

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ В ЦЕПОЧКЕ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ ОАО «РОССИЙСКИЕ ЖЕЛЕЗНЫЕ ДОРОГИ»

В статье приведен факторный анализ экономической рентабельности активов и рентабельности собственных средств ОАО «Российские железные дороги» в контексте анализа цепочки создания стоимости. Выявлены специфические для железнодорожного транспорта причины искажений информации, содержащейся в финансовой отчетности и степень репрезентативности отраженных в ней данных с позиции оценки стоимости компании. Сгруппированы основные факторы, сдерживающие рост рыночной стоимости компании, а также проанализировано влияние принимаемых управленческих решений на факторы роста стоимости.

Основной тенденцией анализа качества корпоративного управления и оценки экономического роста организации является ориентация на создание стоимости компании в целом. При этом существующая система экономических отношений, определяющая структуру и динамику отчетных данных, зачастую препятствует созданию достоверной картины для расчета основных стоимостных показателей. В этих условиях анализ стоимостных показателей (экономическая добавленная стоимость, рыночная добавленная стоимость, чистая добавленная стоимость, ставка возврата инвестиций и т.п.) должен быть дополнен анализом факторов создания стоимости с целью сокращения информационно-аналитических искажений.

Анализ цепочки создания стоимости по данным финансовой отчетности дает возможность проанализировать предпосылки для долгосрочного сохранения экономического потенциала с позиции качества экономического роста. Под последним понимается способность организации к увеличению финансовых результатов при неизменности стратегий финансирования и управления структурой затрат.

Для анализа предпосылок создания стоимости ОАО «Российские железные дороги» рассмотрим данные финансовой отчетности компании за три года (по данным публикуемой отчетности).

Для анализа соотношений динамики выручки, прибыли и себестоимости представим графическую интерпретацию этих данных (рис. 1).

Факторы, положительно влияющие на стоимость компании:

— опережающий рост выручки и чистой прибыли – с точки зрения оценки стоимости фундаментальным способом предполагают сокращение ставок дисконтирования при росте капитализированной стоимости, что является основной предпосылкой роста рыночной стоимости;

— незначительный уровень коммерческих и управленческих расходов – как правило, свидетельство того, что организационный аппарат не предполагает значительных оттоков средств, т.е. говорит о производительном их расходовании;

— значительный рост абсолютного значения выручки – говорит о низком уровне потерь доходов от проведения структурных реформ.

Негативно влияют на стоимость бизнеса следующие факторы:

— высокий уровень зависимости финансовых результатов и уровня деловой активности от изменений внешней среды – в 2009 г. (посткризисном) общие экономические показатели сократились вследствие необходимости адаптации и преодоления созданных кризисом экономических проблем, в этом же году наблюдается спад показателей выручки и затрат, что говорит о подверженности структурным колебаниям. Несмотря

на оказываемую государством поддержку, такая ситуация характеризует высокий уровень риска, а, следовательно, сокращает стоимость компании;

— высокий уровень абсолютного прироста затрат – вызвано тем, что даже при передаче в самостоятельные организации части подразделений, большая часть объектов, создающих постоянные затраты, остается на балансе ОАО «РЖД». Это тормозит возможности сокращения затрат, и также повышает риск убытков.

