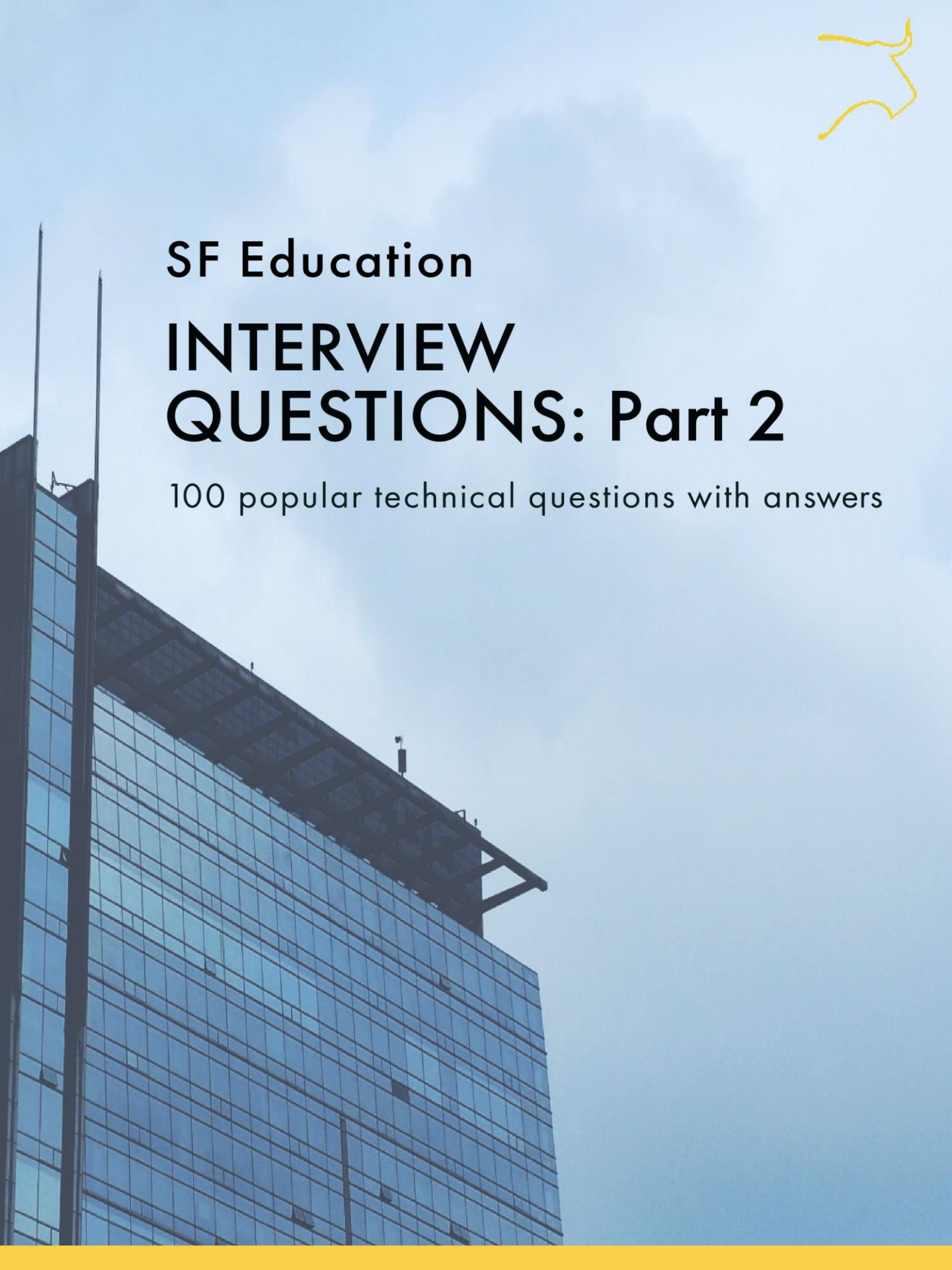


SF Education

# INTERVIEW QUESTIONS: Part 2

100 popular technical questions with answers

# Содержание


**Финансы**

Легкий уровень ..... 3

Средний уровень ..... 15

Сложный уровень ..... 39

**Бухгалтерский учёт**

Легкий уровень ..... 51

Средний уровень ..... 63

Сложный уровень ..... 72

**Экономика**

Средний уровень ..... 76

**Налоги**

Средний уровень ..... 78

Сложный уровень ..... 80

**Логика**

Легкий уровень..... 81

Средний уровень ..... 81

**Авторы** ..... 82

**Контакты** ..... 83

# Финансы

## Лёгкие вопросы

### 1. ЧТО ТАКОЕ СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА И КАК ОНА РАССЧИТЫВАЕТСЯ?

**Средневзвешенная стоимость капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital)** – это условная рыночная стоимость как долгового, так и акционерного капитала компании. Проще говоря, WACC – это ставка дисконтирования, используемая для соблюдения **принципа стоимости денег во времени.**

WACC = Cost of Equity + Cost of preferred Equity + Cost of Debt (after tax) [оба параметра скорректированы под долю акционерного и долгового капитала в общей структуре капитала].

WACC = (E/(E+D+P)) * Ke + (D/(E+D+P)) * Kd * (1 - t) + (P/(E+D+P)) * Kp

где, E – equity – акционерный капитал компании (его рыночная стоимость);
- D – debt – долговой капитал компании. Долг - финансовые обязательства, несущие процентную нагрузку (по возможности указывается рыночная стоимость долга. Если отчетность компании построена по МСФО, балансовые значения долга будут максимально приближены к рыночным в соответствии со стандартом Fair Value);
- P - preferred equity - привилегированный акционерный капитал компании;
- Ke – cost of equity – стоимость акционерного капитала (обычно рассчитывается по моделям capital asset pricing model, dividend capitalization model);
- Kd – cost of debt – стоимость долгового капитала;
-Kp - cost of pref equity - стоимость привилегированного акционерного капитала;
- t – income tax rate – ставка налога на прибыль..

В расчетах важно учитывать эффект налогового щита (tax shield), так как проценты по кредитам снижают налоговую базу для компаний (работающих на ОСНО), делая долговое финансирование эффективно дешевле (например, для облигаций с купонной ставкой 11% годовых компания реально платит меньше 9% годовых, если брать текущую ставку налога на прибыль в РФ в размере 20%).

### 2. ЧТО ТАКОЕ СТРУКТУРА КАПИТАЛА КОМПАНИИ?

**Структура капитала** – это соотношение собственного и заемного капитала компании.

**Источники капитала:** долговое финансирование, акционерное финансирование (инвестиции владельцев) и гибридное (например, привилегированные акции), целевое финансирование, гранты.

Также источником капитала является **прибыль компании** (деньги клиентов за оказанные услуги после вычета всех затрат), однако это не "внешний" капитал, инвестируемый в компанию, а следствие удачных вложений со стороны ее кредиторов и акционеров (учредителей).

## 3. ЧТО ТАКОЕ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ И КАК ОНА РАССЧИТЫВАЕТСЯ?

**Стоимость предприятия (Enterprise Value)** - теоретическая стоимость покупки активов предприятия, в том числе всех его акций и финансовых обязательств. Стоимость предприятия в основном используется в оценке бизнеса или проектов. EV позволяет примерно посчитать, сколько будет стоить инвестору покупка той или иной компании. В реальности EV может сильно отличаться от цены покупки актива вследствие множества факторов (в итоге цена покупки — это сумма, с которой согласны обе стороны в сделке M&A).

Enterprise Value рассчитывается различными методами, самые популярные из которых **модель DCF и рыночный метод.**

Чтобы рассчитать EV через **модель дисконтированных денежных потоков (DCF model),** необходимо спрогнозировать денежные потоки компании (проекта), продисконтировать их через ставку WACC (средневзвешенная стоимость капитала) и сложить.

Формула выглядит так: **EV = PV(FCFF) + PV(TV),** где
PV - приведенная стоимость (эффект дисконтирования),
FCFF - ожидаемые свободные денежные потоки компании или проекта,
TV - терминальная стоимость компании, т.е. ее стоимость в постпрогнозном периоде (не всегда актуальна для проектов).

**Рыночный метод** подходит для оценки публичных компаний, исходя из предположения, что фондовый рынок эффективен и верно оценивает акции компании. Сокращенная формула расчета EV выглядит так:

**EV = Market Capitalization + Market Value of Debt - Cash = Рыночная капитализация компании + Рыночная стоимость финансового долга компании - Денежные средства на балансе**, где:

- **Рыночная капитализация компании** = рыночная стоимость одной акции на бирже (котировка) х количество выпущенных акций (разводненный капитал);
- **Рыночная стоимость финансового долга** = рыночная стоимость облигаций компании, ее банковских кредитов, финансового лизинга и других кредитных инструментов (обычно равна балансовой стоимости, особенно согласно МСФО отчетности);
- **Денежные средства на балансе** = размер денежных средств на банковских счетах компании на конец последнего отчетного периода.

В зависимости от размера компании и структуры ее капитала и обязательств, формула EV может быть гораздо объемнее.

Смысл формулы заключается в том, что теоретические подсчеты позволяют инвестору, выкупающему все акции и кредиты компании, получить 100%-ый доступ к ее активам (т.е. выкупить компанию целиком). Естественно, при покупке активов компании инвестор не заинтересован в том, чтобы приобретать денежные средства на балансе компании (зачем за деньги покупать деньги?), и поэтому не берет в расчет их размер. Инвестора интересует приобретение операционных активов бизнеса, то есть того, что приносит денежные средства, не являясь ими. Имеющиеся денежные средства на балансе могут быть направлены на погашение имеющихся кредитов до закрытия сделки по покупке компании (таким образом, удешевляя стоимость долга для инвестора).

## 4. ЧТО ТАКОЕ NPV И IRR? КАК ЭТИ ПОКАЗАТЕЛИ СВЯЗАНЫ МЕЖДУ СОБОЙ?

**NPV (англ.: net present value; рус.: чистая приведенная стоимость)** – приведенная стоимость денежных потоков за вычетом первоначальных инвестиций. По сути NPV показывает, насколько вы разбогатеете с учетом времени и требуемой нормы доходности, т.е. насколько изменится ваше благосостояние (капитал). NPV проекта должно быть больше 0, чтобы инвестор увеличивал свой капитал в результате вложений. Для расчета показателя NPV обычно используется WACC (средневзвешенная стоимость капитала).

$$NPV = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+R)^t}$$

**IRR (англ.: internal rate of return; рус.: внутренняя норма доходности)** – максимальная доходность, которую можно получить с инвестиционного проекта (это доходность на единицу вложенного капитала). IRR показывает эффективную ожидаемую доходность от проекта на основе предположений финансовой модели (assumptions). Если IRR ниже дисконтной ставки (как правило, это WACC), то проект убыточен для инвестора (даже если в реальности совокупная прибыль больше нуля, проект может быть убыточен с точки зрения стоимости денег во времени, то есть с учетом альтернативных издержек для инвестора).

$$0 = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+IRR)^t}$$

**Показатели связаны следующим образом:** IRR – это значение ставки дисконтирования, при котором NPV равен нулю. Иными словами, IRR (ожидаемая доходность) должна быть выше ставки дисконтирования (WACC), чтобы проект демонстрировал хорошую стоимость для инвестора (положительный NPV).

## 5. ПРИ РАВНЫХ УСЛОВИЯХ ВЫ ВЫБЕРЕТЕ ПРОЕКТ С САМЫМ ВЫСОКИМ NPV ИЛИ IRR?

Основная разница заключается в том, что **IRR не учитывает масштаб, а NPV учитывает масштаб проекта.**

Поскольку NPV является абсолютной мерой, он поможет оценить проект, добавляя более высокую стоимость валюты, независимо от исходных инвестиций. IRR является относительной мерой, и он поможет оценивать проекты, предлагающие максимальный возврат инвестиций, независимо от общей добавленной стоимости для инвестора. Например, IRR предложит проект, в котором 100 рублей инвестированных денег через год превратятся в 200 руб.,

а NPV - проект, в котором 1000 рублей инвестиций превратится в 1500 рублей капитала за такой же промежуток времени. Понятно, что второй проект лучше, так как инвестор стал богаче на 500 рублей, а не на 200, то есть на практике важнее абсолютное выражение.

Всякий раз, когда возникает конфликт в ранжировании проектов на основе NPV и IRR, всегда выгоднее выбирать NPV. Это связано с теоретической обоснованностью метода и реалистичной оценкой проекта. Однако IRR является отличным дополнением к NPV. Этот показатель помогает увидеть более полную картину.

## 6. КАК ПОСЧИТАТЬ СТОИМОСТЬ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА?

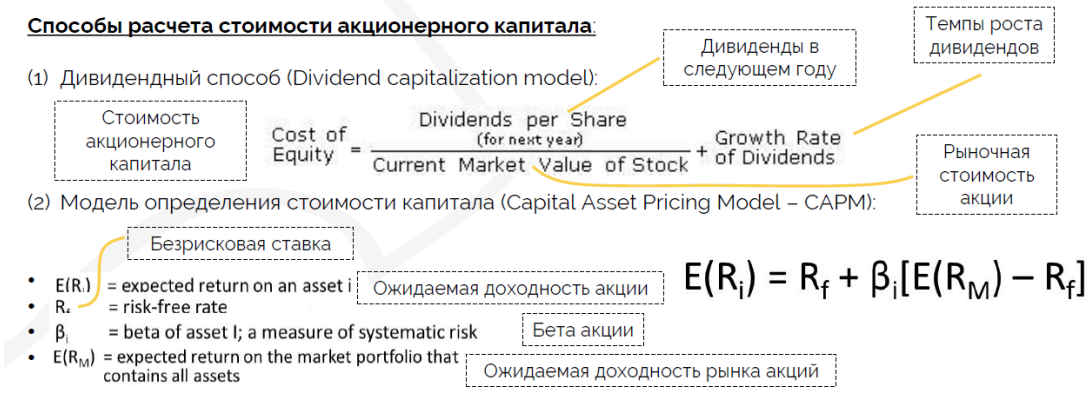
**Стоимость акционерного капитала (Cost of Equity)** – это условная рыночная стоимость акционерного капитала.

- Если компания частная, владелец получает доходность в виде дивидендов.
- Если компания публичная, акционеры получают дивиденды плюс удорожание акций.

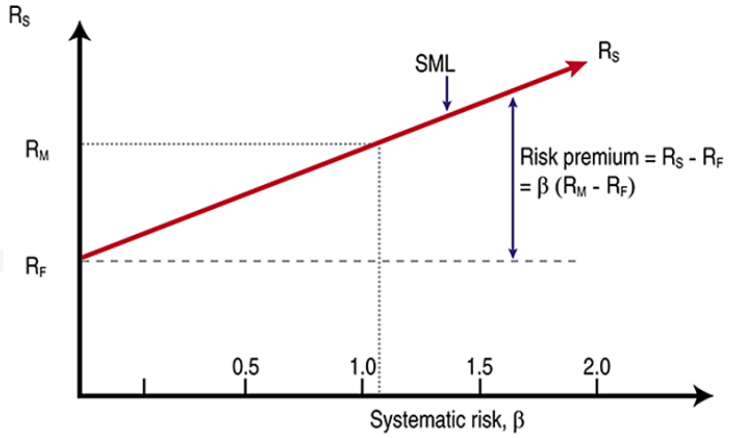
Основные **способы расчёта** Cost of Equity:

1. Дивидендный способ (Dividend capitalization model)
2. Модель оценки финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM)

Объяснение формул смотрите ниже:



**Security Market Line (SML)** – графическая репрезентация модели CAPM, показывающая зависимость доходности акции от безрисковой ставки и беты акции.




