Оценка сбалансированности роста при формирование финансовой стратегии

Плескова О.В., аспирант Департамента Корпоративных финансов и корпоративного управления ФГОБУ ВО «Финансового университета при Правительстве Российской Федерации», ведущий специалист Планово-экономического отдела АО «Национальной иммунобиологической компании»

Аннотация. Стоимостно-ориентированный подход является доминирующей управленческой парадигмой в зарубежных компаниях, в соответствии с которым деятельность компании должна быть нацелена на максимизацию стоимости компании в долгосрочной перспективе, а процесс принятия управленческих решений основан на драйверах создания стоимости. Оценка сбалансированности и качества корпоративного роста позволяет определить возможности будущего роста и сформировать грамотную финансовую стратегию.

Ключевые слова: финансовая стратегия, экономическая добавленная стоимость, модели стоимостного роста, стоимостно-ориентированный подход.

Assessing sustainable growth rate for development of the financial strategy

Pleskova O.V., postgraduate student of Corporate finance department of Financial University under the Government of Russian Federation, specialist of economic planning department of National Immunobiological Company.

Annotation. Value-based management is the dominant management paradigm in foreign companies in accordance with company's activities should be aimed at maximizing the company's value in the long term and the process of making management decisions based on the drivers of value creation. Assessment quality of corporate growth allows to identify future growth opportunities and develop a

financial strategy.

Keywords: financial strategy, economic value added, sustainable growth, value-based management.

Концепция стоимостно-ориентированного подхода, как управленческая парадигма, до настоящего времени в России не получила широкого распространения. «Она применяется лишь в крупных (как правило, публичных) компаниях с масштабными целями и задачами с длительными временными горизонтами, ориентированных, в том числе, на зарубежных инвесторов. Однако происходящие в таких компаниях изменения могут указывать вектор масштабных системных трансформаций на микроуровне в обозримом будущем»[1].

При формировании финансовой стратегии, в рамках стоимостно-ориентированного подхода, особое внимание необходимо уделить оценке качества и сбалансированности роста. «Так, несбалансированный рост способствует накоплению рисков. Рост, понимаемый как увеличение бухгалтерской прибыли, может превратиться для компании в ловушку. Рост, сосредоточенный на эксплуатации активов, не всегда является качественным. Рост исключительно в ракурсе стоимости компании может оказаться «близоруким»[2].

В современной теории корпоративных финансов используются различные методики оценки качества роста:

1) критерии сбалансированного роста («золотое правило экономики компании»);

2) модели роста в терминах объема продаж и прибыли (модели Хиггинса, Дж. Ван Хорна);

3) комбинированные модели в терминах экономической добавленной

[1] Хотинская Г.И. Современная эволюция управленческих моделей в корпоративных финансах / Г.И. Хотинская// Сервис PLUS. – 2010. - №3. – с. 160.

[2] Корпоративный рост: методология измерения и управленческий инструментарий (финансовый аспект). Монография. / Каменева Е.А., Лихачева О.Н., Мингалиев Е.Н., Паштова Л.Г., Сетченкова Л.А., Слепнева Т.А., Хотинская Г.И., Шохин Е.И. / Под ред. Г.И. Хотинской. – М.: Научные технологии. 2013. – 22 с.

стоимости и свободного денежного потока.

Для оценки сбалансированности роста применяют «золотое правило экономики компании», согласно которому прибыль, растущая опережающими темпами по сравнению с объёмом продаж, свидетельствует об экономии на издержках, а капитал, авансированный в факторы производства и генерирующий опережающий рост продажи (доходы), свидетельствует об эффективном использовании ресурсов.

$$T_{прибыли} > T_{продаж} > T_{активов} > 100\% \quad (1)$$

где, $T_{прибыли}$ – темп роста прибыли

$T_{продаж}$ – темп роста продаж (выручки)

$T_{активов}$ – темп роста активов.