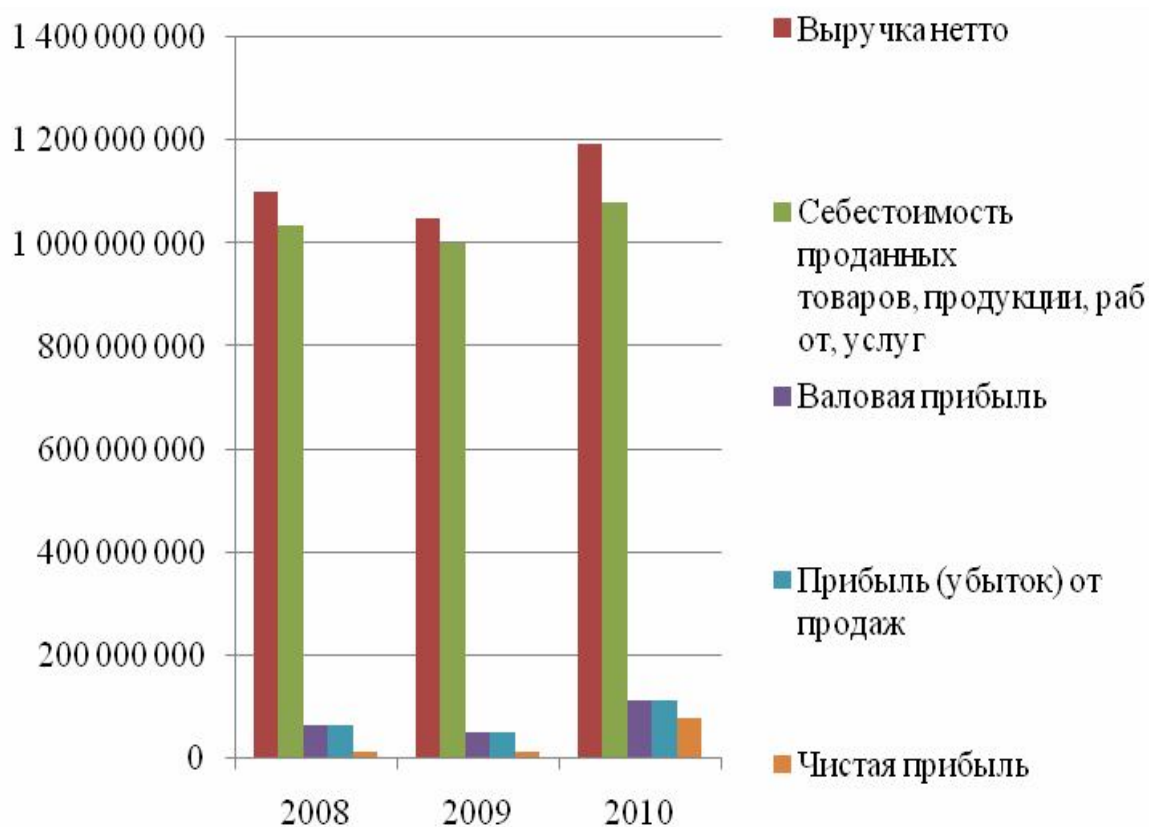


Рис. 1. Динамика финансовых результатов ОАО «РЖД»

Далее проанализируем основные факторы, оказывающие влияние на рентабельность активов и собственного капитала ОАО «РЖД».

Данные для расчета экономической рентабельности активов для ОАО «РЖД» приведены в табл. 1.

Таблица 1

Данные для факторного анализа экономической рентабельности активов

Показатель	Год		
	2008	2009	2010
Активы всего	3502043879	3675295787	3823725418
Операционная прибыль до уплаты процентов и налогообложения	65514131	78747720	150516134
Выручка нетто	1101710458	1050157925	1195143530
ROA	0,0187	0,0214	0,0393
Коэффициент оборачиваемости активов	0,3145	0,2857	0,31256
Рентабельность продаж	0,05946	0,0749	0,12593

$$ROA = \frac{EBIT}{A} = \frac{EBIT}{R} \cdot \frac{R}{A},$$

где $EBIT$ – прибыль до выплаты процентов и налога на прибыль, A – активы, R – выручка от продаж.

Результаты факторного анализа по модели Дюпона (методом цепных подстановок) приведены в табл. 2.

Таблица 2

Факторный анализ рентабельности активов

Показатель	2009–2008	2010–2009
Прирост ROA:	0,27 %	1,79 %
за счет коэффициента оборачиваемости	–0,17 %	0,20 %
за счет рентабельности продаж	0,44 %	1,59 %

Приведенный расчет показывает, что в обоих периодах рост рентабельности активов достигается в большей степени за счет прироста рентабельности затрат, тогда как доходность активов возрастает меньшими темпами.

Рост рентабельности продаж (коммерческой маржи) достигается за счет опережающего роста выручки над расходами (в основном, из-за структурных реформ), а также за счет действия эффекта операционного рычага (из-за высокого уровня постоянных затрат при росте объемных показателей выручка возрастает большими темпами).

