \text{Short Term Investments} + \text{Current Receivables})}{\text{Current Liabilities}}$$

Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности Норильского никеля:

EQUITY AND LIABILITIES			
Capital and reserves			
Share capital	21	6	6
Share premium		1,254	1,254
Translation reserve		(5,343)	(4,490)
Retained earnings	27	7,306	7,557
Equity attributable to shareholders of the parent company		**3,223**	**4,327**
Non-controlling interests	22	250	331
		3,473	**4,658**
Non-current liabilities			
Loans and borrowings	23	8,224	8,236
Provisions	25	365	464
Trade and other long-term payables		200	402
Derivative financial instruments		61	–
Deferred tax liabilities	13	385	407
Other long-term liabilities		185	116
		9,420	**9,625**
Current liabilities			
Loans and borrowings	23	215	817
Trade and other payables	26	1,551	783
Dividends payable	27	6	6
Employee benefit obligations	24	307	377
Provisions	25	77	189
Derivative financial instruments		5	24
Income tax payable		35	9
Other taxes payable	16	162	147
		2,358	**2,352**

Согласно основным положениям учетной политики, указанным в Приложении 3 к отчету, к «Денежным средствам и их эквивалентам» относятся также высоколиквидные финансовые инструменты. Расшифровки дебиторской задолженности по срокам нет, но в приложении 17 к отчету указано, что средний срок дебиторской задолженности в 2017-2018 гг. был от 1 до 30 дней. Исходя из этого, будем считать всю дебиторскую задолженность как краткосрочную.

$$\textbf{Quick ratio} = \frac{(204 + 1388)}{2358} = 0{,}67$$

И по РСБУ, и по МСФО оба показателя ниже 1. Значит, это недостаток краткосрочных активов для покрытия текущих обязательств. В случае предъявления к погашению всех текущих обязательств со стороны всех бизнес-партнеров компании, Норникель не сможет этого сделать. Однако вероятность наступления такого события крайне мала, как показывает практика.

Коэффициент быстрой ликвидности показывает способность компании погасить свои текущие обязательства краткосрочными активами. Если у фирмы достаточно краткосрочных активов, чтобы покрыть текущие обязательства, фирма сможет погасить их без необходимости распродажи

каких-либо долгосрочных или капитальных активов и без привлечения новых средств со стороны акционеров или долгосрочных кредиторов.

Так как большинство предприятий используют свои долгосрочные активы для получения доходов, продажа этих капитальных активов не только навредит компании, но и покажет инвесторам, что текущие операции не приносят достаточной прибыли для погашения текущих обязательств.

Высокие коэффициенты быстрой ликвидности являются более благоприятными для компаний, поскольку они показывают низкий уровень риска кризиса ликвидности (т. н. «кассового разрыва»).

Cash Ratio

Коэффициент абсолютной ликвидности (кал. – Cash Ratio) показывает, какая доля краткосрочных долговых обязательств будет покрыта за счет денежных средств и их эквивалентов в виде рыночных ценных бумаг и депозитов, т. е. абсолютно ликвидными активами.

Формула расчета по данным нового бухгалтерского баланса:

$$\textbf{Кал.} = \frac{(\text{стр. } 1240 + \text{стр. } 1250)}{(\text{стр. } 1500 - \text{стр. } 1530 - \text{стр. } 1540)}$$

Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности Норильского никеля:

	в том числе: сырье, материалы и другие аналогичные ценности	1211	42 495 383	44 971 694	27 337 022
	затраты в незавершенном производстве	1212	52 832 727	51 428 262	38 681 863
	готовая продукция, товары для перепродажи и товары отгруженные	1213	15 553 167	15 637 003	9 381 885
	прочие запасы и затраты	1214	-	-	-
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1 398 256	1 038 347	777 558
2.9	Дебиторская задолженность (сумма строк 1231 + 1235)	1230	61 740 073	43 285 860	44 067 552
2.9	из нее: Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	1231	2 208 729	1 410 257	1 919 144
	в том числе: покупатели и заказчики	1232	-	-	-
	авансы выданные	1233	158 276	31 916	261 000
	прочие дебиторы	1234	2 050 453	1 378 341	1 658 144
2.9	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	1235	59 531 344	41 875 603	42 148 408
	в том числе: покупатели и заказчики	1236	33 679 628	21 566 246	19 529 356
	авансы выданные	1237	3 084 951	1 854 994	2 038 946
	прочие дебиторы	1238	22 766 765	18 454 363	20 580 106
2.6	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	38 532 948	55 361 465	94 100 264
	в том числе: займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	1241	32 837 593	50 810 709	94 100 264
	прочие краткосрочные финансовые вложения	1242	5 695 355	4 550 756	-
3	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	55 185 316	8 373 956	103 539 044
	в том числе: касса	1251	5 250	7 488	8 641
	расчетные счета	1252	1 636 487	1 837 889	1 431 443
	валютные счета	1253	10 542 996	5 518 910	519 198
	денежные эквиваленты и прочие денежные средства	1254	43 000 583	1 009 669	101 579 762
2.10	Прочие оборотные активы	1260	2 061 492	4 387 943	1 276 878
	ИТОГО по разделу II	**1200**	**269 799 362**	**224 484 530**	**319 162 066**
	БАЛАНС (сумма строк 1100+1200)	**1600**	**1 010 532 870**	**891 760 904**	**958 997 794**

ния	Наименование показателя	Код	На 31 декабря 2018 года	На 31 декабря 2017 года	На 31 декабря 2016 года
	1	2	3	4	5
	ПАССИВ				
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
2.11	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	158 245	158 245	158 245
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-
2.11	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	48 187 669	48 187 669	48 187 669
2.11	Резервный капитал	1360	23 737	23 737	23 737
2.11	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	146 514 569	200 570 764	176 499 424
	в том числе: нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) отчетного периода	1371	164 955 544	130 038 748	122 770 291
	ИТОГО по разделу III	**1300**	**194 884 220**	**248 940 415**	**224 869 075**
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1410	569 614 657	439 619 912	429 444 725
2.17	Отложенные налоговые обязательства	1420	21 012 613	19 251 572	12 779 656
2.13	Оценочные обязательства	1430	20 538 566	20 783 273	25 898 619
	Прочие обязательства	1450	20 164 148	29 188 919	43 834 483
	ИТОГО по разделу IV	**1400**	**631 329 984**	**508 843 676**	**511 957 483**
	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1510	118 752 212	71 347 767	84 987 917
2.12	Кредиторская задолженность	1520	51 467 532	50 201 903	125 946 552
	в том числе: поставщики и подрядчики	1521	43 377 496	41 426 371	49 833 131
	задолженность перед персоналом организации	1522	1 745 178	1 959 245	1 832 073
	задолженность по налогам и сборам	1523	2 092 905	1 923 935	1 732 493
	задолженность по страховым взносам	1524	1 055 619	625 740	587 417
	авансы полученные	1525	374 230	234 541	345 158
	задолженность по выплате дивидендов	1526	464 659	325 828	70 604 079
	прочие кредиторы	1527	2 357 445	3 706 243	1 012 201
	Доходы будущих периодов	1530	22 133	29 441	24 038
2.13	Оценочные обязательства	1540	14 019 871	12 388 161	11 201 332
	Прочие обязательства	1550	58 918	9 541	11 397
	ИТОГО по разделу V	**1500**	**184 318 666**	**133 976 813**	**222 171 236**
	БАЛАНС (сумма строк 1300+1400+1500)	**1700**	**1 010 532 870**	**891 760 904**	**958 997 794**

Пример:

$$\textbf{Кал.} = \frac{(38\ 532\ 948 + 55\ 185\ 316)}{(184\ 318\ 666 - 22\ 133 - 14\ 019\ 871)} = 0{,}55$$

Пример расчета по МСФО:

$$\textbf{Cash Ratio} = \frac{(\text{Cash} + \text{Cash Equivalents})}{\text{Total Current Liabilities}}$$

Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности Норильского никеля:

Current assets			
Inventories	17	2,280	2,689
Trade and other receivables	18	204	327
Advances paid and prepaid expenses		75	71
Other financial assets	15	147	99
Income tax receivable		92	82
Other taxes receivable	16	271	296
Cash and cash equivalents	19	1,388	852
Other current assets		97	110
		4,554	**4,526**
TOTAL ASSETS		**15,251**	**16,635**
EQUITY AND LIABILITIES			
Capital and reserves			
Share capital	21	6	6
Share premium		1,254	1,254
Translation reserve		(5,343)	(4,490)
Retained earnings	27	7,306	7,557
Equity attributable to shareholders of the parent company		**3,223**	**4,327**
Non-controlling interests	22	250	331
		3,473	**4,658**
Non-current liabilities			
Loans and borrowings	23	8,224	8,236
Provisions	25	365	464
Trade and other long-term payables		200	402
Derivative financial instruments		61	–
Deferred tax liabilities	13	385	407
Other long-term liabilities		185	116
		9,420	**9,625**
Current liabilities			
Loans and borrowings	23	215	817
Trade and other payables	26	1,551	783
Dividends payable	27	6	6
Employee benefit obligations	24	307	377
Provisions	25	77	189
Derivative financial instruments		5	24
Income tax payable		35	9
Other taxes payable	16	162	147
		2,358	**2,352**
TOTAL LIABILITIES		**11,778**	**11,977**

Пример:

$$\textbf{Cash Ratio} = \frac{1\ 388}{2\ 358} = 0{,}59$$

Расчет показателей по формам РСБУ и МСФО показал примерно одинаковый результат – значение около 0,6. Т. е. Норильскому никелю достаточно денег и их эквивалентов, чтобы погасить около 60% (55% по РСБУ и 59% по МСФО) краткосрочных обязательств. Но вероятность того, что компании придется это сделать в этом году, крайне мала. Такого рода коэффициенты имеют больше значения в финансовом анализе средних и мелких предприятий, где риски провалов по выручке и штрафов со стороны налоговой гораздо выше (т. е. рабочие процессы налажены хуже).

Working Capital

Чистый оборотный капитал (Net working capital) – это расчет ликвидности, измеряющий способность компании погашать свои текущие обязательства текущими активами. Это измерение важно для руководства, поставщиков и общих кредиторов, поскольку оно показывает краткосрочную ликвидность фирмы, а также способность руководства эффективно использовать свои активы. Чистый оборотный капитал – та часть капитала акционеров, которая задействована в ежедневных операциях компании, т. е. та часть текущих активов, которая не финансируется текущими обязательствами. В идеальном мире капитал акционеров не должен участвовать в ежедневных операциях: текущие активы должны появляться на балансе за счет эффективной работы с бизнес-партнерами (поставщиками). В реальности мало кто готов финансировать чужой бизнес в убыток себе (не забываем, что компании-поставщики также имеют стоимость собственного капитала и тоже должны отчитываться перед акционерами).

Коэффициент чистого оборотного капитала (Net Working Capital Ratio)

=

Текущие активы – текущие обязательства.

Working Capital Management

Управление рабочим (оборотным) капиталом состоит в контроле его величины таким образом, чтобы она была оптимальной. Под оптимальной понимается такая величина рабочего капитала, которая, с одной стороны, позволяет предприятию вести нормальную бесперебойную операционную

деятельность, с другой – не раздута до такой степени, что замораживает, выводит из оборота значительные средства организации, не давая акционерам задействовать их средства в росте компании или в других проектах.

Формула расчета Чистого оборотного капитала:

Соотношение рабочего капитала (Текущие Активы / Текущие обязательства) показывает, достаточно ли у компании краткосрочных активов для покрытия краткосрочной задолженности. Индикатор ниже 1 показывает негативное соотношение рабочего капитала (его также называют W/C ratio). Показатель выше 2 означает, что компания проводит чрезмерно агрессивную политику инвестирования в текущие активы. Обычно считается, что показатель от 1,2 до 2 приемлем для большинства индустрий.

Коэффициент оборотного капитала представляет собой коэффициент ликвидности, который измеряет способность фирмы погашать текущие обязательства текущими активами. Коэффициент оборотного капитала важен для кредиторов, потому что он показывает ликвидность компании.

Формула по МСФО и РСБУ:

$$\textbf{Working Capital Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} = \frac{\text{Текущие Активы}}{\text{Текущие Обязательства}}$$

Рассчитаем Working Capital Ratio на примере РСБУ и МСФО. Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности РСБУ Норильского никеля:

	ИТОГО по разделу I	**1100**	**740 733 508**	**667 276 374**	**639 835 728**
	II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
2.8	Запасы	1210	110 881 277	112 036 959	75 400 770
	в том числе: сырье, материалы и другие аналогичные ценности	1211	42 495 383	44 971 694	27 337 022
	затраты в незавершенном производстве	1212	52 832 727	51 428 262	38 681 863
	готовая продукция, товары для перепродажи и товары отгруженные	1213	15 553 167	15 637 003	9 381 885
	прочие запасы и затраты	1214	-	-	-
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	1 398 256	1 038 347	777 558
2.9	Дебиторская задолженность (сумма строк 1231 + 1235)	1230	61 740 073	43 285 860	44 067 552
2.9	из нее: Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	1231	2 208 729	1 410 257	1 919 144
	в том числе: покупатели и заказчики	1232	-	-	-
	авансы выданные	1233	158 276	31 916	261 000
	прочие дебиторы	1234	2 050 453	1 378 341	1 658 144
2.9	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	1235	59 531 344	41 875 603	42 148 408
	в том числе: покупатели и заказчики	1236	33 679 628	21 566 246	19 529 356
	авансы выданные	1237	3 084 951	1 854 994	2 038 946
	прочие дебиторы	1238	22 766 765	18 454 363	20 580 106
2.6	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	38 532 948	55 361 465	94 100 264
	в том числе: займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	1241	32 837 593	50 810 709	94 100 264
	прочие краткосрочные финансовые вложения	1242	5 695 355	4 550 756	-
3	Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	55 185 316	8 373 956	103 539 044
	в том числе: касса	1251	5 250	7 488	8 641
	расчетные счета	1252	1 636 487	1 837 889	1 431 443
	валютные счета	1253	10 542 996	5 518 910	519 198
	денежные эквиваленты и прочие денежные средства	1254	43 000 583	1 009 669	101 579 762
2.10	Прочие оборотные активы	1260	2 061 492	4 387 943	1 276 878
	ИТОГО по разделу II	**1200**	**269 799 362**	**224 484 530**	**319 162 066**
	БАЛАНС (сумма строк 1100+1200)	**1600**	**1 010 532 870**	**891 760 904**	**958 997 794**

ния	Наименование показателя	Код	На 31 декабря 2018 года	На 31 декабря 2017 года	На 31 декабря 2016 года
	1	2	3	4	5
	ПАССИВ				
	III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ				
2.11	Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	158 245	158 245	158 245
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-
2.11	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	48 187 669	48 187 669	48 187 669
2.11	Резервный капитал	1360	23 737	23 737	23 737
2.11	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	146 514 569	200 570 764	176 499 424
	в том числе: нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) отчетного периода	1371	164 955 544	130 038 748	122 770 291
	ИТОГО по разделу III	**1300**	**194 884 220**	**248 940 415**	**224 869 075**
	IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1410	569 614 657	439 619 912	429 444 725
2.17	Отложенные налоговые обязательства	1420	21 012 613	19 251 572	12 779 656
2.13	Оценочные обязательства	1430	20 538 566	20 783 273	25 898 619
	Прочие обязательства	1450	20 164 148	29 188 919	43 834 483
	ИТОГО по разделу IV	**1400**	**631 329 984**	**508 843 676**	**511 957 483**
	V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
2.12	Заемные средства	1510	118 752 212	71 347 767	84 987 917
2.12	Кредиторская задолженность	1520	51 467 532	50 201 903	125 946 552
	в том числе: поставщики и подрядчики	1521	43 377 496	41 426 371	49 833 131
	задолженность перед персоналом организации	1522	1 745 178	1 959 245	1 832 073
	задолженность по налогам и сборам	1523	2 092 905	1 923 935	1 732 493
	задолженность по страховым взносам	1524	1 055 619	625 740	587 417
	авансы полученные	1525	374 230	234 541	345 158
	задолженность по выплате дивидендов	1526	464 659	325 828	70 604 079
	прочие кредиторы	1527	2 357 445	3 706 243	1 012 201
	Доходы будущих периодов	1530	22 133	29 441	24 038
2.13	Оценочные обязательства	1540	14 019 871	12 388 161	11 201 332
	Прочие обязательства	1550	56 918	9 541	11 397
	ИТОГО по разделу V	**1500**	**184 318 666**	**133 976 813**	**222 171 236**
	БАЛАНС (сумма строк 1300+1400+1500)	**1700**	**1 010 532 870**	**891 760 904**	**958 997 794**

Пример:

$$\textbf{Working Capital Ratio} = \frac{269\ 799\ 362}{184\ 318\ 666} = 1{,}46$$

Расположение показателей, необходимых для расчета коэффициента, в отчетности МСФО Норильского никеля:

Other non-current assets	17	386	732
		10,697	**12,109**
Current assets			
Inventories	17	2,280	2,689
Trade and other receivables	18	204	327
Advances paid and prepaid expenses		75	71
Other financial assets	15	147	99
Income tax receivable		92	82
Other taxes receivable	16	271	296
Cash and cash equivalents	19	1,388	852
Other current assets		97	110
		4,554	**4,526**
TOTAL ASSETS		**15,251**	**16,635**
EQUITY AND LIABILITIES			
Capital and reserves			
Share capital	21	6	6
Share premium		1,254	1,254
Translation reserve		(5,343)	(4,490)
Retained earnings	27	7,306	7,557
Equity attributable to shareholders of the parent company		**3,223**	**4,327**
Non-controlling interests	22	250	331
		3,473	**4,658**
Non-current liabilities			
Loans and borrowings	23	8,224	8,236
Provisions	25	365	464
Trade and other long-term payables		200	402
Derivative financial instruments		61	–
Deferred tax liabilities	13	385	407
Other long-term liabilities		185	116
		9,420	**9,625**
Current liabilities			
Loans and borrowings	23	215	817
Trade and other payables	26	1,551	783
Dividends payable	27	6	6
Employee benefit obligations	24	307	377
Provisions	25	77	189
Derivative financial instruments		5	24
Income tax payable		35	9
Other taxes payable	16	162	147
		2,358	**2,352**

Пример:

$$\textbf{Working Capital Ratio} = \frac{4\ 554}{2\ 358} = 1{,}93$$

Соотношение выше 1 показывает, что компания может оплатить все свои текущие обязательства и при этом иметь оборотные активы или положительный оборотный капитал.

