

ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ОТЧЕТНОСТИ: КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ И ИНТЕРПРЕТАЦИЯ

АЛЕКСАНДР ВАЛЬЦЕВ

ТИМУР АЛИ-ЗАДЕ

12+

**Александр Вальцев
Тимур Али-Заде, СГА
Финансовый анализ
отчетности: ключевые
коэффициенты
и интерпретация**

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=57389023

SelfPub; 2023

ISBN 978-5-532-04463-0

Аннотация

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

Содержание

Предисловие	5
Повторение	8
Profitability Ratios	17
Gross Profit Margin	19
EBITDA Margin	24
OIBDA	30
Operating Margin	38
Operating Income vs EBIT	41
EBIT vs EBITDA	44
Net Profit Margin	53
Basic EPS	63
Конец ознакомительного фрагмента.	64

Тимур Али-Заде, СФА, Александр Вальцев Финансовый анализ отчетности: ключевые коэффициенты и интерпретация

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

Предисловие

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

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

документ и заняться изучением фундаментальных тем в финансовом учете.

Если же вы чувствуете, что готовы приступить к изучению финансового анализа, вы должны усвоить одну простую истину: финансовый анализ – это не священный грааль, позволяющий определить источник проблем. Запомнив некоторое количество показателей, метрик, отношений и мультипликаторов, вы не станете вдруг зреть в корень и находить ошибки в отчетности компаний, как это делал Бен Аффлек в боевике «The Accountant». Проведение финансового анализа – это первый шаг к решению корпоративных проблем: приведение цифр в порядок, перевод количественных данных на «человеческий язык». Вы сможете думать о показателях, метриках, отношениях и мультипликаторах как о финансовых КРІ компании, которые дают оценку результатам ее хозяйственной деятельности. Благодаря финансовому анализу вы можете понять, где нужно «копать» и как. Почему же польза финансового анализа ограничена? Ответ прост: финансовый анализ зиждется на бухгалтерском (финансовом) учете, который описывает деятельность компании в цифрах.

Важно понимать, что бухгалтерский учет берет во внимание лишь исторические данные, которые сформировались благодаря финансовым транзакциям. Те, в свою очередь, являются последствием реальной активности компании, деятельности ее сотрудников. Финансовый анализ не отвеча-

ет на вопросы: «Почему этот набор действий был совершен?» или «Зачем менеджмент компании решил заняться этим проектом?». Ответы на эти вопросы – прерогатива финансового планирования и других направлений в бизнесе. Финансовый анализ использует индикаторы и дает указания по ведению дальнейшей аналитической работы.

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

Повторение

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

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

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

- В МСФО (международных стандартах финансовой отчетности – IFRS), кроме основных форм, присутствуют еще две дополнительные отчетности – Отчет об ином совокупном доходе (Other comprehensive income – OCI) и Отчет об изменениях в капитале (Statement of changes in Equity). Они не будут рассматриваться в рамках данного материала.

- Отчет о финансовых результатах показывает все источники экономической выгоды для компании (выручка и неоперационная прибыль) и статьи расходов (разного рода затраты и неоперационные убытки). ОФР строится по принципу начисления, т. е. доходы и расходы записываются в отчетность вне зависимости от того, когда были или будут по-

лучены или израсходованы компанией денежные средства (и затрагиваются ли вообще денежные средства в рамках той или иной операции). Иными словами, ОФР – это отчетность в виде таблицы результатов, которые компания показала за отчетный период (как дневник в школе). ОФР начинается с выручки и заканчивается чистой прибылью (исключение – спаренная форма с Отчетом об ином совокупном доходе – OCI, когда результатом является совокупный доход – Comprehensive Income (CI)).

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

использование прямого метода, но большинство компаний считают косвенный более информативным для пользователей).