Незначительный рост (а в 2009 г. – снижение) коэффициента оборачиваемости активов, вероятно, является следствием жесткого тарифного регулирования, и, следовательно, ограничения на рост выручки за счет ценовых факторов при стабильном росте активов.

В результате с позиции оценки стоимости компании можно сделать вывод о наличии резервов роста стоимости, поскольку рост рентабельности продаж и активов является резервом для несокращения стоимости компании даже при росте стоимости капитала (WACC).

Далее проанализируем факторные влияния на изменения рентабельности собственного капитала.

Факторный анализ проводился методом цепных подстановок для мультипликативной модели:

$$ROE = \frac{PN}{E} = \frac{PN}{R} \cdot \frac{R}{A} \cdot \frac{A}{E},$$

где PN – чистая прибыль, E – собственный (акционерный) капитал, R – выручка, A – активы.

Данные для расчета и факторного анализа рентабельности собственного капитала приведены в табл. 3.

Результаты факторного анализа приведены в табл. 4.

Анализ показывает, что больший прирост рентабельности собственных средств за анализируемый период достигнут в 2010 г. по отношению к 2009. В большей степени это произошло за счет прироста доли прибыли в выручке. Это подтверждает выводы, сделанные при анализе рентабельности активов, а именно: рост стоимости компании за счет прироста уровня деловой активности затруднителен в силу жесткой системы тарифного регулирования; для роста потенциала прибыльности необходимо использо-

вать инструменты управления затратами и ростом рыночной активности, что создает предпосылки роста рыночной капитализации и дальнейшего рычагового воздействия на чистую прибыль.

Таблица 3

Расчет показателя Рентабельность собственных средств

Показатель	Год		
	2008	2009	2010
ROE	0,004548631	0,004861345	0,024645503
Чистая прибыль	13400339	14447393	78453222
Собственные средства	1583197819	1594516219	1698128067
Выручка	1101710458	1050157925	1195143530
Активы	3502043879	3675295787	3823725418
Доля чистой прибыли в выручке	0,012163213	0,013757353	0,065643347
Коэффициент оборачиваемости	0,314590706	0,285734261	0,312559977
Активы / Собственные средства	2,212006508	2,304959801	2,251729709

Таблица 4

Факторы прироста рентабельности собственного капитала

Факторное влияние	2009–2008	2010–2009
Прирост коэффициента оборачиваемости, %	–0,08	0,09
Прирост доли чистой прибыли в выручке, %	0,10	3,74
Прирост отношения активов к собственным средствам, %	0,04	–0,11
Прирост рентабельности собственного капитала, %	0,06	3,71

Для более полного анализа факторов изменения рентабельности собственных средств используем более детализированную факторную модель:

$$ROE = \frac{NP}{EBT} \frac{EBT}{EBIT} \frac{EBIT}{R} \frac{R}{A} \frac{A}{E},$$

где NP / EBT – отношение чистой прибыли к текущей операционной прибыли – коэффициент налоговой нагрузки; $EBT / EBIT$ – отношение текущей операционной прибыли к прибыли до уплаты процентов и налога на прибыль – коэффициент процентной нагрузки; $EBIT / R$ – доля прибыли до начисления процентов и налога на прибыль в выручке; R / A – выручка к активам – коэффициент оборачиваемости активов; A / E – доля активов, образованная за счет собственных средств.

Результаты факторного анализа приведены в табл. 5.

Таблица 5

Факторный анализ прироста рентабельности собственных средств

Показатель	2009–2008	2010–2009
Прирост ROE:	0,06	3,71
за счет прироста коэффициента оборачиваемости, %	–0,08	0,09
за счет прироста рентабельности продаж, %	0,20	0,67
за счет прироста отношения активов к собственным средствам, %	0,04	–0,04
за счет прироста обратного коэффициента процентного бремени, %	–0,08	0,21
за счет прироста обратного коэффициента налогового бремени, %	–0,02	2,78

Факторный анализ данной модели позволяет дополнить сделанные ранее выводы с точки зрения факторов роста чистой прибыли: чистая прибыль возрастает значительно большими темпами, чем налогооблагаемая.

