

МИХИР А. ДЕСАИ

# РАЗУМНЫЙ ФИНАНСИСТ



ЗНАЕТ, ЧТО СТОИТ ЗА ЦИФРАМИ,  
УПРАВЛЯЕТ РИСКАМИ,  
ПОЛУЧАЕТ ПРИБЫЛЬ



Просто о финансах

Михир Десаи

**Разумный финансист. Знает, что  
стоит за цифрами, управляет  
рисками, получает прибыль**

«ЭКСМО»

2019

УДК 336  
ББК 65.26

**Десаи М. А.**

Разумный финансист. Знает, что стоит за цифрами, управляет рисками, получает прибыль / М. А. Десаи — «Эксмо», 2019 — (Просто о финансах)

ISBN 978-5-04-176153-0

Цифры и коэффициенты в отчетности могут пугать так, что хочется спрятаться за спиной матерого финансиста. Но что если финансы – больше не узкоспециальная сфера, а необходимое знание для любого, кто строит бизнес, покупает, продает или инвестирует? Долго игнорировать EBITDA и Cash Flow не получится. Да, мир денежных потоков устроен сложно. Но в нем не страшно, если ваш проводник – МИХИР ДЕСАИ, аналитик с опытом работы на Уолл-стрит и преподаватель Гарвардской школы бизнеса. Он упаковал в книгу авторский курс, мгновенно ставший популярным среди его студентов, которые впоследствии сделали карьеру в компаниях из Fortune Global 500. Все, кто боится или путает ROE с ROI, смогут вместе с «Разумным финансистом»:

- разобраться в основах финансового анализа, чтобы быстро читать отчетность любой компании
- развить финансовую интуицию, чтобы извлекать из мультипликаторов куда более важную информацию, чем просто цифры
- оценивать проекты глазами и финдира, и инвестора

В формате PDF А4 сохранен издательский макет книги.

УДК 336  
ББК 65.26

ISBN 978-5-04-176153-0

© Десаи М. А., 2019

© Эксмо, 2019

# Содержание

Введение	9
Глава 1	13
Коэффициенты для анализа эффективности – сыграем в игру	13
Как числа обретают смысл	15
Как понимать коэффициенты	24
Самый главный коэффициент	42
Контрольные вопросы	51
Итоги главы	53
Глава 2	54
Почему в финансах всё упирается в деньги и будущее	54
О чем мы говорим, когда говорим о деньгах	56
Рост Amazon	64
Одержимость будущим	71
Конец ознакомительного фрагмента.	72

# Михир А. Десаи

## Разумный финансист

### Знает, что стоит за цифрами, управляет рисками, получает прибыль

How Finance Works: The HBR Guide to Thinking Smart About the Numbers  
by Mihir A. Desai

Original work copyright © 2019 Harvard Business School Publishing Corporation

© Терпугова О., перевод, 2023

© Оформление. ООО «Издательство «Эксмо», 2023

\* \* \*

«Как финансовый директор, я осознаю, насколько важно делиться финансовыми инсайтами внутри организации, делать это как можно четче, как можно чаще и как можно раньше. В технологических компаниях финансовая грамотность просто необходима, чтобы корректно оценивать перспективность революционных инноваций. Но сочетать инновации и финансы умеет далеко не каждый. Книга Михира будет полезна для руководителей и финансистов на предприятиях. В ней идеально сочетаются интуитивно понятные объяснения, актуальные примеры и научная строгость. Так что и новички, и финансисты-профи по-настоящему расширят свои возможности».

– ХЕЛЕН РАЙЛИ, финансовый директор, X

«Уроки профессора Десаи в Гарвардской школе бизнеса были одними из моих любимых, – благодаря им я получила ответы на важнейшие финансовые вопросы, на которых строится любая отрасль, в том числе и высокие технологии. Читая эту книгу, я как будто снова оказалась на тех уроках. В ней есть и основы теории, и инструменты для развития интуиции, и возможность применить полученные навыки на примерах из реальной жизни. Информативная и увлекательная, эта книга вооружит знаниями и, что еще важнее, разовьет интуицию в финансах и бизнесе. Это обязательное чтение для студентов, изучающих бизнес, для начинающих бизнес-лидеров, а также для всех, кто хочет глубже понимать сферу финансов».