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

– Операционный денежный поток показывает денежную прибыль компании (Cash Net Income), которая получается путем нормализации чистой прибыли (или доналоговой прибыли), полученной из ОФР, благодаря корректировкам неденежных доходов и расходов, а также реклассификации некоторых статей (путем перевода из секции CFO в секции CFI или CFF). Кроме этого, из скорректированной денежной прибыли вычитаются изменения в операционных активах и обязательствах (иными словами, инвестиции в оборотный капитал). Это нужно для того, чтобы показать, сколько денег из прибыли компания вернула в бизнес в отчетном периоде, чтобы продолжать деятельность. В результате мы получаем денежный поток от операционной деятельности (Cash from Operations). Как правило, операционный денежный поток для здоровой компании положителен. В противном слу-

чае ее владельцы (акционеры и кредиторы) платят за то, чтобы она просто «держала свои двери открытыми», а это невозможно в долгосрочной перспективе без дополнительных инвестиций, так как денежные средства на балансе будут быстро «сожжены».

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

– Последняя секция – денежный поток от финансовой деятельности – показывает взаимоотношения компании и владельцев (акционеров/учредителей и кредиторов). В CFF можно увидеть, как компания привлекала финансирование (получение кредита, привлечение акционерного капитала)

или его возвращала (дивиденды, выкуп акций на казначейский счет компании, погашение кредита). Так как операционный денежный поток далеко не всегда удовлетворяет инвестиционные потребности компании (покрывает «минус» в CFI), менеджменту приходится работать с инвесторами, чтобы привлекать дополнительные средства. Таким образом, для быстрорастущих компаний CFF обычно имеет положительный баланс, тогда как компании, которые имеют стабильные операционные денежные потоки, покрывающие потребности в оборотном капитале и в капитальных затратах, могут возвращать оставшиеся денежные средства инвесторам. В таких случаях CFF имеет отрицательное сальдо (компания возвращает больше денег владельцам, чем принимает от них в отчетном периоде).

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

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

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

– Очевидно, что, если компания в каждом периоде теря-

ет деньги (сальдо денежных потоков за период отрицательное), она долго не продержится, так как при прочих равных денежные средства на расчетных счетах закончатся через несколько кварталов.

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

– Балансовый отчет компании состоит из двух крупных секций: активов и пассивов. Активы – это все имущество компании, а пассивы – это источники финансирования имущества. Пассивы делятся на две части: обязательства (кредиты и задолженности) и капитал владельцев (по сути, обязательства компании перед учредителями/акционерами). Каждая категория, за исключением капитала, делится на теку-

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

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

– Капитал владельцев в рамках балансового отчета состоит из следующих счетов: уставный капитал (Common Stock), эмиссионный доход/добавочный капитал (Additional Paid-In Capital), привилегированные акции (Preferred Shares), нераспределенная прибыль (Retained Earnings), казначейские акции (Treasury Stock), накопленный иной совокупный доход (Accumulated Other Comprehensive Income) и неконтролирующие доли (Non-Controlling Interest/Minority Interest). Дале-

ко не все перечисленные счета обязаны присутствовать в капитале владельцев компании: всё зависит от размера компании, ее статуса и сложности операционной структуры, а также структуры капитала. Однако минимальный набор для любой компании таков: уставный капитал и нераспределенная прибыль.

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

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

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

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

Отчет о финансовых результатах (Income Statement);

Отчет о движении денежных средств (Cash Flow Statement);

Балансовый отчет (Balance Sheet).

Именно поэтому мы классифицируем показатели, метри-

ки, отношения и мультипликаторы в соответствии с основными формами отчетности компании и сохраняем последовательность анализа:

Income Statement / Cash Flow Statement:

- Profitability Ratios
- Coverage Ratios

Balance Sheet:

- Liquidity Ratios
- Solvency Ratios

Mixed:

- Efficiency Ratios

Market Multiples and Ratios:

- Market Capitalization/Per share items
- Enterprise Value multiples

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

Profitability Ratios

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

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

Мы рассмотрим следующие коэффициенты рентабельности:

Маржа валовой прибыли (Gross Profit Margin).