## 7. ЧТО ТАКОЕ EBITDA? КАК ОНА РАССЧИТЫВАЕТСЯ?

Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization – EBITDA – прибыль до вычета процентов по кредитам, налога на прибыль и амортизации по основным средствам и нематериальным активам. Показывает финансовый результат компании, исключая влияние эффекта структуры капитала (т.е. процентов, уплаченных по заемным средствам), налоговых ставок и амортизационной политики организации. EBITDA позволяет грубо оценить денежный поток, исключив такую «неденежную» статью расходов, как амортизация. Фактически EBITDA - коммерческая прибыль компании (результат ее основной деятельности).

Есть два способа посчитать EBITDA: отталкиваясь от выручки или 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.**

# Финансы

## Лёгкие вопросы

Все данные в формуле можно найти либо в отчете о финансовых результатах (ОФР - Income Statement), либо в отчете о движении денежных средств (ОДДС- Cash Flow Statement, 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» неоперационными расходами и доходами, а также единоразовой прибылью и убытком. Чтобы этого избежать, необходимо корректировать формулу;
- Корректировка формулы занимает лишнее время, всегда есть вероятность совершения ошибок;
- В некоторых случаях к чистой прибыли добавляются неоперационные элементы, такие как: прибыль или убыток от финансовых вложений (Non-controlling interest income/loss) и пр., которые не имеют отношения к коммерческому успеху компании;
- Менеджмент компании, используя эту формулу, любит «приукрашивать» финансовый результат путем постоянных его корректировок (Adjusted EBITDA).

Очевидно, что минусы подхода bottom-up (расчет «снизу-вверх», начиная с чистой прибыли компании) перевешивают плюсы. Поэтому 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, как правило, находится в нескольких категориях расходов (себестоимость продукции, коммерческие/административные расходы и прочие расходы).

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

## 8. ЧТО ТАКОЕ КОЭФФИЦИЕНТ P/E? КАК ОН РАССЧИТЫВАЕТСЯ? КАКИЕ У НЕГО ЕСТЬ ПЛЮСЫ И МИНУСЫ?

**Коэффициент P/E (Price-to-Earnings coefficient)** - это отношение рыночной капитализации компании к ее чистой прибыли (либо отношение стоимости одной акции к чистой прибыли компании на одну акцию). Коэффициент P/E - стоимостный показатель, который позволяет сравнительным методом оценить две или более публичных компаний (т.е. компании, чьи акции котируются на бирже. Для частных компаний коэффициент P/E неактуален). Например, у одной компании коэффициент P/E может быть 8x (т.е. стоимость всех ее акций в 8 раз выше годовой чистой прибыли), а у другой - 6x. В данном случае принято говорить, что компания с коэффициентом 8x дороже той, у которой коэффициент P/E - 6x.

Многие считают, что следует покупать компании с низким P/E, так как они дешевле. Однако в реальности хорошие активы редко продаются по низким ценам, и поэтому низкие коэффициенты P/E обычно оправданы (низкий рост выручки, низкая маржинальность, присутствие большого количества рисков и прочее). При этом быстрорастущие и многообещающие компании обычно очень дорогие с точки зрения коэффициента P/E (значения выше среднего по рынку, например, Google, Amazon, Netflix, NVidia и пр.), так как дают инвесторам получать большую прибыль в будущем.

Коэффициент P/E можно также рассматривать как **приблизительный срок окупаемости инвестиции при условии выплаты всех доходов компании в виде дивидендов**. Например, если вы покупаете акцию по "цене" 10x, вы ожидаете возврата инвестиций не ранее, чем через 10 лет (помним, что в знаменателе коэффициента P/E именно прибыль компании за последние 12 месяцев). Естественно, это очень приблизительное значение, так как на реальный срок возврата первоначальных вложений влияет множество факторов (например, размер дивидендных выплат, рост стоимости акции на рынке, доход от продажи производных инструментов, связанных с акцией и пр.). Более того, срок окупаемости чаще всего не является ключевым показателем, на который смотрит **портфельный инвестор** (т.е. инвестор, имеющий портфель активов, в котором обычно находятся пакеты обыкновенных акций).

## 9. ЧЕМ ОТЛИЧАЕТСЯ ДИСКОНТНАЯ СТАВКА ОТ СТОИМОСТИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА, РАССЧИТАННОГО ПО ФОРМУЛЕ CAPM?

Наиболее часто при расчетах инвестиционных проектов ставка дисконтирования определяется как средневзвешенная стоимость капитала (weighted average cost of capital — WACC), которая учитывает стоимость собственного (акционерного) капитала и стоимость заемных средств. Рассчитывается по формуле:

WACC = Cost of Equity + After-tax Cost of Debt
[Оба параметра скорректированы под долю акционерного и долгового капитала в общей структуре капитала].

Для определения стоимости собственного капитала применяется модель оценки долгосрочных активов (capital assets pricing model — CAPM).

В этом случае ставка дисконтирования (ставка доходности) собственного капитала (Re) рассчитывается по формуле:

$$Re = Rf + \beta(Rm - Rf),$$

где Rf — безрисковая ставка дохода;
β — коэффициент, определяющий изменение цены на акции компании по сравнению с изменением цен на акции по всем компаниям данного сегмента рынка;

(Rm — Rf) — рыночная премия за риск;
Rm — среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке.

Также можно встретить вариацию формулы CAPM, где к представленным ранее параметрам прибавляют другие премии за риск (например, премию за размер или за географические риски).

## 10. ЧТО ТАКОЕ КОЭФФИЦИЕНТ БЕТА АКЦИИ?

**Коэффициент бета акции β** отражает чувствительность доходности акции компании к изменению рыночного (систематического) риска. Фактически, коэффициент бета помогает ответить на вопрос: **"Как изменится цена акции, если рынок акций в периоде вырастет/упадет на 1%?"**

Если этот коэффициент больше 1, можно ожидать, что стоимость акции изменится больше, чем на 1% при изменении рынка на 1%. Например, если β = 1,2, то можно ожидать, что в случае общего подъема на рынке стоимость акций этой компании будет расти на 20% быстрее, чем рынок в целом. И наоборот, в случае общего падения стоимость ее акций будет снижаться на 20% быстрее рынка в целом. Акции с коэффициентом бета выше 1 считаются более рискованными, чем диверсифицированный портфель.

При бета-коэффициенте меньше 1, ожидается, что стоимость акции изменится меньше, чем на 1% при изменении рынка на 1%. Такие акции считаются более безопасными, поэтому консервативные инвесторы предпочитают именно их и поэтому таких акций очень мало.

## 11. КАКИЕ БЫВАЮТ ЦИКЛЫ У ПРЕДПРИЯТИЯ?

**Производственный цикл** — это количество дней, необходимое, чтобы материал прошёл все технологические этапы и стал готовой продукцией.
**Формула: Технологические циклы (дни) + Перерывы (дни) + Иные процессы (дни)**

**Операционный цикл** – это количество дней, необходимое, чтобы материал

прошёл все технологические этапы, стал готовой продукцией и был продан (обменен на деньги/денежные эквиваленты).
**Формула: оборачиваемость запасов + оборачиваемость готовой продукции + оборачиваемость незавершённого производства + оборачиваемость дебеторской задолженности.**

**Финансовый цикл** – это количество дней, необходимое, чтобы денежные средства, инвестированные в оборотные активы, совершили полный оборот за счёт полученной выручки.
**Формула: Производственный цикл + оборачиваемость дебеторской задолженности - оборачиваемость кредиторской задолженности - оборачиваемость авансов.**

## 12. КАКАЯ АКЦИЯ ИЗ ДВУХ ИМЕЕТ БОЛЕЕ ВЫСОКИЙ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА: ТА, ЧТО КОТИРУЕТСЯ ПО ЦЕНЕ 100 РУБ ЗА ШТУКУ, ИЛИ ТА, ЧТО КОТИРУЕТСЯ ПО ЦЕНЕ 5000 РУБ ЗА ШТУКУ?

Сравнивать акции нужно не по абсолютной стоимости, а на основе ряда факторов. Лучше всего рассчитать справедливую стоимость выбранных акций и лишь затем делать выводы.

Оценить акции можно с помощью как минимум трёх методов:
- DCF (дисконтирование денежных потоков);
- Multiples (метод мультипликаторов (P/E, P/S, P/BV, EV, EBITDA, EV/EBITDA, DEBT/EBITDA, EPS, ROE и прочие);
- Методом стоимости чистых активов NAV (деньги, которые вы как акционер теоретически получите после ликвидации всех активов компании).

Подробнее об оценке потенциала акций смотрите на нашем YouTube канале: https://www.youtube.com/watch?v=MI4NGuU_BJM

## 13. КАК ВЫ БУДЕТЕ ОЦЕНИВАТЬ ОБЛИГАЦИИ ТИПА PLAIN-VANILLA?

**Вообще Plain Vanilla** - это вид мороженого (обычное ванильное мороженое без добавок и украшений). В финансовом жаргоне традиционная облигация также

получила это название вследствие простоты механизма действия. Plain Vanilla Bond (традиционная облигация) - это долговой финансовый инструмент, имеющий фиксированный размер, периодичность выплаты купонов (платежи по процентам) и известную заранее дату погашения тела долга (первоначальной суммы, заимствованной компанией у кредиторов).

**Механизм прост:** компания берет в долг у инвесторов сумму X в определенную дату, регулярно платит проценты Y (например, ежеквартально) на протяжении всего установленного срока, а в конце срока выплачивает сумму X, таким образом погашая обязательство перед долговыми инвесторами.

**Оценивать облигации просто** - дисконтируем процентные платежи и возврат тела долга в конце периода.

## 14. КАКАЯ СЕЙЧАС КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА?

Размер ключевой ставки - *7,75%* будет действовать как минимум до 24 марта 2019 года включительно.

Узнать размер ключевой ставки можно на сайте ЦБ РФ: https://www.cbr.ru/

# Финансы

Средний уровень

## 15. ЧТО ТАКОЕ УСЛОВНОЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВО (CONTINGENT LIABILITY) И КАК ОНО ВЛИЯЕТ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ (ENTERPRISE VALUE)?

**Условное обязательство (Contingent liability)** - обязательство, наступление которого зависит от возможного события в будущем. Размер обязательства не указывается в отчетности компании, но информацию об этом можно найти в примечаниях к отчетности. Уловное обязательство влияет не на **стоимость компании (Enterprise Value - EV)**, а на **справедливую стоимость акционерного капитала (Equity Value),** уменьшая ее.

Хороший пример негативного воздействия условного обязательства на стоимость акционерного капитала компании - природная катастрофа в Мексиканском заливе, случившаяся в 2010 году в результате аварии на одной из нефтяных вышек компании British Petroleum (BP), когда огромное количество нефти оказалось на поверхности воды. Это привело не только к негативным последствиям для окружающей среды, но и стало началом бесчисленного множества судебных исков против компании. Первоначальный ущерб было сложно оценить, поэтому инвесторы в большом количестве продавали акции BP, снизив их стоимость более чем в два раза всего за три месяца (график котировок можно посмотреть на портале Google Finance). С точки зрения финансовой теории, можно объяснить поведение инвесторов внезапным возникновением условных обязательств, размер которых был долгое время неизвестен.

## 16. ЧТО ТАКОЕ DEBT CAPACITY КОМПАНИИ? КАК ПОСЧИТАТЬ ЭТОТ ПОКАЗАТЕЛЬ?

**Долговой потенциал (Debt Capacity)** – максимальный размер финансового долга, который компания может себе позволить.

# Финансы

## Средний уровень

Бизнес берет на себя долг по разным причинам, включая увеличение производства или сбыта, расширение возможностей или приобретение новых предприятий. Однако чрезмерная задолженность или неправильно выстроенный кредитный портфель могут привести к трудному финансовому положению или даже к банкротству.

Двумя основными **источниками для оценки долгового потенциала** компании являются ее **баланс и ОДДС**. Анализируя ключевые показатели из баланса и отчетов о движении денежных средств, вы сможете определить размер устойчивого долга, который компания может на себя взять. Самый популярный метод расчета debt capacity - через показатель **LTM EBITDA** (т.е. EBITDA компании за последние 12 месяцев). Например, если в отрасли, в которой находится компания, адекватным уровнем финансового долга считается мультипликатор 5x EBITDA (т.е. средний баланс долга для компаний равен их средней пятилетней EBITDA - при прочих равных, за 5 лет они теоретически в состоянии погасить долг из собственного денежного потока), а общая финансовая задолженность компании составляет 3x EBITDA, она может при необходимости "добрать" долгового капитала на сумму 2x EBITDA.

**Простой пример:** Чистый долг компании (сумма финансового долга за вычетом текущего баланса денежных средств) составляет 100 млн долларов. EBITDA за последние 12 месяцев составила 50 млн долларов. В индустрии, в которой работает компания, средний мультипликатор Net Debt / EBITDA составляет 1.5x. Какой долг может взять на себя данная компания в соответствии с указанной информацией?

**Ответ:** 0 долларов, так как текущий показатель долга к EBITDA (2x) уже превышает средний по отрасли (1.5x).

# Финансы

Средний уровень

## 17. КАК МОЖНО ПОСЧИТАТЬ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ЗА ПЕРИОД (FREE CASH FLOW)? ЧЕМ ОТЛИЧАЕТСЯ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ (FCFE) ОТ СВОБОДНОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА ДЛЯ КОМПАНИИ (FCFF)?

**Свободный денежный поток (Free Cash Flow)** – это «сухой остаток» денежного потока, полученного компанией за определенный период, который можно потратить в любых целях без негативных последствий для нее. Считается по формуле:

**Free Cash Flow to Firm = EBIT * (1 - Income Tax Rate) + Depreciation and Amortization - Changes in Net Working Capital - Capital Expenditures**

Вариации формулы:

- FCFF = EBITDA - Cash Taxes Paid - Changes in Net Working Capital - Capital Expenditures
- FCFF = Cash from Operations + Interest Paid * (1 - Income Tax Rate) - Capital Expenditures

**Смысловое объяснение формулы** расчета свободного денежного потока выглядит так: акционеры не могут выплатить чистую прибыль в виде дивидендов или выкупа собственных акций компании, потому что:

1. Чистая прибыль практически никогда не равняется свободному денежному потоку (не денежные затраты и доходы);
2. Часть прибыли необходимо направить на инвестиции в краткосрочный рост (т.е. финансировать покупку краткосрочных/оборотных актив);
3. Часть прибыли необходимо направить на инвестиции в долгосрочный рост (т.е. финансировать покупку долгосрочных активов, таких как основные средства или нематериальные активы).

# Финансы

## Средний уровень

На собеседованиях также нередко задают такой вопрос: **"Чем отличается свободный денежный поток компании (FCFF) от свободного денежного потока для акционеров (Free Cash Flow to Equity - FCFE)?"**

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 получить в конце отчетного периода.

Основная разница в формулах расчета FCFF и FCFE заключается в двух пунктах:

- FCFF учитывает как доход акционеров (учредителей), так и кредиторов. FCFE учитывает лишь доход акционеров (учредителей), так как проценты по кредитам (Interest Expense) в этом случае вычитаются;
- FCFE включает в расчеты разницу между привлеченными и погашенными долговыми средствами.

Возможно, с точки зрения корпоративных финансов, эти деньги и можно учитывать для оценки целей или кредитного анализа, однако в реальности редко какая финансовая организация даст компании деньги в долг «просто так», без определенных целей и/или весьма жестких условий, прописанных в кредитном договоре (ковенантов). Иными словами, акционеры не могут получить кредитные деньги, оставшиеся после рефинансирования долгов. Это особенно актуально для России и стран СНГ, где финансовые рынки страдают от недостатка ликвидности.