Теперь рассчитаем Чистый оборотный капитал, используя те же показатели:

Working Capital Ratio по РСБУ = 269 799 362 - 184 318 666 = 85 480 696.

Working Capital Ratio по МСФО = 4 554 - 2 358 = 2 196.

Важно также понимать, что само по себе отрицательное значение чистого оборотного капитала не означает, что компанию ждет неминуемое банкротство в ближайший год: многое зависит от специфики бизнеса. Например, в случаях, когда фирма получает деньги вперед (авиалинии, компании, делающие продукты под заказ и т. п.) или долго расплачивается с поставщиками, получая деньги от клиентов в моменте (ритейл), мы часто наблюдаем отрицательное значение чистого оборотного капитала.

Рассмотрим пример российской компании-ритейлера «Лента»:

Lenta Limited and subsidiaries

Consolidated statement of financial position as at 31 December 2018

(in thousands of Russian roubles)

	Note	31 December 2018	31 December 2017 (restated)*
Assets			
Non-current assets			
Property, plant and equipment	7	177,024,063	170,308,406
Prepayments for construction	8	4,929,794	2,818,543
Leasehold rights	9	3,170,537	3,075,027
Intangible assets other than leasehold rights	11	1,905,890	1,816,716
Other non-current assets	12	896,928	675,676
Total non-current assets		**187,927,212**	**178,694,368**
Current assets			
Inventories	13	41,500,851	36,933,128
Trade and other receivables	14	11,272,602	10,957,360
Advances paid	15	2,772,184	2,413,511
Taxes recoverable	16	992,378	2,874,174
Prepaid expenses		123,101	124,915
Short-term portion of cash flow hedging instruments	31	–	8,179
Cash and cash equivalents	17	33,804,860	14,301,859
		90,465,976	**67,613,126**
Assets held for sale		–	423,094
Total current assets		**90,465,976**	**68,036,220**
Total assets		**278,393,188**	**246,730,588**
Liabilities			
Non-current liabilities			
Long-term borrowings	21	106,341,291	62,194,204
Deferred tax liabilities	22	10,039,756	8,386,732
Total non-current liabilities		**116,381,047**	**70,580,936**
Current liabilities			
Trade and other payables	23	56,133,840	57,259,762
Short-term borrowings and short-term portion of long-term borrowings	21	20,738,998	44,888,131
Short-term portion of cash flow hedging instruments		–	18,049
Contract liabilities		350,378	221,824
Advances received		148,543	293,085
Other taxes payable	24	1,041,123	1,131,099
Current income tax payable		848,600	550,426
Total current liabilities		**79,261,482**	**104,362,376**
Total liabilities		**195,642,529**	**174,943,312**

(Источник: Lenta Investor Relations)

Заметьте, что и в 2017, и в 2018 финансовом году текущие обязательства (Total Current Liabilities) превышали текущие активы (Total Current Assets). Международные компании также показывают подобные закономерности. Для примера рассмотрим исторический баланс компании Wal-Mart, крупнейшего ритейлера в мире:

Balance Sheet All numbers in thousands

Period Ending	1/31/2019	1/31/2018	1/31/2017	1/31/2016
Current Assets				
Cash And Cash Equivalents	7,722,000	6,756,000	6,867,000	8,705,000
Short Term Investments	-	-	-	-
Net Receivables	6,283,000	5,614,000	5,835,000	5,624,000
Inventory	44,269,000	43,783,000	43,046,000	44,469,000
Other Current Assets	34,000	-	-	-
Total Current Assets	**61,897,000**	**59,664,000**	**57,689,000**	**60,239,000**
Current Liabilities				
Accounts Payable	47,060,000	46,092,000	41,433,000	38,487,000
Short/Current Long Term Debt	1,876,000	3,738,000	2,256,000	2,745,000
Other Current Liabilities	2,360,000	2,662,000	2,777,000	521,000
Total Current Liabilities	**77,477,000**	**78,521,000**	**66,928,000**	**64,619,000**

(Источник: Yahoo Finance)

Как видно из данных, в каждый из последних четырех лет компания имела отрицательный чистый оборотный капитал, так как текущие обязательства превышали текущие активы.

Приведем пару примеров компаний из отрасли авиаперевозок. Сначала отечественный Аэрофлот:

PJSC AEROFLOT
Consolidated Statement of Financial Position
as at 31 December 2018
(All amounts are presented in millions of Russian Roubles, unless otherwise stated)

	Note	31 December 2018	31 December 2017
ASSETS			
Current assets			
Cash and cash equivalents	12	23,711	45,978
Short-term financial investments	17	6,437	8,931
Accounts receivable and prepayments	14	87,868	92,932
Current income tax prepayment		5,488	3,580
Aircraft lease security deposits	13	525	423
Expendable spare parts and inventories	16	14,659	12,811
Assets classified as held for sale	20	6,404	3,125
Other current assets	41	226	422
Total current assets		**145.318**	**168.202**
LIABILITIES AND EQUITY			
Current liabilities			
Accounts payable and accrued liabilities	21, 25	69,346	67,953
Unearned traffic revenue	25	49,874	43,695
Deferred revenue related to the frequent flyer programme	25	4,086	1,720
Provisions for liabilities	26	11,393	9,433
Finance lease liabilities	27	15,219	16,015
Short-term loans and borrowings and current portion of long-term loans and borrowings	28	175	-
Liabilities related to assets classified as held for sale	20	6,623	2,210
Current income tax liabilities		19	-
Total current liabilities		**156,735**	**141,026**

(Источник: Aeroflot Investor Relations)

Видим, что на конец 2018 г. чистый оборотный капитал был отрицательным, а годом ранее – положительным, но с небольшой разницей. Интересно, что счет «Доходы будущих периодов» (Unearned Revenue) равен размеру денежных средств или превышает их (на конец 2018 г.), что означает, что компания уже потратила деньги клиентов, полученные авансом. С точки зрения исключительно финансового анализа это может показаться опасной практикой, однако в реальности это больше вопрос практики финансового менеджмента компании. Например, если компания получает деньги от клиентов авансом и оплачивает некоторые расходы вперед, получая при этом скидки, она улучшает финансовые результаты и увеличивает свою стоимость (Enterprise Value).

Западные авиакомпании также имеют похожую структуру баланса, как показывает опыт британского лоу-костера EasyJet:

CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

	Notes	30 September 2018 £ million	30 September 2017 £ million
Non-current assets			
Goodwill	9	365	365
Other intangible assets	9	181	179
Property, plant and equipment	10	4,140	3,525
Derivative financial instruments	22	175	87
Restricted cash	13	11	7
Other non-current assets	11	122	74
		4,994	4,237
Current assets			
Trade and other receivables	12	408	275
Derivative financial instruments	22	220	131
Money market deposits	13	348	617
Cash and cash equivalents	13	1,025	711
		2,001	1,734
Current liabilities			
Trade and other payables	14	(1,023)	(714)
Unearned revenue		(877)	(727)
Borrowings	15	(9)	(8)
Derivative financial instruments	22	(24)	(82)
Current tax payable		(9)	(35)
Provisions for liabilities and charges	17	(118)	(104)
		(2,060)	(1,670)
Net current (liabilities)/assets		(59)	64

(Источник: EasyJet Investor Relations)

Как видно из таблицы, чистый оборотный капитал также находится в размере нуля и может принимать отрицательные значения: 64 млн фунтов в 2017 г. и минус 59 млн фунтов в 2018 г. Следует сказать, что отрицательный чистый оборотный капитал должен тревожить аналитика, и обязательно нужно разбираться, из-за чего наблюдается данное отклонение от норм. Нужно понимать, что компании (или даже вся отрасль) могут иметь подобные практики управления чистым оборотным капиталом до тех пор, пока у них не случится проблем с продажами, которые на данный момент позволяют покрывать старые долги новыми деньгами. Если в периоде произойдет существенное снижение в объемах денежной выручки (на 10% и более для

такого размера компаний), у корпорации могут возникнуть серьезные проблемы с ликвидностью и финансовому директору придется сильно попотеть, чтобы договориться с бизнес-партнерами об отсрочке или рассрочке. Это определенно ударит по кредитному рейтингу и репутации компании в целом.

Резюмируем: отраслевые практики нужно принимать как данное, но при этом не забывать про расчеты – какой бы известной и популярной ни была компания, если она не сможет вовремя расплатиться с кредиторами, ее ждет печальная участь. Достаточно вспомнить 2008 г.: Lehman Brothers, General Motors, Goldman Sachs, Wachovia, RBS и сотни других респектабельных фирм. Что общего у всех этих компаний? Они испытали жесточайший кризис ликвидности, когда не смогли рефинансировать краткосрочные обязательства: кто-то обанкротился (Lehman Brothers, Wachovia), а кому-то пришлось привлечь очень дорогое финансирование со стороны (например, банку Goldman Sachs), чтобы остаться на плаву.

Solvency Ratios

Коэффициенты платежеспособности являются одними из ключевых показателей, которые используются для оценки способности компании выполнять свои долговые обязательства в перспективе. С их помощью оценивается финансовое положение компании с точки зрения долгосрочной платежеспособности. Данный вид коэффициентов зачастую рассчитывается и отслеживается инвесторами с целью определения положения компании, а также при принятии решений для долгосрочного инвестирования.

В данном разделе мы рассмотрим следующие показатели долгосрочной платежеспособности:

– коэффициент финансовой зависимости (Debt Ratio, Debt-to-Assets Ratio);

– коэффициент финансового левериджа (Debt to Equity Ratio);

– коэффициент капитализации (Debt-to-Capital Ratio);

– коэффициент покрытия процентов (Interest Coverage Ratio, Times Interest Earned Ratio (TIE));

– коэффициент отношения долга к EBITDA (Debt to EBITDA Ratio);

– коэффициент покрытия долга (Debt Service Coverage Ratio (DSCR)).

Debt Ratio

Коэффициент финансовой зависимости (Debt Ratio) — это финансовый коэффициент, который измеряет степень зависимости от заемного капитала компании. Показатель определяется как отношение общей суммы задолженности к общей сумме активов, выраженное в виде десятичной дроби или процента. Интерпретируется как доля активов компании, которая финансируется за счет обязательств. Показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$\textbf{Debt Ratio (Коэффициент финансовой зависимости)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Данные берутся из бухгалтерского баланса из разделов «Активы» и «Пассивы». Обязательства включают долгосрочные и краткосрочные обязательства. Показатель «Активы» берется как итоговое значение раздела «Активы».

Коэффициент больше 0,5 показывает, что существенная часть активов финансируется за счет обязательств. Другими словами, компания чрезмерно зависима от средств кредиторов, поставщиков и других контрагентов. Также высокий коэффициент может указывать на то, что компания может подвергнуть себя риску дефолта по своим кредитам, если процентные ставки внезапно вырастут. Показатель ниже 0,5 означает, что большая часть активов компании финансируется за счет собственного капитала. Слишком низкий коэффициент финансовой зависимости может свидетельствовать о чрезмерной осторожности компании при привлечении заемных средств и, следовательно, об упущенных возможностях. Оптимальным значением коэффициента считается 0,5, то есть при равном соотношении заемного капитала и собственных средств.

Коэффициент финансовой зависимости приобрел широкое применение в западных компаниях. В российских компаниях используют похожий показатель – коэффициент автономии.

$$\textbf{Коэффициент автономии (финансовой независимости)} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Активы}}$$

Чем выше коэффициент автономии, тем лучше состояние компании (в отличие от коэффициента финансовой зависимости). В российской практике оптимальным значением коэффициента автономии является 0,5 – 0,7.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициентов на примере отчетностей двух компаний (российской и американской) за 2018 финансовый год:

(in millions RUB/USD)	ПАО Магнит	Wal-Mart Inc.
Обязательства		166 339
Активы	611 587,69	234 544
Собственный капитал	253 303,91	
Коэффициент финансовой (не)зависимости	**0,41**	**0,71**

Коэффициент автономии компании ПАО «Магнит» составляет 0,41, что говорит, что 41% активов финансируется собственным капиталом, а оставшаяся доля активов – за счет заемных средств. Коэффициент зависимости Wal-Mart Inc. составляет 0,71, то есть 71% активов финансируется с помощью средств кредиторов и бизнес-партнеров компании.

Стоит отметить, что анализ коэффициентов финансовой зависимости необходимо проводить в динамике и учитывать специфику отрасли. Обе рассматриваемые компании относятся к ритейлу, поэтому уровень зависимости от поставщиков или других кредиторов может быть высоким, и это не всегда придает негативный окрас. Однако, например, для компаний, относящихся к промышленной индустрии, высокая зависимость от средств кредиторов будет критична, так как даже небольшая волатильность в выручке может привести к техническому банкротству компании (т. е. к ситуации, когда компания не может обслужить долг – проценты и/или погашение).

Debt-to-Equity Ratio

Коэффициент финансового левериджа (Debt-to-Equity Ratio) используется для оценки финансового рычага компании. Показатель D/E является важным коэффициентом, используемым в корпоративных финансах и для целей оценки бизнеса. Он похож на показатель финансовой зависимости и тоже оценивает финансовую устойчивость и

независимость компании. В частности, коэффициент D/E представляет собой соотношение заемного и собственного капиталов компании и отражает способность акционерного капитала покрывать все непогашенные долги в случае финансовых проблем. Показатель рассчитывается по следующей формуле:

Debt-to-Equity Ratio (Коэффициент финансового левериджа) =

$$= \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Shareholders' Equity}} = \frac{\text{Обязательства}}{\text{Собственный (акционерный) капитал}}$$

Данные берутся из бухгалтерского баланса из раздела «Пассивы». В обязательства входят и долгосрочные, и краткосрочные (именно финансовые обязательства – interest bearing liabilities). Показатель «Собственный капитал» берется как итоговое значение раздела «Капитал и резервы».

Чем выше показатель финансового левериджа, тем выше финансовая зависимость компании. Ей будет сложнее привлекать дополнительные займы. При высоком коэффициенте компания может столкнуться с проблемой повышения рентабельности собственного капитала с помощью привлечения заемных средств (как это можно сделать наглядно показано в разделе «Анализ Дюпона»).

Для российских компаний равное соотношение обязательств и собственного капитала является наиболее оптимальным, то есть коэффициент должен быть равен единице. Также допустимым может быть показатель, равный 2, что означает, что компания сможет покрыть половину своих обязательств с помощью собственных средств. Наиболее распространенным значением показателя является 1,5, то есть 40% – заемный капитал, 60% – собственный капитал.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента финансового левериджа на примере отчетности Nike Inc. за 2018 финансовый год.

(in millions USD)	Nike Inc.
Обязательства	12 724
Собственный капитал	9 812
Коэффициент финансового левериджа	**1,29**

Коэффициент финансового левериджа составляет 1,29 и означает, что компания имеет около 65% заемных средств и около 35% собственных в структуре своего капитала (Capital Structure). Также стоит отметить, что, как и любой показатель платежеспособности, коэффициент финансового левериджа необходимо рассматривать в динамике с учетом особенностей отрасли: например, в телекоммуникационных компаниях или банках соотношение D/E может быть высоким, а в быстрорастущих IT и Интернет-компаниях оно будет низким из-за нестабильных денежных потоков.

Debt-to-Capital Ratio

Далее рассмотрим коэффициент капитализации (**Debt-to-Capital Ratio**), в который входят показатели отношения общего долга к сумме обязательств и собственных средств.