Маржа EBITDA (EBITDA Margin).

Маржа операционной прибыли (Operating Margin).

Маржа чистой прибыли (Net Income Margin).

Маржа свободного денежного потока (Free Cash Flow Margin).

Рентабельность собственного капитала (Return on Equity (ROE)).

Кроме этого, мы познакомим вас с таким инструментом,

как DuPont Analysis (анализ Дюпона), который раскладывает показатель Return on Equity на составляющие и позволяет идентифицировать главные факторы, влияющие на итоговый результат.

Gross Profit Margin

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

Считается по формуле:

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

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

контролировать последовательность расчетов, чтобы не делать ошибочных выводов.

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

$$\text{Gross Profit} / \text{Валовая прибыль} = \text{Revenue} / \text{Выручка} - \text{Cost of Goods Sold} / \text{Себестоимость товаров (услуг)}.$$

Что входит в себестоимость товаров:

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

Как используется этот коэффициент.

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

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

Нет смысла сравнивать маржу валовой прибыли между компаниями из разных индустрий, так как структура расходов и доходов, а также их классификация в ОФР могут силь-

но отличаться (например, сравнивать авиалинии с банками или охранный предприниматель с ритейлом).

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

Пример

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

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

(Источник: Capital IQ)

Мы видим, что валовая прибыль компании растет не толь-

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

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

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

(Источник: Capital IQ)

Из таблицы выше мы видим, что маржа валовой прибыли LinkedIn Corp за последние 12 месяцев (LTM – last twelve

months) 2015 г. была выше среднего и медианного значения и стояла на втором месте в списке после Mixi, Inc. С одной стороны, при прочих равных более высокая валовая прибыль обычно позитивно влияет на оценку компании (т.е. компания оценивается по более высоким мультипликаторам, чем средний конкурент).

С другой стороны, нужно учитывать два момента. Во-первых, валовая прибыль не является идеальным фундаментом для сравнения компаний между собой, так как в ней (по большей части) не учитываются фиксированные издержки, которые могут существенно влиять на всю экономику компании (в зависимости от индустрии, в которой работает компания). Во-вторых, бывает очень сложно подобрать компании-конкуренты для сравнительного анализа. Например, в данном случае мы с натяжкой можем назвать Alphabet Inc., Yahoo Inc. и Care.com прямыми конкурентами LinkedIn Corporation. Основной бизнес Alphabet Inc. и Yahoo Inc. – поисковые системы, а Care.com – это платформа поиска воспитателей для детей, инструкторов для животных и сиделок для пожилых. В свою очередь, LinkedIn Corporation – социальная сеть для деловых людей. Таким образом, структура выручки и затрат между этими четырьмя компаниями может сильно различаться. Именно поэтому не следует слепо делать выводы на основе ограниченных количественных данных, пример которых мы видим в таблице.

EBITDA Margin

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

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

Считается по формуле:

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

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

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

$\text{EBITDA (1)} = \text{Net Income} + \text{Income Tax Expense} + \text{Interest} + \text{Depreciation \& Amortization}$ = Чистая прибыль + Начисленный налог на прибыль + Начисленные проценты по кредитам + Амортизация основных средств и нематериальных активов

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

В чем плюсы этой формулы:

легко запомнить (очевидно из названия)

легко найти данные и сложить их

прозрачная схема расчетов

В чем минусы этой формулы:

чистая прибыль может быть сильно «загрязнена» не опе-

рациональными расходами и доходами, а также едино разовыми убытками и прибылью. Чтобы этого избежать, необходимо корректировать формулу;

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

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

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

Вот пример:

Adjusted EBITDA Reconciliation

(\$ millions)		Years Ended August 31,							
		2007	2008	2009	2010	2011			
Annual...	Net Income	\$14.1	\$16.3	\$9.3	\$13.5	\$17.4			
	Interest Expense, net	5.0	2.8	1.7	2.0	6.6			
	Provisions for Income Taxes	10.8	9.7	5.9	8.2	9.3			
	Depreciation and Amortization	7.1	6.9	7.0	10.3	14.2			
	EBITDA (unaudited)	36.9	35.7	23.8	33.9	47.5			
	Non-recurring environmental charges	6.8	-	-	-	-			
	Purchase accounting impact on COGS	-	-	-	0.9	1.0			
	Restructuring charges	-	10.0	3.4	8.6	1.5			
	Gain on sale of building	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.7)			
	Wastewater disposal charge	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4			
	One-time royalty settlement	-	-	-	(1.1)	-			
	Incremental legal costs - CA matter	-	-	-	-	2.6			
	Acquisition and integration costs	-	-	-	3.8	0.7			
	Adjusted EBITDA (unaudited)	\$43.7	\$45.7	\$27.2	\$46.0	\$53.9			
	(\$ millions)		FY10				FY11		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Quarterly...	Net (Loss) Income	\$5.4	\$0.7	\$5.2	\$2.1	\$4.9	\$2.2	\$6.2	\$4.1
	Net Interest Expense	0.3	0.5	0.6	0.7	1.9	1.6	1.6	1.5
	Depreciation / Amortization	1.8	2.5	3.0	3.0	3.6	3.5	3.7	3.5
	Income Taxes	3.3	0.2	3.4	1.3	2.9	1.0	3.7	1.7
	EBITDA	\$10.8	\$3.9	\$12.1	\$7.1	\$13.3	\$8.3	\$15.2	\$10.8
Quarterly...	Adjustments								
	Purchase acct. impact on COGS	-	0.5	0.3	-	0.8	0.2	-	-
	Restructuring	0.4	-	2.0	6.3	0.7	0.8	-	-
	Gain on sale of building	-	-	-	-	-	(0.7)	-	-
	Wastewater disposal charge	-	-	-	-	-	1.4	-	-
	One-time royalty settlement	(1.1)	-	-	-	-	-	-	-
	Incremental legal costs - CA matter	-	-	-	-	-	-	0.6	1.9
	Acquiitiion and integration costs	0.4	1.2	-	2.2	-	-	0.7	-
	Total Adjustments	(0.4)	1.7	2.3	8.5	1.5	1.6	1.3	1.9
	Adjusted EBITDA (unaudited)	\$10.4	\$5.6	\$14.4	\$15.6	\$14.8	\$9.9	\$16.5	\$12.7

(Источник: getfilings.com)

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

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

$$\text{EBITDA (2)} = \text{Revenue} - \text{Cost of Goods Sold (Cost of Revenue)} - \text{Selling, General, and Administrative Expenses} + \text{Depreciation \& Amortization}$$

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

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

В чем плюсы этой формулы:

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

легко найти данные и сложить их;

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

В чем минусы этой формулы:

сложнее запомнить, а значит, выше шансы допустить ошибки;

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

Однако мы видим, что плюсы этого метода расчета EBITDA превосходят минусы. Поэтому рекомендуем выби-

рать эту формулу для расчета EBITDA компании.

OIBDA

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

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

Формула для расчета: $OIBDA = \text{Operating Income} + \text{Depreciation and Amortization}$ = Операционная прибыль + Амортизация основных средств и нематериальных активов (Иногда на некоторых источниках формула совпадает с формулой EBITDA¹)

Иногда в популярных источниках в формуле можно увидеть, что кроме операционной прибыли и амортизации при-

¹ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-ebitda>

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

Пример

Рассмотрим исторические значения OIBDA и ее маржи для LinkedIn Corp:

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

(Источник: Capital IQ)

Как мы видим, OIBDA LinkedIn Corp растет в абсолютном значении, но падает относительно выручки (больше 16% в

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

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

Что касается R&D, тут все проще: исследовательская деятельность является инвестицией в рост компании, при этом ее плоды могут быть видны лишь через несколько лет. МС-

ФО (в частности, стандарт IAS 38) дают строгие правила по капитализации продуктов деятельности R&D (т. е. их представления в отчетности не как расходов, а как нематериальных активов на балансе, которые со временем амортизируются), поэтому многие компании вынуждены включать в расходы большинство затрат, касающихся R&D. Естественно, данная практика не совсем верно отображает реальную стоимость нематериальных активов компании и ее технологий/бизнес-процессов.