# Финансы

Средний уровень

## 18. ПРОВЕДИТЕ МЕНЯ ЧЕРЕЗ БАЗОВУЮ DCF МОДЕЛЬ

В общих чертах построение модели DCF можно описать по следующему алгоритму:

**Шаг 1.** Прогнозируем денежные потоки компании/проекта, как правило, на 5 лет - 90% всей работы.
**Шаг 2.** Считаем значения терминальной стоимости (terminal value) - если это компания, 5% всей работы.
**Шаг 3.** Дисконтируем значение под необходимые дисконтные ставки, указанные в пунктах 1-2, и суммируем их (ставка дисконтирования почти всегда равна средневзвешенной стоимости капитала компании (WACC)).
**Шаг 4.** Очищаем полученный результат от балансовых значений и презентуем итоги в таблицах чувствительностей (Equity Value или Fair Value per Share)

Подробнее о базовом DCF-моделировании на нашем YouTube канале:
https://www.youtube.com/watch?v=7ZIvA05dtTk&list=PLRBqDtkL4Su0dl0zXwp_x7au8FwTAvcqa

## 19. ДОПУСТИМ, ВЫ ЗНАЕТЕ ЧИСТУЮ ПРИБЫЛЬ КОМПАНИИ. КАК ВЫ ПОСЧИТАЕТЕ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК?

Для того чтобы **посчитать свободный денежный поток компании (Free Cash Flow to Firm) на основе чистой прибыли**, нужно выполнить следующие шаги:

1. Нормализовать прибыль с учетом неденежных доходов и расходов (добавить амортизацию и прочие неденежные затраты, удалить неденежные начисления, вроде переоценки основных средств и прибыли от ассоциированных предприятий).

2. Добавить уплаченные проценты по кредитам, очистив их от эффекта налогового щита (взять сумму процентов, уплаченных в период, и умножить ее на фактор (1 - Income Tax Rate) - это классическая корректировка, несущая скорее аналитический характер).
3. Вычесть чистые инвестиции в оборотные активы компании в периоде (т.е. учесть увеличение суммы краткосрочных активов за вычетом роста краткосрочных обязательств, которые помогают их финансировать).
4. Вычесть капитальные затраты в периоде (причем не только в основные средства, но и инвестиции в нематериальные активы).

Помним, что **классическая формула** для расчета свободного денежного потока компании (FCFF) выглядит так:

**FCFF = EBIT * (1 - Income Tax Rate) + Depreciation and Amortization - change in NWC – CapEx**

## 20. СКОЛЬКО ВЫ ЗАПЛАТИТЕ ЗА КОМПАНИЮ С ГОДОВОЙ ВЫРУЧКОЙ В $100М И ЧИСТОЙ ПРИБЫЛЬЮ В $10М?

Очень сильно зависит от отрасли и ожиданий инвесторов. Мультипликаторы между отраслями значительно отличаются: от 10x revenue до 1x net income и наоборот. Инвесторы также смотрят на операционные метрики и другие, в том числе нефинансовые, факторы.

Для ответа на этот вопрос можно использовать собственные данные. Например, если вы желаете окупить инвестиции в течение 5 лет, вы, конечно, не готовы заплатить больше, чем пять годовых прибылей компании.

В данном примере, если компания показывает чистую прибыль в $10 млн (представим, что она равна свободному денежному потоку и не будет расти в ближайшем будущем), ваша максимальная предлагаемая цена за всю компанию (т.е. с учетом долга) - $50 млн.

## 21. КАК ОЦЕНИТЬ КОМПАНИЮ, НЕ ИМЕЮЩУЮ ВЫРУЧКУ?

Если у компании все ещё нет выручки, значит, команда продолжает разработку продукта и/или продукт/услуга пока не выведены на рынок. В таком случае для ее оценки подойдёт **метод стоимости инвестиций** - применяется, когда устанавливается минимальная цена на товар/услугу для возврата инвестиций, т.е. минимальная прибыль равна стоимости инвестиций. Также иногда применяют метод DCF для демонстрации перед акционерами потенциальной инвестиционной стоимости компании (тут основным камнем преткновения будет прогноз выручки).

Подробнее о **методе стоимости инвестиций** можно узнать в курсе Венчурной Академии: https://sfcourses.com/ventures

## 22. КАК ОЦЕНИТЬ КОМПАНИЮ С ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ EBITDA?

Во-первых, нужно понимать, что EBITDA — это нестандартный показатель финансового результата, а не реальная денежная прибыль компании (т.е. EBITDA и операционный денежный поток могут сильно различаться).
Во-вторых, EBITDA — показатель операционного успеха (или неуспеха) компании, то есть существует для оценки эффективности операционной деятельности компании (разного рода списания, единоразовые убытки и пр. не влияют на EBITDA, так как находятся ниже в отчетности). EBITDA может быть отрицательной временно или постоянно.

В первом случае компания, скорее всего, находится в стадии быстрого роста и несет большие коммерческие расходы (затраты на рекламу и привлечение клиентов). Здесь компания будет оцениваться, вероятно, по мультипликаторам выручки (типичный метод оценки стартапов и быстрорастущих компаний).

Во втором случае компания находится в проблематичном положении, так как фактически теряет деньги (условно говоря, понятно, что EBITDA - не денежный поток, а некий его прокси) от основной деятельности и "проедает" капитал. В ситуации, когда изменений в устоявшемся тренде не ожидается (например, речь идет о погибающей отрасли экономики), компанию будут оценивать по стоимости реализации активов за вычетом расходов, связанных с ней.

## 23. ОПИШИТЕ ПРОЦЕСС ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ

Процесс выплаты дивидендов выглядит следующим образом:
1. **Годовой отчет** компании предоставляется совету директоров.
2. Совет директоров решает насчет **распределения годовой прибыли** компании.
3. При положительном решении бухгалтерия **компании начисляет на баланс задолженность по выплате дивидендов** перед владельцами (дт Нераспределенная прибыль, кт Задолженность перед акционерами) и объявляет дату их выплаты.
4. **Дивиденды выплачиваются в обозначенную дату** (дт Задолженность перед акционерами, кт Денежные средства).

Для публичных компаний (тех, чьи акции котируются на бирже) следует помнить про три главные даты:

(1) дата объявления дивиденда (когда выходят новости о начислении дивидендов);

(2) дата закрытия реестра акционеров (так как акции котируются каждый день, у компании постоянно меняется список владельцев. В определенную дату делается "отсечка", в рамках которой формируется список действительных акционеров, которым причитаются дивиденды. После этой даты акции котируются по цене ниже на размер дивидендов - т.н. ex-dividend);

(3) дата выплаты дивидендов (когда акционеры получают деньги на свой брокерский счет).

## 24. ЧЕМ ВЫКУП КОМПАНИИ СВОИХ АКЦИЙ С БИРЖИ ПРЕДПОЧТИТЕЛЬНЕЕ ДЛЯ ЕЕ АКЦИОНЕРОВ, ЧЕМ ВЫПЛАТА ДИВИДЕНДОВ? В ЧЕМ МИНУСЫ?

Плюсы для акционеров, в основном, **налоговые**, потому что байбэк приводит к росту цены акции, при этом налоги чаще всего считаются с реализованной прибыли от продажи акций (т.е. с цены продажи за вычетом стоимости покупки), а не зависят от размера их переоценки "на бумаге". С дивидендов всегда нужно платить налоги, и налогом облагается полный размер дивиденда.

**Основной минус байбэков** - фиктивный рост прибыли на акцию (Earnings per share, EPS) и других показателей на акцию. В связи с этим может искажаться реальная картина развития компании. Кроме этого, выкуп акций расходует деньги, которые можно было бы инвестировать в развитие компании, что в долгосрочном порядке может привести к отставанию от конкурентов, падению выручки, маржи и прибыли.

## 25. В ЧЕМ РАЗНИЦА МЕЖДУ ОЦЕНКОЙ КОМПАНИИ МЕТОДАМИ PRE-MONEY И POST-MONEY?

При оценке стоимости компании важно понимать, что идет речь

о предварительной оценке, т.е. до получения компанией инвестиций (pre–money valuation) или ее постинвестиционной стоимости (post – money valuation). **Pre-money valuation** – первоначальная (предварительная) стоимость, определяемая до момента внесения новых денег в компанию (т.е. стоимость компании в таком виде, в каком она есть на данный момент). **Post–money valuation** – стоимость компании после получения денег. Важно также помнить, что само по себе внесение денег на расчетный счет компании в результате инвестиционной сделки не влияет на ее стоимость (вспоминаем формулу расчета Enterprise Value), а влияет на стоимость акционерного капитала (Equity Value). Тут легко запутаться, так как в контексте используются и те и другие термины.

Концептуальная формула расчета:
**Post-money оценка = Pre-money оценка + Сумма инвестиций**

Для определения стоимости компании Pre money можно использовать разные классические методы оценки, такие как: DCF model, NAV model, метод мультипликаторов или венчурный метод. Post money оценка нужна для того, чтобы понять, как меняются доли текущих владельцев компании в уставном капитале в результате инвестиционной сделки и какие доли получают инвесторы за предоставление компании денежных средств. Таким образом, Post-money оценка важна в сделках типа cash-in, когда деньги инвесторов идут на развитие компании, а не на расчетный счет текущих владельцев (сделки, где лишь меняются владельцы компании, называются cash-out).

## 26. КАК ВЫ ДУМАЕТЕ, ГДЕ БУДЕТ НАХОДИТЬСЯ ИНДЕКС ММВВ/NASDAQ/FTSE100 ЧЕРЕЗ 3 МЕСЯЦА? ЧЕРЕЗ ПОЛГОДА? ЧЕРЕЗ ГОД?

Зависит от многих факторов, любое предсказание - спекуляция.

Однако, чтобы ответить на вопрос, можно взять среднее значение роста индекса за последние несколько лет (допустим, за последние 10 лет) и указать диапазон возможного роста с учетом исторического стандартного отклонения. Например: "Я ожидаю, что S&P 500 вырастет к концу этого года на 8%, плюс-минус 10%, без учета дивидендной доходности".

## 27. НАЗОВИТЕ ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ТЕРМИНЫ, КАСАЮЩИЕСЯ ОБЛИГАЦИЙ

**Облигация (bond)** — механизм займа долговых средств для компании на рынке капитала. Суть облигации заключается в предоставлении долгового капитала под процент. Взаимодействия между рынком капитала и компанией определяются юридическим документом — **prospectus.** Невыполнение условий документа заемщиком приводит к дефолту (default).

- **Основные временные термины:** заём, платёж, возврат
- **Механизм возврата тела долга:** balloon payment, amortization, zero-coupon
- **Надёжность возврата:** subordination, collateral (залог), third-party support
- **Дополнительные условия:** convertible clauses (конвертация), charter provisions (защита прав владельцев компании), covenants (ограничения на определенные финансовые показатели)
- **Варианты покупки облигаций:**
  - Discount - плачу сейчас $950, чтобы получить потом $1000
  - At Par - плачу сейчас $1000, чтобы получить потом $1000
  - Premium - плачу сейчас $1050, чтобы получить потом $1000
- **Основные составляющие элементы процентной ставки:** ставка за риск, ставка за спрос, безрисковая ставка, срок займа средств

# Финансы

Средний уровень

## 28. ЧТО ТАКОЕ ДЮРАЦИЯ И КАК ОНА ВЛИЯЕТ НА ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ ОБЛИГАЦИЙ?

**Дюрация** — индикатор зависимости рыночной цены облигации или портфеля облигации от изменения рыночной ставки. Другими словами, насколько изменится рыночная стоимость бонда, если рыночная ставка изменится на 1%.

Величина дюрации зависит от настоящей рыночной цены, купонных платежей и срока погашения. Чем выше дюрация облигации и чем выше риск повышения ставки, тем меньше он будет стоить в ожидании снижения рыночной цены.

Существует несколько различных видов дюраций: см. материалы SF https://www.youtube.com/watch?v=_IDdsSV51Mw&t=275s

## 29. РАССКАЖИТЕ О ПОСЛЕДНЕЙ В ЭТОМ ГОДУ ЗНАКОМОЙ ВАМ СДЕЛКЕ M&A

Для ответа на данный вопрос вам необходимо выбрать как минимум две сделки в разных индустриях (желательно одну из них в TMT – technology media and telecom) и детально изучить:

1. Какие цели преследовал покупатель?
2. Во сколько была оценена компания-цель?
3. Как произошла оплата сделки – акции, долг и/или деньги?
4. Кто главные участники сделки?

Если вы проходите отбор в Private Equity или Venture Capital фонды, то сфокусируйтесь на частных сделках.

# Финансы

Средний уровень

## 30. РАССКАЖИТЕ О РАЗЛИЧИЯХ МЕЖДУ СТРАТЕГИЧЕСКИМИ И ФИНАНСОВЫМИ ИНВЕСТОРАМИ. ПРИВЕДИТЕ ТРИ ПРИМЕРА КАЖДОГО ИЗ НИХ (НАЗВАНИЕ КОМПАНИЙ)

Главное различие заключается в том, что стратегический инвестор поглощает компанию для того, чтобы достичь положительного эффекта от сделки с учетом синергии с текущей продуктовой линейкой и/или оптимизацией бизнес-процессов, а финансовый инвестор приобретает компанию, исходя из сугубо финансовых интересов и ожиданий (увеличение стоимости компании с течением времени за счет ряда факторов и/или получение дивидендов, дальнейшая продажа бизнеса).

**Примеры стратегов:** Microsoft, Amazon, Google (именно компании, а не их кэптивные венчурные фонды).
**Примеры финансовых инвесторов:** NEA, Andreessen Horowitz, Bessemer, Baring Vostok, Russia Partners, Blackstone, KKR, Carlyle (в принципе, любой **High-net-worth individual (HNWI)**, желающий нести риски PE).

## 31. КУДА БЫ ВЫ ИНВЕСТИРОВАЛИ 1 МИЛЛИОН РУБЛЕЙ? 1 МИЛЛИОН ДОЛЛАРОВ?

**Пример хорошего ответа:** 1 млн рублей — образование (инвестиция в себя), остаток - в ETFs. $1M — образование (инвестиция в себя), остаток - в CDs, ETFs, Shares, Startups.

## 32. КАКИЕ ОБЩЕПРИНЯТЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ СУЩЕСТВУЮТ?

Основные методы оценки компаний:

- Транзакционный метод (Precedent transactions);

- Сравнительный метод (Comparable companies' analysis);
- Метод дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flow method - DCF Model);
- Метод оценки финансируемым выкупом (LBO Model);
- Метод чистых активов (Net Asset Value – NAV Model);
- Затратный метод (Replacement method).

Каждый метод имеет свои сильные и слабые стороны. Как правило, для оценки выбранной компании одновременно используется несколько методов, чтобы получить диапазон значений для сверки цифр и проверки их на состоятельность. Рекомендуем изучить федеральный закон 135-ФЗ для лучшего понимания терминологии.

## 33. КАК КОМПАНИЯ СОЗДАЕТ ЦЕННОСТЬ ДЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ?

Компания создает ценность для владельцев (акционеров или учредителей) двумя способами: увеличивая свою стоимость на рынке и/или выплачивая дивиденды. В первом случае стоимость акций (долей) вырастает, делая инвесторов богаче "на бумаге". Во втором случае владельцы получают ренту за предоставление компании своего капитала (денег или другого имущества) в виде регулярных денежных выплат (квартальных, годовых или полугодовых дивидендов в зависимости от правовой формы и принятых на рынке практик).

На практике стоимость акций является приоритетом, в основном для публичных компаний (предприятий, чьи акции котируются на бирже), так как у частных компаний рыночная стоимость очень приблизительна (не факт, что владелец частной компании вообще сможет при желании продать доли инвестору, не говоря уже о продаже по желаемой цене).

# Финансы

Средний уровень

Владельцы мелких компаний и предприятий среднего размере большое внимание уделяют возможности стабильно получать крупные дивиденды (желательно, чтобы дивидендная доходность, измеряемая в годовых процентах, превышала доходность банковских вкладов и других ликвидных инструментов с похожим уровнем риска). Как правило, основным драйвером стоимости компании является рост ее выручки (особенно для молодых компаний с большим рынком и потенциалом развития) или EBITDA (когда компания стабилизировалась в развитии, продолжает расти, но не "космическими" темпами).

