

Раздел VI.
Особенности финансово-экономического
анализа для целей оценки

СОДЕРЖАНИЕ

	Страница
6.1. Общие положения	4
6.2. Нормализация финансовой отчетности	4
6.3. Итоговые результаты проведения финансового анализа	6
6.4. Анализ на основе единой базы	7
6.5. Анализ коэффициентов (трендов)	7
6.6. Сопоставительный анализ	10

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ, СОДЕРЖАЩИХСЯ В РАЗДЕЛЕ

	Страница
Таблица 6-1. Корректировки баланса, необходимые для получения текущей рыночной стоимости активов и обязательств компании	5
Таблица 6-2. Корректировка отчета о прибылях и убытках	5
Таблица 6-3. Пример рассчитываемых для целей финансового анализа коэффициентов американской генерирующей компании (Carolina Power & Light Company)	11

6.1. Общие положения

Проведение исторического и итогового экономического анализа финансовой отчетности компании служит основанием для осуществления оценки компании, в том числе при формировании прогнозных показателей, и должно позволять оценщику:

- выявить слабые и сильные стороны компании
- выявить основные тенденции деятельности компании
- сопоставлять результаты деятельности компании за прошедшие периоды
- сопоставлять финансовые показатели компании с показателями аналогичных компаний отрасли и средними отраслевыми показателями
- выявить потенциальные нормализующие корректировки
- основываясь на количественных данных, делать выводы и прогнозы в построении денежных потоков.

6.2. Нормализация финансовой отчетности

В большинстве случаев фактические показатели деятельности компании отличаются от тех, которые отражены в отчетности. Для более точного отражения экономического и финансового положения оценщику необходимо скорректировать основные статьи баланса и отчета о прибылях и убытках.

В результате нормализации, финансовая отчетность предприятия должна быть:

- сопоставима с аналогичными компаниями отрасли или среднеотраслевыми показателями
- применима для использования в прогнозировании денежных потоков предприятия.

Основные нормализующие корректировки можно разделить на следующие категории:

- корректировки баланса, необходимые для получения текущей рыночной стоимости активов и обязательств компании
- корректировка отчета о прибылях и убытках.

Таблица 6-1.

**Корректировки баланса, необходимые для получения текущей рыночной стоимости
активов и обязательств компании**

Активы	Корректировки
Денежные средства	Корректировка на сумму превышения производственных потребностей
Дебиторская задолженность	Корректировка на величину задолженности невозможной к взысканию. Приведение величины реструктурированной задолженности путем дисконтирования с учетом средневзвешенной стоимости капитала.
Товарно-материальные запасы	Корректировка на стоимость замещения и частичного списания неиспользуемых запасов Анализ влияния на стоимость метода учета запасов (LIFO, FIFO).
Основные средства	Корректировка на рыночную стоимость или расчетную стоимость замещения
Незавершенное строительство	Индексация исторических затрат
Нематериальные активы	Стоимость воспроизводства
Лизинг средств производства	Корректировка на стоимость замещения Анализ классификации лизинга (операционный/финансовый).
Пассивы	Корректировки
Обязательства	Анализ на предмет включения неучтенных обязательств (условные и внебалансовые обязательства)

Таблица 6-2.

Корректировка отчета о прибылях и убытках

Показатель	Корректировки
Капитализация/списание расходов	Анализ политики капитализации/списания расходов в отношении основных средств, товарно-материальных запасов, расходов на научные исследования и разработки.
Периодизация расходов	Анализ политики предприятия по отражению доходов/расходов в соответствующем периоде, особенно в

Показатель	Корректировки
	отношении долгосрочных контрактов, продаж в рас- срочку и контрактов на строительство.
Единовременные доходы/расходы	Единовременные доходы/расходы должны быть ис- ключены из отчета о прибылях и убытках.
Доходы/расходы, относящиеся к из- быточным активам, внеоборотным активам, дефициту активов	Если баланс корректировался на величину избыточных активов, внеоборотных активов или дефицита активов, отчет о прибылях и убытках должен быть скорректиро- ван на суммы доходов/расходов, имеющих отношение к этим активам.
Себестоимость	Корректировка стоимости запасов должна быть отра- жена в себестоимости.
Амортизация	Необходимо скорректировать методы и сроки аморти- зации основных средств, если оценщик делает вывод, что метод расчета амортизации слишком агрессивный или консервативный.
Компенсации, выплачиваемые соб- ственникам и менеджерам компании, в том числе дополнительные выпла- ты	Анализ компенсаций, выплачиваемых руководителям или собственникам компании и корректировка на раз- ницу между фактически выплаченной компенсацией и средней суммой, уплаченной другим лицам, выпол- няющим аналогичную работу в той же отрасли.
Прочие затраты	Прочие расходы, которые выходят за пределы нор- мальных (повторяющихся) производственных расхо- дов, должны быть исключены из отчета о прибылях и убытках.