Для анализа эффективности операционной деятельности компаний можно трансформировать «золотое правило экономики компании» следующим образом[3]:

$$T_{NOPLAT} > T_{продаж} > T_{IC} > 100\% \quad (2)$$

где, T_{NOPLAT} – темп роста чистой операционной прибыли после вычета налогов

T_{IC} – темп роста инвестированного капитала

Данное неравенство более наглядно показывает эффективность основной деятельности компании, так как чистая прибыль зачастую включает в себя специфические расходы периода, которые не являются типичными для компании и, как правило, являются последствием воздействия внешних факторов, нежели результатом работы менеджмента.

Полагаем, что данное неравенство целесообразно дополнить темпами

[3] Багацкая Е.В. Выбор ключевых финансовых индикаторов для сбалансированной системы показателей в условиях неопределенности и риска. Финансовая аналитика: проблемы и решения. №43(229), 2014. С.65.

роста свободного денежного потока на инвестированный капитал (T_{FCFF}) и темпами роста добавленной экономической прибыли (T_{EVA}):

$$T_{EVA} > T_{FCFF} > T_{NOPLAT} > T_{продаж} > T_{IC} > 100\% \quad (3)$$

Соблюдение сбалансированности роста данных показателей позволяет максимизировать стоимость компании. Целесообразность введения в уравнение показателя свободного денежного потока для всех владельцев капитала компании (FCFF) обусловлена тем, что этот показатель характеризует долгосрочную ликвидность компании, ее способность удовлетворять интересы всех владельцев капитала. В тоже время величина FCFF зависит как от эффективности использования именующихся активов, так и от генерирования прибыли этими активами. Более быстрый темп роста FCFF относительно темпов роста операционной прибыли говорит о том, что компания генерирует денежные средства, свободные для реинвестирования в развитие компании и создание ее конкурентных преимуществ. В свою очередь, опережающий качественный рост величины свободного денежного потока на инвестированный капитал должен приводить к более быстрому росту экономической добавленной стоимости.

Рассмотренные выше модели, ориентированные, главным образом, на увеличение объема продаж и прибыли – классические измерители масштаба и результативности компании. Между тем, в качестве индикаторов роста все чаще используют показатели стоимостно-ориентированного подхода.

Так, в докладе «Приемы моделирования экономического роста»[4] представлена комбинированная модель оценки качества роста с использованием показателей экономической добавленной стоимости и свободного денежного потока на собственный капитал. Авторами предложено различное соотношение данных показателей, и, соответственно, четыре модели экономического роста компании:

[4] Тонких А.С., Остальцев А.С., Остальцев И.С. Приемы моделирования экономического роста предприятия. – Екатеринбург, Ижевск: Издательство ИЭ УрО РАН. 2012.

Первая модель: $EVA > 0$, $FCF > 0$

Вторая модель: $EVA > 0$, $FCF < 0$

Третья модель: $EVA < 0$, $FCF > 0$

Четвертая модель: $EVA < 0$, $FCF < 0$

Первая модель характерна для развитых крупных компаний, где этап активных инвестиций в операционные активы уже пройден. Поэтому незначительные объемы чистого инвестированного капитала могут покрываться за счет наличия даже относительно невысокой чистой операционной прибыли, в результате чего достигается положительное значение свободного денежного потока.

Вторая модель характерна для успешных, развивающихся компаний, активно инвестирующих средства в свои активы. При этом инвестированные средства характеризуются высокой отдачей, приносят значительную прибыль, причем привлекаются по низкой цене.

Третья модель характерна для компаний, которые не обладают возможностями привлечения дешевого заемного капитала и характеризуются низким инвестиционным потенциалом, а также невысоким уровнем отдачи на вложенный капитал.

В четвертую модель попадают компании, активно инвестирующие в свои активы, однако при этом рентабельность инвестированного капитала является очень низкой, а его стоимость, наоборот, высокой.