Чтобы стабильно платить дивиденды, компания должна получать свободный денежный поток, т.е. получать столько денег от клиентов, чтобы без внешних вливаний покрывать все операционные расходы и потребности во вложениях в рост (в частности, пополнение оборотного капитала и финансирование капиталовложений) и оставшуюся часть потока направлять на выплаты дивидендов и/или досрочное погашение кредитов (уменьшая размер обязательств, компания увеличивает пропорцию чистых активов в общем балансе активов, т.е. часть имущества компании, принадлежащую акционерам/учредителям). Таким образом, при прочих равных, чем выше свободный денежный поток компании, тем выше есть стоимость (и с точки зрения рыночной стоимости, и с точки зрения дивидендов).

## 34. КАК ИЗМЕНИТСЯ ПРИБЫЛЬ НА АКЦИЮ В КОНЦЕ ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА, ЕСЛИ КОМПАНИЯ РАЗМЕСТИТ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИИ ДЛЯ ВЫКУПА СВОИХ АКЦИЙ?

На первый взгляд – вопрос простой, так как выкуп акций уменьшает их количество для целей расчета показателя **EPS (earnings per share - прибыль на акцию).** EPS рассчитывается так: **Чистая прибыль за период / Среднее значение выпущенных акций в периоде** (более детально описано в МСФО стандарте IAS33).

# Финансы

## Средний уровень

Выкупленные акции переходят на счет **Собственные акции**, выкупленные у акционеров (Treasury Shares), который является счетом контркапитала (contra-equity account). С точки зрения проведения, транзакция выглядит следующим образом: **дт Казначейские акции, кт Денежные средства.** Однако следует помнить, долг - это не бесплатные деньги, так как компания платит проценты по долгу, что негативно влияет на чистую прибыль. Таким образом, нужно смотреть, как в результате транзакции изменится не только знаменатель (количество выпущенных акций), но и числитель (чистая прибыль). Соответственно, чтобы правильно ответить на этот вопрос, необходимо знать конкретные цифры. Рассмотрим пример:

Чистая прибыль в периоде - 1,200 млн рублей
Количество выпущенный акций - 1 млн штук
Стоимость одной акции на рынке - 10,000 руб
До сделки по выкупу акций EPS равна 1,200 руб

Представим, что компания решила выкупить 100,000 акций с биржи (10% от количества выпущенных). Для этого она взяла в кредит 1,000 млн рублей под 10% годовых. Ставка налога на прибыль составляет 20%. Чему равна EPS после транзакции при прочих равных?

Чистая прибыль в периоде - 1,120 млн [1,200 млн - 10% * 1,000 млн * (1 - 20%)]
Количество выпущенных акций - 900 тыс штук
После сделки по выкупу акций EPS равна 1,244 руб

Как мы видим, произошел небольшой рост EPS (с 1200 руб до 1244 руб). Однако, подняв процентную ставку по кредиту, например, до 16% годовых, мы увидим, что EPS упадет до 1191 руб (даже с учетом экономии на налоге на прибыль). Таким образом, в этом вопросе нельзя торопиться с ответом до получения конкретных цифр для расчета.

# Финансы

Средний уровень

## 35. КАКИМИ ХАРАКТЕРИСТИКАМИ ОБЛАДАЕТ ХОРОШАЯ ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ?

Хорошая финансовая модель обладает следующими качествами:

- Она визуально понятна для конечного пользователя (не содержит излишне сложных формул и расчетов, большое количество вкладок и сложных терминов);
- Базируется на логичных и тестируемых предположениях (assumptions);
- Берет корни в операционных, технических и других, относящихся к специфике бизнеса, метриках (которые разложены "по полочкам");
- Интерактивна (при изменении предположений и/или сценариев модель автоматически пересчитывает конечные результаты);
- Проверяема на резонность (т.е. полученные результаты можно легко проверить, например, другими методами оценки компании).

Прочие требования смотрите в курсе SF Education «Финансовое моделирование» https://sfcourses.com/modeling

## 36. НА КАКИЕ КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ В ОСНОВНОМ ОБРАЩАЮТ ВНИМАНИЕ БАНКИ, ОЦЕНИВАЯ КРЕДИТОСПОСОБНОСТЬ КОМПАНИИ?

Основные кредитные метрики, оцениваемые банком при принятии решения о долговом финансировании компании-заемщика:

1. процентные обязательства/EBITDA;
2. долг/EBITDA;
3. чистые оборотные активы;
4. коэффициенты ликвидности;
5. структура капитала.

## 37. КАК РАССЧИТАТЬ ТЕРМИНАЛЬНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ В МОДЕЛИ DCF?

**Терминальная стоимость компании (Terminal Value - TV)** — это ее стоимость в постпрогнозном периоде (если компания в прогнозе имеет выручку и прибыль, она априори имеет стоимость). TV в модели дисконтированных денежных потоков (DCF model) рассчитывается двумя способами:

- через мультипликаторы (Multiples method)
- через модель Гордона (Gordon Growth model).

И тот и другой способ использует финансовые показатели за последний прогнозный период.

На практике используется метод **мультипликаторов**, так как он считается более "рыночным". Для расчета терминальной стоимости обычно берется показатель EBITDA за последний прогнозный период (год) модели. Далее он умножается на мультипликатор EV/EBITDA (тут можно брать средние значения по отрасли, медианное или среднее историческое значение самой компании или текущий мультипликатор EV/LTM EBITDA, если компания публичная), таким образом, аналитик получает показатель EV в постпрогнозном периоде. Затем значение дисконтируется к сегодняшнему дню (так как полученное значение - цифра из будущего) с помощью WACC (средневзвешенная стоимость капитала) и добавляется к приведенной стоимости свободных денежных потоков (Present Value of Free Cash Flows), которые являются результатом прогнозного периода DCF модели.

Модель Гордона чаще всего используется в академической среде либо для проверки результатов метода мультипликаторов на резонность. Для расчета терминальной стоимости по модели Гордона необходимо взять размер ожидаемого свободного денежного потока в последнем периоде (годе), умножить

на **постоянную ставку роста (growth rate - g)** в бесконечности и дисконтировать числитель на разницу между WACC и упомянутый выше темп роста g.

По своей сути, модель Гордона - это **формула растущего перпетуитета (growing perpetuity).** Полученное значение необходимо дисконтировать к сегодняшнему дню (как и в примере с мультипликаторами).

**Важный нюанс:** ставка роста g не должна превышать средние ожидаемые темпы роста мировой экономики. Так как модель Гордона не имеет временных лимитов, при ставке роста g, превышающей ожидаемые темпы роста мировой экономики, стоимость компании в далеком будущем, согласно модели, превысит размер мировой экономики, что в реальности невозможно. Минусом модели Гордона является ее повышенная чувствительность к переменным, особенно при низком g (поменяйте значение, например, с 2% до 3% и посмотрите, что произойдет с терминальной стоимостью).

**Слабым местом метода мультипликаторов** является качество выбранного мультипликатора (на него могут влиять не только рыночные аномалии, например, краткосрочное падение рынка акций, но и бухгалтерские поправки, в частности, большие единовременные расходы). Именно поэтому оба метода используются в связке в модели DCF.

## 38. ЧЕМ ЗАНИМАЮТСЯ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА? В ЧЕМ ПЛЮСЫ И МИНУСЫ ИХ РАБОТЫ?

Рейтинговые агентства занимаются тем, что дают кредитные рейтинги

компаниям и государствам, в основном, в отношении облигаций и прочих долговых инструментов, выпускаемых этими компаниями и государствами. Каждое рейтинговое агентство имеет в своём составе ряд экспертов, которые при необходимости могут досконально изучить любой бизнес и сделать вывод о его прибыльности и жизнеспособности. Затем они публикуют экспертную оценку своих специалистов в виде рейтинга. Зная рейтинги, инвесторы могут оценить профиль риска этих долговых бумаг и их привлекательность для себя.

Плюсы в том, что, имея высокий рейтинг, легче привлекать инвесторов под эти долговые бумаги, а минусы в том, что часто их работа сопряжена с конфликтами интересов: платят рейтинговым агентствам как раз те, кто получает рейтинг. То есть агентство мотивировано дать своему клиенту рейтинг повыше, чтобы он потом ещё раз их нанял. Это одна из главных причин ипотечного кризиса: агентства давали завышенный рейтинг облигациям, в основе которых лежали ипотеки.

## 39. КАКИМ ОБРАЗОМ КОМПАНИЯ МОЖЕТ МАНИПУЛИРОВАТЬ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ?

Некоторые примеры манипуляций:

1. Авансирование контрагента, которое пройдет как отток по операционной деятельности, но на самом деле будет являться оттоком по финансовой деятельности. Такие авансирования могут быть частью схемы по выводу денег из фирмы.
2. Вывод денег из фирмы под видом выплаты заработной платы или премии. Фактически речь идет о выбытии по финансовой деятельности, но в отчете будет отображена подобная операция как отток денежных средств по операционной деятельности.

3. Выдача беспроцентных займов по договору, но процентных по факту. Процентные платежи не проходят по отчетности.

## 40. ПОЧЕМУ АКЦИИ IT-КОМПАНИИ МОГУТ ОЦЕНИВАТЬСЯ ВЫШЕ, ЧЕМ АКЦИИ РИТЕЙЛЕРА?

Важнейший фактор оценки компании - **ее выручка и темпы роста**. Чем выше ожидаемый рост выручки, тем быстрее, по прогнозам, вырастет компания (а значит, и будет больше стоить).

На практике IT-компании показывают более высокие темпы роста выручки, чем ритейлеры. Кроме этого, перспективы роста IT-компаний, как правило, выше, чем у ритейлеров (они обычно не выходят дальше федерального уровня, тогда как IT-компании часто становятся глобальными корпорациями). Кроме этого, IT-компании часто имеют высокую маржинальность по EBITDA и другим ключевым показателям, тогда как ритейл - низкомаржинальный бизнес. Из-за этих основных факторов инвесторы дают более высокую оценку (с точки зрения мультипликаторов) IT-компаниям, чем ритейлерам.

## 41. КАКИЕ СУЩЕСТВУЮТ СПОСОБЫ ОЦЕНКИ СТАРТАПОВ?

Выбор метода оценки стартапов зависит от той стадии, на которой компания в данный момент находится. На **pre-seed и seed-стадиях** лучше использовать метод стоимости инвестиций, а **на более поздней стартап-стадии** уже можно добавить метод мультипликаторов. На **стадии раннего роста/расширения** имеет смысл использовать также DCF, метод венчурного капитала и смотреть на мультипликаторы.

Следует отметить, что если на какой-то из стадий происходило **событие ликвидности (продажа другому акционеру или IPO),** то можно для оценки компании смотреть, как инвесторы на рынке оценивают актив, покупая долю, и использовать эту величину.

## 42. ЧЕМ ОТЛИЧАЕТСЯ EBITDA ОТ ОПЕРАЦИОННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА (OPERATING CASH FLOW)?

Оба финансовых показателя используются в финансовом анализе компании (при этом EBITDA чаще всего используется в оценке бизнеса).

**EBITDA** - показатель финансового результата компании за отчетный период (основан на цифрах из отчета о финансовых результатах - Income Statement или, проще говоря, P&L). Смысл нестандартного показателя EBITDA в том, чтобы оценить успех коммерческой/операционной (т.е. основной) деятельности компании с учетом небольших корректировок (в противном случае есть стандартный показатель - операционная прибыль или Operating Income).

**Операционный денежный поток (Operating Cash Flow)** - стандартный финансовый показатель, присутствующий в отчете о движении денежных средств (ОДДС - Cash Flow Statement). Его смысл заключается в том, чтобы показать, сколько компания заработала реальных денег от своей основной (операционной) деятельности за вычетом всех денежных расходов и краткосрочных инвестиций в рост (т.е. пополнения оборотного капитала за счет денежных средств, причитающихся ее владельцам в качестве дивидендов, или возврата капитала через выкуп акций).

На первый взгляд, эти два показателя очень похожи, но есть нюансы.

Во-первых, EBITDA не учитывает инвестиции в оборотный капитал (покупку краткосрочных активов), а OCF - учитывает (как сказано выше). Из-за этого в быстрорастущих компаниях EBITDA может быть положительной, а OCF – отрицательным (недавний пример - Tesla, Inc.). Во-вторых, EBITDA учитывает доходы и расходы методом начисления, тогда как OCF - реальное поступление и выбытие денежных средств. В этом плане EBITDA является более точным мерилом коммерческого успеха компании, нежели OCF, так как расхождения между признанием доходов/расходов и реальным поступлением/выбытием денег обычно краткосрочны (временны).

Однако на практике в большинстве компаний обращают внимание на т.н. "денежную EBITDA" (аналог OCF, но без инвестиций в оборотный капитал), которая в расчетах учитывает только денежные коммерческие доходы и расходы. Это очень важно с точки зрения риск-менеджмента, связанного с дебиторской задолженностью (особенно если та имеет существенную долю в выручке) и финансовым циклом компании в целом (например, можно попасть в кассовый разрыв с высокой позитивной EBITDA за период).

## 43. КАКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ИСПОЛЬЗУЮТСЯ ДЛЯ ОЦЕНКИ БАНКОВ?

**Основные финансовые показатели для банка:** Return on Average Assets, Return on Average Equity, Net Interest Margin, Loan Loss Provision, Load Growth Rate, Deposit Growth Rate. Также в зависимости от специфики деятельности банка могут использоваться и другие.

**Основной мультипликатор: P/BV (price-to-book value),** где в числителе – капитализация (рыночная стоимость акционерного капитала), в знаменателе – балансовая стоимость акционерного капитала.

## 44. НАЗОВИТЕ ФОРМУЛУ ОЦЕНКИ ФЬЮЧЕРСА

**Оценка фьючерсов** – определение должной величины стоимости фьючерса с учетом возможных рыночных рисков. Расчет стоимости фьючерса осуществляется по следующей формуле:

**FV = S * (1 + (r-d) *T/360),** где

FV — стоимость фьючерсного контракта;
S — рыночная цена актива;
r — банковский процент по депозитам (плюс процент расходов за хранение и транспортировку для случая поставки товара);
T — число дней до окончания срока действия фьючерсного контракта или его закрытия;
d — средний размер дивиденда по акции или процента по облигации.

Данный вопрос можно часто встретить на интервью в IBD и Asset Management (это проще, чем выведение формулы Блэка-Шоулза, но вопрос достаточно математический для большинства кандидатов).

## 45. ПОЧЕМУ БОЛЬШИНСТВО M&A ТРАНЗАКЦИЙ ТЕРПЯТ ФИАСКО С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПОКУПАТЕЛЕЙ?

Есть три фактора, влияющие на общий успех транзакции: **макроэкономический цикл, динамика сделки и ошибки менеджмента.**

1. **Макроэкономический цикл:** большинство сделок совершается при растущем рынке капитала и крайне оптимистичных ожиданиях выручки, доходности и роста компании. В итоге, учитывая цикличность экономики, очень редкие сделки оправдывают оптимистичные ожидания.

## Средний уровень

2. **Динамика сделки:** когда в сделке участвует несколько покупателей, это приводит к аукционной модели образования стоимости и ее завышению. Тут же включается эго менеджмента, которые хотят "победить" конкурентов и управлять более крупной компанией.
3. **Ошибки менеджмента:** часто менеджмент компании-покупателя завышают ожидания по оптимизации компании-цели после покупки и переоценивают взаимный положительный эффект (synergies) от сделки.