Данный коэффициент помогает рассчитать финансовый рычаг компании.

Формула такова:

Debt-to-Capital Ratio (Коэффициент капитализации)

$$= \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Debt+ Shareholders' Equity}}$$

$$= \frac{\text{Обязательства (финансовые)}}{\text{(Обязательства + Акционерный капитал)}}$$

На первый взгляд может показаться, что данный коэффициент схож с коэффициентом финансовой зависимости (Debt Ratio), так как Активы = Обязательства + Капитал. Однако существует разница между этими двумя показателями. В отличие от Debt-to-Capital Ratio, коэффициент финансовой зависимости делит общую сумму долга на общую сумму активов. Коэффициент финансовой зависимости – это показатель того, сколько активов компании финансируется за счет долга. В Debt-to-Capital Ratio рассматривается именно процентный долг (interest bearing liabilities), то есть в числителе берется не вся сумма имеющихся у компании обязательств, а только те финансовые обязательства, за которые необходимо уплачивать проценты.

Анализ этого показателя дает аналитикам и инвесторам лучшее представление о финансовой структуре компании и о том, является ли компания подходящей инвестицией. Чем выше значение коэффициента, тем рискованнее компания. Тем не менее даже если определенная сумма долга может нанести ущерб одной компании, то на другой это может не сказаться. Таким образом, использование общего капитала дает более точную картину состояния компании.

Большинство компаний финансируют свою деятельность за счет сочетания долга и собственного капитала, и анализ общей задолженности или чистой задолженности компании может не дать точной информации. Поэтому необходимо анализировать состояние компании, учитывая процентные обязательства. Процентный долг включает банковские кредиты, векселя к оплате, облигации к оплате и прочее. Беспроцентный долг включает начисленные расходы, кредиторскую задолженность и т. д.

Пример:

Рассмотрим расчет показателя Debt-to-Capital Ratio на примере[20] отчетности за 2017-18 финансовые года компании Johnson & Johnson[21].

[20] Текущая часть долгосрочной задолженности – часть долгосрочной задолженности, которая подлежит погашению в течение текущего года и выплачивается из оборотных активов (то есть денежных средств).

[21] Больше здесь: https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Johnson-Johnson/Ratios/Long-term-Debt-and-Solvency#Debt-to-Capital

(in millions USD)	30.12.2018	30.12.2017
Кредиты и векселя	2 796	3 906
Долгосрочная задолженность, исключая текущую часть21	27 684	30 675
Финансовые обязательства	**30 480**	**34 581**
Акционерный капитал	59 752	60 160
Общий капитал	**90 232**	**94 741**
Debt-to-Capital Ratio	**0,34**	**0,37**

Мы видим, что показатель немного уменьшился в течение года. Следовательно, финансовое состояние компании и ее долгосрочная устойчивость улучшились.

Interest Coverage Ratio

Коэффициент покрытия процентов **(Interest Coverage Ratio)** — это коэффициент платежеспособности, используемый для определения того, насколько легко компания может выплачивать проценты по непогашенной задолженности. Коэффициент покрытия процентов может быть рассчитан путем деления прибыли компании до уплаты процентов и налогов (EBIT) в течение определенного периода на выплаты процентов компании за тот же период.

Показатель вычисляется по формуле:

Interest Coverage Ratio (Коэффициент покрытия процентов)

$$= \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expense}}$$

$$= \frac{\text{Прибыль до уплаты процентов и налогов}}{\text{Процентные выплаты}}$$

Показатель EBIT и показатель процентных расходов можно получить из отчета о финансовых результатах. EBIT также можно определить, взяв итоговый показатель чистой прибыли (Net Income) и добавив к нему сумму налога на прибыль (Taxes) и процентные расходы (Interest Expense).

Коэффициент покрытия процентов показывает, сколько раз компания может покрыть текущие процентные платежи имеющимися доходами. Другими словами, он измеряет запас прочности, который компания имеет для выплаты процентов по своему долгу в течение определенного периода. Коэффициент покрытия процентов используется для определения того, насколько легко компания может оплатить свои процентные расходы по непогашенной задолженности.

Чем ниже коэффициент, тем больше компания обременена долговыми расходами. Когда коэффициент покрытия процентов компании всего 1,5 или ниже, ее способность покрывать процентные расходы может быть сомнительной. Критическим значением показателя является 1, когда приток денежных средств недостаточен для выплат процентов кредиторам.

Компании должны получать достаточно доходов для покрытия процентных платежей, чтобы пережить будущие (и возможно, непредвиденные) финансовые трудности, которые могут возникнуть. Способность компании выполнять свои обязательства по процентам является одним из аспектов ее платежеспособности и является очень важным фактором при анализе компании со стороны акционеров.

Коэффициент покрытия процентов необходимо анализировать в динамике для получения более точной картины положения компании. Например, при ежеквартальном анализе показателя в течение последних пяти лет могут прослеживаться тенденции, которые дают инвестору гораздо лучшее представление о том, улучшается или ухудшается ситуация с покрытием имеющихся процентов.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента покрытия процентов на примере отчетности за 2017-2018 финансовые года компании ПАО «Магнит».

(in millions RUB)	31.12.2018	31.12.2017
Чистая прибыль до налогов	43 072	45 423,77
Процентные расходы	9 136	12 979
EBIT	**52 208**	**58 402,77**
Коэффициент покрытия процентов	**5,71**	**4,49**

Показатель покрытия процентов компании ПАО «Магнит» имеет тенденцию к увеличению. В 2018 году операционная прибыль компании почти в 6 раз превышала расходы по уплате процентных платежей. Вероятно, это произошло за счет снижения процентных расходов (т. е. компания рефинансировала кредиты под более низкие процентные ставки). Важно также помнить, что операционная прибыль – это не денежный показатель. Наличие высокого коэффициента ICR не означает, что у компании нет проблем с обслуживанием долга. Во-первых, нужно разбирать, насколько операционная прибыль похожа на операционный денежный поток компании (т. е. реальный cash flow). Во-вторых, помимо процентов компании нередко нужно погашать текущие обязательства: например, отдельные транши кредитов. В таком случае одного показателя ICR будет недостаточно.

Debt-to-EBITDA Ratio

Коэффициент отношения долга к EBITDA (**Debt-to-EBITDA Ratio**) — это показатель долговой нагрузки компании, ее способности погасить имеющиеся долговые обязательства за счет EBITDA в определенные сроки. Банки часто включают определенное целевое значение этого показателя в кредитные договоры, и компания должна поддерживать этот согласованный уровень, иначе существует риск технического банкротства. Этот показатель обычно используется агентствами кредитного рейтинга для оценки вероятности дефолта компании по выпущенному долгу. Фирмы с высоким отношением долга к EBITDA могут не иметь возможности обслуживать свой долг надлежащим образом, что ведет к снижению кредитного рейтинга.

Коэффициент рассчитывается следующим образом:

$$\textbf{Коэффициент отношения долга к EBITDA (Debt to EBITDA Ratio)} = \frac{\text{Debt}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Совокупные финансовые обязательства}}{\text{Прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации}}$$

Коэффициент Долг / EBITDA сравнивает общие долговые обязательства компании, включая кредиты, финансовый лизинг, облигации и другие процент несущие долги (interest-bearing liabilities), с «грязной прибылью», которую получает компания за 12 месяцев. Аналитики часто рассматривают EBITDA как более точный показатель прибыли от основной деятельности фирмы, нежели чем показатель чистой прибыли. Некоторые

аналитики рассматривают проценты, налоги, износ и амортизацию как препятствие для реальных денежных потоков. Другими словами, они рассматривают EBITDA как более четкое представление о реальных денежных потоках, доступных для погашения долга.

Если значение данного коэффициента не превышает 3, то финансовое состояние компании оценивается как нормальное. Однако если показатель превышает 4 - 5, то это свидетельствует о слишком большой долговой нагрузке на компанию, и в будущем вероятны проблемы с погашением обязательств. Более того, компаниям с таким высоким коэффициентом почти невозможно привлечь новые займы и кредиты. Нужно понимать, что в реальности компания не может отдать EBITDA за 12 месяцев своим кредиторам. Во-первых, в ней уже содержатся проценты, которые компания должна уплатить сверху. Во-вторых, компания должна заплатить налог на прибыль, находящийся в EBITDA. В-третьих, часть EBITDA должна остаться в компании в качестве чистого оборотного капитала. В-четвертых, часть EBITDA должна уйти на покупку основных средств (Capital Expenditures) и нематериальных активов. Таким образом, кажущийся невысоким показатель Debt-to-EBITDA в размере 4-5 (теоретически выплата долга за 4-5 лет) на самом деле означает, что компании понадобится 8-10 лет для погашения кредитов за счет операционной деятельности.

Кроме этого, данный показатель должен анализироваться в динамике и в рамках одной отрасли. Нужно учесть, что такие статьи расходов, как покупка нового оборудования, влияющие на отток денежных средств, не будут учтены при расчете данного показателя, так как и сама покупка не изменяет финансовый результат организации, и амортизационные отчисления не участвуют в EBITDA (они находятся ниже данной строки). Другой важный момент: при оценке показателя исходят из того, что дебиторская задолженность организации исправно погашается покупателями. Если же у компании нарастает неоплаченная задолженность покупателей, это, безусловно, ухудшает ее платежеспособность, но никак не отражается на соотношении кредиторской задолженности к EBITDA, хотя в реальности денежная составляющая EBITDA уменьшается.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента отношения долга к EBITDA на примере финансовой отчетности компании ПАО «ГМК «Норильский никель".

В данном примере рассчитаем EBITDA следующим образом:

EBITDA = Чистая прибыль + Процентные расходы + Налог на прибыль + Амортизация основных средств и нематериальных активов

(in millions RUB)	31.12.2018	31.12.2017
Чистая прибыль	164 956	130 039
Процентные расходы	33 365	34 557
Налог на прибыль	46 008	37 555
Амортизация основных средств и нематериальных активов	2 405	1 871
EBITDA	246 734	204 022
Совокупные обязательства	815 649	642 820
Коэффициент Долг/EBITDA	3,31	3,15

Как мы видим, коэффициент отношения долга к EBITDA немного возрос за счет более быстрого темпа роста совокупных обязательств. Однако показатель все равно находится на приемлемом уровне. Также стоит помнить, что анализировать коэффициент необходимо в сравнении с другими компаниями отрасли, к которой принадлежит рассматриваемая компания.

Debt-Service Coverage Ratio

В корпоративных финансах коэффициент покрытия обслуживания долга (**Debt Service Coverage Ratio – DSCR**) оценивает денежный поток, доступный для оплаты текущих кредитов и займов. Коэффициент отражает чистый операционный доход как сумму долговых обязательств, подлежащих погашению в течение одного года, включая проценты, основную сумму долга, амортизационные фонды и арендные платежи.

В государственных и муниципальных финансах показатель используют для оценки количества экспортных поступлений, необходимых для покрытия ежегодных процентных и основных платежей по внешним долгам страны. В личных финансах этот коэффициент используют кредитные специалисты для определения максимального размера ипотеки и других кредитов на крупные покупки. В каждом случае коэффициент отражает способность обслуживать долг с учетом определенного уровня дохода.

Коэффициент рассчитывается по формуле:

Debt Service Coverage Ratio (Коэффициент покрытия долга)

=

$$\frac{\text{Net Operating Income}}{\text{Total Debt Service}}$$

=

$$\frac{\text{Чистый операционный доход}}{\text{Общая сумма обслуживания долга}}$$

Чистый операционный доход

=

Выручка – Операционные расходы = Revenue – Operating Expenses

Общая сумма обслуживания долга

=

Краткосрочные кредиты и займы + Проценты по кредитам и займам = Short-term Debt + Interest Expenses

Если коэффициент покрытия долга близок к значению 1, скажем, 1,1, то компания уязвима, и незначительное снижение потока денежных средств может привести к неспособности обслуживать свой долг, т. е. к техническому банкротству. Кредиторы могут в некоторых случаях требовать, чтобы заемщик поддерживал определенный минимальный уровень DSCR, пока ссуда является непогашенной. В некоторых соглашениях заемщик, который снизит этот показатель ниже заданного минимума, может подвергнуться дефолту. Как правило, уровень DSCR существенно больше 1,0 (например, 1,5-2) означает, что компания, или физическое лицо, или правительство имеет достаточный доход для погашения своих текущих долговых обязательств.

Коэффициент покрытия процентов схож с коэффициентом покрытия долга, так как EBIT зачастую приравнивают к чистому операционному доходу. Однако этот показатель учитывает только процентные платежи, а не платежи по остаткам основного долга, которые могут потребоваться кредиторам. Коэффициент покрытия долга (DSCR) является более полным, так как он

оценивает способность компании выполнять минимальные основные и процентные платежи.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента покрытия долга на примере финансовой отчетности по РСБУ компании ПАО «Мегафон». В пояснениях к отчетности есть подробная информация об имеющихся кредитах и займах, а также о процентах к уплате.

(in millions RUB)	31.12.2018	31.12.2017
Чистый операционный доход (EBIT)	**46 326**	**36 285**
Краткосрочные займы и кредиты	36 860	51 485
Проценты к уплате	1 611	1 290
Общая сумма обслуживания долга	**38 471**	**52 775**
Коэффициент покрытия долга	**1,2**	**0,69**

Как мы видим, коэффициент покрытия долга резко возрос – почти в 2 раза – за счет сокращения суммы займов и кредитов, что является позитивным фактом. Однако компания должна стремиться сокращать этот показатель, скорее, за счет роста операционного денежного потока, а не за счет разового погашения долга.

В некоторых вариантах расчета DSCR в числителе используется не операционная прибыль, а разновидность денежного потока – например, операционный денежный поток (Cash Flow from Operations). Во-первых, операционный денежный поток показывает реальное движение денег в компании, а во-вторых, учитывает сразу необходимые выбытия для пополнения чистого оборотного капитала, который необходим для роста компании. В-третьих, такой подход более корректен с точки зрения методологии, так как и числитель, и знаменатель в коэффициенте DSCR содержит лишь денежную составляющую.

Для закрепления коэффициентов в этом разделе обратимся к резюмирующей таблице.

Коэффициент	Коэффициент (English)	Формула
Коэффициент финансовой зависимости	Debt Ratio	Обязательства / Активы
Коэффициент финансового левериджа	Debt to Equity Ratio	Обязательства (финансовые) / Собственный (акционерный) капитал
Коэффициент капитализации	Debt-to-Capital Ratio	Обязательства (финансовые) / (Обязательства + Акционерный капитал)
Коэффициент покрытия процентов	Interest Coverage Ratio	Прибыль до уплаты процентов и налогов / Процентные расходы
Коэффициент отношения долга к EBITDA	Debt to EBITDA Ratio	Обязательства (финансовые) / Прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации
Коэффициент покрытия долга	Debt Service Coverage Ratio	Чистый операционный доход / Общая сумма обслуживания долга
Чистый операционный доход	Net Operating Income	Выручка – Операционные расходы ИЛИ EBIT
Общая сумма обслуживания долга	Total Debt Service	Краткосрочные кредиты и займы к погашению + Проценты по всем кредитам и займам

Efficiency Ratios

Анализируя потенциальные инвестиционные возможности компании, важно также проанализировать ее финансовые показатели со всех сторон. Показатели, которые измеряют способность компании получать прибыль, имеют первостепенное значение, однако эффективность такой способности также требует тщательного изучения. Компания может быть достаточно прибыльной, но пользователям отчетности необходимо понимать, может ли она генерировать больше прибыли, учитывая имеющиеся у нее активы.

Коэффициенты эффективности — это показатель того, насколько хорошо компания управляет своими текущими делами. Концептуально эти коэффициенты измеряют способность компании использовать свои активы и эффективно управлять своими обязательствами.

В данном разделе мы рассмотрим следующие показатели эффективности:

– коэффициент оборачиваемости запасов (Inventory Turnover Ratio);

– коэффициент оборачиваемости активов (Asset Turnover Ratio);

– коэффициент оборачиваемости оборотного капитала (Working Capital Turnover);

– фондоотдача (Fixed Asset Turnover Ratio);

– коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (Receivables Turnover Ratio);

– коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности (Accounts Payables Ratio);

– денежный цикл, или цикл оборотного капитала (Cash Conversion Cycle).

Inventory Turnover Ratio

Коэффициент оборачиваемости запасов (Inventory Turnover Ratio) измеряет, насколько эффективно компания управляет своими запасами. Рассчитывается он по формуле:

$$\text{Inventory Turnover Ratio (Коэффициент оборачиваемости запасов)} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Inventory}} = \frac{\text{Объем продаж}}{\text{Среднее количество запасов}}$$

Также существует иной метод расчет показателя. Альтернативный метод включает использование себестоимости продаж (Cost of Goods Sold, COGS) вместо выручки. Аналитики используют COGS для большей точности в расчете оборачиваемости запасов, потому что общий объем продаж включают наценку. Если мы делим продажи на среднее количество запасов, то коэффициент будет выше. В каждом из методов используется среднее количество запасов, чтобы нивелировать эффекты сезонности.