6.3. Итоговые результаты проведения финансового анализа

Результаты финансового анализа компании должны включать:

- результаты анализа исторических и скорректированных/нормализованных балансов за анализируемый период с комментариями и выводами по каждой статье баланса
- результаты анализа исторических и скорректированных/нормализованных отчетов о прибылях и убытках за анализируемый период с комментариями и выводами по каждой статье отчета
- результаты анализа исторических и скорректированных/нормализованных отчетов о движении денежных средств по операционной деятельности за анализируемый период с комментариями и выводами
- итоговые расчеты за анализируемый период по основным категориям финансовых коэффициентов, характеризующих:

- темпы роста
- контролируемость расходов
- оборачиваемость
- рентабельность
- финансовую устойчивость
- ликвидность.

Для сравнительного анализа оцениваемой компании с показателями других конкретных компаний или средними по отрасли показателями можно использовать следующие категории:

- статьи баланса
- статьи отчета о прибылях и убытках
- коэффициенты оборачиваемости
- коэффициенты доходности
- коэффициенты рисков
- коэффициент использования производственных мощностей.

6.4. Анализ на основе единой базы

Перевод статей баланса и отчета о прибылях и убытках в доли от общей суммы часто называется приведением отчетов к единой базе. В этих целях статьи баланса представляются в процентах от суммарных активов, а статьи отчета о прибылях и убытках – в процентах от общей суммы чистой реализации или валовой выручки.

Приведение баланса и отчета о прибылях и убытках анализируемой компании к единой базе помогает выявлению внутренних тенденций. С приведенными к единой базе отчетами легче проводить сравнение с другими компаниями отрасли. Если сравнение с данными других компаний делается на основе абсолютных выраженных в валюте величин, то такой анализ без приведения к единой базе будет более сложным и менее эффективным. Аналогичным образом, сравнение результатов анализа на основе приведенных к единой базе отчетов со средними по отрасли показателями может быть проще и эффективнее.

В связи с тем, что анализ на основе единой базы опирается на относительные величины, это исключает затруднения, имеющиеся при использовании величин, выраженных в точных суммах. Этот анализ служит также основой для проведения анализов коэффициентов (трендов) и сопоставительных анализов.

6.5. Анализ коэффициентов (трендов)

Для эффективного использования финансового анализа, коэффициенты должны рассчитываться и сравниваться за период от 3 до 5 лет. Это позволяет оценщику выявить

основные тенденции развития предприятия, проводить сопоставление коэффициентов с нормативными показателями, коэффициентами других компаний или со средними отраслевыми показателями.

Анализ коэффициентов позволяет:

- сопоставлять собственные коэффициенты компании за несколько периодов
- выявлять сильные и слабые стороны компании
- делать сравнения с другими компаниями и/или со средними по отрасли показателями.

При оценке компании рекомендуется на основании скорректированного баланса рассчитывать шесть основных категорий коэффициентов:

- темпы роста – показатели, изучаемые на первом этапе финансово-экономического анализа и позволяющие оценить динамику стоимости имущества, собственного капитала и обязательств во времени с целью формирования общего представления о финансовом состоянии компании:
 - темпы роста выручки
 - темпы роста прибыли
- контролируемость расходов:
 - валовая маржа – выручка от реализации товара (услуги) за вычетом переменных затрат. Максимизация валовой маржи – одна из главных целей менеджмента, так как именно она является источником покрытия постоянных издержек и формирования прибыли
 - операционная маржа – отношение чистой операционной прибыли компании к её нетто-продажам
- коэффициенты оборачиваемости – группа финансовых показателей, характеризующих уровень деловой активности компании как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде, определяющих скорость оборота средств или обязательств:
 - оборачиваемость активов – показатель, рассчитываемый как отношение оборота компании к среднегодовой величине суммарных активов. Показатель может изменяться под влиянием таких факторов, как платежная дисциплина и формы расчетов, объем заказов на производство, конкурентоспособность выпускаемой продукции, учетная политика для целей бухгалтерского учета в части методов оценки запасов, начисления амортизации, формирования себестоимости продукции
 - оборачиваемость инвестированного капитала – показатель, рассчитываемый как отношение оборота компании к среднегодовой величине инвестированного капитала
 - оборачиваемость собственного капитала – показатель, рассчитываемый как отношение оборота компании к среднегодовой величине собственного капитала