## Сложный уровень

### 46. ЧЕМ ОТЛИЧАЕТСЯ ОЦЕНКА ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ ОТ ЧАСТНОЙ?

**1) Оценка публичной компании:**

- DCF метод;
- сравнительный метод:
  - а) По мультипликаторам;
  - б) По схожим сделкам:
- метод по частям (sum of the parts);
- затратный метод:
  - а) чистых активов;
  - б) ликвидационной стоимости.

**2) Оценка частной компании:**

Можно напрямую применить DCF, но так как непонятна стоимость

капитала фирмы (нет котировок), коэффицент бета капитала ищем через **метод pure play beta** (сначала считаем asset beta, потом project beta) – см. CFA 2 Equity. Кроме этого, у владельцев фирмы и у потенциальных покупателей обычно имеются определенные инвестиционные ожидания, которые можно перевести в дисконтную ставку (стоимость капитала). Например, требуемая окупаемость инвестиций в 5 лет - это доходность примерно в 20% годовых (100% / 5).

Затем через DCF считаем стоимость и делаем поправки на:
- ликвидность;
- контроль.

Для венчурных сделок существует **метод venture capital method.**

## 47. КАКИЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ПОДХОДЯТ ДЛЯ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ В НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ? В ТЕЛЕКОММУНИКАЦИЯХ? В РИТЕЙЛЕ?

Основные мультипликаторы стоимости для компаний в названных отраслях:
- **Нефтегаз (Upstream):** EV/proved reserves quantity, EV/EBITDAX, EV / daily production
- **Телекоммуникации:** EV/EBITDA
- **Ритейл:** EV/Sales; EV/EBITDAR

## 48. КАКИЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ МЕТРИКИ ВАЖНЫ В ОЦЕНКЕ КОМПАНИЙ ИЗ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА? ИЗ СЕКТОРА ИНТЕРНЕТ? ИЗ РИТЕЙЛА?
- **Нефтегаз:** добыча/запасы/объем переработки
- **Интернет:** количество пользователей, gross merchandize value
- **Ритейл:** like for like; выручка на кв. метр, кол-во магазинов

# Финансы

Сложный уровень

## 49. ЧТО ТАКОЕ CASH SWEEP И КАК ОН ИСПОЛЬЗУЕТСЯ В СДЕЛКАХ?

**Cash Sweep** - это механизм погашения кредита перед банком, исходя из которого весь свободный денежный поток компании направляется на погашение долга. В этом случае нет четкого графика погашения, всё зависит от генерируемого потока (механизм автоматизируется в финансовой модели компании).

## 50. ВЫДАЛИ БЫ ВЫ КРЕДИТ РОССИЙСКОЙ КОМПАНИИ В РАЗМЕРЕ $10МЛН?

Прежде всего нужно оценить рынок, затем денежные потоки компании, цели кредита и ставку. В самом конце - команду. С точки зрения российской специфики, у компании должен быть стабильный операционный денежный поток, достаточный для финансирования капитальных затрат и процентных выплат с учётом нового долга, комфортная долговая нагрузка не выше 4x по долгу/EBITDA с учётом нового долга.

## 51. В КАКИХ СЛУЧАЯХ МУЛЬТИПЛИКАТОР EV/EBITDA БУДЕТ ВЫШЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРА P/E?

В двух случаях:

**Первый случай:** когда показатели Interest, Taxes, Depreciation and Amortization являются положительными показателями – доходами, а не расходами. Другими словами, EBITDA < Net Income. Два самых распространённых варианта – доход от процентов (interest income) и возврат по налогам (net tax return). Помним, что EBITDA чаще всего рассчитывается "сверху вниз«, поэтому ее не затрагивают строки ниже в ОФР.

**Второй случай:** когда у компании большое количество финансового долга на балансе и большое количество денежных средств, по сравнению с ее рыночной капитализацией (Market Capitalization - рыночная стоимость акционерного капитала).

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **EBITDA** | 1 000 000,00 | | **Market Cap** | 10 000 000 |
| **Interest** | 50 000,00 | | **Debt** | 2 000 000 |
| **Tax** | 150 000,00 | | **CASH** | 1 000 000 |
| **Depreciation** | 100 000,00 | | **EV** | 11 000 000 |
| **Ammortization** | | | | |
| **Net Income** | 700 000,00 | | | |
| | | | | |
| | **Первый Случай** | | | |
| **EBITDA** | 1 000 000,00 | | **Market Cap** | 10 000 000 |
| **Interest** | -50 000,00 | | **Debt** | 2 000 000 |
| **Tax** | -150 000,00 | | **CASH** | 1 000 000 |
| **Depreciation** | 100 000,00 | | **EV** | 11 000 000 |
| **Ammortization** | | | | |
| **Net Income** | 1 100 000,00 | | | |
| | | | | |
| | **Второй Случай** | | | |
| **EBITDA** | 1 000 000,00 | | **Market Cap** | 4 000 000 |
| **Interest** | 50 000,00 | | **Debt** | 5 000 000 |
| **Tax** | 150 000,00 | | **CASH** | 3 000 000 |
| **Depreciation** | 100 000,00 | | **EV** | 6 000 000 |
| **Ammortization** | | | | |
| **Net Income** | 700 000,00 | | | |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **number of shares** | 3000 | | **Market Cap** | 10 000 000 |
| | | | **Debt** | 200 000 |
| **price per share** | 3333,333 | | **CASH** | 1 000 000 |
| **EPS** | 233,3333 | | **EV** | 9 200 000 |
| | | | | |
| **P/E** | 14,28571 | | | |
| **EV/EBITDA** | 11 | | | |
| | | | | |
| **number of shares** | 3000 | | | |
| | | | | |
| **price per share** | 3333,333 | | | |
| **EPS** | 366,6667 | | | |
| | | | | |
| **P/E** | 9,090909 | | | |
| **EV/EBITDA** | 11 | | | |
| | | | | |
| **number of shares** | 3000 | | | |
| | | | | |
| **price per share** | 1333,333 | | | |
| **EPS** | 233,3333 | | | |
| | | | | |
| **P/E** | 5,714286 | | | |
| **EV/EBITDA** | 6 | | | |

## 52. МОЖЕТ ЛИ РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ КОМПАНИИ (MARKET CAPITALIZATION) ПРЕВЫШАТЬ ЕЕ СТОИМОСТЬ (ENTERPRISE VALUE)?

Да, может, если у компании на балансе мало долга, но много денег (помним, что EV = Market Capitalization + Debt - Cash).

| | |
|---|---|
| **Market Cap** | 10 000 000 |
| **Debt** | 200 000 |
| **CASH** | 1 000 000 |
| **EV** | 9 800 000 |

# Финансы

Сложный уровень

## 53. КАК ВЫ ПОСЧИТАЕТЕ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ (ENTERPRISE VALUE) ДЛЯ ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ? НЕПУБЛИЧНОЙ?

**Для публичной:** EV = Market Capitalization + Debt - Cash (сокращенная версия формулы).

**Для непубличной:** сумма дисконтированных денежных потоков (DCF Model).

При этом для расчета справедливой стоимости акции публичной компании используются оба метода оценки.

## 54. КАК ОПРЕДЕЛИТЬ ЦЕНУ ПОКУПКИ ДЛЯ КОМПАНИИ-ЦЕЛИ?

Существует три метода оценки компании в сделках M&A: **DCF, comparables** и **preceding transactions**. Для DCF и comparables нужно совершить два действия:

1. Оценить **«fair value»** компании-цели по модели дисконтированных денежных потоков (DCF) или методом сравнительного анализа (Comparables).
2. Посчитать, **сколько компания-покупатель готова заплатить сверх определенного "fair value" на основе ожидаемых синергий.** Этот элемент будет во многом зависеть от стратегии компании-покупателя, хода и деталей сделки, а также общего состояния на рынке капитала.

Для precedent transactions нужно посмотреть историю сделок в данном секторе для компаний похожего размера (в частности, мультипликаторы EV/Revenue и EV/EBITDA).

# Финансы

Сложный уровень

## 56. ЧТО ТАКОЕ EARN-OUT И КАК ОН ИСПОЛЬЗУЕТСЯ В СДЕЛКАХ M&A?

Earn-out используется в сделках M&A как инструмент мотивации предыдущих владельцев и сглаживания разногласий о будущем компании.

**Пример earn-out'a:** вы, как продавец, получите два миллиона долларов через год после завершения сделки по продаже компании, если она заработает выручку больше 10 миллионов за этот год.

## 57. ЧТО ТАКОЕ ESCROW ACCOUNT? КАКОЕ ОТНОШЕНИЕ ОН ИМЕЕТ К СДЕЛКАМ M&A?

**Escrow** - банковский счет, который используется с целью обеспечения безопасности инвестиционной сделки. Покупатель переводит средства на **escrow account**, а банк отдает эти деньги продавцу по наступлении определенных событий, ранее согласованных продавцом и покупателем.

## 58. ЧЕМ ОТЛИЧАЮТСЯ МЕХАНИЗМЫ LOCKED BOX И COMPLETION ACCOUNTS В СДЕЛКАХ M&A?

**Locked box** - механизм фиксации размера инвестиционной сделки на определенный момент и с учетом определенных показателей баланса на определенную дату. Он предполагает, что стоимость акций определяется сторонами на основании бухгалтерской отчетности компании, сформированной до момента подписания договора купли-продажи, т.е. все корректирующие величины, позволяющие рассчитать окончательную стоимость акционерного капитала компании (Equity Value), известны на момент подписания.

# Финансы

## Сложный уровень

Таким образом, при использовании механизма Locked Box экономические риски приобретаемой компании переходят на покупателя в момент подписания договора купли-продажи акций (фактически на день формирования применимой бухгалтерской отчетности), а юридические риски (правовой титул на акции, отсутствие обременений, надлежащее учреждение компании и проч.) – в момент закрытия сделки.

**Преимущества - продавец:**

- уверенность в цене (переговоры впереди) с меньшей вероятностью споров после завершения;
- меньше основания для удержания цены (хотя покупатели могут все еще искать лазейки для гарантийных / налоговых претензий);
- простота / снижение стоимости - нет процесса завершения счетов;
- конкурирующие предложения можно сравнить на аналогичной основе.

**Недостатки – продавец:**

- применим только в сделках с акциями;
- недавние проверенные счета (или промежуточный аудит) в качестве основы для данного механизма будут более привлекательными для покупателя;
- покупатель может получить большее гарантийное обеспечение в отношении текущей сделки.

**Преимущества – покупатель:**

- если продаваемая компания является прибыльной, знает сумму сделки с даты блокировки;
- простота / снижение транзакционных издержек (как и для продавца);
- менеджмент меньше затронут сделкой, почти не отвлекается от операционных задач.

**Недостатки – покупатель:**

- риск получения более низкой цены с продажи компании (стоимость бизнеса может вырасти на протяжении длительного перерыва между подписанием договора и завершением сделки);
- большая зависимость от результатов финансовой проверки;
- ограниченная защита - т.е. только условия утечки и гарантии; проверка после завершения или корректировка цен;
- нет уверенности в уровне долга / оборотного капитала, который покупатель должен финансировать.

## 59. ПОЧЕМУ ПО ИТОГАМ M&A СДЕЛКИ КАК У ПОКУПАТЕЛЯ, ТАК И У ПРОДАВЦА МОГУТ ВОЗНИКНУТЬ ОТЛОЖЕННЫЕ НАЛОГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА?

Например, увеличение **стоимости активов (asset write-up) порождает ОНО (отложенное налоговое обязательство),** то есть вы начисляете более высокую амортизацию, тем самым в краткосрочном периоде уменьшая расходы на налог на прибыль в бухгалтерском учёте. Но в долгосрочном периоде в налоговом учёте вам все равно придется понести расходы на этот налог.

## 60. КАКИЕ БЫВАЮТ ВИДЫ DUE DILIGENCE В M&A СДЕЛКЕ И КАК ЭТО ПРОЦЕСС ПРОВОДИТСЯ?

На практике выделают **девять основных видов Due Diligence**:

1. **Стратегический DD:** верхнеуровневый анализ проекта, определение его привлекательности для входа и потенциала для выхода. Для этого находим ответы на следующие вопросы: 1) Для чего мы проводим эту сделку? Она коммерчески привлекательна? 2) Если да, то как мы можем реализовать её target value? Если нет, то какие цели (политические / пожелания акционеров) мы преследуем?

# Финансы

## Сложный уровень

2. **Юридический DD:** анализ учредительных документов; зависимых, дочерних, иных обществ; корпоративного управления; уставного капитала, анализ прав собственности на активы (земли, недвижимости, основных средств, интеллектуальной собственности), анализ договорной базы (займы, гарантии, векселя, обязательства), анализ судебных споров и анализ специального регулирования (антимонопольного, лицензирования, отраслевого (лицензирование/тех. регулирование)).
3. **Финансовый DD** (зачастую, говоря о DD, думают о финансовом типе, хотя он не является единственным): определение рисков, скрытых в финансовой, бухгалтерской, управленческой отчётности, для определения сведений о доходности компании, её финансовой устойчивости и перспектив развития. Включает следующие разделы: анализ состава и структуры компании (группы); анализ основных средств и капитальных вложений; анализ оборотного капитала; анализ финансовых вложений; анализ финансовых результатов.
4. **Налоговый DD:** оценка качества системы подготовки налоговой отчётности и определения налоговых рисков. Включает следующие разделы: анализ налоговой отчётности; прошлых проверок налоговых органов; анализ состояния расчётов по бюджетам с НП, НДС, НДФЛ, НИ, иным налогам и социальным взносам; анализ налоговых убытков, переносимых на будущее; анализ обоснованности налоговых льгот, кредитов, субвенций, государственных кредитов; анализ контролируемых сделок и иностранных компаний, использования ДИДН; анализ налогового структурирования, в т.ч. спецрежимов; анализ используемой налоговой специализации; анализ вероятности предъявления претензий со стороны ФНС, риски доначисления налогов.
5. **Операционный DD:** оценка компании на предмет "зрелости" операционной инфраструктуры компании-цели.

# Финансы

## Сложный уровень

Включает следующие разделы: анализ регламентов, процедур, стандартов и инструкций (ERM, сертификация ISO, применение подходов Lean Management, TQM, Six Sigma, Lean Manufacturing); анализ системы KPI; анализ логичности решений и анализ системы GR/PR компании.

6. **Маркетинговый DD:** понимание рынка, на котором оперирует продукт/услуга с точки зрения его настоящего и будущего состояния. Включает следующие разделы: анализ рынка продукта/услуги; анализ конкуренции (PESTEL, SWOT); анализ продукта/услуги компании-цели и её конкурентного преимущества; анализ потенциальных клиентов; анализ стоимости "пропускного билета" (входа на рынок); анализ смены профиля фирмы.
7. **Технологический DD:** выявление технических и технологических особенностей деятельности компании, её ключевых "узких" ниш, возможностей капитальной инфраструктуры и внедрения инноваций. Включает следующие разделы: производственно-промышленный DD, строительно-технический через обследование зданий/сооружений; научно-исследовательский и опытно-конструкторский DD.
8. **Кадровый DD:** анализ трудовых отношений на предмет соответствия законодательству и анализ управленческой, производственной и прочих команд.
9. **IT-DD:** оценка зрелости IT-процессов и информационной инфраструктуры для объединения IT-ландшафтов. Включает следующие разделы: анализ IT-инфраструктуры, управления IT-системами, обеспечения непрерывности, управления мощностями, информационной безопасности, используемых программных продуктов и систем внутреннего контроля.

Дополнительно следует выделить **Экологический DD**: минимизация рисков, связанных с загрязнением окружающей среды.

Включает следующие разделы: анализ видов деятельности, подпадающих под экологическую гос. экспертизу; анализ соответствия деятельности законодательству РФ; анализ рисков стихийных бедствий.

**Результатом** проведения всех типов DD является:

1. определение рисков
2. составление рекомендаций (отказ, раунды переговоров, продвижение вперед)
3. DD отчёт

Не все виды Due Diligence имеют равный вес (и вообще релевантность в каждой сделке) в финальном заключении.