Показатель измеряет, насколько быстро компания распродает свои запасы. Низкий коэффициент свидетельствует о слабых продажах и, возможно, об избыточном количестве запасов, также известном как затоваривание. Такая ситуация может указывать на слабый маркетинг или на неправильно организованную систему сбыта товаров. Однако низкий показатель не всегда носит отрицательный характер (например, когда ожидается рост цен, товары могут быть придержаны для последующего удовлетворения быстро растущего спроса). Высокий коэффициент подразумевает либо высокие продажи, либо недостаточные запасы, что может привести к потере выручки. Чем выше коэффициент оборачиваемости запасов, тем эффективнее ведет свою деятельность компания, потому что товары не хранятся на складах и полках, а распродаются.

Также для более точного анализа необходимо рассчитать среднее количество дней, когда запасы находятся на складе до продажи:

Average No. of Days Inventory in Stock (Среднее количество дней запасов на складе)

$$= \frac{365}{\text{Inventory Turnover}}$$

$$= \frac{365}{\text{Коэффициент оборачиваемости запасов}}$$

Ограничения использования коэффициента оборачиваемости запасов:

При сравнении или прогнозировании товарооборота необходимо сравнивать аналогичные продукты и компании. Например, оборот у автодилера может происходить гораздо медленнее, чем оборот в супермаркетах. Также следует обратить внимание на то, что манипуляция товарооборотом с помощью скидок и распродаж может значительно снизить рентабельность и прибыльность деятельности компании, но увеличить оборачиваемость.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента оборачиваемости запасов на примере консолидированных отчетностей за 2018 финансовый год компаний Wal-mart, Inc. (сектор потребительских товаров) и General Electric Co. (сектор промышленных компаний):

(in millions USD)	Wal-mart, Inc.	General Electric Co.
Sales	514 405	98 396
COGS	385 301	92 671
Ending Inventory	44 269	19 271
Beginning Inventory	43 783	19 419
Average Inventory	44 026	19 345
Inventory Turnover (using Sales)	11,68	5,08
Inventory Turnover (using COGS)	**8,75**	**4,79**
Average No. of Days Inventory in Stock	**41,7**	**76,2**

Начнем с компании Wal-mart. При использовании метода расчета коэффициента с помощью Sales мы получаем значение 11,68. Если в расчете использовать COGS, то коэффициент будет ниже, так как выручка значительно превышает себестоимость проданной продукции. Чтобы распродать свои запасы, компании потребуется в среднем 42 дня (365 дней / 8,75). Если сравнить коэффициенты товарооборота компаний-конкурентов[22], то показатели варьируются от 4 до 11. Можно сделать вывод, что компания Walmart, Inc. относительно эффективно ведет свою операционную деятельность.

У промышленной компании General Electric Co. коэффициент оборачиваемости запасов значительно ниже – 5,08 с использованием Sales и 4,79 с использованием COGS. Чтобы полностью распродать свои запасы, компании потребуется в среднем 77 дней (365 дней / 4,79). У компаний-конкурентов[23] коэффициент варьируется от 3 до 7, что свидетельствует о довольно конкурентном положении на рынке.

Мы специально рассмотрели примеры компаний из разных отраслей. Нельзя анализировать только одну компанию без рассмотрения аналогов из этого сектора, так как трудно определить, является ли коэффициент низким

[22] Подробнее: https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Walmart-Inc/Ratios/Short-term-Operating-Activity#Inventory-Turnover

[23] Подробнее: https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/General-Electric-Co/Ratios/Short-term-Operating-Activity#Inventory-Turnover

или, наоборот, высоким. Также для более точного анализа необходимо рассматривать показатели в динамике.

Asset Turnover Ratio

Ранее мы обращались к коэффициенту оборачиваемости активов при анализе методом DuPont. Далее мы рассмотрим данный показатель более детально.

Коэффициент оборачиваемости активов (Asset Turnover Ratio) измеряет объем продаж или выручки компании по отношению к стоимости ее активов, а также показывает, насколько эффективно используются имеющиеся ресурсы и активы, задействованные в производстве товаров и услуг. Показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$\textbf{Assets Turnover (Коэффициент оборачиваемости активов)} = \frac{\text{Total Sales or Revenues}}{\text{Average Total Assets}} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Среднегодовая стоимость активов}}$$

Коэффициент оборачиваемости активов рассчитывается на ежегодной основе. Общее количество активов, используемых в знаменателе, можно рассчитать, взяв среднее значение активов на балансе в начале и в конце года.

Чем выше коэффициент оборачиваемости активов, тем выше эффективность работы компании, так как более высокие коэффициенты означают, что компания приносит больше дохода на единицу стоимости активов. Коэффициент оборачиваемости активов, как правило, выше для компаний в определенных секторах. Например, основные продукты розничной торговли и потребительские товары имеют относительно небольшую базу активов, но большой объем продаж – таким образом, они показывают самый высокий средний коэффициент оборачиваемости активов. То же самое касается компаний, предоставляющих профессиональные услуги (консалтинг, IT, инвестиционный банкинг и т. п.). И наоборот, фирмы в таких секторах, как коммунальные услуги и

недвижимость, имеют большую базу активов и низкую оборачиваемость активов. Поскольку коэффициент может широко варьироваться в разных отраслях, то будет корректнее проводить анализ показателя для разных компаний, относящихся к одному сектору.

Ограничения использования коэффициента оборачиваемости активов:

Помимо того, что при анализе коэффициента оборачиваемости активов эффективнее использовать аналогичные и схожие активы, аналитики должны рассматривать тенденцию изменения показателя с течением времени.

Следует знать, что коэффициент оборачиваемости активов может быть искусственно уменьшен, когда компания совершает крупные покупки активов в ожидании более высокого спроса на товары. Аналогично распродажа активов, чтобы подготовиться к снижению спроса, будет искусственно увеличивать показатель. Также многие другие факторы (сезонность, например) могут влиять на коэффициент оборачиваемости активов компании в краткосрочной перспективе (например, списание активов или их переоценка в периоде).

Пример:

Рассчитаем коэффициент оборачиваемости активов для четырех компаний в секторах розничной торговли и телекоммуникаций: Walmart Inc. (NYSE: WMT), Target Corporation (NYSE: TGT), AT&T Inc. (NYSE: T) и Verizon Communications Inc. (NYSE: VZ) за 2018 финансовый год:

(in millions USD)	Wal-mart Inc.	Target Corporation	AT&T Inc.	Verizon Communications Inc.
Beginning Assets	204 522	38 999	444 097	257 143
Ending Assets	219 295	41 290	531 864	264 829
Average Total Assets	211 908,5	40 144,5	487 980,5	260 986
Revenue	514 405	75 356	170 756	130 863
Asset Turnover Ratio	**2,43**	**1,88**	**0,35**	**0,50**

AT&T и Verizon имеют коэффициенты оборачиваемости активов менее 1x, что характерно для фирм в секторе телекоммуникаций и

коммунальных услуг. Поскольку эти компании имеют большую базу активов, ожидается, что они будут постепенно оборачивать свои активы за счет продаж. Очевидно, что не имеет смысла сравнивать коэффициенты оборачиваемости активов для Wal-mart и AT&T между собой, поскольку они работают в разных отраслях. Но сравнение коэффициента для AT&T и Verizon может дать более точную оценку того, какая компания использует активы более эффективно.

По таблице мы видим, что Verizon оборачивает свои активы с большей скоростью, чем AT&T. Wal-mart на каждый доллар своих активов генерировал $2,43 выручки, а Target – $1,88. Низкая оборачиваемость активов компании Target может указывать на невысокие продажи или на неэффективную службу возврата задолженности (но в данном случае это маловероятно, потому что большая часть выручки приходит от розничной торговли, где клиенты оплачивают товары на кассе). Возможно, у компании слишком длинный период оплаты счетов, что приводит к увеличению дебиторской задолженности. Также можно предположить, что Target неэффективно использует свои активы. Например, основные средства такие, как имущество или оборудование, могут использоваться не на полную мощность. Следует также предположить, что средний чек в магазинах Target ниже, чем в магазинах Wal-mart, из-за чего общая выручка при том же количестве покупателей будет ниже. Это вероятно, так как Target считается лоукостером. Однако компании могут получать доход не только за счет основной деятельности – продажи товаров. К примеру, российский ритейлер Лента использует свои площади для получения дополнительного рекламного дохода, размещая баннеры компаний у себя в магазинах.

Working Capital Turnover Ratio

Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала отражает сумму оборотного капитала, необходимую для поддержания заданного уровня продаж, и показывает, насколько эффективно компания использует свои инвестиции в оборотном капитале. Показатель рассчитывается по формуле:

Working Capital Turnover (Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала)

$$= \frac{\text{Net annual sales or Revenues}}{\text{Average working capital}}$$

$$= \frac{\text{Объем продаж}}{\text{Средняя величина собственных оборотных средств}}$$

Важно заметить, что для расчета коэффициента следует использовать только операционные (текущие) активы и обязательства.

Net Working Capital (Собственные оборотные средства)

$$= \text{Current Assets - Current Liabilities}$$

$$= \text{Оборотные активы – Краткосрочные обязательства}$$

Также в российской практике Net Working Capital больше известен как «Собственные оборотные средства».

Высокий коэффициент оборачиваемости показывает, что руководство довольно эффективно использует оборотные активы и обязательства компании для поддержания на выручки на нужном уровне (т. е. компания генерирует более высокую сумму продаж на каждую денежную единицу используемого собственного оборотного капитала). И наоборот, низкий коэффициент может указывать на то, что предприятие инвестирует слишком много средств в дебиторскую задолженность и запасы для поддержки своих продаж, что может привести к чрезмерному количеству безнадежных долгов или устаревших запасов.

Ограничения использования коэффициента оборачиваемости оборотного капитала:

Разные компании редко имеют одинаковые факторы, воздействующие на коэффициент оборачиваемости оборотного капитала. Например, компании в разных отраслях или с разными сезонными операционными моделями могут иметь различный оборот капитала

несмотря на то, что находятся в относительно схожем финансовом состоянии.

Также компания с высоким коэффициентом оборачиваемости оборотного капитала изначально может показаться в хорошем положении, однако если высокий показатель достигается с помощью большого количества обязательств, то такие обстоятельства могут привести к банкротству. Необходимо проводить качественный анализ и смотреть, за счет чего достигается высокое значение собственных оборотных средств.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента оборачиваемости оборотного капитала на примере отчетности за 2018 финансовый год компании Amazon.com, Inc.:

(in millions USD)	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017
Ending Current assets	75 101	60 197
Ending Current liabilities	68 391	57 883
Beginning Current assets	60 197	45 781
Beginning Current liabilities	57 883	43 816
Ending Working capital	6 710	2 296
Beginning Working capital	2 314	1 965
Average Working capital	4 512	2 130,5
Revenues	232 887	177 866
Working Capital Turnover	**51,62**	**83,49**

По данным из таблицы мы видим, что компания Amazon.com, Inc. получила 232 887 млн. долларов выручки за 2018 финансовый год. Собственный оборотный капитал на конец года составил 6 710 млн. (75 101 – 68 391), а на начало – 2 314 (60 197 – 57 883). Следовательно, средняя величина собственных оборотных средств равна 4 512 млн долларов. Тогда коэффициент оборачиваемости оборотного капитала будет составлять 51,6х (232 887 / 4 512). Можно сделать вывод, что компания генерирует 51,62 доллара с продаж на каждый доллар используемого оборотного капитала.

Анализ собственных оборотных средств компании целесообразно проводить в динамике. По отчетности мы видим, что у Amazon.com Inc. за год наблюдается снижение коэффициента, однако делать выводы об эффективности деятельности компании только по одному анализируемому показателю будет недостаточно корректно.

Также на многих других аналитических ресурсах можно увидеть иной расчет коэффициента, где показатель собственного оборотного капитала рассматривается на момент конца года:

	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017	Dec 31, 2016	Dec 31, 2015	Dec 31, 2014
Selected Financial Data (USD $ in millions)					
Current assets	75,101	60,197	45,781	36,474	31,327
Less: Current liabilities	68,391	57,883	43,816	33,899	28,089
Working capital	**6,710**	**2,314**	**1,965**	**2,575**	**3,238**
Net sales	232,887	177,866	135,987	107,006	88,988
Ratio					
Working capital turnover[1]	**34.71**	**76.87**	**69.20**	**41.56**	**27.48**

Источник: Working Capital Turnover[24]

Стоит отметить, что такой расчет возможен, однако его лучше применять при анализе компаний с постоянной умеренной динамикой роста/сокращения оборотных активов и краткосрочных обязательств. В случае с компанией Amazon.com, Inc. мы наблюдаем ежегодный рост активов и обязательств, поэтому данный вид финансового анализа целесообразен.

Fixed Asset Turnover Ratio

Показатель **фондоотдачи** (Fixed Asset Turnover Ratio), как правило, используется аналитиками для измерения эффективности долгосрочных капиталовложений компании. Он отражает уровень продаж за счет инвестиций в производственные мощности. Также фондоотдача сравнивает чистые продажи с основными средствами и измеряет способность компании генерировать чистые продажи за счет инвестиций в основной капитал, а именно в основные средства. Показатель рассчитывается по формуле:

24 https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Amazoncom-Inc/Ratios/Short-term-Operating-Activity#Working-Capital-Turnover)

Fixed Asset Turnover Ratio (Фондоотдача)

$$= \frac{\text{Net sales}}{\text{Average fixed assets or Property, Plant, and Equipment}}$$

$$= \frac{\text{Выручка}}{\text{Среднегодовая стоимость основных производственных фондов}}$$

Чем выше коэффициент фондоотдачи, тем выше эффективность управления инвестициями в основные средства (т. н. PP&E). Однако нельзя определить точный диапазон значений, который бы указывал на абсолютную эффективность компании в получении дохода от таких инвестиций. По этой причине важно, чтобы аналитики и инвесторы сравнивали самое последнее значение показателя компании как с ее собственными историческими коэффициентами, так и со значениями коэффициентов аналогичных компаний и/или средними коэффициентами для отрасли в целом.

Пример:

Рассмотрим расчет фондоотдачи на примере консолидированной отчетности за 2017 финансовый год крупной российской компании ПАО «Газпром»:

(млн. RUB)	Dec 31, 2017	Dec 31, 2016
Выручка	2 871 912	2 659 749
Основные средства на конец года	7 824 129	7 882 971
Основные средства на начало года	7 882 971	6 853 879
Ср. стоимость ОС	7 853 550	7 368 425
Фондоотдача	**0,37**	**0,36**

Как мы видим, наблюдается небольшой рост коэффициента фондоотдачи, однако для более точного анализа лучше рассматривать несколько периодов. Таким образом, на каждый рубль вложенных в основные средства компании инвестиций приходится доля в 0,37 руб. выручки от реализации в 2017 году и 0,36 руб. в 2016 г.

Далее аналогично проанализируем компанию ООО "В Контакте":

(млн. RUB)	Dec 31, 2017	Dec 31, 2016
Выручка	264 355	223 420
Основные средства на конец года	1 088	1 169
Основные средства на начало года	1 169	1 112
Ср. стоимость ОС	1 128.5	1 140.5
Фондоотдача	**13,5**	**9,2**

В случае с компанией «ВКонтакте» показатель фондоотдачи значительно повышается. Нормативное значение коэффициента колеблется в разных отраслях, поэтому аналитик или инвестор должен определить, к какому сектору относится анализируемая компания. Основные средства сильно различаются в зависимости от отрасли. В наших примерах мы рассмотрели энергетическую корпорацию «Газпром» и интернет-компанию «ВКонтакте». Так как ВКонтакте имеет значительно меньшую базу основных средств по сравнению с Газпромом, то коэффициент фондоотдачи Газпрома имеет большее значение для пользователя и должен иметь больший вес в общем финансовом анализе, чем данный коэффициент у ВКонтакте.

Receivables Turnover Ratio

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности используется для количественной оценки эффективности деятельности компании по взысканию дебиторской задолженности с покупателей и заказчиков и показывает, насколько хорошо компания управляет кредитами, которые она предоставляет контрагентам, и как быстро возвращает краткосрочный долг. Показатель рассчитывается по формуле:

$$\textbf{Accounts Receivables Turnover (коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности)} = \frac{\text{Net credit sales or Revenue}}{\text{Average Accounts Receivable}} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Средний остаток дебиторской задолженности}}$$

Компании, в деятельности которых присутствует дебиторская задолженность, косвенно предоставляют своим клиентам беспроцентные кредиты, поскольку дебиторская задолженность – это денежные средства, которые должны быть начислены без процентов. Покупатели могут оплатить товар/услугу по истечении некоторого периода времени (например, в течение 30-60 дней). Стоимость реализованного товара или услуги весь этот период будет указываться в статье дебиторской задолженности.