Это вызвано, на наш взгляд, увеличением прозрачности данных бухгалтерского учета, а также конвергенцией бухгалтерского и налогового учета. Кроме того, это вызвано списанием начисленных ранее отложенных налоговых обязательств.

Таким образом, становится очевидным влияние степени прозрачности информации на стоимость бизнеса, а также степень деформаций, возникающих из-за существенных отличий между налоговым и бухгалтерским учетом.

Прирост доли текущей операционной прибыли в прибыли до выплаты процентов обеспечил прирост рентабельности собственных средств на 0,2 %, что, с одной стороны, означает сокращение стоимости заемных средств, но с другой – сокращает резервы прироста рентабельности акционерного капитала по отношению к рентабельности активов за счет сокращения действия эффекта финансового рычага. То есть данную тенденцию нельзя считать однозначно положительной с позиции оценки стоимости компании.

Формальный анализ показателей рентабельности в контексте стоимостного управления компанией позволяет сделать вывод о наличии потенциала экономического роста, т.е. о возможности создания стоимости за счет деятельности ОАО «РЖД».

Однако более детальный анализ противоречит указанному выводу в силу следующих обстоятельств:

— основная часть прироста рентабельности собственных средств обусловлена сокращением налоговой нагрузки на прибыль. Это объясняется наличием отложенных налоговых обязательств – относительно постоянной величины, которая, однако, имеет разный удельный вес в величине налогооблагаемой прибыли. Очевидно, что причиной этого является не прирост возможностей получения прибыли, а относительная экономия за счет отложенных налоговых обязательств. По всей видимости, эти обязательства возникли по поводу включения процентов по инвестиционным кредитам в стоимость приобретаемых активов, но сокративших налогооблагаемую прибыль по данным налогового учета в момент признания процентов. Очевидно, что это обстоятельство только позволяет оптимизировать налоговые платежи во времени, сокращая их в момент осуществления инвестиционных затрат, но не приводит к созданию стоимости, поскольку кредиторская задолженность не является капиталом, а только обслуживает операционную деятельность.

— как было отмечено выше, доходы за счет проводимой политики реструктуризации хозяйственной деятельности возрастают большими темпами, чем расходы. Очевидно, это объясняется тем, что при выделении обособленных подразделений на их балансы передаются в основном активы, являющиеся источниками переменных затрат. Большая часть постоянных расходов остается по объективным причинам на финансировании ОАО «РЖД». Естественно это влечет за собой сокращение запаса финансовой прочности, что сокращает возможности роста стоимости за счет сокращения качества экономического роста. Поскольку в ходе структурных реформ изменяется и структура стоимости продуктов ОАО «РЖД», изменяются и требования к наличию источников их финансирования. При сокращении запаса финансовой прочности для нахождения на оптимальном уровне относительно точки безубыточности организация должна сокращать и финансовые издержки, чего, однако не происходит. Следовательно, сокращаются и возможности для капитализации увеличенного таким образом финансового результата.

— при этом данные отчетов о движении денежных средств за анализируемый период говорят о том, что в периоды выплат больших частей сумм основного долга по кредитам (аннуитетная схема погашения) ОАО «РЖД» вынуждено привлекать дополнительные заимствования. То есть, при сокращении запаса финансовой прочности рост заимствований приводит к росту затрат, что, в свою очередь, еще более сокращает запас финансовой прочности. Складывается ситуация сокращения возможности капитализации денежного потока. Кроме того, при таком положении вещей увеличивается разрыв между точкой безубыточности и точкой нулевого денежного потока, вследствие чего возникает ситуация денежного дефицита при наличии чистой прибыли, что также увеличивает потребности в заимствовании средств.

— данные публикуемой финансовой отчетности в формате МСФО позволяют проанализировать дюрацию – т.е., средневзвешенный срок погашения основных сумм по заемным средствам. Это позволяет спрогнозировать возможный период очередного скачка заимствований вследствие невозможности погашения текущих кредитов за счет основной деятельности. Расчет показал, что в среднем с учетом сумм предоставленных займов платежи необходимо осуществлять каждые 1,3 года. Таким образом, при относительно неизменных суммах процентов по заемным средствам (за счет сокращения процентов по мере выплат основного долга) заимствования постепенно будут увеличиваться, еще больше сокращая запас финансовой прочности. Следовательно, нельзя говорить о создании стоимости за счет деятельности ОАО «РЖД».