Подробнее о проведении DD в сделках M&A можно узнать в курсе **"Инвестиционные сделки и M&A в России"**

https://sfcourses.com/deals

## 61. НАЗОВИТЕ НЕСКОЛЬКО ОСНОВНЫХ УСЛОВИЙ ИЗ TERM-SHEET'А В СДЕЛКЕ M&A

Основные условия TS:

- **Liquidation preference.** Купили 30 процентов компании за 100 рублей. Продали 30 процентов компании по оценке 250 рублей за 100% капитала. Получите обратно, как минимум, 100 рублей, а не 75 (250*0.3). Защита инвесторов от размытия долей в случае нового, менее удачного раунда инвестиций, с точки зрения оценки компании.
- **Anti-Dilution (например weighted average).** Привлекли 200 рублей по 2 рубля за акцию. Следующая стадия финансирования - еще 100 рублей по 1 рублю за акцию. Соответственно, инвесторы первого этапа имеют право конвертировать свои предотвращающие размывание инструменты по цене, скорректированной с учетом средневзвешенного значения, – т.е. 1,5 рубля за акцию.

# Финансы

## Сложный уровень

- **Drag-Along.** Если 51 % акционеров решили продать свои доли, остальные обязаны присоединиться.
- **Tag-Along.** Основатель решил продать долю. Миноритарии имеют право продать свои доли вместе с ним.

## 62. ПОЧЕМУ КАПИТАЛЬНЫЕ ЗАТРАТЫ СОЗДАЮТ АКТИВЫ НА БАЛАНСЕ, А ДРУГИЕ ЗАТРАТЫ (ЗАРПЛАТА, НАЛОГИ, АРЕНДА) – НЕТ?

Активы, по своему определению, согласно МСФО, являются ресурсами, контролируемыми организацией, от которых ожидается будущая экономическая выгода. При этом расходами считаются действия по уменьшению экономической выгоды компании в течение учетного периода (для целей получения выручки) в форме оттока /уменьшения стоимости активов либо возникновения дополнительных обязательств.

Согласно данным определениям, капитальные затраты (CapEx) не уменьшают экономические выгоды субъекта учета. Кроме того, транзакция по покупке активов не отображается в отчете о финансовых результатах (ОФР). Арендные платежи, выплата зарплат, уплата налогов не попадают под определение активов и, соответственно, являются реальными расходами организации (критерий контроля).

**Пример с арендными платежами:** в случае, если здание не контролируется субъектом, - это расходы, а в случае контроля здания их можно отнести к затратам на техническое обслуживание (maintenance cost), которые при определенных условиях могут быть капитализированы.

## 63. НАЗОВИТЕ ТРИ ОСНОВНЫЕ ФОРМЫ ОТЧЕТНОСТИ И РАССКАЖИТЕ, КАК ОНИ МЕЖДУ СОБОЙ СВЯЗАНЫ

На практике, в основном, используют следующие формы отчётности: **отчет о финансовых результатах (Income Statement/Profit and Loss Statement - ОФР), отчет о движении денежных средств (Cash Flow Statement - ОДДС) и баланс (Balance Sheet).**

Финансовый анализ или построение отчетности нужно начинать именно с отчета **о финансовых результатах (ОФР).**

- **Cash Flow Statement** «корректирует» некоторые счета ОФР, показывает все источники денежных средств компании, а также помогает формировать балансовый отчет (если построен косвенным методом и отсутствует информация в виде оборотно-сальдовой ведомости или "самолетиков"). После изучения отчета о финансовых результатах рекомендуется сразу переходить к анализу отчета о движении денежных средств и только потом останавливаться на балансе.
- **Балансовый отчет (Balance Sheet)** – форма, которая показывает финансовое состояние дел компании (активы и пассивы) на определенную дату («фотофиниш»).
- **ОФР** заканчивается чистой прибылью, с неё же начинается ОДДС, который заканчивается балансом денежных средств на конец отчетного периода. Затем отчет о финансовых результатах и отчет о движении денежных средств «закрываются» в балансовую отчетность в конце финансового периода.

Подробнее о формах отчётности в нашем видео https://www.youtube.com/watch?v=PUCZoCtVCa0&t=291s

## 64. ЧЕМ ОТЛИЧАЮТСЯ ПРЯМОЙ И КОСВЕННЫЙ МЕТОДЫ ПОСТРОЕНИЯ ОТЧЕТА О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ (CASH FLOW STATEMENT)?

В мировой практике для построения ОДДС используется **тип indirect (косвенный),** так как он несет в себе больше информации и позволяет «связать» другие две формы отчетности. В отчёте о движении денежных средств, составленном прямым методом,

раскрываются пути получения денежной прибыли и степень её взаимосвязи с реализованной продукцией. Если рассматривать организацию в долгосрочном срезе, такой способ позволяет сделать вывод о её ликвидности.

Схематично составление ОДДС ПРЯМЫМ МЕТОДОМ выглядит следующим образом:

**Остаток денежных на начало период + Чистый операционный денежный поток + Чистый инвестиционный денежный поток + Чистый финансовый денежный поток**

Однако, если владелец компании хочет выявить определенные закономерности между поступлением чистой прибыли и изменениями в оборотном капитале, следует применять косвенный метод. Разница с прямым методом заключается в том, что сначала требуется найти чистую прибыль предприятия, а затем к ней прибавить (или вычесть из неё, в зависимости от текущей ситуации в компании) изменения в активах и краткосрочных обязательствах, возникшие в отчетном периоде, а также затраты, которые не влекут за собой изменения денежного потока (например, амортизацию).

Схематично ОДДС КОСВЕННЫМ МЕТОДОМ выглядит так:

**Чистая прибыль + Расходы на амортизацию активов - Прибыль за счёт продажи активов + Убыток за счёт продажи активов +/- другие корректировки - Увеличение статей оборотных активов + Уменьшение статей оборотных активов + Увеличение счетов текущих пассивов - Уменьшение счетов текущих пассивов + Чистый инвестиционный денежный поток + Чистый финансовый денежный поток**

Таким образом, видно, что основное различие между методами построения ОДДС кроется **в презентации операционного денежного потока.**

## 65. ЧТО ТАКОЕ ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ?

**Оборотный капитал** – это разница между оборотными активами и оборотными обязательствами – то есть, та часть операционных активов, которая не финансируется текущими обязательствами; те деньги, которые компания должна вкладывать в свою деятельность, чтобы расти в краткосрочной перспективе. **Оборотный капитал** - те активы, которые компания не может продать и выплатить полученные от продажи деньги в виде дивидендов, так как такое действие быстро приведет к кассовому разрыву.

Крупные компании стремятся к тому, чтобы **иметь минимальный оборотный капитал:** то есть, чтобы оборотные активы преимущественно финансировались не деньгами акционеров, а поставщиками и другими бизнес-партнерами.

## 66. МОЖЕТ ЛИ КОМПАНИЯ ИМЕТЬ ПОЗИТИВНЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ, НАХОДЯСЬ ПРИ ЭТОМ НА ГРАНИ КРАХА?

Да, может. Например, если она копит убытки в кредиторской задолженности (т.е. не оплачивает начисленные ранее в ОФР понесенные расходы). В таком случае, с точки зрения денежного потока, компания будет выглядеть здоровой (денежные притоки будут превышать оттоки), но в реальности ее обязательства будут копиться быстрее активов, что, в конце концов, приведет к дефолту по кредитам и к банкротству.

## 67. МОЖЕТ ЛИ КОМПАНИЯ ИМЕТЬ ЧИСТУЮ ПРИБЫЛЬ, НО ПРИ ЭТОМ ОБАНКРОТИТЬСЯ?

Да, может. Нужно понимать, что **чистая прибыль - это финансовый результат компании,** оценка ее деятельности за отчетный период.

Чистая прибыль редко равна реальному движению денег, связанному с операционной деятельностью компании. Например, если в выручке компании большая составляющая - дебиторская задолженность (т.е. клиенты не оплатили заказ деньгами, являются должниками), чистая прибыль это не отобразит. При этом у компании может не быть денег, чтобы расплатиться по обязательствам (например, оплатить накопившиеся проценты по кредитам), что приведет ее к дефолту и, возможно, банкротству за весьма короткое время.

## 68. ПОЧЕМУ УВЕЛИЧЕНИЕ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ (ДЕБИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ, ЗАПАСЫ, РАСХОДЫ БУДУЩИХ ПЕРИОДОВ И Т.Д.) ОБОЗНАЧАЮТСЯ СО ЗНАКОМ МИНУС В ОТЧЕТЕ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ?

Основное правило звучит следующим образом: **так как активы обмениваются на денежные средства при их покупке, отток денег записывается со знаком минус в отчете о движении денежных средств (ОДДС).**

Когда компания покупает запасы, баланс запасов увеличивается, а баланс денег на счету уменьшается (дт Запасы, кт Денежные средства).

Когда компания оплачивает услуги авансом (такое часто встречается, особенно в проектной работе с маркетологами, дизайнерами, IT-специалистами и т.п.), она расходует деньги и получает взамен актив (дт Расходы будущих периодов, кт Денежные средства). Если увеличивается дебиторская задолженность, в ОДДС, построенном косвенным методом, также ставится знак минус напротив этой строки. И хотя компания реально не отдает деньги клиентам, она эффективно финансирует покупки тем, что соглашается на получение денежных средств после совершения транзакций.

Таким образом, в ОДДС, построенном косвенным методом, происходит корректировка выручки (ведь ОДДС в данном случае начинается либо с чистой прибыли, либо с доналоговой прибыли, т.е. связан с ОФР) через упоминание изменений в балансе дебиторской задолженности.

В общем и целом, **увеличение в операционных/оборотных активах** (да и вообще в активах в целом) ведет **к уменьшению денежных средств на балансе, а увеличение операционных/оборотных обязательств - к экономии или увеличению денежных средств на балансе** (компания либо реально получает деньги, например, при получении кредитов, либо откладывает платежи по накопившимся расходам на будущее, накапливая их на балансе, например, в кредиторской задолженности).

## 69. В ЧЕМ РАЗНИЦА МЕЖДУ МЕТОДОМ НАЧИСЛЕНИЯ И КАССОВЫМ МЕТОДОМ?

**Учет методом начисления (accrual basis)** – бухгалтерская «философия», которая ведет финансовый учет на основе экономических изменений в финансовом состоянии компании (иными словами, движении счетов, а не движении денег). Этот метод является самым распространенным среди компаний в мире.

**Кассовый метод учета (cash basis accounting)** основан на движении денежных средств. Этот метод является наименее точным с экономической точки зрения, хотя и лучше показывает реальные движение денег.

В чем **проблемы кассового метода** с точки зрения финансового учета?

- Риск упустить фиксацию обязательств на балансе (например, кредиторская задолженность);
- Непоследовательность с точки зрения финансового анализа (переоцененная/недооцененная выручка и прибыль в периодах);
- Некорректная презентация активов (они будут недооценены, так как переоценка активов признается лишь в accrual basis accounting).

## 70. НАЗОВИТЕ НЕСКОЛЬКО ПРИНЦИПОВ ФИНАНСОВОГО УЧЕТА

1. **Принцип соответствия (Matching Principle):** говорит о том, что издержки за период должны сопоставляться с зарабОтанной за период выручкой. Именно в связи с этим принципом возникает разночтение между движением денег и финансовым результатом компании в периоде: выручка признается в соответствии с понесенными затратами, т.е. выручка – это не то же самое, что денежные поступления. Этот принцип является основой метода начислений (accrual basis accounting).
2. **Принцип признания дохода (Revenue Recognition Principle):** смысл в том, что компания должна признавать доход лишь в том случае, когда вероятность завершения транзакции (сделки, продажи), т.е. получения денег от клиентов, достаточно высока. Например, авиакомпании признают выручку не когда пассажир покупает билет, а тогда, когда самолет с пассажиром успешно совершает посадку.
3. **Принцип периодизации (Time Period Principle):** финансовый учет должен вестись за определённый промежуток времени, беспрерывно и без сдвигов дат (отсюда выражение "отчетный период"). Как правило, отчетный период – это календарный год (с 1 января по 31 декабря), но иногда бывают исключения, связанные со спецификой бизнеса.

Так, у ритейлеров обычно большое количество возвратов происходит после новогодних праздников, поэтому I квартал у них начинается 1 апреля, а последний заканчивается 31 марта, чтобы ребалансировка результатов происходила в одном отчетном периоде.

4. **Допущение о действующем предприятии (Going Concern Assumption):** допускается, что компания не станет банкротом в ближайшее время и ее отчетность отображает реальное положение дел (и действительную стоимость активов на балансе).
5. **Принцип начисления (Accrual Principle):** бухгалтерские транзакции должны записываться в период, когда они были совершены экономически, а не когда были получены/отправлены деньги.

## 71. ЧТО ТАКОЕ ДВОЙНАЯ ЗАПИСЬ В БУХУЧЕТЕ? ПРИВЕДИТЕ ПРИМЕРЫ

**Двойная запись в бухучете** - форма записи транзакции в журнале транзакций. Данный вид записи транзакций появился еще в средние века и с тех пор не претерпел значительных изменений.

Для записи транзакций используются знаки **Дебет и Кредит, сумма которых в любой транзакции должна быть равной** (также в любой транзакции есть дебеты и кредиты).

**Пример транзакции закупки запасов в кредит (без учета НДС):**

Дт Запасы, Кт Кредиторская задолженность

**При погашении задолженности используется транзакция:**

Дт Кредиторская задолженность, Кт Денежные средства

## 72. ЧТО ТАКОЕ ГУДВИЛЛ?

**В бухгалтерском учете гудвилл (Goodwill)** - это размер переплаты покупателя компании за ее чистые активы.

Гудвилл обычно **возникает в сделках слияний и поглощений (M&A),** так как сумма сделки чаще всего превышает балансовую стоимость чистых активов компании (пусть даже скорректированную в процессе сделки в Pro-forma Balance Sheet). Эта ситуация возникает по разным причинам, но в основном из-за ожидаемых покупателем синергий в результате интеграции купленной компании в его общую структуру активов. Получается, покупатель выплачивает денежную сумму размером больше баланса активов, которые получает взамен, из-за чего образуется дисбаланс (например, продавец получает 100 млн за активы, чья балансовая стоимость составляет 80 млн.).

При прочих равных условиях общий размер активов покупателя перестает балансировать с его пассивами, что нарушает **основное бухгалтерское равенство:**

АКТИВЫ = ОБЯЗАТЕЛЬСТВА + КАПИТАЛ ВЛАДЕЛЬЦЕВ

У покупателя технически есть два способа уравновесить баланс:

1. записать разницу между ценой покупки и стоимостью чистых активов в расходы (так, к концу отчетного периода уменьшится нераспределенная прибыль компании и баланс будет сбалансирован) или
2. записать разницу как нематериальный актив.

Так как гудвилл, по правилам бухгалтерских стандартов (МСФО), проходит "тест на капитализацию" (т.е. может быть записан в отчетности не как расход, а капитализироваться как актив), он ставится на баланс покупателя как актив.

Также, по правилам учета, гудвилл не амортизируется как другие нематериальные активы, а тестируется аудиторами минимум раз в финансовый год на обесценение (в случае признаков обесценения гудвилл частично или полностью списывается в расходы в отчете о финансовых результатах). Таким образом, гудвилл существует лишь для того, чтобы не нарушать фундаментальное бухгалтерское равенство. Иногда в практике оценки бизнеса происходит корректировка стоимости компании под гудвилл.

## 73. ЧТО ПРОИЗОЙДЕТ В ОТЧЕТЕ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ (INCOME STATEMENT) К КОНЦУ ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА, ЕСЛИ КОМПАНИЯ УВЕЛИЧИТ ЗАПАСЫ В ЕГО НАЧАЛЕ?