Высокий коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности может указывать на то, что процесс взыскания дебиторской задолженности компании является эффективным и у компании есть значительная доля добросовестных клиентов, которые в срок оплачивают купленные товары и оказанные им услуги. Также высокий коэффициент может указывать на консервативную кредитную политику, поскольку она помогает компании избегать предоставления кредитов неплатежеспособным клиентам. Но с другой стороны, чрезвычайно консервативный подход может способствовать оттоку потенциальных клиентов и контрагентов, что негативно влияет на темпы роста выручки.

Низкий коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности может быть связан с тем, что у компании имеется неорганизованный процесс взыскания задолженности, неэффективная кредитная политика или клиенты не являются кредитоспособными. Как правило, низкий коэффициент оборачиваемости подразумевает, что компании следует пересмотреть свою кредитную политику, чтобы обеспечить своевременный возврат дебиторской задолженности, даже если это негативно повлияет на значения выручки. Компания может начать пользоваться услугами факторинговых фирм, которые выкупают дебиторскую задолженность у компаний с дисконтом и собирают деньги своими силами.

Ограничения использования коэффициента оборачиваемости дебиторской задолженности

Дебиторская задолженность может значительно варьироваться в течение года. Например, сезонные компании будут иметь периоды с высокой дебиторской задолженностью и низким коэффициентом оборачиваемости и периоды, когда дебиторская задолженность будет меньше и ее можно будет легче контролировать и собирать. Поэтому, чтобы нивелировать эффект сезонности, можно анализировать дебиторскую задолженность за каждый месяц в течение 12-месячного периода.

Любые сравнения коэффициента оборачиваемости следует проводить с компаниями, которые работают в одной отрасли и в идеале имеют схожие бизнес-модели. Компании разных размеров часто могут иметь довольно разную структуру капитала, что может сильно влиять на расчеты оборачиваемости.

Низкая оборачиваемость дебиторской задолженности необязательно указывает на то, что компания не предоставляет кредиты или не взыскивает долги. Например, если подразделение дистрибуции компании работает неэффективно, возможно, оно не сможет своевременно доставить покупателю нужный товар. В результате клиенты могут отложить выплату дебиторской задолженности, что приведет к снижению коэффициента оборачиваемости дебиторской задолженности компании. К тому же, если компания начинает продавать более дорогие товары или услуги в рассрочку, у нее также вырастет дебиторская задолженность, что может негативно повлиять на коэффициент.

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента оборачиваемости дебиторской задолженности на примере годовой отчетности за 2018 финансовый год ПАО «Нефтяная компания «Лукойл»»:

(млн. RUB)	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017
Выручка	264 355	223 419
Дебиторская задолженность на конец года	345 210	294 680
Дебиторская задолженность на начало года	294 680	189 066
Средний остаток дебиторской задолженности	319 945	241 873
Коэффициент оборачиваемости Деб. 3	**0,83**	**0,92**
Оборачиваемость Деб. 3. в днях	**439,8**	**396,7**

Компания «Лукойл» в течение 2018 года взимала дебиторскую задолженность в среднем 0,83 раза, а в 2017 – 0,94 раза. Иными словами, компания конвертировала свою дебиторскую задолженность в денежные средства 0,83 раза в 2018 году, а в 2017 – 0,94 раза. Как мы видим, в 2018 году коэффициент ниже, следовательно, компания стала менее эффективно возвращать задолженность.

Также можно определить среднюю продолжительность оборачиваемости дебиторской задолженности, то есть количество дней, необходимое для ее возврата в течение года. В 2018 г. в среднем понадобилась 440 дней на возврат дебиторской задолженности (365/0,83), в 2017 – 397 дней (365/0,92). Таким образом, мы видим неблагоприятный тренд для компании. Если доля дебиторской задолженности в общей выручке небольшая, данная тенденция не представляет угрозы, но, если компания растет за счет расслабленной кредитной политики и плохо собирает долги с клиентов, у нее могут возникнуть серьезные проблемы с ликвидностью, вплоть до банкротства.

Accounts Payable Ratio

Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности (Accounts Payable Ratio) характеризует скорость погашения кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками. Показатель рассчитывается по формуле:

Accounts Payable Turnover (коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности)

=

$$\frac{\text{Total Supplier Purchases or Cost of Revenue}}{\text{Average Accounts Payables}}$$

=

$$\frac{\text{Сумма счетов, предъявленных поставщиками за период}}{\text{Средняя сумма кредиторской задолженности}}$$

Поскольку показатель Total Purchases не раскрывается в бухгалтерской отчетности, то можно воспользоваться упрощенным вариантом расчета этого значения:

Сумма счетов, предъявленных поставщиками за период (Закупки)

=

Себестоимость продаж + Запасы на начало период – Запасы на конец периода.

В английской версии:

COGS = Beginning Inventory Balance + Purchases – Ending Inventory Balance.

Из этого уравнения легко рассчитать размер закупок (Purchases).

Инвесторы могут использовать коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, чтобы определить, достаточно ли у компании денежных средств или выручки для погашения своих краткосрочных обязательств. Банки могут использовать этот коэффициент для оценки возможности продления кредитной линии компании.

Снижение оборачиваемости означает, что компании требуется больше времени для погашения своих обязательств перед поставщиками, чем в предыдущие периоды. Снижение коэффициента может указывать на то, что компания испытывает финансовые затруднения. Однако низкий показатель также может свидетельствовать, что компания получает более выгодные условия кредитования от своих поставщиков, то есть умеет хорошо управлять отношениями с бизнес-партнерами.

Когда коэффициент оборачиваемости увеличивается, компания расплачивается с поставщиками более быстрыми темпами, чем в предыдущие периоды. Увеличивающийся коэффициент означает, что у компании достаточно наличных денег, чтобы своевременно погасить краткосрочные долги. Увеличение показателя может указывать на повышение эффективности управления кредитами и денежными потоками, так как кредиторская задолженность – источник условно бесплатного краткосрочного финансирования. В идеале компания должна получать достаточно средств, чтобы своевременно покрывать кредиторскую задолженность, но не делать этого слишком быстро, чтобы не упускать возможности заработать на вкладах и других краткосрочных финансовых инструментах.

Ограничения использования коэффициента оборачиваемости кредиторской задолженности

Как и во всех финансовых коэффициентах, лучше сравнивать этот показатель внутри отрасли. Каждый сектор может иметь нормативный стандартный коэффициент оборачиваемости, который уникален для этой отрасли.

Также ограничением может быть ситуация, когда компания имеет высокий коэффициент оборачиваемости, что будет рассматриваться

кредиторами и инвесторами как позитивное событие. Если коэффициент намного выше, чем у других компаний в той же отрасли, это может указывать на то, что компания не инвестирует должным образом в свое будущее (то есть не финансирует рост оборотного капитала).

Пример:

Рассмотрим расчет коэффициента оборачиваемости кредиторской задолженности на примере годовой консолидированной отчетности 2018 финансового года ПАО "М. Видео":

(млн. RUB)	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017
Выручка	321 102	198 197
Кредиторская задолженность на конец года	155 420	77 698
Кредиторская задолженность на начало года	77 698	66 285
Средний остаток кредиторской задолженности	116 559	71 991,5
Коэффициент оборачиваемости Кред.3	**2,755**	**2,753**
Оборачиваемость Кред.3. в днях	**132, 5**	**132,6**

Компания «М. Видео» в течение 2017 и 2018 гг. погашала свою кредиторскую задолженность в среднем 2,76 раз (т. е. в среднем платила по счетам примерно 3 раза в год). Динамика за два года не сильно изменилась.

Также лучше проводить анализ кредиторской задолженности в сравнении с дебиторской. Неблагоприятна для компании ситуация, когда коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности превышает коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности. Это приводит к дефициту финансовых средств и кассовым разрывам.

Cash Conversion Cycle

Денежный цикл (Cash Conversion Cycle) – это период обращения денежных средств компании с момента приобретения на них запасов и других ресурсов до момента продажи готовой продукции и, следовательно, получения денежных потоков. Данный показатель помогает оценить эффективность деятельности и управления компанией. Денежный цикл измеряется в днях и позволяет узнать, как долго каждая затраченная денежная

единица, используемая в производстве, вновь конвертируется в денежные средства после продажи произведенных товаров или оказанных услуг.

Денежный цикл включает в себя расчет чистого совокупного времени на всех трех этапах жизненного цикла конвертации денежных средств и рассчитывается следующим образом:

Cash Conversion Cycle (Денежный цикл) = DIO (Days Inventory Outstanding) + DSO (Days Sales Outstanding) – DPO (Days Payables Outstanding) = Оборачиваемость запасов в днях + Оборачиваемость дебиторской задолженности в днях – Оборачиваемость кредиторской задолженности в днях

Оборачиваемость запасов и дебиторской задолженности непосредственно связана с притоком денежных средств компании, а оборачиваемость кредиторской задолженности – с оттоком денежных средств. Следовательно, по этой причине мы должны вычесть последний показатель.

Цикл конвертации денежных средств компании в целом проходит в три этапа. Чтобы его рассчитать, необходимо использовать следующие статьи из финансовой отчетности:

– выручка и себестоимость проданных товаров (COGS) из Отчета о финансовых результатах;

– количество запасов на начало и конец периода;

– дебиторская задолженность (Accounts Receivable) на начало и конец периода;

– кредиторская задолженность (Accounts Payable) на начало и конец периода;

– количество дней в периоде (например, год = 365 дней, квартал = 90).

Первый этап фокусируется на существующем уровне запасов и показывает, сколько времени потребуется компании, чтобы продать свои запасы. DIO рассчитывается двумя способами:

1) Days Inventory Outstanding = 365 / Inventory Turnover Ratio = 365 / Коэффициент оборачиваемости запасов

2) Days Inventory Outstanding = 365 * Average inventory / COGS or Sales = 365 * Среднее количество запасов / Себестоимость продаж или Объем продаж

Оборачиваемость запасов в днях предпочтительно должна иметь низкое значение, так как это указывает на эффективный процесс сбыта товаров и подразумевает высокий товарооборот.

Второй этап фокусируется на текущих продажах и показывает, сколько времени занимает сбор денежных средств после отгрузки товаров. DSO также может рассчитываться двумя способами:

1) Days Sales Outstanding = 365 / Receivables Turnover Ratio = 365 / Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности

2) Days sales outstanding = 365 * Average Accounts Receivable / Revenue = 365 * Средний остаток дебиторской задолженности / Выручка

Оборачиваемость дебиторской задолженности в днях предпочтительно должна иметь низкое значение, так как это указывает на то, что компания способна возвращать денежные средства с продаж в кредит в короткие сроки.

Третий этап фокусируется на текущей непогашенной задолженности компании. Он учитывает сумму денег, которую компания должна поставщикам за приобретенные запасы и ресурсы, и представляет период времени, в течение которого компания должна погасить эти обязательства.

DPO рассчитывается двумя способами:

1) Days payables outstanding = 365 / Accounts Payables Turnover Ratio = 365 / Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности

2) Days payables outstanding = 365 * Average Accounts Payables / Cost of Revenue = 365 * Средний остаток кредиторской задолженности / Выручка

Оборачиваемость кредиторской задолженности в днях предпочтительно должна иметь более высокое значение, так как это указывает на то, что компания способна дольше удерживать денежные средства, тем самым увеличивая свой инвестиционный потенциал (проводя краткосрочное финансирование оборотных активов за чужие деньги).

Пример:

Рассмотрим расчет денежного цикла на примере годовой отчетности 2018 финансового года ПАО «Аэрофлот».

Первый этап. Посчитаем оборачиваемость запасов в днях:

(млн. RUB)	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017
COGS	499 700	400 300
Запасы на конец периода	14 659	12 811
Запасы на начало периода	12 811	10 040
Среднее количество запасов	13 735	11 425,5
Оборачиваемость запасов в днях	**10,03**	**10,4**

Оборачиваемость запасов немного уменьшилась. Это указывает на улучшение эффективности процесса сбыта товаров.

Второй этап. Посчитаем оборачиваемость дебиторской задолженности в днях.

(млн. RUB)	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017
Выручка	611 570	532 934
Дебиторская задолженность на конец периода	61 167	53 447
Дебиторская задолженность на начало периода	53 447	29 843
Средний остаток ДЗ	57 307	41 645
Оборачиваемость дебиторской задолженности в днях	**34,2**	**28,5**

Оборачиваемость дебиторской задолженности увеличилась почти на 6 дней. Процесс сбора задолженности с контрагентов и клиентов затянулся, что свидетельствует о понижении эффективности возврата денежных средств с продаж.

Третий этап. Посчитаем оборачиваемость кредиторской задолженности в днях.

(млн. RUB)	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017
Выручка	611 570	532 934
Кредиторская задолженность на конец периода	40 425	34 095
Кредиторская задолженность на начало периода	34 095	23 659
Средний остаток КЗ	37 260	28 877
Оборачиваемость кредиторской задолженности в днях	**22,2**	**19,8**

Оборачиваемость кредиторской задолженности увеличилась почти на 3 дня. Это свидетельствует, что компания способна дольше удерживать денежные средства, увеличивая свой инвестиционный потенциал.

Далее рассчитаем денежный цикл за два года.

(в днях)	Dec 31, 2018	Dec 31, 2017
Оборачиваемость запасов	10,03	10,4
Оборачиваемость дебиторской задолженности	34,2	28,5
Оборачиваемость кредиторской задолженности	22,2	19,8
Денежный цикл	**22,03**	**19,1**

В целом мы видим, что денежный цикл компании за год увеличился на 3 дня. Это произошло за счет увеличения срока сбора дебиторской задолженности. Это негативное изменение, ведь компания возвращает инвестированные деньги в операционную деятельность на три дня позже, чем годом ранее.

Следует также помнить, что позитивный денежный цикл – явление негативное для компании. Это означает, что компания собирает деньги медленнее, чем расходует в каждом периоде. Как следствие, ей приходится на срок денежного цикла пользоваться внешним финансированием (как правило, оборотными кредитами). Отрицательный денежный цикл (наблюдается у ритейлеров, IT и Интернет-компаний, а также у фирм, производящих товары на заказ) означает, что компания собирает деньги с клиентов быстрее, чем отдает поставщикам и другим бизнес-партнерам.

Для закрепления коэффициентов в этом разделе обратимся к резюмирующей таблице.

КОЭФФИЦИЕНТ	КОЭФФИЦИЕНТ (ENGLISH)	ФОРМУЛА
Коэффициент оборачиваемости запасов	Inventory Turnover Ratio	Объем продаж / Среднее количество запасов
Коэффициент оборачиваемости активов	Assets Turnover	Выручка / Среднегодовая стоимость активов
Коэффициент оборачиваемости оборотного капитала	Working Capital Turnover	Объем продаж / Средняя величина собственных оборотных средств
Фондоотдача	Fixed Asset Turnover Ratio	Выручка / Среднегодовая стоимость основных производственных фондов
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	Accounts Receivables Turnover	Выручка / Средний остаток дебиторской задолженности
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	Accounts Payables Turnover	Сумма счетов, предъявленных поставщиками за период / Средняя сумма кредиторской задолженности
Денежный цикл	Cash Conversion Cycle	Оборачиваемость запасов в днях + Оборачиваемость дебиторской задолженности в днях – Оборачиваемость кредиторской задолженности в днях
Оборачиваемость запасов в днях	Days Inventory Outstanding	1. 365/ Коэффициент оборачиваемости запасов 2. 365 * Среднее количество запасов/ Себестоимость продаж или Объем продаж
Оборачиваемость дебиторской задолженности в днях	Days Sales Outstanding	1. 365 / Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности 2. 365 * Средний остаток дебиторской задолженности / Выручка
Оборачиваемость кредиторской задолженности в днях	Days Payables Outstanding	1. 365 / Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности 2. 365 * Средний остаток кредиторской задолженности / Выручка

Market Capitalization Multiples

Рыночные мультипликаторы – показатели, на основе которых инвестор рассчитывает инвестиционную привлекательность акций (Stock или shares). Как правило, мультипликаторы рассчитываются как отношения стоимости акционерного капитала (Market Value of Equity или Market Capitalization) к необходимому для инвестора показателю. Здесь будут представлены самые популярные финансовые мультипликаторы для начинающих.

P/E Ratio

Соотношение рыночной капитализации компании к чистой прибыли (Price-to-Earnings Ratio) – один из самых популярных коэффициентов, показывающий соотношение рыночной капитализации компании к её прибыли. Может рассчитываться двумя способами:

1. Как отношение цены акции к прибыли на одну акцию.

2. Как отношение общей капитализации к прибыли компании.