– МАРН ЛЕВИН, главный операционный директор, Instagram<sup>1</sup>

«Профессор Десаи совершил невероятный подвиг: из финансов, такого сложного и сухого предмета, он сотворил шедевр, – сделал его живым и доступным, не преуменьшая важности. Напротив, он весьма убедителен в том, что финансы – это кровеносная система экономики, и ее устройство должен понимать каждый. Но дело не только в том, чтобы корпеть над грудой цифр и уметь читать баланс, хотя и то и другое автор объясняет очень доходчиво. Как и в своей предыдущей работе, профессор Десаи напоминает нам о масштабных вопросах: главное в финансах – это информация и

---

<sup>1</sup> Социальная сеть Instagram запрещена на территории Российской Федерации на основании осуществления экстремистской деятельности.

интересы участников рынка; а они, в свою очередь, пытаются решить основополагающую проблему капитализма – как разместить капитал, чтобы создавать стоимость. Как генеральный директор компании, занимающейся долгосрочным инвестированием, я искренне приветствую просвещение в области науки о создании и измерении стоимости».

– *САЙРУС ТАРАПОРЕВАЛА, президент и главный исполнительный директор, State Street Global Advisors*

«Профессор Михир Десаи дал мне однажды практический и весьма остроумный совет; он вдохновил меня как студентку Гарвардской школы бизнеса и стал маяком для меня как для предпринимателя, только начинающего свой путь в S'well. Я восхищена, что он написал эту книгу, – его мудрость поможет многим!»

– *САРА КАУСС, учредитель и генеральный директор, S'well*

«Для тех, кто не занимается этой дисциплиной, финансы похожи на обернутую в тайну головоломку внутри загадки, со всякими умными словами, бухгалтерскими коэффициентами и сложными институциональными штуками. И всё это играет на руку финансовым консультантам и банкирам, которые берут огромные деньги за то, что приподнимают завесу над этими тайнами. Книга Михира Десаи мастерски раскрывает простые истины и принципы здравого смысла, на которых строится мир финансов. Книга ведет читателя, с юмором и изяществом знакомя его с ключевыми финансовыми понятиями, институтами и инструментами. Независимо от своего образования, опыта и интересов, к концу этого пути читатели станут более информированными и просвещенными».

– *АСВАТ ДАМОДАРАН, профессор финансов, школа бизнеса Леонарда Н. Штерна при Нью-Йоркском университете; автор книги «Маленькая книга по оценке стоимости активов» («The Little Book of Valuation»)*

«Для всех, кто хочет использовать финансовую информацию как юрист компании или главный юрисконсульт или применять ее в собственном бизнесе, книга “Как работают финансы” привнесет ясность в предмет и станет проводником в сфере, которая многим кажется полем битвы. Михир Десаи – выдающийся преподаватель. Его сильные стороны – это юмор; умение легко объяснять сложные идеи; способность через игры и задачи научить студентов самостоятельно получать доступ к финансовой информации, а не полагаться на других; а также то, что он призывает выискивать интересные вещи, а не притворяться финансовым аналитиком. Всё это есть в книге “Как работают финансы”. Она приятна для чтения и полезна в повседневной жизни».

– *ДЭВИД ВОЛФСОН, исполнительный директор, Milbank, Tweed, Hadley & McCloy*

«Наконец-то кто-то нашел способ выработать финансовую интуицию для тех, кто сознательно избегал любых финансовых занятий в школе, т. е. для нас, врачей! Единственный способ развития здравоохранения – признать, что это, по сути, бизнес. Руководителям здравоохранительных учреждений книга “Как работают финансы” дает возможность общаться с “серьезными людьми”, не прибегая к помощи сидящего рядом финдиректора. Большинство врачей

не имеют никакого представления о финансах, боятся электронных таблиц и финансовых директоров. Десаи нас просто спас!»