Приведенные выводы по данным отчетности носят достаточно поверхностный характер. Тем не менее, наличие указанных тенденций (сокращение запаса финансовой прочности при росте точки нулевого денежного потока за счет политики привлечения средств и достаточно короткая дюрация по выплатам сумм основного долга) не позволяют увеличивать стоимость компании в долгосрочном периоде. В результате ОАО «РЖД», несмотря на декларирование государством принципов тарифного регулирования в целях сокращения возможности переливов капитала посредством транспортной отрасли, остается, тем не менее, только перераспределительным звеном в национальной экономике, не имея достаточного потенциала роста качественных и количественных показателей деятельности.

Возможно, причиной этого является подконтрольность государству, не заинтересованному в росте стоимости компании и проводимая политика сокращения независимости компании, вследствие чего сокращаются возможности применения рыночных способов управления стоимостью и создания предпосылок для ее роста.

Схематично можно следующим образом представить процесс разрушения стоимости, созданной ОАО «РЖД» (рис. 2).

В таких условиях возникает опасность того, что любое управленческое решение посредством перераспределительного механизма приводит к еще большему сокращению стоимости (табл. 6).

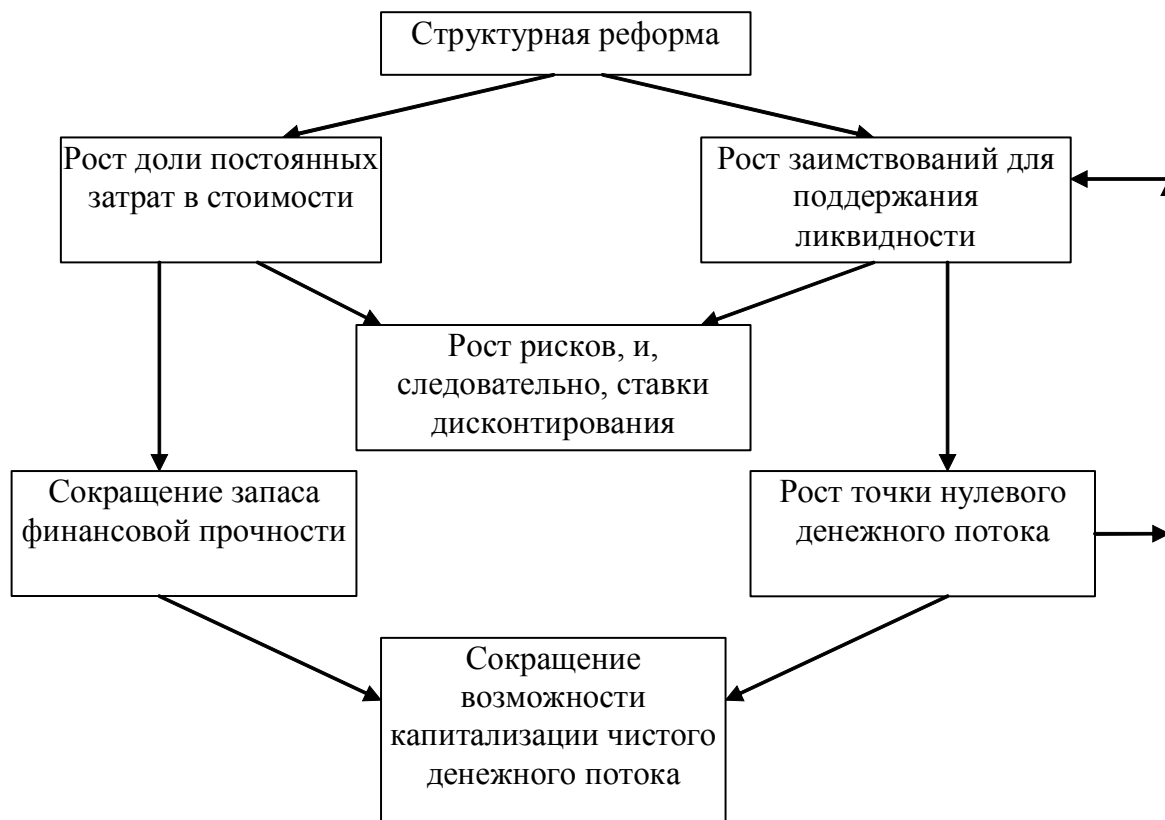


Рис. 2. Факторы сокращения стоимости компании

Таблица 6

Влияние управленческих решений на факторы создания стоимости

Управленческое решение	Влияние на факторы создания стоимости					
	Структура баланса	Отчет о прибылях и убытках	Норма прибыли	Оборачиваемость активов	Финансовый рычаг	Рентабельность собственного капитала
Вложения во внеоборотные активы	Если вложения финансируются за счет краткосрочных кредитов, то результатом может быть отрицательная величина чистого оборотного капитала, что сокращает возможность роста стоимости бизнеса. Если вложения финансируются за счет постоянных пассивов, то структура статей не изменяется	Возможно возникновение отложенных налогов при финансировании за счет заемного капитала	Сокращается норма прибыли на время холдингового периода	При сроке окупаемости более одного года сокращает оборачиваемость активов	Может стать причиной сокращения дифференциала финансового рычага. Если финансируется за счет заемных средств, увеличивает также плечо финансового рычага. В результате, если не возрастает рентабельность активов, может стать причиной того, что рентабельность активов станет меньше процентов за пользование заемными средствами, что может стать причиной сокращения стоимости компании	Сокращается за счет роста амортизационных отчислений, сокращающих прибыль, а также в том случае, если вложения финансируются за счет увеличения акционерного капитала