ВАЖНО! Рыночная капитализация – рыночная стоимость акционерного капитала материнской компании. Так, многие холдинги не владеют 100%-ами акций дочерних предприятий, и необходимо помнить, что рыночная капитализация отображает рыночную стоимость капитала именно холдинга, не затрагивая рыночную стоимость долей в дочерних предприятиях, не принадлежащих холдингу (т. н. «неконтролирующих долей» – Non-Controlling Interest). Чистая прибыль, берущаяся для расчетов коэффициента P/E, относится лишь к материнской компании (Net Income Available to Common Shareholders).

Первые два коэффициента рассчитаем для ПАО «Сбербанк». Однако здесь нужно сделать ремарку. Банки – не лучшая сфера для начала обучения оценке бизнеса, т. к. их деятельность очень специфична. Например, вы не сможете посчитать коэффициент P/S (price-to-sales, т. е. капитализация компании к выручке), т. к. у банка нет выручки в обычном ее понимании.

1. Вариант первый

$$\frac{\mathbf{P}}{\mathbf{E}} = \frac{\text{Price}}{\text{Earnings Per Share}} = \frac{\text{Цена акции}}{\text{прибыль на одну акцию}}$$

Цена акции на момент написания главы – 236,00 рублей

Комиссионные доходы	23	598,5	479,0
Комиссионные расходы	23	(153,2)	(101,9)
(Расходы за вычетом доходов) / доходы за вычетом расходов от операций с непроизводными финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости через прибыль или убыток (2017: Доходы за вычетом расходов по операциям с торговыми ценными бумагами и ценными бумагами, отнесенными в категорию переоцениваемых по справедливой стоимости через счета прибылей и убытков)	7	(69,8)	5,1
Доходы за вычетом расходов от операций с финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости через прочий совокупный доход (2017: Доходы за вычетом расходов по операциям с инвестиционными ценными бумагами, имеющимися в наличии для продажи)		5,9	27,6
Доходы за вычетом расходов по операциям с производными финансовыми инструментами и иностранной валютой, от переоценки счетов в иностранной валюте и драгоценных металлах	24	52,2	20,1
(Расходы за вычетом доходов) / доходы за вычетом расходов от первоначального признания финансовых инструментов и модификации кредитов		(0,5)	4,7
Обесценение нефинансовых активов		(11,3)	(20,8)
Чистое создание прочих резервов		(25,4)	(15,0)
Выручка, полученная от непрофильных видов деятельности	25	36,2	38,8
Себестоимость продаж и прочие расходы по непрофильным видам деятельности	25	(34,5)	(33,7)
Чистые премии от страховой деятельности и деятельности пенсионного фонда	26	337,3	249,6
Чистые выплаты, заявленные убытки, изменение обязательств по договорам страхования и пенсионным договорам и аквизиционные расходы от страховой деятельности и деятельности пенсионного фонда	26	(271,0)	(232,6)
Доходы по операционному лизингу		6,2	2,8
Расходы по основным средствам, переданным в операционный лизинг	11	(3,2)	(1,7)
Прочие чистые операционные доходы		9,5	19,5
Операционные доходы		**1 711,0**	**1 526,5**
Расходы на содержание персонала и административные расходы	27	(664,8)	(623,4)
Прибыль до налогообложения		**1 046,2**	**903,1**
Расход по налогу на прибыль	28	(215,0)	(187,5)
Прибыль от продолжающейся деятельности		**831,2**	**715,6**
Прибыль от прекращенной деятельности (приходящаяся на акционеров Банка)	12	0,5	33,1
Прибыль за год		**831,7**	**748,7**
Прибыль, приходящаяся на:			
- акционеров Банка		832,9	750,4
- неконтрольную долю участия		(1,2)	(1,7)
Базовая и разводненная прибыль на обыкновенную акцию, приходящаяся на акционеров Банка (в российских рублях на акцию)	**29**	**38,16**	**34,58**

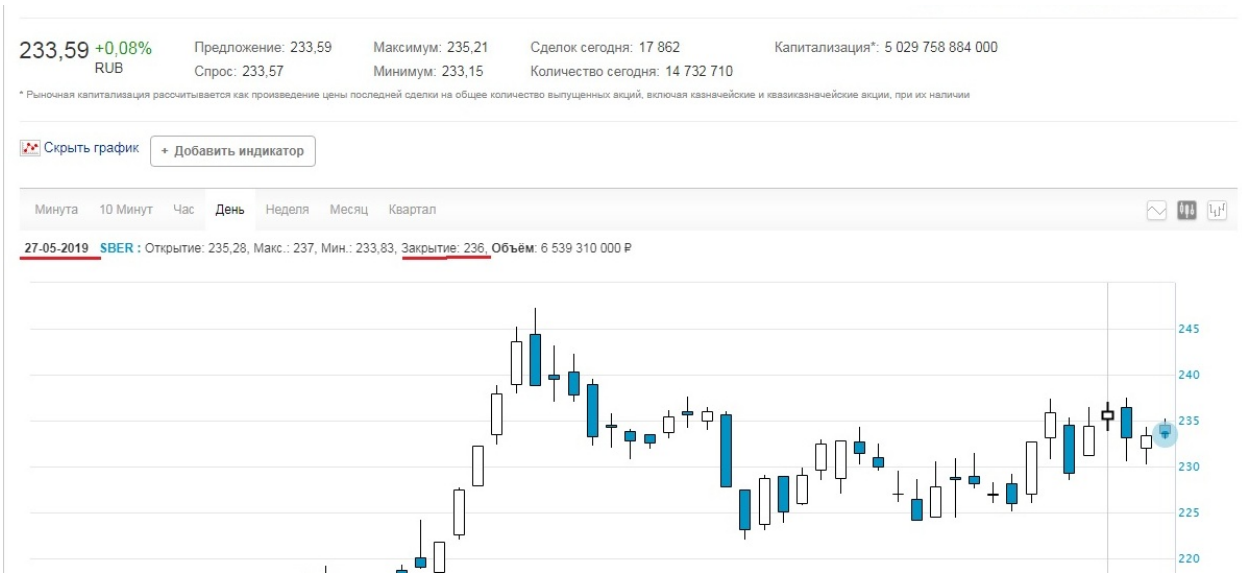
Получаем: P/E = 236,00 / 38,16 = 6,18 (можно округлить до 6,2x).

2. Второй вариант

$$\frac{\textbf{Market Capitalization}}{\textbf{Earnings}} = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Чистая прибыль (за последние 12 месяцев)}}$$

Для расчета рыночной капитализации достаточно умножить текущую цену акции на их количество. Следует также учитывать стоимость привилегированных акций.

Рыночная капитализация Сбербанка на момент написания главы составила 5 094 519 728 000 рублей (более 5 трлн рублей).



Параметры инструмента

Код ценной бумаги	SBER
Полное наименование	Сбербанк России ПАО ао
Краткое наименование	Сбербанк
ISIN код	RU0009029540
Номер государственной регистрации	10301481B
Объем выпуска	21 586 948 000
Номинальная стоимость	3,00
Валюта номинала	RUB
Дата начала торгов	20.07.2007
Наличие проспекта	Да
Дата принятия решения организатором торговли о включении ценной бумаги в Список	16.07.2007
Уровень листинга	1
Бумаги для квалифицированных инвесторов	Нет
Вид/категория ценной бумаги	Акция обыкновенная
Идентификатор режима торгов	TQBR
Количество ценных бумаг в одном стандартном лоте	10
Индикатор "торговые операции разрешены/запрещены"	A

РЕПО с ЦК (USD) - адрес.	01.06.2015 – По н. вр.
РЕПО с ЦК (EUR) - адрес.	01.06.2015 – По н. вр.
Продажа обеспечения бирж.рынок - безадрес.	21.05.2018 – По н. вр.

Другие инструменты эмитента

Фондовый рынок и рынок депозитов	SBERP, RU000A0ZYBS1, RU000A1007D9, RU000A0ZYUJ0, RU000A1007B3, RU000A100A17, RU000A100923, RU000A0ZZBN9, RU000A0ZZ117, RU000A0ZZE20, RU000A100931, RU000A1007C1, RU000A100758, RU000A0ZZWZ9, RU000A0JWUE9, RU000A1005K8, RU000A0JXRW5, RU000A0ZZFC3, RU000A0ZZTW2, RU000A0ZZRU0, RU000A1001M3, RU000A0ZZL54, RU000A1000J1, RU000A0ZZW51, RU000A1003G1, RU000A0ZZPE8, RU000A0ZZY83, RU000A1003H9, RU000A0ZZW69, RU000A0ZZ3U1, RU000A0ZZHD7, RU000A0ZZQK3, RU000A1004N5, RU000A0ZZ5U6, RU000A100634, RU000A0ZZXN3, RU000A1004M7, RU000A0ZZ992, RU000A0ZZD88, RU000A0ZZMB1, RU000A100A74, RU000A0ZZP27, RU000A0ZZ7U2, RU000A0ZZE38, RU000A0ZZAJ9, RU000A0ZZ0Z6, RU000A0ZZSJ1, RU000A0ZZQ18, RU000A0ZZMA3, RU000A100451, RU000A0ZZUX8, RU000A0ZZP19, RU000A0ZZZ41, RU000A100188, RU000A100CD4, RU000A100576, RU000A100444, RU000A0ZZTX0, RU000A100196, RU000A100DA8, RU000A0ZZEU8, RU000A100DL5, RU000A0ZZXS2, RU000A100AK3, RU000A1004H7, RU000A1007T5, RU000A1001R2, RU000A100DS0, RU000A1006D1, RU000A0JVWL2, RU000A100B57, RU000A1008A3, RU000A100295, RU000A1006R1, RU000A100BP0, RU000A0ZZWX4, RU000A0ZZKR1, RU000A0ZZSK9, RU000A0ZZDM7, RU000A100BR6, RU000A0ZZP35, RU000A1004P0, RU000A0ZZWY2, RU000A0ZZKS9
Срочный рынок	SRM9, SPM9

Комиссионные доходы	23	598,5	479,0
Комиссионные расходы	23	(153,2)	(101,9)
(Расходы за вычетом доходов) / доходы за вычетом расходов от операций с непроизводными финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости через прибыль или убыток (2017: Доходы за вычетом расходов по операциям с торговыми ценными бумагами и ценными бумагами, отнесенными в категорию переоцениваемых по справедливой стоимости через счета прибылей и убытков)	7	(69,8)	5,1
Доходы за вычетом расходов от операций с финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости через прочий совокупный доход (2017: Доходы за вычетом расходов по операциям с инвестиционными ценными бумагами, имеющимися в наличии для продажи)		5,9	27,6
Доходы за вычетом расходов по операциям с производными финансовыми инструментами и иностранной валютой, от переоценки счетов в иностранной валюте и драгоценных металлах	24	52,2	20,1
(Расходы за вычетом доходов) / доходы за вычетом расходов от первоначального признания финансовых инструментов и модификации кредитов		(0,5)	4,7
Обесценение нефинансовых активов		(11,3)	(20,8)
Чистое создание прочих резервов		(25,4)	(15,0)
Выручка, полученная от непрофильных видов деятельности	25	36,2	38,8
Себестоимость продаж и прочие расходы по непрофильным видам деятельности	25	(34,5)	(33,7)
Чистые премии от страховой деятельности и деятельности пенсионного фонда	26	337,3	249,6
Чистые выплаты, заявленные убытки, изменение обязательств по договорам страхования и пенсионным договорам и аквизиционные расходы от страховой деятельности и деятельности пенсионного фонда	26	(271,0)	(232,6)
Доходы по операционному лизингу		6,2	2,8
Расходы по основным средствам, переданным в операционный лизинг	11	(3,2)	(1,7)
Прочие чистые операционные доходы		9,5	19,5
Операционные доходы		**1 711,0**	**1 526,5**
Расходы на содержание персонала и административные расходы	27	(664,8)	(623,4)
Прибыль до налогообложения		**1 046,2**	**903,1**
Расход по налогу на прибыль	28	(215,0)	(187,5)
Прибыль от продолжающейся деятельности		**831,2**	**715,6**
Прибыль от прекращенной деятельности (приходящаяся на акционеров Банка)	12	0,5	33,1
Прибыль за год		**831,7**	**748,7**
Прибыль, приходящаяся на:			
- акционеров Банка		832,9	750,4
- неконтрольную долю участия		(1,2)	(1,7)
Базовая и разводненная прибыль на обыкновенную акцию, приходящаяся на акционеров Банка (в российских рублях на акцию)	**29**	**38,16**	**34,58**

Рассчитаем P/E = 5 094,52 / 831,7 = 6,1

Это невысокий показатель: он говорит о том, что акции Сбербанка недооценены рынком. Это обычная ситуация на российском рынке, т. к. многие российские компании имею низкое отношение цены к прибыли. Это связано с недостатком ликвидности на российской бирже (в сравнении, например, с европейскими биржами), что вызвано повышенными страновыми рисками (в основном, политическими).

PEG Ratio

PEG (Price-to-Earnings-Growth) **Ratio** – финансовый показатель, отражающий отношение коэффициента P/E к средним темпам роста прибыли (Compound Annual Growth Rate – CAGR). Показатель P/E рассчитан выше (для примера возьмем значение P/E, рассчитанное первым способом).

Теперь нужно рассчитать CAGR. Формула CAGR выглядит следующим образом:

$$CAGR = (V_n / V_0)^{1/n} - 1,$$

Где:

Vn – показатель в конце периода,

V0 – показатель в начале периода,

1/n – количество периодов.

Для упрощения расчетов возьмем прибыль за конец 2017 и 2018 гг., т. е. за один полный финансовый год.

Комиссионные доходы	23	598,5	479,0
Комиссионные расходы	23	(153,2)	(101,9)
(Расходы за вычетом доходов) / доходы за вычетом расходов от операций с непроизводными финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости через прибыль или убыток (2017: Доходы за вычетом расходов по операциям с торговыми ценными бумагами и ценными бумагами, отнесенными в категорию переоцениваемых по справедливой стоимости через счета прибылей и убытков)	7	(69,8)	5,1
Доходы за вычетом расходов от операций с финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости через прочий совокупный доход (2017: Доходы за вычетом расходов по операциям с инвестиционными ценными бумагами, имеющимися в наличии для продажи)		5,9	27,6
Доходы за вычетом расходов по операциям с производными финансовыми инструментами и иностранной валютой, от переоценки счетов в иностранной валюте и драгоценных металлах	24	52,2	20,1
(Расходы за вычетом доходов) / доходы за вычетом расходов от первоначального признания финансовых инструментов и модификации кредитов		(0,5)	4,7
Обесценение нефинансовых активов		(11,3)	(20,8)
Чистое создание прочих резервов		(25,4)	(15,0)
Выручка, полученная от непрофильных видов деятельности	25	36,2	38,8
Себестоимость продаж и прочие расходы по непрофильным видам деятельности	25	(34,5)	(33,7)
Чистые премии от страховой деятельности и деятельности пенсионного фонда	26	337,3	249,6
Чистые выплаты, заявленные убытки, изменение обязательств по договорам страхования и пенсионным договорам и аквизиционные расходы от страховой деятельности и деятельности пенсионного фонда	26	(271,0)	(232,6)
Доходы по операционному лизингу		6,2	2,8
Расходы по основным средствам, переданным в операционный лизинг	11	(3,2)	(1,7)
Прочие чистые операционные доходы		9,5	19,5
Операционные доходы		**1 711,0**	**1 526,5**
Расходы на содержание персонала и административные расходы	27	(664,8)	(623,4)
Прибыль до налогообложения		**1 046,2**	**903,1**
Расход по налогу на прибыль	28	(215,0)	(187,5)
Прибыль от продолжающейся деятельности		**831,2**	**715,6**
Прибыль от прекращенной деятельности (приходящаяся на акционеров Банка)	12	0,5	33,1
Прибыль за год		**831,7**	**748,7**
Прибыль, приходящаяся на:			
- акционеров Банка		832,9	750,4
- неконтрольную долю участия		(1,2)	(1,7)
Базовая и разводненная прибыль на обыкновенную акцию, приходящаяся на акционеров Банка (в российских рублях на акцию)	**29**	**38,16**	**34,58**

Расчет будет выглядеть так:

$$CAGR = (831,7 / 748,7)^{1/1} - 1 = 0,1109 \text{ или } 11,09\%$$

Отсюда

PEG = 6,18 / 11,09 = 0,55

Значение PEG ниже 1 говорит о недооценки акций компании. Нормальным считается значение от 1 до 3. При этом значение выше 3 говорит о том, что акции компании переоценены.

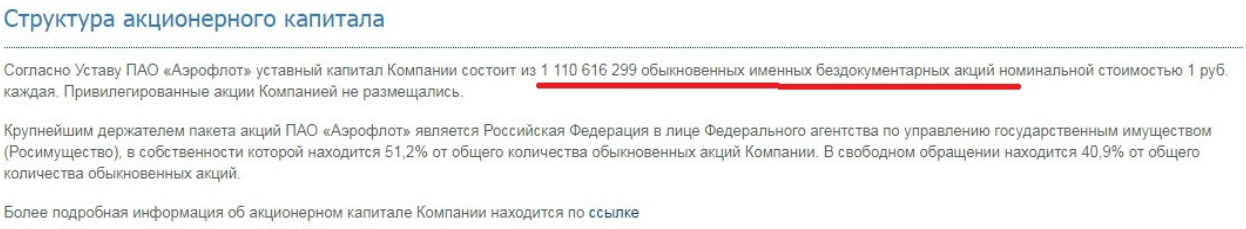
P/S Ratio

Коэффициент P/S (Price-to-Sales Ratio) – финансовый показатель, равный отношению капитализации к годовой выручке компании (за последние 12 месяцев).