- оборачиваемость оборотных средств:
 - оборачиваемость запасов – показатель, характеризующий скорость движения материальных ценностей и их пополнения. Увеличение данного показателя свидетельствует об иммобилизации части текущих активов в запасы, ликвидность которых невысока, а также об отвлечении средств из оборота, что может привести к росту дебиторской задолженности. С другой стороны, увеличение оборачиваемости запасов может свидетельствовать о вложении денежных активов предприятия в производственные запасы в период высокой инфляции
 - оборачиваемость дебиторской задолженности – показатель, характеризующий вынужденное или добровольное расширение или снижение коммерческого кредита, предоставляемого предприятию. Увеличение показателя может являться следствием улучшения платежной дисциплины предприятия и ужесточения политики по взысканию просроченной дебиторской задолженности; так же увеличение оборачиваемости может быть связано с абсолютным уменьшением дебиторской задолженности при уменьшении товарооборота предприятия и трудностями в реализации продукции (в том случае, если уменьшается текущая дебиторская задолженность)
 - оборачиваемость кредиторской задолженности – показатель, характеризующий вынужденное или добровольное расширение или снижение коммерческого кредита, предоставляемого предприятию. Рост оборачиваемости кредиторской задолженности может отражать улучшение платежной дисциплины предприятия перед бюджетом, поставщиками, внебюджетными фондами, персоналом. Однако увеличение показателя при уменьшении абсолютной величины кредиторской задолженности может означать ухудшение взаимоотношений с поставщиками
- коэффициенты рентабельности – финансовые показатели эффективности деятельности предприятия, характеризующие прибыльность работы компании, уровень отдачи от затрат и степень использования средств, а также отношение чистой или операционной прибыли компании к тому или иному параметру ее деятельности:
 - рентабельность активов – отношение чистой прибыли компании без учета процентов по кредитам к ее суммарным активам; этот коэффициент показывает эффективность управления активами организации через отдачу каждого рубля, вложенного в активы, и характеризует генерирование доходов компанией
 - рентабельность инвестированного капитала – отношение чистой операционной прибыли компании к среднегодовой величине инвестированного капитала
 - рентабельность собственного капитала – отношение чистой прибыли компании к среднегодовой величине акционерного капитала
 - рентабельность реализации товаров и услуг – отношение чистой прибыли компании к среднегодовой величине объема реализованной продукции
 - стоимость реализации продукции – отношение себестоимости реализуемых товаров и услуг к объему реализованных товаров

- коэффициенты финансовой устойчивости – показатели структуры капитала, отражающие соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т.е. характеризующие степень финансовой независимости компании от кредиторов и способность предприятия рассчитываться по платежам для обеспечения процесса непрерывного производства:
 - коэффициент концентрации собственного капитала – показатель, характеризующий долю собственных средств в структуре капитала
 - коэффициент концентрации заемного капитала – показатель, характеризующий долю заемного капитала в источниках финансирования. Рост этого коэффициента указывает на увеличение зависимости компании от заемного капитала
 - коэффициент финансовой зависимости – показатель, характеризующий зависимость компании от внешних займов. Чем выше значение этого коэффициента, тем выше риск банкротства компании и дефицита денежных средств для реализации проектов. Значение коэффициента равное 1 означает, что деятельность фирмы финансируется полностью за счет собственных средств
- коэффициенты ликвидности – финансовые показатели, характеризующие платежеспособность компании в краткосрочном периоде, ее способность выдерживать быстрое изменение в рыночной конъюнктуре и бизнес-среде:
 - коэффициент общей (текущей) ликвидности – отношение текущих активов к текущим обязательствам; позволяет определить: во сколько раз текущие активы превышают текущие обязательства. Увеличение коэффициента общей ликвидности может свидетельствовать о замораживании части денежных ресурсов в виде либо неоправданно продолжительной дебиторской задолженности, либо чрезмерных запасов собственных оборотных средств. Рекомендуемое значение коэффициента не менее 2
 - коэффициент срочной ликвидности – отношение разницы величины текущих активов и материальных запасов к текущим обязательствам. Оптимальным считается значение коэффициента равное 1. Сравнение рекомендуемых значений коэффициентов общей и срочной ликвидности показывает, что величина собственных оборотных средств фирмы должна составлять примерно 50% от суммы текущих активов
 - коэффициент абсолютной ликвидности – отношение наиболее ликвидных активов компании к текущим обязательствам. Этот коэффициент показывает, какую часть краткосрочных обязательств сможет погасить предприятие в ближайшее время за счет денежных средств на различных счетах и в краткосрочных ценных бумагах. Оптимальное значение коэффициента абсолютной ликвидности находится в пределах 0,2–0,25.