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

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

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

(Источник: Capital IQ)

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

В отличие от радужных показателей маржи валовой прибыли видим, что маржа EBITDA компании LinkedIn Corp гораздо ниже среднего. В частности, у этой компании третий самый худший показатель в списке, после Care.com и

Twitter, Inc. Так как EBITDA – самый распространенный финансовый показатель, используемый в оценке компаний, было бы логично предположить, что низкая маржинальность по EBITDA в случае LinkedIn Corp негативно влияет на ее оценку по сравнению с конкурентами (речь о мультипликаторе EV/EBITDA, где EV – стоимость предприятия). Но предположения не соответствуют действительности:

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

(Источник: Capital IQ)

Из таблицы выше мы видим, что LinkedIn Corp имеет второй самый высокий мультипликатор EV/Revenue (отношение стоимости предприятия к выручке) после Facebook, Inc. и самый высокий мультипликатор EV/EBITDA в списке (высокое значение скорее связано с тем, что EBITDA за последние 12 месяцев того финансового года сильно «просела» по отношению к предыдущему, так как мультипликатор EV/Revenue не выходит за рамки разумного). Остается предположить, что высокая оценка компании связана с тем, что она показала стремительный рост выручки за предыдущие несколько лет, и рынок верит, что ей есть куда расти и для этого есть ресурсы. И это предположение имеет рациональный фундамент, так как рост выручки превысил в среднем 31% (CAGR) за 2011 – 2015 гг. При этом за 12 месяцев фискального 2015 года продажи выросли более чем на 37%:

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

(Источник: Capital IQ)

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

Operating Margin

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

Считается по формуле^{1F2}:

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

или

$$\text{Operation Margin} = \text{Operation Profit} / \text{Net Sales} * 100$$

(Net Sales = Gross Sales – Sales Return – Allowances – Discounts = Чистые продажи = Валовые продаж – Возвращенные продажи – Возвращенные продажи в результате порчи – Скидки)^{2F3}

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

Чтобы увидеть операционную прибыль компании, доста-

² <https://www.wallstreetmojo.com/operating-profit-margin-formula/>

³ <https://strategiccco.com/net-sales/>

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

Пример презентации операционной прибыли в финансовой отчетности компании:

PJSC AEROFLOT

Condensed Consolidated Interim Statement of
Profit or Loss for the three and nine months ended 30 September 2017

(All amounts are presented in millions of Russian Roubles, unless otherwise stated)



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

(Источник: Aeroflot Investor Relations)

Бывают случаи (например, в отчетности ПАО «Магнит»), когда операционная прибыль не рассчитывается отдельно

и строки ОФР презентуются одним массивом. Чтобы рассчитать операционную прибыль в таких случаях, нужно из выручки вычесть все операционные издержки (возможно, придется пользоваться примечаниями, чтобы не смешивать между собой данные, которые включают в расчеты не операционные доходы и расходы).