Для расчета данного коэффициента возьмем отчетность ПАО «Аэрофлот».

Для начала посчитаем капитализацию Аэрофлота.

На сайте Аэрофлота находим пункт «Акционерный капитал» и смотрим его структуру. Акционерный капитал Аэрофлота состоит только из обыкновенных акций, размещенных на Московской бирже.



Структура акционерного капитала

Согласно Уставу ПАО «Аэрофлот» уставный капитал Компании состоит из 1 110 616 299 обыкновенных именных бездокументарных акций номинальной стоимостью 1 руб. каждая. Привилегированные акции Компанией не размещались.

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. В свободном обращении находится 40,9% от общего количества обыкновенных акций.

Более подробная информация об акционерном капитале Компании находится по ссылке

Находим цену закрытия на дату написания главы: она составляет 91,20 рубль за акцию.



Общее количество акций - 1 110 616 299 штук (более 1 млрд).

Капитализация = 1 110 616 299 акций х 91,20 руб. за акцию = 101 288 206 468,8 рублей (101 млрд руб.).

Выручку берем из отчетности Аэрофлота.

ПАО «АЭРОФЛОТ»
Консолидированный отчет о прибылях и убытках
за 2018 год
(В миллионах рублей, если не указано иное)

AEROFLOT Russian Airlines

	Прим.	2018 г.	2017 г.
Выручка от перевозок	5	553 192	474 916
Прочая выручка	6	58 378	58 018
Выручка		**611 570**	**532 934**
Операционные расходы, за исключением расходов на оплату труда и амортизации	7	(496 337)	(394 528)
Расходы на оплату труда	8	(82 817)	(82 801)
Амортизация	19, 23	(12 912)	(14 084)
Прочие операционные доходы/(расходы), нетто	9	153	(1 110)
Операционные расходы		**(591 913)**	**(492 523)**
Прибыль от операционной деятельности		**19 657**	**40 411**
Убыток от обесценения и изменения справедливой стоимости инвестиций, нетто	17	(689)	(144)
Финансовые доходы	10	4 164	7 127
Финансовые расходы	10	(7 904)	(8 225)

Подставляем значения в формулу и считаем:

P/S Ratio = 101 288 млн руб. / 611 570 млн руб. = 0,16

Это очень низкое значение говорит о том, что компания недооценена с фундаментальной точки зрения, либо инвесторы не верят в конвертацию выручки в прибыль. В 2018 г. у Аэрофлота произошло сильное снижение именно чистой прибыли, поэтому в данном примере, скорее всего, верен второй вариант.

Коэффициент P/B

Коэффициент рыночной цены акции (рыночной капитализации) к ее балансовой стоимости (Price-to-Book Ratio) отражает рыночную стоимость чистых активов (капитала) компании в расчете на одну акцию.

Балансовая стоимость – это разница между активами и обязательствами компании (по сути, ее акционерный капитал).

Рассмотрим этот коэффициент на примере Аэрофлота. Рыночная капитализация посчитана выше, теперь найдем балансовую стоимость.

	Прим.	31 декабря 2018 г.	31 декабря 2017 г.
АКТИВЫ			
Оборотные активы			
Денежные средства и их эквиваленты	12	23 711	45 978
Краткосрочные финансовые инвестиции	17	6 437	8 931
Дебиторская задолженность и предоплаты	14	87 868	92 932
Предоплата по текущему налогу на прибыль		5 488	3 580
Страховые депозиты по аренде воздушных судов	13	525	423
Расходные запчасти и запасы	16	14 659	12 811
Активы, предназначенные для продажи	20	6 404	3 125
Прочие оборотные активы	41	226	422
Итого оборотные активы		**145 318**	**168 202**
Внеоборотные активы			
Основные средства	19	90 964	97 932
Предоплата за воздушные суда	15	21 148	13 089
Отложенные налоговые активы	11	12 002	10 396
Гудвил	24	6 660	6 660
Долгосрочные финансовые инвестиции	17	5 393	3 338
Нематериальные активы	23	2 250	2 054
Страховые депозиты по аренде воздушных судов	13	4 356	1 602
Инвестиции в ассоциированные компании		545	329
Прочие внеоборотные активы	18	27 990	19 728
Итого внеоборотные активы		**171 308**	**155 128**
ИТОГО АКТИВЫ		**316 626**	**323 330**
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ			
Краткосрочные обязательства			
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	21, 25	69 346	67 953
Незаработанная транспортная выручка	25	49 874	43 695
Отложенная выручка по программе премирования пассажиров	25	4 086	1 720
Резервы под обязательства	26	11 393	9 433
Обязательства по финансовой аренде	27	15 219	16 015
Краткосрочные кредиты и займы и краткосрочная часть долгосрочных кредитов и займов	28	175	-
Обязательства, относящиеся к активам, предназначенным для продажи	20	6 623	2 210
Обязательства по текущему налогу на прибыль		19	-
Итого краткосрочные обязательства		**156 735**	**141 026**
Долгосрочные обязательства			
Долгосрочные кредиты и займы	28	3 311	3 181
Обязательства по финансовой аренде	27	78 005	84 674
Резервы под обязательства	26	23 753	16 949
Отложенные налоговые обязательства	11	137	68
Отложенная выручка по программе премирования пассажиров	25	3 282	3 842
Прочие долгосрочные обязательства	29	6 068	6 291
Итого долгосрочные обязательства		**114 556**	**115 005**
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		**271 291**	**256 031**

P/B Ratio

=

$$\frac{\text{Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

=

$$\frac{\text{Рыночная цена акции}}{\text{Балансовая стоимость капитала}}$$

Балансовая стоимость = 316 626 – 271 291 = 45 335 млн руб.

Можно также взять балансовое значение капитала из отчетности.

Рассчитаем коэффициент P/B:

P/B Ratio = 101 288 млн руб. /45 335 млн руб. = 2,23.

Это довольно низкое значение для компании. Можно трактовать так: акционеры не видят большого роста и поэтому оценивают капитал лишь в два балансовых значения. На практике можно встретить примеры, где P/B равен 10x и выше. Это характерно для быстрорастущих компаний в секторе услуг: активов (а значит, и капитала) у них мало, а выручка высокая. При этом значение менее 1 говорит о том, что на 1 рубль рыночной капитализации приходится менее одного рубля чистых активов. Обычно такое встречается редко и говорит о серьезных проблемах компании в операционной части.

Dividend Yield

Дивидендная доходность (Dividend Yield) – это отношение годового дивиденда на акцию компании к цене акции. Дивидендная доходность представлена в процентах годовых и рассчитывается следующим образом:

$$\textbf{Dividend Yield} = \frac{\text{Annual Dividends}}{\text{Current Stock Price}} =$$

$$= \text{Дивидендная доходность} = \frac{\text{Годовой дивиденд на акцию}}{\text{Текущая цена акции}}$$

В зависимости от источника, годовой дивиденд, используемый в расчете, может быть общей суммой дивидендов, выплаченных в течение последнего финансового года, общей суммы дивидендов, выплаченных за последние четыре квартала, или самим последним дивидендом, умноженным на четыре. Многие мировые компании повышают дивиденды каждый год, поэтому размер нового, более высокого, квартального дивиденда служит хорошим индикатором того, сколько инвестор получит за оставшиеся 3 квартала. Это очень удобно для акционеров и посылает позитивные сигналы на фондовый рынок.

Пример расчета дивидендной доходности:

Собранием акционеров ПАО «Аэрофлот» принято решение о выплате дивидендов по результатам 2017 финансового года на уровне 50% от чистой прибыли или 12,81 рублей на одну акцию (как правило, чистая прибыль считается по стандартам МСФО).

Выплаты начались 6 июля 2018 года. В этот день цена акции Аэрофлота составляла 129,55 рублей, тогда дивидендная доходность для Аэрофлота:

$$\textbf{Dividend Yield} = \frac{12{,}81}{129{,}55} = 0{,}098 \text{ или } 9{,}8\% \text{ годовых}$$

Для российского рынка это очень хорошая доходность (помним, что это лишь дивидендная доходность, рост акций в цене здесь не учтен). На мировом рынке нормальной считается дивидендная доходность в размере 2-4% годовых в долларах. Таким образом, общая ожидаемая доходность от рынка акций для инвестора обычно составляет 8-10% годовых в долларах (включая реинвестирование дивидендов в новые акции).

Дивиденды и денежный поток

Дивиденды выплачиваются из имеющихся денежных средств компании, а не из чистой прибыли, если смотреть на процесс с технической точки зрения. С чистой прибылью происходит сравнение, на ее основе идёт расчёт размера дивиденда к уплате. Например, компания заработала 100 млн чистой прибыли по МСФО за прошлый год. Это хорошо, ведь прибыль есть. По установленным правилам, например, дивиденды выплачиваются в размере 50% от чистой прибыли. Однако компания не сможет выплатить эти 50 млн, если на ее банковских счетах сумма будет меньше, так как в противном случае выплата дивидендов образует кассовый разрыв и компания не сможет расплатиться по другим краткосрочным обязательствам.

Как выглядит процесс выплаты дивидендов акционерам?

Существует три даты: объявление, закрытие реестра, выплата.

1. Когда объявляются дивиденды, называется размер дивидендов и дата отсечки (то есть выплаты тем, кто является акционером на X дату в будущем), а также дата выплаты.

2. В этот период между датой объявления и датой отсечки происходит начисление и формирование обязательства по дивидендам на балансе компании.

3. После закрытия реестра (отсечки) определяется список акционеров, которым будут выплачены дивиденды.

4. В У дату происходит платёж. Обязательство по выплате дивидендов погашается на балансе компании.

Enterprise Value Multiples

Рыночные мультипликаторы стоимости компании – показатели, на основе которых инвестор рассчитывает инвестиционную привлекательность бизнеса в целом. Как правило, мультипликаторы рассчитываются как отношения стоимости компании (Enterprise Value) к ее необходимому для инвестора показателю. Здесь будут представлены самые популярные инвестиционные мультипликаторы для начинающих.

EV/Revenue Ratio

Здесь и далее появляется новый показатель в числителе – **Enterprise Value** (стоимость предприятия). Это общая стоимость компании, учитывающая долг и другие элементы. Концептуально говоря, Enterprise Value – рыночная стоимость активов компании.

Упрощенная формула для нахождения показателя:

Enterprise Value = Market Capitalization (Рыночная капитализация) + Debt (Финансовый долг) – Cash and cash equivalents (Денежные средства и их эквиваленты)

Формулу можно сократить:

Enterprise Value = Рыночная капитализация + Чистый долг.

Общая сумма долга включает краткосрочные и долгосрочные (включая краткосрочную часть) кредиты и займы, обязательства по финансовой аренде.

Размер чистого долга рассчитывается как разница между общей суммой долга и суммой денежных средств и их эквивалентов и краткосрочных финансовых инвестиций.

В отчетности Аэрофлота эти показатели уже посчитаны.

ПАО «АЭРОФЛОТ»
Примечания к консолидированной финансовой отчетности
за 2018 год
(В миллионах рублей, если не указано иное)

AEROFLOT Russian Airlines

35. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Риски, связанные с управлением капиталом (продолжение)

Значения показателей представлены ниже:

	На дату и за год, закончившийся 31 декабря 2018 г.	На дату и за год, закончившийся 31 декабря 2017 г.
Общий долг	97 618	104 792
Денежные средства и их эквиваленты и краткосрочные финансовые инвестиции	(30 148)	(54 909)
Чистый долг	67 470	49 883
Капитал, принадлежащий акционерам		

Теперь рассчитаем Enterprise Value:

$$\textbf{Enterprise Value} = 101\ 288 + 67\ 470 = 168\ 758 \text{ руб.}$$

Теперь найдем показатель EV/Revenue:

$$\textbf{EV/Revenue} = \frac{168\ 758}{611\ 570} = 0{,}26$$

Значение 0,26 очень низкое и говорит о том, что компанию недооценивают. В целом коэффициент EV/Revenue похож на коэффициент P/S по своей сути, но является более правильным с точки зрения методологии, так как выручка компании принадлежит не только акционерам, но и кредиторам.

EV/EBITDA Ratio

Данный коэффициент показывает теоретический период окупаемости для инвестора, если тот приобретет компанию (и капитал, и все ее долги) по стоимости текущей Enterprise Value и будет забирать всю ее EBITDA в виде дивидендов каждый год.

EBITDA – это прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации активов. Мы уже знаем, как рассчитать Enterprise Value и EBITDA. Выберем более простой способ для расчета второго показателя:

EBITDA = Operation Profit + D&A = Операционная прибыль + Расходы на амортизацию основных и нематериальных активов.

ПАО «АЭРОФЛОТ»
Консолидированный отчет о прибылях и убытках
за 2018 год
(В миллионах рублей, если не указано иное)

	Прим.	2018 г.	2017 г.
Выручка от перевозок	5	553 192	474 916
Прочая выручка	6	58 378	58 018
Выручка		**611 570**	**532 934**
Операционные расходы, за исключением расходов на оплату труда и амортизации	7	(496 337)	(394 528)
Расходы на оплату труда	8	(82 817)	(82 801)
Амортизация	19, 23	(12 912)	(14 084)
Прочие операционные доходы/(расходы), нетто	9	133	(1 110)
Операционные расходы		**(591 913)**	**(492 523)**
Прибыль от операционной деятельности		**19 657**	**40 411**
Убыток от обесценения и изменения справедливой стоимости инвестиций, нетто	17	(689)	(144)
Финансовые доходы	10	4 164	7 127
Финансовые расходы	10	(7 904)	(8 225)
Реализация результата хеджирования	27	(6 788)	(5 613)
Доля в финансовых результатах ассоциированных компаний		254	170
Результат от выбытия дочерних компаний	22	1 240	-
Прибыль до налогообложения		**9 934**	**33 726**
Налог на прибыль	11	(4 221)	(10 666)

EBITDA (2018) = 19 657 + 12 912 = 32 569 руб.

Теперь найдем отношение EV/EBITDA:

$$\textbf{EV/EBITDA} = \frac{168\ 758 \text{ млн руб.}}{32\ 569 \text{ млн руб.}} = 5{,}18$$

Показатель EV/EBITDA для Аэрофлота средний для российского рынка (обычно он колеблется в районе 5х-7х, в зависимости от индустрии и размера компании). Теоретически он означает, что, если бы инвестор выкупил все акции Аэрофлота по текущей цене, а также ее кредиты, он бы смог окупить инвестиции примерно за 5 лет при условии, что EBITDA компании бы не менялась из года в года и он смог бы выплачивать в дивидендах всю ее EBITDA. В реальности инвестор не может забрать всю

EBITDA компании, так как из нее нужно платить налоги (налог на прибыль и НДС), оплачивать капитальные затраты (Capital Expenditures – CapEx) и инвестировать в чистый оборотный капитал (Net Working Capital), чтобы компания могла поддерживать текущий операционный уровень.

EV/Assets Ratio

Коэффициент EV/Assets показывает отношение стоимости компании (Enterprise Value) к ее активам. Показатель служит для определения уровня недооцененности / переоцененности компании. Он напоминает показатель P/E, но является более точным, так как уже учитывает в себе эффект долга (как в EV, так и в имуществе компании – в ее активах).

Для нахождения коэффициента EV/Assets у нас есть все показатели: EV компании рассчитана ранее, значение активов возьмем из отчетности.

	Прим.	31 декабря 2018 г.	31 декабря 2017 г.
АКТИВЫ			
Оборотные активы			
Денежные средства и их эквиваленты	12	23 711	45 978
Краткосрочные финансовые инвестиции	17	6 437	8 931
Дебиторская задолженность и предоплаты	14	87 868	92 932
Предоплата по текущему налогу на прибыль		5 488	3 580
Страховые депозиты по аренде воздушных судов	13	525	423
Расходные запчасти и запасы	16	14 659	12 811
Активы, предназначенные для продажи	20	6 404	3 125
Прочие оборотные активы	41	226	422
Итого оборотные активы		**145 318**	**168 202**
Внеоборотные активы			
Основные средства	19	90 964	97 932
Предоплата за воздушные суда	15	21 148	13 089
Отложенные налоговые активы	11	12 002	10 396
Гудвил	24	6 660	6 660
Долгосрочные финансовые инвестиции	17	5 393	3 338
Нематериальные активы	23	2 250	2 054
Страховые депозиты по аренде воздушных судов	13	4 356	1 602
Инвестиции в ассоциированные компании		545	329
Прочие внеоборотные активы	18	27 990	19 728
Итого внеоборотные активы		**171 308**	**155 128**
ИТОГО АКТИВЫ		**316 626**	**323 330**

Рассчитаем показатель EV / Assets:

$$\textbf{EV/Assets} = \frac{168\ 758\ \text{млн руб.}}{316\ 626\ \text{млн руб.}} = 0{,}53$$

Отсюда вывод, что компания «Аэрофлот» сильно недооценена, т. к. 0,53 меньше 1. Это говорит о том, что рынок оценивает активы компании ниже их балансовой стоимости. Это может означать, что акционеры не считают бизнес эффективным.