Вложения в оборотные активы	Увеличивается уровень текущей ликвидности, что увеличивает стоимость компании	Как правило, возрастает себестоимость	Сокращается за счет роста затрат	Сокращается	Возникает финансовый риск при финансировании за счет привлечения кредитов	Если чистый оборотный капитал в результате вложений сократился, то сокращается и средняя стоимость капитала, в противном случае — возрастает

Окончание табл. 6

Управленческое решение	Влияние на факторы создания стоимости						
	Структура баланса	Отчет о прибылях и убытках	Норма прибыли	Оборачиваемость активов	Финансовый рычаг	Рентабельность собственного капитала	Риски и средневзвешенная стоимость капитала
Эмиссия акций или увеличение номинала	Увеличивается чистый оборотный капитал, увеличивается уровень финансовой устойчивости и автономности, что свидетельствует о росте стоимости компании. На соответствующую сумму должны быть увеличены чистые активы	Сокращается доля чистой прибыли на акцию либо отношение рыночной стоимости к балансовой. Сокращается доля чистой прибыли в балансовой	—	Сокращается	Сокращается	Сокращаются возможности прироста рентабельности собственных средств за счет эффекта финансового рычага	Средневзвешенная стоимость капитала возрастает
Сокращение номинала или выкуп акций	Сокращается уровень финансовой устойчивости	Как правило, сокращается чистая прибыль	—	Возрастает	Возрастает	Появляется возможность прироста рентабельности собственных средств	Риски неплатежеспособности возрастают, средневзвешенная стоимость капитала сокращается
Привлечение кредита	Сокращается чистый оборотный капитал, уровень платежеспособности	Увеличиваются процентные расходы	Сокращается	Сокращается	Возрастает	Возрастает	Средневзвешенная стоимость капитала, как правило, сокращается, но уровень риска возрастает
Решение о сроках погашения кредитной задолженности	Если сроки погашения возрастают, то кредитная задолженность возрастает большими темпами, чем расходы, что приводит к вероятностью дефицита и необходимости привлечения кредитов	—	—	Чем больше срок погашения кредитной задолженности, тем меньше период оборота денежных средств	—	—	Средневзвешенная стоимость капитала сокращается
Решение о выплате дивидендов	Влияет на величину нераспределенной прибыли	Влияет на уровень выплат на акцию, что является характеристикой стоимости компании	—	Возрастает пропорционально выплатам дивидендам	—	—	Средневзвешенная стоимость капитала возрастает