При прочих равных увеличение баланса запасов в начале периода никак не повлияет на ОФР. Себестоимость, связанная с запасами, признается лишь тогда, когда они реализуются (т.е. продаются). Исключение из правил: в случае покупки запасов в кредит (тогда появляются проценты по кредиту, которые записываются в себестоимость при дальнейшей реализации).

Помним фундаментальную формулу:
**Себестоимость реализованных товаров (COGS) = Начальный баланс запасов + Закупки - Конечный баланс запасов**

## 74. В ЧЕМ ОТЛИЧИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ОТ ДОХОДОВ БУДУЩИХ ПЕРИОДОВ?

**Дебиторская задолженность** - долг клиентов компании по предоставленным услугам (проданным товарам). Она возникает тогда, когда человек/компания получает услуги/товары,

но оплачивает их не сразу (выручка признается в конкретный момент, а деньги поступают от клиента позднее).

**Доходы будущих периодов** - по сути, авансы, полученные от клиентов (человек/компания платит сейчас, получает услугу/товар позже). Данные поступления записываются как долг компании перед покупателем, который конвертируется в выручку тогда, когда услуги/товары предоставляются клиенту (например, когда самолет, на борту которого находится покупатель авиабилета, успешно приземляется в месте назначения).

И дебиторская задолженность, и доходы будущих периодов - **способы формирования выручки для компании** (оставшийся способ - оплата услуги/товара в моменте - point of sale).

## 75. ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ ЗАПАСОВ КОМПАНИИ УПАЛА. ЭТО ХОРОШИЙ ЗНАК ИЛИ ПЛОХОЙ?

Оборачиваемость запасов - показатель того, как быстро компания обычно продает партию товаров.

При прочих равных, **чем короче срок, тем лучше (меньше шансов того, что товар испортится или будет украден со склада).** Таким образом, если оборачиваемость запасов упала, при том, что ассортимент не изменился, это хороший знак для компании.

Однако если компания стала продавать премиальные товары с высоким чеком, ухудшение показателя общей оборачиваемости ожидаемо. Улучшить оборачиваемость можно, например, более низкими ценами либо за счет кредитования покупок (формирования дебиторской задолженности).

## 76. ПРИВЕДИТЕ ПРИМЕРЫ БУХГАЛТЕРСКИХ ТРАНЗАКЦИЙ, КОТОРЫЕ УМЕНЬШАЮТ СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ КОМПАНИИ

Некоторые транзакции, уменьшающие размер счетов собственного капитала компании:

1. **Выкуп собственных акций с биржи** (уменьшаются денежные средства в активах и увеличивается счет контркапитала - Казначейские акции).
2. **Начисление дивидендов** (уменьшается нераспределенная прибыль, увеличивается кредиторская задолженность).
3. **Списание активов** (уменьшается нераспределённая прибыль, уменьшается баланс активов).
4. **Продажа казначейских акций по цене ниже цены приобретения** (увеличивается баланс денежных средств, уменьшается баланс казначейских акций и баланс эмиссионного дохода - для ООО это добавочный капитал).
5. **Неблагоприятное изменение курсовых разниц для финансовых вложений** (уменьшается добавочный капитал и баланс финансовых вложений в активах).

## 77. КОМПАНИЯ КУПИЛА АВТОМОБИЛЬ В КРЕДИТ В НАЧАЛЕ ПЕРИОДА. РАССКАЖИТЕ, КАК ЭТА ПОКУПКА ПОВЛИЯЕТ НА ВСЕ ФОРМЫ ОТЧЕТНОСТИ В НАЧАЛЕ И В КОНЦЕ ПЕРИОДА.

Рассмотрим ситуацию пошагово. В начале периода (сразу же после покупки) **увеличится баланс активов и обязательств**. К концу периода произойдут следующие изменения:

- **В отчете о финансовых результатах (ОФР)** появятся амортизация основных средств и проценты по кредиту (при этом, если компания работает на ОСНО, происходит экономия на налоге на прибыль, так как дополнительные расходы негативно влияют на налоговую базу). Чистая прибыль уменьшится.
- **В отчете о движении денежных средств (ОДДС)** появится строка "капитальные затраты" в разделе "Денежные потоки от инвестиционной деятельности" и строка "Привлечение кредитов" в разделе "Денежные потоки от финансовой деятельности".
- **На балансе** компании увеличатся (нетто) активы и пассивы (обязательства увеличатся, а капитал уменьшится из-за более низкой чистой прибыли, но общая дельта будет позитивной).

## 78. ПРИВЕДИТЕ ПРИМЕРЫ КОМПАНИЙ С ОТРИЦАТЕЛЬНЫМ ДЕНЕЖНЫМ ЦИКЛОМ (CASH CONVERSION CYCLE)

Классические примеры **компаний с отрицательным денежным циклом** (отрасли e-Commerce/FMCG /Telecom/, Advertising):

Amazon, British American Tobacco, Lufthansa, China Telecom, Verizon, eBay, WPP, Omnicom.

## 79. ЕСЛИ БЫ ВАМ НА ВЫБОР ДАЛИ ЛИШЬ ОДНУ ФОРМУ ОТЧЕТНОСТИ КОМПАНИИ, КАКУЮ ВЫ БЫ ВЫБРАЛИ?

В случае, когда на выбор дается лишь одна форма, лучше всего выбирать **отчет о движении денежных средств (ОДДС - Cash Flow Statement).**

Всем известно, что деньги важнее всего (cash is king). Для понимания краткосрочной устойчивости компании и оценки ее коммерческой деятельности хорошо подходит анализ движения денежных средств, который дает всю информацию по движению денег за отчетный период, связанный с операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью. В данном случае, если операционная деятельность приносит компании достаточно денег для финансирования инвестиционной деятельности (т.е. поступления превышают выбытия), это хороший знак. При прочих равных, компания не нуждается в таком случае во внешнем финансировании.

Если же выбытия денежных средств, связанные с инвестиционной деятельностью, превышают поступления, то компания зависит от внешних денежных вливаний **либо со стороны владельцев (выпуск акций/долей), либо со стороны кредиторов (займы и кредиты).**

Если же операционная деятельность компании расходует ее деньги (то есть компания теряет деньги в результате ежедневных операций), она находится в тяжелом положении. В данном случае, если финансирование остановится даже на непродолжительное время, **компания может обанкротиться** (деньги быстро закончатся, а долги останутся).

## 80. В КАКИХ ИНДУСТРИЯХ ОТРИЦАТЕЛЬНЫЙ ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ ЯВЛЯЕТСЯ ПРИЗНАКОМ ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ И ПОЧЕМУ?

Примеры индустрий, где отрицательный оборотный капитал — это норма:

1. **Розничная торговля.** Продавцы получают товар для продажи авансом и погашают задолженность по нему только после продажи. Агрессивная торговля и рост оборотов влекут накопление кредиторской задолженности по авансам поставщиков, что приводит к превышению краткосрочных обязательств над оборотными активами. Такая стратегия позволяет не кредитовать поставщиков, что является критерием успеха в деле управления оборотным капиталом.
2. **Производство продукции под заказ.** Вместе с получением заказа фирма-изготовитель получает авансом деньги на закупку материалов для изготовления продукции. В этом случае отсутствует кредитование заказчика, что является критерием успешности в деле управления оборотным капиталом.
3. **Онлайн торговля,** например, Amazon.

## 81. КАКИЕ УСЛОВИЯ, СОГЛАСНО МСФО, ДОЛЖНЫ БЫТЬ ВЫПОЛНЕНЫ, ЧТОБЫ ЗАТРАТЫ ИЗ ОТЧЕТА О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ МОЖНО БЫЛО КАПИТАЛИЗИРОВАТЬ?

**Капитализация затрат** - процесс классификации расходов в качестве активов (вместо списания в ОФР они записываются в ОДДС в инвестиционную деятельность и ставятся на баланс, а после этого постепенно амортизируются).

Для разных активов существуют различные критерии капитализации затрат.

**Для нематериальных активов**, согласно международному стандарту IAS 38, есть возможность капитализировать только затраты в фазе разработки. Разработка - применение исследовательских открытий или других знаний в виде плана или дизайна для производства новых или улучшенных материалов, устройств, продуктов, процессов, систем или услуг до начала коммерческого производства или использования.

Капитализация таких затрат возможна при соблюдении всех следующих **условий:**

- техническая осуществимость завершения нематериального актива, чтобы он был доступен для использования или продажи;
- намерение завершить нематериальный актив и использовать его или продать;
- возможность завершить нематериальный актив и использовать его или продать;
- нематериальный актив, вероятно, будет генерировать экономические выгоды в будущем;
- наличие адекватных технических, финансовых и других ресурсов для завершения разработки и использования или продажи нематериального актива;
- способность реально оценивать расходы, связанные с нематериальным активом в ходе его разработки.

**Для основных средств (PP&E),** согласно международному стандарту IAS 16, все затраты, которые относятся к производству каких-либо объектов, относящихся к PP&E, капитализируются. При этом важно отличать ремонт от реальных улучшений материальных активов. Если затраты ведут к увеличению экономических выгод в будущем, они капитализируемы.

**Пример:**

- Ускорение производственного цикла
- Уменьшение количества бракованных изделий
- При годовых проверках PP&E (например, самолеты)

Также затраты на удаление и выбытие объектов PP&E могут быть капитализированы. Возникают случаи, когда компании вынуждены из-за требований законодательства или других обязательств убрать объекты основных средств и привести площади в изначальное состояние. Примеры: убрать машины с земли, не находящейся в собственности субъекта или выбытие объектов ядерной энергетики.

По факту данное обязательство уже возникает в момент покупки или создания объекта. Соответственно, экономически затраты должны быть привязаны к полезному сроку использования объекта (будущие расходы должны быть дисконтированы на день становления PP&E на баланс). Будущие затраты будут капитализированы и в дальнейшем будут амортизироваться, как и все материальные активы.

В случае расхождения финансового и налогового учета существует возможность капитализации расходов по налогам на балансе в виде **налогов будущих периодов (deferred taxes).**

## 82. КАКИЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ПРОБЛЕМНЫХ ДОЛГОВ (ПРОСРОЧЕННАЯ ДЕБИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ) ИСПОЛЬЗУЮТСЯ НА ПРАКТИКЕ?

Основные методы оценки проблемной дебиторской задолженности:

1. **Балансовый метод.** Принимается стоимость дебиторской задолженности, учитываемой в документах (договоры, акты, счета).

2. **Метод дисконтирования.** Дебиторская задолженность оценивается с учетом времени ее погашения и стоимости денег во времени.
3. **Метод с применением оценки риска невозврата долгов.** Дебиторская задолженность оценивается с учетом финансово-экономического состояния дебиторов, с учетом наличия просрочки по погашению задолженности.
4. **Метод кредитной стоимости.** Дебиторская задолженность оценивается как выданный контрагентам кредит. Применяются аналогичные или среднеотраслевые банковские процентные ставки для оценки стоимости дебиторской задолженности.

## 83. КАК ОТОБРАЖАЕТСЯ СПИСАНИЕ ЗАПАСОВ В ОТЧЕТНОСТИ КОМПАНИИ?

Списание запасов в учете происходит **в трех случаях:**
1. при реализации готовой продукции;
2. при списании порчи и брака;
3. при переоценке стоимости запасов в меньшую сторону.

**Реализация готовой продукции** отражается проводкой:

Дт "Себестоимость" - Кт "Готовая продукция"

**Списание порчи и брака в пределах норм естественной убыли** отражается проводкой:

Дт "Себестоимость" - Кт "Готовая продукция"

**Списание порчи и брака сверх норм естественной убыли** отражается проводкой:

Дт "Недостачи и потери от порчи ценностей" - Кт "Запасы"
(готовая продукция, сырье, материалы)

**Переоценка запасов в меньшую сторону от первоначальной стоимости** отражается проводкой:

**Дт "Прочие расходы" - Кт "Запасы" (готовая продукция, сырье, материалы)**

## 84. В ЧЕМ ПРЕИМУЩЕСТВА ФИНАНСОВОГО ЛИЗИНГА ПЕРЕД ОПЕРАЦИОННЫМ? НЕДОСТАТКИ?

**Операционный лизинг (operating lease),** по сути, является арендой актива (например, автомобиля), а **финансовый (capital lease**) - ипотекой (каждый платеж содержит часть, идущую на погашение тела долга).

В обоих случаях владельцем актива (объекта лизинга) является лизинговая компания - лизингодатель. Таким образом, по истечении срока лизинга в первом случае лизингополучатель отдает актив обратно лизинговой компании (который ей изначально и принадлежит), а во втором - лизингополучатель становится владельцем актива (после внесения последнего платежа).

Операционный лизинг при прочих равных дешевле финансового. Однако операционный лизинг негативно влияет на EBITDA компании (по сути, rent expense, входящий в SG&A, что выше EBITDA), тогда как платежи по финансовому лизингу находятся ниже EBITDA (проценты - ниже операционной прибыли в ОФР, а погашение тела долга находится в разделе денежных потоков от финансовой деятельности в ОДДС).

Кроме этого, финансовый лизинг во многих случаях позволяет ставить актив на баланс лизингополучателя, позволяя тому начислять амортизацию в ОФР (как правило, методом ускоренного уменьшаемого остатка - accelerated declining balance),

что дает существенно сэкономить на налоге на прибыль компаниям, работающим на налоговой системе ОСНО. **С 2019 года операционный лизинг всегда классифицируется как финансовый** в отчетностях, составляемых согласно МСФО.

## 85. КОМПАНИЯ УЗНАЛА, ЧТО ОНА МОЖЕТ КАПИТАЛИЗИРОВАТЬ ИЗДЕРЖКИ, СВЯЗАННЫЕ С НИОКР, И РЕШИЛА ИХ КАПИТАЛИЗИРОВАТЬ. КАК ЭТО ПОВЛИЯЕТ НА ЕЕ EBITDA? ЧИСТУЮ ПРИБЫЛЬ? СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК? ОЦЕНКУ?

- **EBITDA не изменится.** Так как процентные платежи и амортизация не влияют на этот показатель.
- **Чистая прибыль увеличится.** Так как проценты не будут отражены в расходах.
- **Свободный денежный поток останется неизменным.** Так как проценты в составе расходов уменьшают денежный поток от операционной деятельности, а проценты в составе капиталовложений увеличивают капитальные затраты.

*Первый показатель участвует в расчете свободного денежного потока **как уменьшаемое**. Второй показатель участвует в расчете свободного денежного потока **как вычитаемое.**

**При оценке компания будет оценена выше**, т.к. капитализированные проценты увеличат стоимость активов и чистую прибыль фирмы.

## 86. ЧТО ТАКОЕ EQUITY METHOD? КОГДА И КАК ОН ИСПОЛЬЗУЕТСЯ ДЛЯ ПРИЗНАНИЯ ДОЛЕЙ ОДНОЙ КОМПАНИИ В ДРУГИХ КОМПАНИЯХ?

**Equity method (метод долевого участия)** используется для консолидации ассоциированных предприятий в консолидированном отчете компании по МСФО. Применяется тогда, когда одна компания владеет другой долями в размере от 20 до 50% от уставного капитала, не являясь при этом контролирующим лицом.

В данном случае в консолидированной отчётности после элиминирования **межфирменной сделки (intercompany transactions)** не происходит переноса активов и обязательств ассоциированной компании на баланс компании-инвестора, а доля участия в капитале такой компании ставится как актив на баланс компании-инвестора.

При этом прибыли или убытки данного предприятия напрямую переходят в консолидированный отчет о прибылях и убытках с корректировкой на долю владения компании-инвестора. Прибыль или убыток периода увеличивает или уменьшает балансовую стоимость данного актива на балансе компании-инвестора, при этом получаемые дивиденды всегда ее уменьшают. Детально об этом рассказывается в международном стандарте IAS 28.