По нашему мнению, качество роста, нужно рассматривать через призму факторов роста стоимости. Так, рост экономической добавленной стоимости обусловлен: увеличением рентабельности инвестированного капитала (ROIC), ростом операционной маржи (NOPLAT/Выручка) и снижением средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Для оценки качества корпоративного роста предлагается включить в анализ показатель FCFF/IC, показывающий, сколько свободного денежного потока компания генерирует на единицу вложенного капитала. Данный коэффициент нужно рассматривать в качестве показателя долгосрочной ликвидности, генерирующего возможности

для реинвестирования в будущий рост и развитие компании.

Таким образом, можно составить матрицу «возможностей роста» и оценить положение компании в сравнении с конкурентами путем соотношения коэффициентов NOPLAT/Выручка, ROIC, FCFF/IC (рис. 1).

Рис. 1 – Матрица «возможностей роста»

Компании, создающие стоимость, характеризуются высоким значением операционной маржи, высокой рентабельностью вложенного капитала и положительной величиной свободного денежного потока на вложенный капитал. Такая ситуация демонстрирует эффективность финансовой и инвестиционной деятельности компании и сопровождается положительной величиной экономической добавленной стоимости. Финансовая стратегия таких компаний должна быть ориентирована на поддержание уровня операционной рентабельности, рентабельности на инвестированный капитал при обеспечении платежеспособности компании.

Развивающиеся компании характеризуются высокой рентабельностью операционной деятельности. Экономический рост таких компаний зачастую заключается в значительных инвестиционных вложениях, однако, рентабельность вложенного капитала невысокая. При более эффективном управлении активами компании могут перейти в горизонт наращивания стоимости. Для обеспечения роста стоимости компании финансовая стратегия должна быть ориентирована на обеспечение эффективности использования

инвестированного капитала, обеспечение отдачи на инвестированный капитал выше стоимости привлечения источников финансирования, минимизацию средневзвешенной стоимости капитала

Компании, требующие модернизации, характеризуются высокой долей себестоимости продукции. Как правило, это компании, работающие на старом оборудовании и не проводящие необходимой модернизации производственной деятельности. Финансовая стратегия таких компаний сопряжена с более высокими рисками текущей деятельности при сохраняющейся отдаче на вложенный капитал. В такой ситуации необходимо увеличивать объемы инвестирования в модернизацию основной деятельности, отдача от которых будет превышать стоимость привлечения источников финансирования, что приведет в краткосрочной перспективе к сокращению свободного денежного потока, а в долгосрочной перспективе – к росту стоимости.

Стагнирующие компании демонстрируют низкие значения соответствующих показателей. Такие компании характеризуются неэффективной операционной деятельностью, низким инвестиционным потенциалом, нехваткой ресурсов для модернизации и развития конкурентных преимуществ и, как правило, не обладают возможностями для привлечения дешевого заемного финансирования. Финансовая стратегия в данном случае должна быть ориентирована на обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности, а также на увеличение рентабельности инвестированного капитала, путем более эффективного использования имеющихся активов.

Использование стоимостных показателей, таких как экономическая добавленная стоимость и/или свободный денежный поток, в качестве ключевых ориентиров эффективности финансовой деятельности, позволяет выделить направления финансовой стратегии (табл. 1). Определение направлений финансовой стратегии позволяет конкретизировать необходимые меры для реализации намеченных целей и выдели ключевые драйверы для последующего контроля исполнения финансовой стратегии.