6.6. Сопоставительный анализ

Для сопоставительного анализа используется информация из двух упомянутых ранее источников – анализ на основе единой базы и анализ коэффициентов (трендов). Сопос-

Сопоставительный анализ предполагает сравнение финансового положения и результатов деятельности анализируемой компании с аналогичными показателями других компаний или со средними показателями по отрасли. Сопоставительный анализ может предусматривать либо сравнение в течение исторического периода более длительного чем один год, либо за последний полный 12-месячный период. При наличии сезонных колебаний сопоставительный анализ целесообразно проводить поквартально.

При проведении сопоставительного анализа учетный метод, используемый в анализируемой и сравниваемой компаниях, должен быть одинаковым. Часто это очень трудно установить, если только учетный метод сравниваемой компании не раскрывается адекватным образом источником информации. Кроме того, существует общепринятая практика принятия во внимание нижеследующих принципов в качестве важных компонентов, обеспечивающих реальный смысл при сравнении компаний, которые должны:

- быть сопоставимыми по объемам реализации и суммарным активам
- иметь аналогичный уровень рентабельности в историческом и текущем разрезе
- иметь в отрасли аналогичные конкурентные позиции
- работать в одинаковом или аналогичном сегменте предпринимательской деятельности
- иметь аналогичные исторические темпы роста
- иметь аналогичные структуры капитала.

На практике количество коэффициентов для целей финансового анализа может быть значительно больше, как это отражено на приведенном ниже примере.

Таблица 6-3.

**Пример рассчитываемых для целей финансового анализа коэффициентов
американской генерирующей компании (Carolina Power & Light Company)**

Рассчитываемые коэффициенты	12/31/03	12/31/02	12/31/01
Коэффициент срочной ликвидности	0,73	0,46	0,31
Коэффициент текущей ликвидности	1,38	1,13	0,69
Оборачиваемость дебиторской задолженности	8,78	7,86	7,22
Оборот дебиторской задолженности (в днях)	41,00	45,79	49,87
Оборачиваемость запасов	7,81	7,27	9,01
Оборот запасов (в днях)	46,10	49,53	39,93
Оборачиваемость оборотного капитала	10,75	26,52	(6,75)
Оборачиваемость основных средств	0,42	0,43	0,48

Рассчитываемые коэффициенты	12/31/03	12/31/02	12/31/01
Оборачиваемость текущих активов	2,96	3,10	3,09
Оборачиваемость общей величины активов	0,33	0,34	0,36
Продажи на 1 сотрудника компании (тыс. долл. США)	235 294	232 288	207 407
Отношение обязательств к активам	0,70	0,70	0,66
Отношение обязательств к инвестированному капиталу	1,21	1,17	1,04
Отношение краткосрочной задолженности к собственному капиталу	0,09	0,57	0,09
Отношение долгосрочной задолженности к собственному капиталу	6,12	6,96	0,73
Отношение общей величины задолженности к собственному капиталу	6,22	7,53	0,82
Отношение прибыли до уплаты налогов к чистым продажам	0,21	0,18	0,17
Отношение прибыли до уплаты налогов к активам	0,07	0,06	0,06
Отношение прибыли до уплаты налогов к инвестированному капиталу	0,12	0,10	0,10
Отношение чистой прибыли к чистым продажам	0,13	0,12	0,11
Отношение чистой прибыли к активам	0,04	0,04	0,04
Отношение чистой прибыли к инвестированному капиталу	0,08	0,07	0,06

Источник: Amadeus