## 87. ЕСЛИ БЫ ВЫ БЫЛИ ФИНАНСОВЫМ ДИРЕКТОРОМ КОМПАНИИ, ЧТО БЫ МЕШАЛО ВАМ СПАТЬ ПО НОЧАМ?

Несколько вещей, которые обычно беспокоят финансовых директоров компаний:

1. Реальная угроза уголовного преследования (соучастие в незаконных операциях).
2. Нехватка ликвидности на выплату заработной платы.
3. Конфликты в коллективе.

## Средний уровень

### 88. КАКИЕ МЕТОДЫ АМОРТИЗАЦИИ ДОЛГОСРОЧНЫХ АКТИВОВ СУЩЕСТВУЮТ?

На практике используют **три метода амортизации активов** (материальных и нематериальных):

1. линейный способ (Linear Amortization),
2. способ уменьшаемого остатка (Declining Balance)
3. способ списания стоимости пропорционально объему.

Самый распространенный и простой способ расчета - **линейный.** Для объектов финансового лизинга обычно используется способ уменьшаемого остатка, причем нередко - ускоренная амортизация (это имеет смысл для экономии на налоге на прибыль).

***В отрасли природных ископаемых (**Metals & Mining, Oil & Gas) обычно используется способ списания стоимости пропорционально объему (имеет название на английском - Depletion Method).

## Сложный уровень

### 89. КАКИЕ МОДЕЛИ ОЦЕНКИ АКТИВОВ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВ МОЖЕТ ИСПОЛЬЗОВАТЬ КОМПАНИЯ СОГЛАСНО МСФО?

МСФО для оценки активов и обязательств используют **концепцию справедливой стоимости** (Fair Value - IFRS 13 «Оценка справедливой стоимости»), которая определяется как цена, которая была бы получена при продаже данного актива или уплачена при передаче обязательства на текущих рыночных условиях на организованном рынке между участниками рынка на дату оценки.

Далее выбираем **релевантный подход к оценке** из трех следующих:

1) Рыночный:

а) рыночные котировки;

б) рыночные финансовые показатели (мультипликаторы по выручке EBITDA, EBIT и пр.);

в) матричное: для нерыночных финансовых инструментов подбираются похожие рыночные инструменты.

2) Затратный

Стоимость замещения текущего актива + износ (амортизация).

3) Доходный:

а) DCF - модель дисконтированных денежных потоков;

б) опционные модели;

в) избыточная прибыль (с помощью модели Ольсона можно получить стоимость компании как сумму, скорректированную на основе рыночных данных балансовой величины активов и продисконтированной величины анормального дохода компании);

г) оценка торговых марок (relief from royalty).

## 90. ЧТО ТАКОЕ «КАЧЕСТВО ПРИБЫЛИ» (QUALITY OF EARNINGS)? ПРИВЕДИТЕ ПРИМЕР МАНИПУЛЯЦИЙ ЭТИМ ПОКАЗАТЕЛЕМ

**Quality of earnings** является показателем (рейтингом) предсказуемости и адекватности будущих денежных потоков компании. С учетом фактора, что современный бухгалтерский учет ведется на основе **accrual basis**, у компаний есть много возможностей манипулировать выручкой в определенных пределах с применением различных бухгалтерских трюков.

# Бухгалтерский учет

## Сложный уровень

В первую очередь **залогом качества выручки является ее "денежная" составляющая,** которую можно оценить с помощью ОДДС. Например, агрессивный рост выручки за счет товаров или услуг, реализованных в кредит, увеличивает риск манипуляций с показателем выручки со стороны менеджмента.

Также **компания может манипулировать датой**, на которую отражается выручка (например, признание выручки будущих периодов в этом периоде, а не в следующем). Намеренное неправильное или неполное применение стандартов учета выручки, согласно IFRS 15, также может повлечь за собой ее искажение.

Говоря о расходах и прочих доходах, нужно отметить, что у компании есть **возможность выбора амортизационной политики**, деталей касательно переоценки активов, создания "one-time gains", занижения/завышения резервов или просто "рисования" фиктивных доходов.

Таким образом, компании, имеющие **высокое качество прибыли (high quality of earnings),** оцениваются рынком выше, так как инвесторы любят компании с прозрачной финансовой отчетностью и понятной стратегией развития.

# Экономика

Средний уровень

## 91. КАКИМ ОБРАЗОМ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК СТРАНЫ МОЖЕТ ВЛИЯТЬ НА МОНЕТАРНУЮ ПОЛИТИКУ СТРАНЫ?

Влияние на монетарную политику оказывается посредством:

1. **Базовой ставки** (в РФ называется ключевой), от которой считается ряд показателей: ставка, по которой ЦБ РФ будет привлекать деньги от банков (Ключ минус 100 bp) или размещать ликвидность (Ключ + 100 bp).
2. **Депозитных аукционов**, на которых, в зависимости от ситуации, ЦБ либо привлекает деньги, либо размещает.

Также банковский и валютный сектор подпадают под влияние:

1. **Аукционов РЕПО**.
2. **Сделки 312-П** - сделки РЕПО напрямую с ЦБ под залог бумаг в ломбардном списке.
3. **Валютных свопов**: Центральный Банк РФ всегда размещает заявки bid и offer в торговом стакане на стандартизированном свопе USD/RUB overnight достаточно большого размера (1-1.5 млрд. долларов), что обеспечивает верхний и нижний уровни долларовых ставок при константных рублевых.
4. **ФОРа по кредитам**: увеличение приводит к уменьшению ликвидности в банковском секторе и снижению «аппетита» к кредитам.
5. **Корректировки риска** коэффициентов по основным нормативам достаточности капитала и ликвидности.
6. Введения **новых нормативов** (Базель 3, Liquidity Coverage Ratio и Net Stable Funding Ratio).

## 92. КАК РАБОТАЕТ ИНФЛЯЦИЯ?

**Инфляция** – это общее повышение цен. Чем это может быть вызвано?

# Экономика

## Средний уровень

В случае **нормальной (умеренной) инфляции** у населения есть деньги, которые оно готово тратить. Увеличивается покупательная способность населения, а значит, и спрос, экономика развивается. После увеличения спроса повышаются цены, так как выручка бизнеса тоже растет, и для продавцов есть смысл повышать стоимость товаров, при этом не теряя клиентов. Именно поэтому центральные банки многих стран хотят выдерживать годовую инфляцию на уровне 2-3%, что значит, что экономика натурально растёт в год на эти 2-3%, то есть если у населения есть возможность покупать, у производителей и продавцов есть возможность повышать цены и, тем самым, двигать экономику вперед.

На инфляцию очевидным образом влияет множество факторов, как то: **налоговая ставка, ставка рефинансирования и разница в курсах валют.**

В случае же, когда инфляция срывается в так называемую **"инфляционную спираль"** (когда инфляция превосходит 10-процентный уровень, цены растут крайне быстро, и соответственно, деньги стремительно обесцениваются), пропадает желание работать "в долгосрок", потому что «деньги сегодня» становятся гораздо ценнее «денег завтра» или через год. В этом случае одним из основных регуляторов становится **ставка рефинансирования** (под какой процент можно вкладывать деньги или же под какой процент можно получить кредит). Так, за счёт данного инструмента кредитно-денежной политики можно контролировать выдачу кредитов населению: если инфляция слишком низкая, можно выдать кредиты под низкие проценты, чтобы увеличить покупательную способность населения и подстегнуть инфляцию. Если же население берет слишком много кредитов, ставка рефинансирования увеличивается, чтобы, с одной стороны, заставить население излишек денег не тратить, а сберегать (например, на сбер. счёте), а также увеличивать спрос не за счёт заёмных денег (взятых в кредит), а за счёт своих собственных - проявление **натурального спроса**.

## 93. КАКИЕ РИСКИ ДЛЯ БАНКОВ В РФ СЕЙЧАС САМЫЕ АКТУАЛЬНЫЕ?

Основные риски для банков РФ следующие:

- давление на рентабельность активов за **счет снижения уровня процентных ставок**, нивелирование рентабельности по традиционным банковским продуктам;
- **санкционные**, в т.ч. влияющие на ликвидность долгосрочных инструментов размещения ликвидности;
- **регуляторные**, связанные с рыночными действиями со стороны ЦБ и постепенным введением Базеля 3;
- **конкурентные**, связанные с тем, что большинство системно-значимых банков в России являются государственными или квазигосударственными.

# Налоги

Средний уровень

## 94. КАКИЕ НАЛОГОВЫЕ РЕЖИМЫ СУЩЕСТВУЮТ В РФ? КАКОЙ ИЗ НИХ САМЫЙ ОПТИМАЛЬНЫЙ ДЛЯ СЕРВИСНОЙ КОМПАНИИ С ВЫРУЧКОЙ МЕНЬШЕ 1 МЛРД РУБ В ГОД?

- Основная система налогообложения (ОСН или ОСНО)
- Упрощенная система налогообложения (УСН)
- Патентная система налогообложения (ПСН)
- Единый налог на вменённый доход (ЕНВД)
- Единый сельскохозяйственный налог
- Система налогообложения при выполнении соглашений о разделе продукции

Чтобы ответить на этот вопрос, необходимо знать точную выручку, численность сотрудников и вид деятельности рассматриваемой компании.
Наиболее распространенным из специальных налоговых режимов является **УСН**.
Его возможно применять независимо от вида деятельности компании, при этом

- максимальная выручка = 150 млн руб;
- максимальная численность персонала = 100 человек.

## 95. КАКИЕ РАСХОДЫ НА ПЕРСОНАЛ НЕСЕТ КОМПАНИЯ, В КОТОРОЙ СОТРУДНИКИ ПОЛУЧАЮТ «БЕЛУЮ» ЗАРАБОТНУЮ ПЛАТУ? ЕСЛИ ВЫ «НА РУКИ» ПОЛУЧАЕТЕ 100 ТЫС РУБ В МЕСЯЦ, СКОЛЬКО ТРАТИТ НА ВАС РАБОТОДАТЕЛЬ?

Из зарплатных налогов платятся НДФЛ и страховые взносы во внебюджетные фонды. НДФЛ удерживается из заработной платы самого сотрудника, страховые взносы - это расходы работодателя.

# Налоги

Средний уровень

На расходы по страховым взносам работодатель может уменьшить базу по налогу на прибыль и, таким образом, уменьшить размер налога на прибыль к уплате в бюджет.

Страховые взносы уплачиваются в размере:

- **30%** с выплат (нарастающим итогом с начала года на 1-го сотрудника), не превышающих 865.000 р;
- **27,1%** с выплат (нарастающим итогом с начала года на 1-го сотрудника), от 865.000 до 1.150.000 р;
- **15,1%** с выплат (нарастающим итогом с начала года на 1-го сотрудника) от 1.150.000 р.
- Если заключаются договоры гражданско-правового характера, то максимальная сумма платежа - **27,1%**.

## 96. КАК ЗАПИСЫВАЕТСЯ ПРОДАЖА ТОВАРА С НДС С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПРОВОДОК?

**Дт "Расчеты с покупателями и заказчиками" - Кт "Выручка"** - отражена реализация товара
**Дт "Себестоимость" - Кт "Товары"** - списана себестоимость проданного товара
**Дт "НДС" - Кт "Расчеты по НДС"** - начислен НДС со стоимости проданного товара

**Важный момент:** при покупке запасов компания, работающая по налоговой системе ОСНО, получает на баланс не только сами запасы, но и налоговый актив (НДС), который затем используется для снижения налогового обязательства (также НДС), возникающего при продаже продукции (в большинстве случаев компания продает запасы по цене выше цены закупки).

# Налоги

Сложный уровень

## 97. КАКИЕ СТАВКИ ПО НДС СУЩЕСТВУЮТ В РФ? КАКОЙ СТАВКОЙ ОБЛАГАЕТСЯ АРЕНДА НЕЖИЛОГО ПОМЕЩЕНИЯ?

Согласно НК РФ на 2019 год, НДС может иметь следующие ставки: 20%, 10%, 0%, без НДС, 10/110, 20/120.
Аренда облагается ставкой НДС 20%, если арендодатель работает по налоговой системе ОСНО (при УСН, он не платит НДС).

## 98. ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНАЯ НАЛОГОВАЯ СТАВКА НА ПРИБЫЛЬ МОЖЕТ ОТЛИЧАТЬСЯ ОТ ТЕОРЕТИЧЕСКОЙ (ИЗ НК РФ)?

Эффективная ставка по налогу на прибыль = сумма налога на прибыль в соответствии с налоговым учетом / Прибыль до налогообложения * 100%.

При этом прибыль до налогообложения считается как доходы минус расходы, где расходы - это затраты компании для целей бухучета (РСБУ) или МСФО. В РСБУ и МСФО компании, как правило, признают бОльшую величину расходов, чем в налоговом учете, так как многие расходы для целей налогового учета ограничены предельным значением. То есть в расходах для целей налогообложения прибыли организация, как правило, не может учесть все свои затраты (за счет нормируемых, а также непризнаваемых расходов при расчете налога), а в РСБУ и МСФО расходы учитываются полностью. Из-за этой разницы в учете эффективная ставка, рассчитанная по указанной формуле, получится выше, чем ставка налога, предусмотренная НК РФ.

Для примера можно рассмотреть **отчетность Яндекса**, составленную по стандартам US GAAP.

# Логика

## Лёгкие вопросы

### 99. НА ЧАСАХ ВРЕМЯ 15:15. КАКОЙ УГОЛ МЕЖДУ МИНУТНОЙ И ЧАСОВОЙ СТРЕЛКАМИ?

Если минутная стрелка показывает ровно 15 минут (15 - 1/4 часа), то часовая уже прошла четверть пути между 3-й и 4-й.

Весь оборот циферблата 360 градусов, часов всего 12, значит, на каждый час приходится 30 градусов. Четверть от 30 - 7,5. Таким образом, угол между стрелками составляет 7,5 градусов.

## Средний уровень

### 100. СКОЛЬКО ЗАПРАВОК/ГОСТИНИЦ/ПРОДУКТОВЫХ МАГАЗИНОВ В МОСКВЕ?

Если собираетесь в старшие программисты Microsoft, готовьтесь оценивать размеры рынков на лету. Начните с оценки, сколько может быть заправок в городе с населением 30 тыс. человек, а затем масштабируйте на все население Москвы (около 12 млн).

*Для шпаргалки: в 2018 году в Москве насчитывалось 1184 АЗС, согласно данным Росстата. Около 1 заправки на 10 тыс. человек.

К такого рода вопросам лучше всего подходить с точки зрения спроса на товар/услугу. Конкретный алгоритм решения можно выработать, практикуясь на разных вариациях данного вопроса.

# Авторы

**Александр Вальцев,** CEO SF Education

**Влас Лезин,** ex-Vice President, Goldman Sachs

**Тимур Али-Заде,** Financial Business Analyst, Wheely

**Макс Григорьев,** CEO WhoTrades

**Павел Онищенко,** CFO SF Education

**Екатерина Гулак,** крупные стратегические инвестиции

**Александр Макаров,** Associate, "Открытие"

**Никита Игнатенко, CFA,** Executive Valuation & Business Modelling, EY

**Артур Шубаев,** Associate, Advance Capital

**Светлана Беляева,** основатель проекта «Разобраться в налогах»

**Искандер Галимов,** Senior Associate, Family Office

**Анна Полянская,** SF Education

# Редакторы

**Александр Вальцев,** CEO SF Education

**Влас Лезин,** ex-Vice President, Goldman Sachs

**Тимур Али-Заде,** Financial Business Analyst, Wheely

**Анна Полянская,** SF Education

# Контакты

**Сайт:**
sfcourses.com

**По всем вопросам:**
info@sflearning.org


vk.com/sfeducation


facebook.com/sfeducationru


youtube.com/c/societefinanciers


t.me/societe_financiers


sf_education


seekingalpha.com/author/societe-financiers