Таблица 1

Направления финансовой стратегии

Направления финансовой стратегии	Необходимые меры	Драйверы
Повышение операционной рентабельности		
Снижение транзакционных административных и коммерческих затрат	Организация эффективного процесса работы персонала, сокращение повторяющихся функций, автоматизация процессов, аутсорсинг отдельных функций.	Коэффициенты коммерческих и административных затрат (постатейный план/факт анализ).
Оптимизация прямых и косвенных издержек	Синхронизация внутренних производственных цепочек, выстраивание процесса контроля качества.	Производственные затраты (факторный анализ; контроль нормирования сырья и материалов; анализ маржинальности по видам продукции).
Эффективное использование производственных мощностей	Обеспечение оптимальной загрузки оборудования, обеспечивающей перераспределение пиковых нагрузок в течение года.	Выработки продукции, доля брака (анализ «узких мест», тормозящих процесс производства).
Обеспечение инвестиционной привлекательности		
Обеспечить оптимальное распределение чистой прибыли - выплата дивидендов, -финансирование инвестиционной и текущей деятельности; - прочее.	Разработать дивидендную стратегию, регулирующую выплаты дивидендов при текущем финансовом состоянии компании. Поддерживать оптимальную структуру капитала.	Коэффициент реинвестирования или коэффициент дивидендных выплат, темп роста собственного капитала.
Повышение рентабельности инвестированного капитала		
Обеспечение оптимальной и необходимой потребности в оборотном капитале	Сформировать нормы потребности в оборотном капитале	Величина привлекаемых для формирования запасов краткосрочных кредитов и заемных средств.
	Поддержание среднеотраслевых показателей оборачиваемости. Организация качественного складского учета. Формирование регламента авансирования закупок и кредитования продаж.	Периоды оборачиваемости запасов, дебиторской задолженности, кредиторской задолженности, финансовый цикл.
Определение объема реальных инвестиций	Определение приоритетных направлений реальных инвестиций с учетом потребностей рынка и доходности инвестиций.	Норма капитальных вложений, фондоотдача, норма амортизации, рентабельность основных средств.
Определение объема финансовых инвестиций	Эффективное управление финансовыми вложениями и перераспределение финансовых ресурсов между участниками группы, что обеспечивает получение синергетического эффекта, увеличение устойчивости бизнеса и налоговую оптимизацию	Доля финансовых вложений в структуре внеоборотных активов, доходность финансовых вложений
Определение объема интеллектуальных инвестиций	Формирование, развитие и поддержание интеллектуального капитала компании: - повышение квалификации сотрудников, - вложения в НИОКР, - вложения в нематериальные активы	Доля интеллектуальных инвестиций в общем объеме инвестированных средств

Обеспечение финансовой безопасности		
Поддержание оптимальной величины денежных средств и их эквивалентов	Централизованное управление денежными средствами. Построение БДДС в соответствии с БДР; план/факт анализ - перспективно в разрезе квартала, оперативно в разрезе месяца, недели	Остаток денежных средств (регулирование платежей, установление приоритетности порядка расходования средств, прямое управление экстренными платежами и платежами, превышающими план БДР и БДДС)
Поддержание оптимальной структуры заемного и собственного капитала с учетом платности обоих.	Использовать альтернативные способы привлечения ресурсов: – дополнительный выпуск и размещение акций; - выпуск облигаций; - работа с паевыми фондами; - межбанковские кредиты.	Соотношение: Долг/СК Долг/EBITDA Коэффициент покрытия процентов Стоимость заемных средств Эффект финансового рычага