EV/Free Cash Flow

Показатель EV/Free Cash Flow сравнивает общую стоимость компании с ее способностью генерировать денежный поток. Это обратная величина доходности свободного денежного потока (Free Cash Flow Yield).

Для этой формулы нам нужно найти свободный денежный поток (FCF).

Формула для нахождения FCFF (денежного потока на компанию):

FCFF = EBITDA – Capex – Changes in Working Capital = Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации – Капитальные расходы – Изменения в оборотном капитале.

Т. к. для Аэрофлота показатель FCF отрицательный, коэффициент EV/FCF мы рассчитаем на примере ПАО «Группы Компании ПИК».

Для начала найдем Enterprise Value.

Вспомним, что Enterprise Value = Market Capitalization (рыночная капитализация) + Debt – Cash and Cash equivalents

Общая сумма долга включает краткосрочные и долгосрочные (включая краткосрочную часть) кредиты и займы, обязательства по финансовой аренде. Размер чистого долга рассчитывается как разница между общей суммой долга и суммой денежных средств и их эквивалентов и краткосрочных финансовых инвестиций.

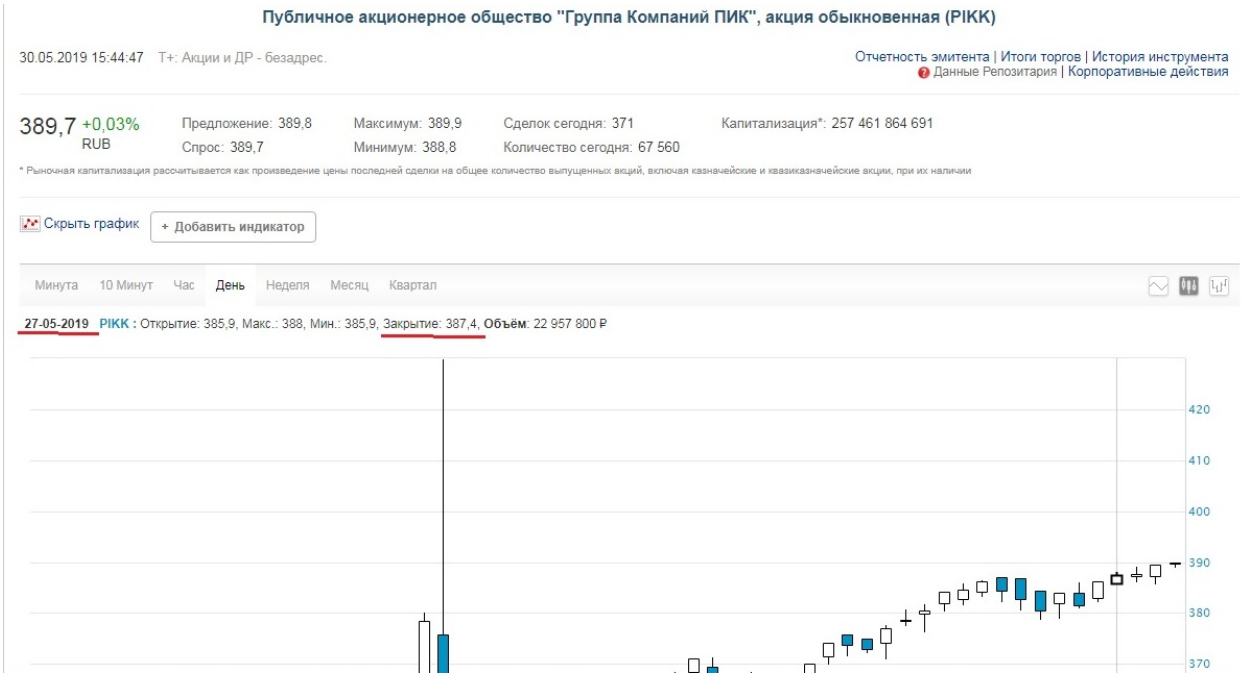
В отчетности уже посчитан чистый долг, так что осталось найти лишь капитализацию акций компании.

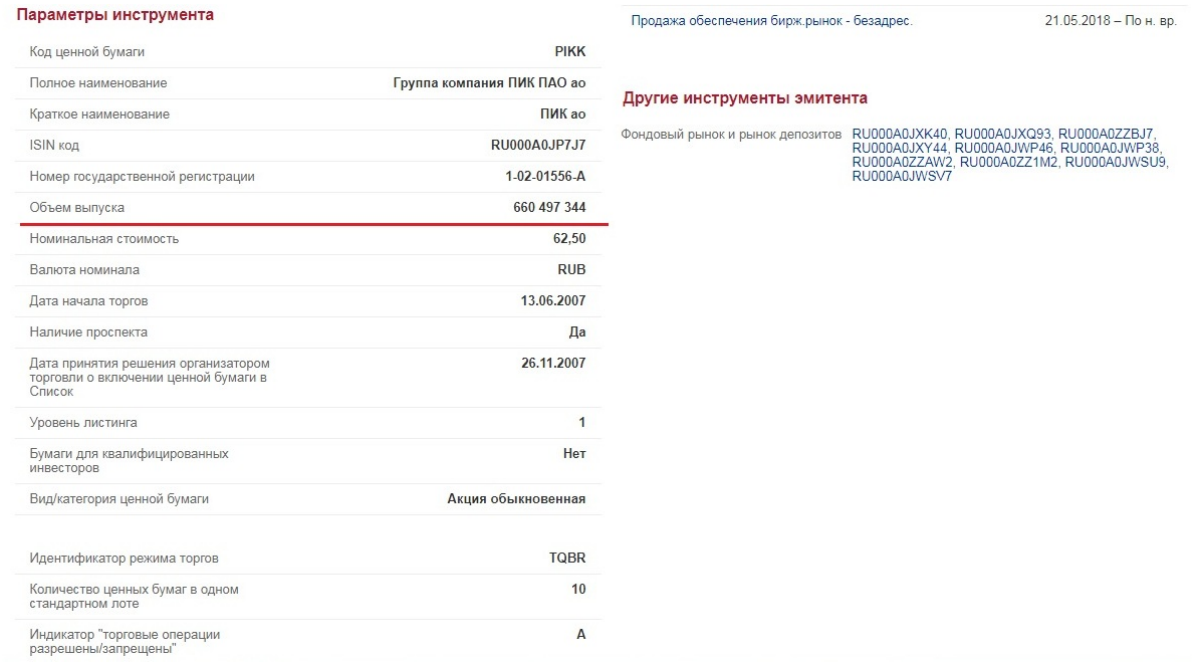
Чистый долг

млн руб.	Прим.	31 декабря 2018	31 декабря 2017
Кредиты и займы	26	59 160	60 486
Проектное финансирование	26	3 086	-
Минус: денежные средства и их эквиваленты	22	(58 601)	(45 452)
Чистая сумма задолженности		**3 645**	**15 034**

Чистый долг за вычетом остатков на эскроу счетах

млн руб.	Прим.	31 декабря 2018	31 декабря 2017
Кредиты и займы	26	59 160	60 486
Проектное финансирование	26	3 086	-
Минус: денежные средства и их эквиваленты	22	(58 601)	(45 452)
Минус: остатки на счетах эскроу	22	(1 145)	-
Чистая сумма задолженности		**2 500**	**15 034**





Параметры инструмента

Код ценной бумаги	PIKK
Полное наименование	Группа компания ПИК ПАО ао
Краткое наименование	ПИК ао
ISIN код	RU000A0JP7J7
Номер государственной регистрации	1-02-01556-A
Объем выпуска	660 497 344
Номинальная стоимость	62,50
Валюта номинала	RUB
Дата начала торгов	13.06.2007
Наличие проспекта	Да
Дата принятия решения организатором торговли о включении ценной бумаги в Список	26.11.2007
Уровень листинга	1
Бумаги для квалифицированных инвесторов	Нет
Вид/категория ценной бумаги	Акция обыкновенная
Идентификатор режима торгов	TQBR
Количество ценных бумаг в одном стандартном лоте	10
Индикатор "торговые операции разрешены/запрещены"	A

Продажа обеспечения бирж.рынок - безадрес. 21.05.2018 – По н. вр.

Другие инструменты эмитента

Фондовый рынок и рынок депозитов RU000A0JXK40, RU000A0JXQ93, RU000A0ZZBJ7, RU000A0JXY44, RU000A0JWP46, RU000A0JWP38, RU000A0ZZAW2, RU000A0ZZ1M2, RU000A0JWSU9, RU000A0JWSV7

Общее количество акций ПИК = 660 497 344 штук.

Их цена на момент написания главы = 387,4 руб.

Market Capitalization = 660 497 344 * 387,4 руб. = 255 876 671 065,6 руб. (более 255 млрд руб.).

Enterprise Value = 255 876, 67 + 2 500 = 258 376, 67 руб.

Также рассчитаем EBITDA.

EBITDA = Операционная прибыль + Расходы на амортизацию основных и нематериальных активов.

Себестоимость реализации объектов недвижимости, учтенных по исторической стоимости		(106 908)	(68 084)
Себестоимость реализации объектов недвижимости в проектах, полученных в ходе сделок по приобретению бизнеса и учтенных по справедливой стоимости при первоначальном признании		(77 434)	(73 888)
Себестоимость прочей реализации		(6 314)	(4 769)
Себестоимость реализованной продукции, итого		**(190 656)**	**(146 741)**
Валовая прибыль от реализации объектов недвижимости, учтенных по исторической стоимости		48 471	26 969
Валовая прибыль от реализации объектов недвижимости в проектах, полученных в ходе сделок по приобретению бизнеса и учтенных по справедливой стоимости при первоначальном признании		3 489	1 202
Валовая прибыль от прочей реализации		3 141	222
Валовая прибыль, итого		**55 101**	**28 393**
(Убыток)/прибыль от выбытия дочерних компаний, инвестиционных прав и инвестиционной собственности, нетто	9(b)	(30)	161
Коммерческие расходы		(5 844)	(5 670)
Административные расходы	13	(9 423)	(8 466)
(Убыток)/прибыль от изменения справедливой стоимости инвестиционной собственности	18	(70)	967
Убыток от обесценения нефинансовых активов, нетто	23	(180)	(2 538)
Прочие расходы, нетто	12	(2 049)	(3 695)
Прибыль от операционной деятельности		**37 505**	**9 152**

* В составе продолжающейся деятельности за 2017 год учтена выручка от реализации объектов недвижимости согласно МСФО (IAS) 18 «Выручка». За 2018 год выручка от реализации недвижимости была признана в

13 Административные расходы

млн руб.	2018	2017
Расходы на персонал	6 185	5 796
Консультационные и иные услуги	711	508
Исследования и разработки	612	417
Налоги	458	416
Амортизация основных средств, нематериальных активов и активов в форме права пользования	566	374
Аренда	93	210
Прочие административные расходы	798	745
	9 423	**8 466**

EBITDA = 37 505 + 566 = 38 071 млн руб.

Теперь на ее основе рассчитаем свободный денежный поток:

прибыль	9(a)	-	321
Финансовые доходы	11	(6 489)	(5 562)
Финансовые расходы	11	10 041	11 679
Расход по налогу на прибыль от продолжающейся деятельности	15	7 329	423
Расход по налогу на прибыль от прекращенной деятельности	9(a)	-	136
Доход от выгодного приобретения	12	(1 298)	-
		33 642	**14 108**
Изменения:			
Запасов		2 446	10 108
Дебиторской задолженности, включая активы по договорам с покупателями *		5 467	(23 106)
Кредиторской задолженности, включая обязательства по договорам с покупателями и изменение резерва по налогам, кроме налога на прибыль		5 721	30 609
Резервов		(1 860)	8 018
Потоки денежных средств от операционной деятельности до уплаты налога на прибыль и процентов		**45 416**	**39 737**
Налог на прибыль уплаченный		(5 446)	(4 559)
Проценты уплаченные		(8 861)	(9 848)
Чистый поток денежных средств от операционной деятельности		**31 109**	**25 330**

Консолидированный отчет о движении денежных средств

млн руб.	Прим.	2018	2017
Денежные потоки от инвестиционной деятельности			
Поступления от выбытия основных средств		28	407
Проценты полученные		2 462	3 622
Приобретение основных средств и прочих нематериальных активов		(3 882)	(2 501)
Приобретение дочерних компаний за вычетом приобретенных денежных средств	8(a)	(528)	(1 610)
Предоставление финансирования дочерним компаниям до их приобретения		-	(215)
Приобретение объектов инвестиций, учитываемых методом долевого участия		-	(265)
Поступления от выбытия дочерних предприятий		(5)	797
Приобретение прочих инвестиций		(94)	-
Прочие поступления, нетто		-	3
Поступление от выбытия инвестиционной собственности		573	775
Займы выданные		(356)	(2 560)
Погашение займов выданных		25	2 718
Чистый поток денежных средств (использованных в)/от инвестиционной деятельности		**(1 777)**	**1 171**
Денежные потоки от финансовой деятельности			
Поступления от продажи собственных акций		-	15 000
Выкуп собственных акций		-	(14 541)
Платеж по конверсионной сделке		-	(430)
Платежи по финансовым инструментам	26	(2 248)	(592)
Получение кредитов	26	6 721	16 965
Погашение кредитов	26	(1 300)	(40 711)
Поступления от размещения долгосрочных облигаций	26	17 219	32 035

Денежные потоки от операционной деятельности			
Прибыль за отчетный период		**21 252**	**3 154**
Корректировки:			
Амортизация основных средств и нематериальных активов	16, 17	2 237	1 649
Убыток от обесценения нефинансовых активов, в том числе включенный в себестоимость реализованной продукции, нетто		180	2 938
Убыток от выбытия основных средств и прочих активов		279	263
Убыток/(прибыль) от изменения справедливой стоимости инвестиционной собственности	18	70	(967)
Убыток от выбытия дочерних компаний и инвестиционной собственности, нетто	9(b)	30	16
Доля в убытке объектов инвестирования, учитываемых методом долевого участия, за вычетом налога на прибыль		11	58
Убыток от продажи прекращенной деятельности, за вычетом налога на прибыль	9(a)	-	321
Финансовые доходы	11	(6 489)	(5 562)
Финансовые расходы	11	10 041	11 679
Расход по налогу на прибыль от продолжающейся деятельности	15	7 329	423
Расход по налогу на прибыль от прекращенной деятельности	9(a)	-	136
Доход от выгодного приобретения	12	(1 298)	-
		33 642	**14 108**
Изменения:			
Запасов		2 446	10 108
Дебиторской задолженности, включая активы по договорам с покупателями *		5 467	(23 106)
Кредиторской задолженности, включая обязательства по договорам с покупателями и изменение резерва по налогам, кроме налога на прибыль		5 721	30 609
Резервов		(1 860)	8 018
Потоки денежных средств от операционной деятельности до уплаты налога на прибыль и процентов		**45 416**	**39 737**
Налог на прибыль уплаченный		(5 446)	(4 559)
Проценты уплаченные		(8 861)	(9 848)
Чистый поток денежных средств от операционной деятельности		**31 109**	**25 330**

Таким образом, **FCF** = 38 071 – 5 446 – 3 882 + 13 634 = 42 377 млн руб.

Рассчитаем коэффициент **EV/FCFF** = 258 376, 67/42 377 = 6,10.

Чем ниже отношение стоимости предприятия к показателям свободного денежного потока, тем быстрее компания может получить денежные средства для реинвестирования в свой бизнес и тем быстрее получит деньги инвестор, если свободный денежный поток компании будет расходоваться на дивиденды и выкуп акций.

Заключение

Мы надеемся, что Вы дочитали наш учебник до этого момента. Теперь Вы в совершенстве владеете инструментами финансового анализа и умеете препарировать финансовую отчётность.

Финансы как направление карьеры являются чрезвычайно перспективной сферой, но в ней есть место и жёстким битвам за вакантные позиции. Мы уверены, что полученные знания из этой книги сделают Вас увереннее и конкурентоспособнее.

Благодарим всех тех, кто помогал нам в составлении учебника:

- **Анатолий Шанских**, соавтор
- **Дарина Есенгулова**, соавтор
- **Ярослав Малиновский**, инвестиционный аналитик ГК «Ростех»
- **Анастасия Афанасьева**, преподаватель русского языка и литературы

Удачи и успехов!