Operating Income vs EBIT

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

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

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

и общие издержки – Иные операционные издержки (прибыль)

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

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

Теперь давайте рассмотрим формулу расчета EBIT:

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

Следует заметить, что EBIT можно также рассчитать по формуле:

$$\text{EBIT} = \text{Revenue} - \text{GOGS} - \text{Operating Expenses (OPEX)} = \text{Выручка} - \text{операционные расходы}$$
^{3F4}

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

Сразу бросается в глаза, что расчет формулы начинается с чистой прибыли, которая, как мы определили в части, посвященной EBITDA Margin, совсем не является таковой с

⁴ <https://www.investopedia.com/terms/e/ebit.asp>

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

EBIT vs EBITDA

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

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

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

Для нормальной жизнедеятельности компании необходи-

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

Покупка оборотных активов, необходимая для запуска очередного операционного цикла (Operating Cycle), и приобретение долгосрочных активов не учитываются в Отчете о финансовых результатах (Income Statement), так как эти операции не являются финансовыми результатами компании в периоде (т. е. последствиями коммерческой деятельности предприятия или не операционными элементами, влияющими на чистую прибыль). Логично, что затраты, связанные с приобретением оборудования, не будут стоять в одном отчете с затратами на персонал или маркетинг (оборудование все же влияет на ОФР с помощью амортизации –

D&A, т. е. ежеквартального списания части его балансовой стоимости). При этом, например, покупка запасов также не учитывается в ОФР, ведь согласно принципу соответствия (Matching Principle) себестоимость проданных товаров (Cost of Goods Sold) должна учитывать лишь стоимость реализованной продукции в периоде, т. е. соответствовать выручке, тогда как остальная продукция остается на складе и классифицируется как краткосрочный (и операционный) актив на балансе. Понятно, что компания не всегда будет реализовывать 100% приобретенной в периоде партии товара, а значит, разница между признанной себестоимостью в ОФР и размером сделки по приобретению запасов в периоде должна где-то отображаться. Кроме этого, ОФР влияет лишь на «правую» часть баланса, то есть на пассивы компании (в частности, на капитал владельцев – Shareholders' Equity), а значит, баланс не будет сходиться, если мы будем использовать лишь ОФР. Поэтому изменение в балансе запасов отображается в ОДДС, если он построен косвенным методом, или в примечаниях к отчетности, если Cash Flow Statement построен прямым методом. Но на EBITDA или EBIT это никак не влияет, что является одним из недостатков этих финансовых показателей.

Таким образом, «правильным» показателем операционного успеха компании является отнюдь не EBITDA, а операционный денежный поток (Cash Flow from Operations), который учитывает, как финансовые результаты, так и измене-

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

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

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

(Источник: Capital IQ)

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

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

гораздо хуже? Отнюдь нет.

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

Со смысловой точки зрения, можно сказать, что $EBIT \approx EBITDA - CapEx$. Это означает, что EBIT уже на один шаг ближе к свободному денежному потоку, чем EBITDA, т. е. чище, чем второй показатель. Кстати, именно поэто-

му величайший инвестор современности Уоррен Баффетт (Warren Buffett) неоднократно говорил о своем выборе в пользу EBIT, видя в нем показатель прибыли владельцев (Owners' Earnings).

Пример

Рассмотрим исторические значения OIBDA и ее маржи для LinkedIn Corp:

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

(Источник: Capital IQ. Расчеты автора)

Отметим, что операционная маржа компании может быть отрицательной в том или ином периоде, и это не означает, что компания находится в критической ситуации. Даже если операционная прибыль из года в год находится «под водой»,

компания может спокойно жить, «изживая активы» (т.е., не тратя денежные средства на капитальные затраты). В конце концов, для выживания бизнеса в кратко- и среднесрочной перспективе гораздо важнее наличие позитивного операционного денежного потока, чем позитивного финансового результата (как говорится в выражении «Cash is king»):

PJSC AEROFLOT

Condensed Consolidated Interim Statement of
Cash Flows for the 9 months ended 30 September 2017

(All amounts are presented in millions of Russian Roubles, unless otherwise stated)



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

(Источник: Aeroflot Investor Relations)

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

Net Profit Margin

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

Считается по формуле^{4F5}:

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

Маржа не может превышать значение в 100% от выручки^{5F6}, при этом она может быть отрицательной.

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

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

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

обязаны презентовать как минимум ежеквартально.