Источник: составлено автором

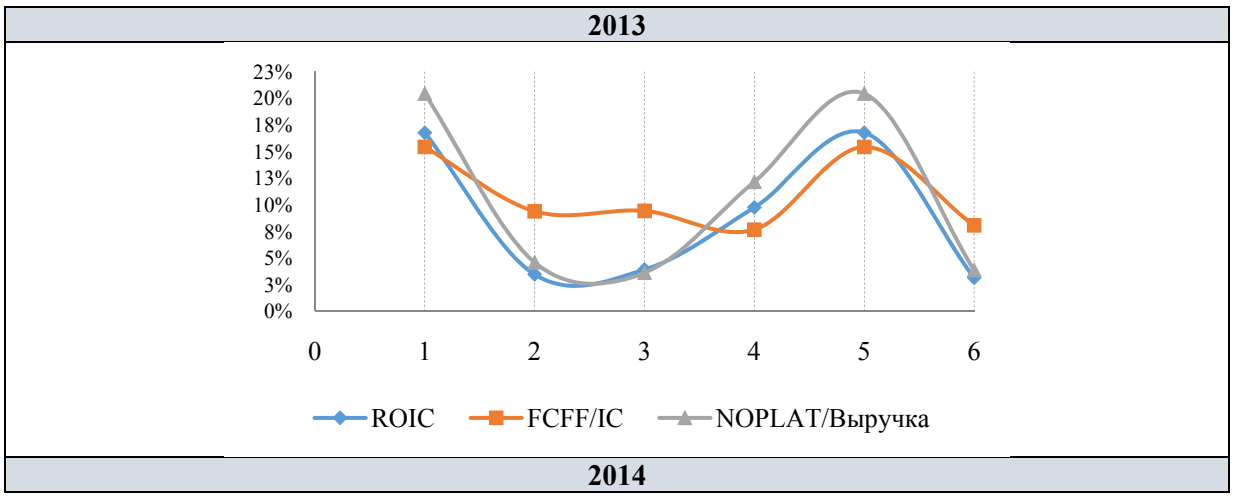
Предложенная автором модель матрицы «возможностей роста» апробирована на крупнейших российских металлургических компаниях. Расчет представлен в динамике с 2013-2015 гг. в табл. 2 и на рис. 2.

Таблица 2

Динамика показателей для оценки возможностей роста, %

№	Компания	2013			2014			2015		
		ROIC	$\frac{FCFF}{IC}$	$\frac{NOPLAT}{\text{Выручка}}$	ROIC	$\frac{FCFF}{IC}$	$\frac{NOPLAT}{\text{Выручка}}$	ROIC	$\frac{FCFF}{IC}$	$\frac{NOPLAT}{\text{Выручка}}$
1	Металлоинвест	15	14	20	20	25	21	17	11	24
2	НЛМК	3	9	5	13	21	12	13	22	13
3	Евраз	3	8	4	13	18	9	9	18	7
4	Северсталь	9	7	12	24	42	19	31	36	24
5	Мечел	15	14	20	6	-5	4	12	3	12
6	ММК	3	7	4	12	19	10	17	23	16