Пример презентации чистой прибыли в финансовой отчетности компании:

PJSC AEROFLOT

Condensed Consolidated Interim Statement of

Profit or Loss for the three and nine months ended 30 September 2017

(All amounts are presented in millions of Russian Roubles, unless otherwise stated)



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

(Источник: Aeroflot Investor Relations)

Как видно из таблицы выше, чистая прибыль (Net Income) не всегда называется так. Это нормальная практика в рамках МСФО (IFRS). Часто это зависит от географических (языковых) особенностей (из-за различий в терминологии американского и британского английского, например). Тем не

менее определить чистую прибыль в отчетности очень просто: во-первых, она всегда находится внизу ОФР; во-вторых, чистой прибыли всегда предшествует налог на прибыль (Income tax expense). В классическом варианте презентации строка чистой прибыли подчеркивается двумя полосками, обозначая конец отчета о финансовых результатах.

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

Разбивку чистой прибыли на контролирующие и неконтролирующие доли.

Презентацию прибыли на акцию (базовую и разводненную).

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

Давайте рассмотрим эти нюансы по порядку.

Чистая прибыль акционеров и неконтролирующие доли

Большинство крупных компаний организовано по холдинговой схеме: головная компания, чьи акции торгуются на бирже (хотя необязательно это должны быть публичные компании), владеет некоторым числом «ОООшек» (в английском сленге – OpCo от словосочетания operating company), которые играют свою роль в цепочке создания ценности.

Они называются дочерними предприятиями или «дочками». При этом в очень крупных корпорациях «дочки» нередко представляют собой сформировавшиеся «бизнес-юниты», которые занимают сами по себе весь процесс создания ценности для конечного потребителя (корпорации, владеющие такими «независимыми» дочерними предприятиями, нередко называются группами). Вот один из многих примеров холдингов на основе данных из отчетности ПАО «Роснефть»:

40. Key subsidiaries

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

(Источник: Rosneft Investor Relations)

Как видно из таблицы выше, Роснефть не является монолитной организацией, а наоборот, состоит из множества дочерних предприятий, во многих из которых она владеет 100% акций (кстати, лишь немногие из этих компаний являются ООО, если присмотреться к аббревиатурам). С другой стороны, мы также видим несколько примеров, где Роснефть

владеет большинством акций в дочерних предприятиях, но не 100%. Возникает вопрос: «Кому принадлежат оставшиеся акции?».

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

А как образуется Non-controlling interest?

Неконтролирующие доли образуются в трех случаях: когда материнская компания приобретает контрольный

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

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

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

Условие «50%+1 акция» является, скорее, общепринятым, но совсем необязательным для всех предприятий в мире. Во-первых, компания может иметь несколько классов акций. Например, как показывает практика, акции класса В имеют больше голосов, чем обыкновенные акции класса А. Примеры: компания Уоррена Баффетта «Berkshire Hathaway» или Yandex, где у CEO имеется контроль процента голосов благодаря владению большинством акций класса В, хотя его доля в экономической составляющей компании весьма мала. Во-вторых, условия контроля над компанией можно всегда прописать в акционерном соглашении (Shareholders' Agreement, SHA). Таким образом, владелец с пакетом акций всего в несколько процентов может де-факто и де-юре быть контролирующим акционером компании. Опять же большинство компаний имеет простую структуру капитала с одним классом акций, но в финансовом анализе

нужно всегда помнить про юридические нюансы.

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

Redeemable Noncontrolling Interests

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

(Источник: Yandex Investor Relations)

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

Последнее, что следует сказать насчет неконтролирующих

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

Прибыль на акцию

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

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

(Источник: Rosneft Investor Relations)

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

Basic EPS

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

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

- конвертируемый долг (Convertible debt);

- конвертируемые привилегированные акции (Convertible preferred shares);

- ваппанты (Share warrants);

- опционы, выпускаемые компанией (Share options);

- share rights;

- планы по премированию служащих компании акциями по льготной цене (Employee stock option plans);

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.