Источник: расчеты автора на основе публичной отчетности компаний



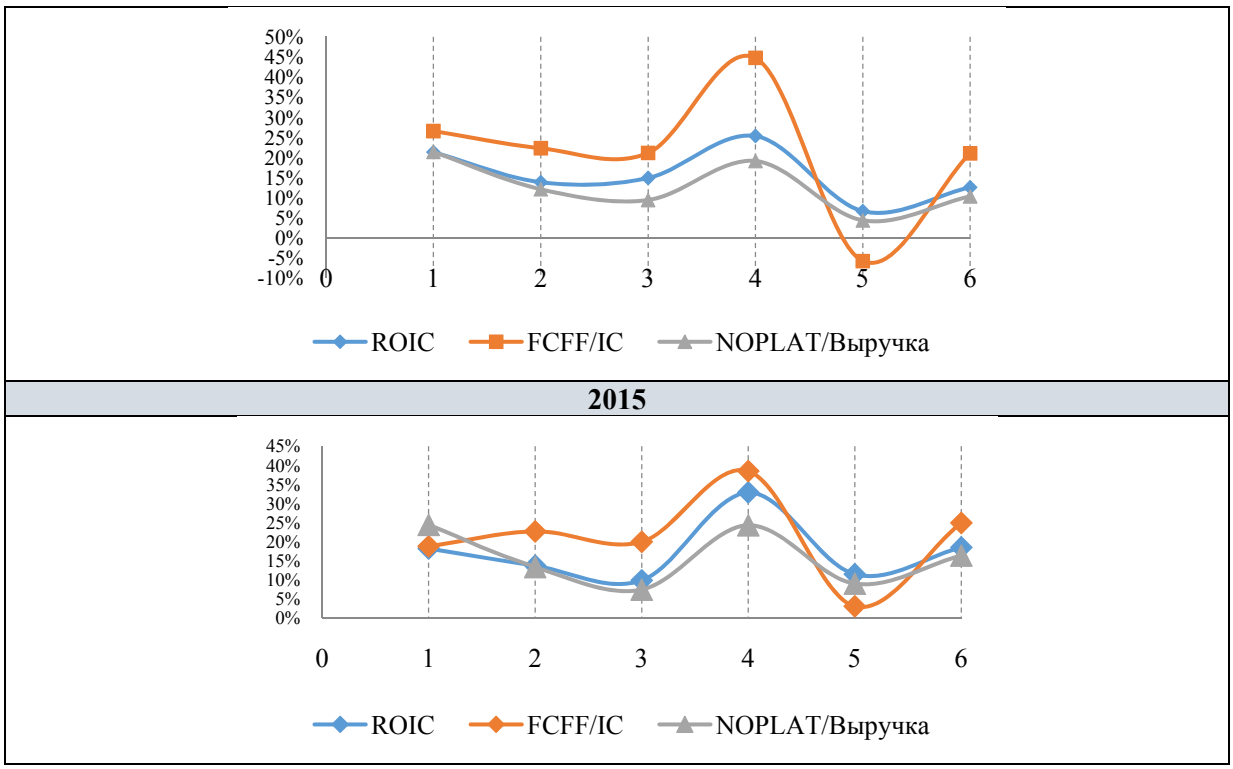


Рис. 2. – Соотношение показателей российских металлургических компаний для оценки возможностей роста: 1- Металлоинвест; 2 – НЛМК; 3 – Евраз; 4 – Северсталь; 5 – Мечел; 6 – ММК

Из представленных расчетов видно:

– компании Металлоинвест и Северсталь можно назвать компаниями, создающими стоимость: они имеют высокую операционную рентабельность, высокую доходностью на вложенный капитал и генерируют достаточный свободный денежный поток для обеспечения финансовой стабильности в долгосрочной перспективе;

– ММК и НЛМК плавно переходят из развивающихся компаний в разряд компаний, генерирующих стоимость: они характеризуются высокой доходностью инвестированного капитала и тенденцией повышения операционной эффективности;

– компании Евраз и Мечел попадают в группу стагнирующих компаний: они характеризуются высокой долговой нагрузкой, проблемами с кредитными рейтингами и недоверием инвесторов. Неблагоприятная конъюнктура рынка не позволяет этим компаниям эффективно обслуживать имеющиеся долги. Для перехода в разряд компаний, создающих стоимость этим компаниям

необходимо оптимизировать основную деятельности, возможно, продать неоперационный бизнес, не создающий стоимость, или реструктуризировать долговую нагрузку.

Таким образом, при формировании финансовой стратегии, ориентированной на создание стоимости компании, необходимо учитывать, как возможности, так и ограничения роста. Анализ моделей стоимостно роста позволяет выделить направления финансовой стратегии, а также оценить качество роста и потенциала будущего роста.

Библиографический список

1. Багацкая Е.В. Выбор ключевых финансовых индикаторов для сбалансированной системы показателей в условиях неопределенности и риска. Финансовая аналитика: проблемы и решения. №43(229), 2014. С.65.

2. Корпоративный рост: методология измерения и управленческий инструментарий (финансовый аспект). Монография. / Каменева Е.А., Лихачева О.Н., Мингалиев Е.Н., Паштова Л.Г., Сетченкова Л.А., Слепнева Т.А., Хотинская Г.И., Шохин Е.И. / Под ред. Г.И. Хотинской. – М.: Научные технологии. 2013. – 22 с.

3. Тонких А.С., Остальцев А.С., Остальцев И.С. Приемы моделирования экономического роста предприятия. – Екатеринбург, Ижевск: Издательство ИЭ УрО РАН. 2012.

4. Хотинская Г.И. Современная эволюция управленческих моделей в корпоративных финансах // Сервис PLUS. 2010. №3. С. 160.