– *МАЙКЛ ДЖАФФ*, доктор медицины, экс-президент больницы *Ньютон-Уэлсли*, главврач и вице-президент по клиническим вопросам, технологиям и инновациям в *Boston Scientific Corporation*

«Чтобы возглавить глобальную технологическую компанию в мире, полном перемен, требуется многое, в том числе – уверенно ориентироваться в финансах, даже если вы уже построили карьеру в другой области. Михиру удалось сделать финансы увлекательными и понятными. К концу книги у вас появится уверенность, интуиция и понимание, необходимые для успеха в качестве лидера или управленца в любой организации».

– *ДЖЕННИФЕР МОРГАН*, бывший генеральный директор *SAP*, Южная Америка и Азиатско-Тихоокеанский регион, Япония

*Посвящается Парвати, Иле, Мие и Тине*

## **Введение**

Для многих сфера финансов окутана тайной. Нагромождение цифр внушает трепет. И это не случайно: финансисты любят напустить туман в свои занятия, чтобы отпугнуть посторонних. Но если вы хотите преуспеть в карьере, заняться финансами все-таки придется – это язык бизнеса, кровеносная система экономики и господствующая сила в капиталистическом мире. Можно, конечно, игнорировать эту сферу и сидеть себе тихо на собраниях, глубокомысленно кивая головой, но это уже давно не лучшее решение.

К счастью, общее представление о финансах можно получить, не вникая в тонкости построения электронных таблиц или ценообразования на производные финансовые инструменты. С помощью этой книги вы наконец разберетесь, как работают финансы, и они уже больше никогда вас не напугают. Знание основных принципов не сделает из вас профессионального аналитика – специалистов и так достаточно. Но усвоив эти принципы, вы зложите крепкую базу, которая позволит уверенно ориентироваться в финансовых вопросах и с интересом углубляться в тему всю оставшуюся жизнь.

Эта книга – результат моего преподавательского опыта: я обучал финансам студентов программ МВА, юристов, руководителей и в целом специалистов из очень разных сфер. Последние двадцать лет я использую всё меньше уравнений и примитивных числовых примеров и всё больше диаграмм, графиков и примеров из реальной жизни. Привожу актуальные данные, стараясь не делать их слишком сложными. Как оказалось, финансы можно объяснить ясно и точно даже без излишней скрупулезности. Именно это я и постараюсь сделать на страницах книги.

### **Что вам понадобится**

Мой отец сделал карьеру маркетолога в фармацевтических компаниях Азии и США. Когда ему исполнилось пятьдесят восемь, он ушел в финансисты и за десять лет достиг успеха. Глубокое понимание производства он соединил с новообретенными знаниями в области финансов, став в результате аналитиком по исследованию рынка ценных бумаг. Но это был трудный путь.

В течение того же десятилетия я, тогда аспирант и молодой преподаватель, изучал финансы на Уолл-стрит в качестве аналитика. Мы с отцом подолгу разговаривали; он спрашивал меня о разных вещах, с которыми сталкивался в чужом и непонятном пока мире финансов. Было непросто, но раз за разом отец демонстрировал любознательность и упорство и возвращался послушать мои рассуждения о ценовых мультипликаторах и дисконтированных денежных потоках.

Это то, что понадобится и вам при прочтении книги: любознательность и упорство. При должной любознательности у вас будут возникать вопросы, с которыми продвижение от главы к главе станет более осмысленным. А упорство поможет успешно пройти самые заковыристые темы, ведь вы будете напоминать себе, что по итогу достигнете более глубокого понимания финансов и получите новые инструменты для профессиональной деятельности.

Оба эти качества требуют усилий, но оно того стоит.

### **Для кого книга**

Эта книга предназначена для всех, кто хочет углубить свои познания в финансовой сфере.

Начинающие найдут здесь доступные и наглядные материалы, объясняющие основы науки о финансах, достаточные для того, чтобы начать рассуждать на эту тему.

Те, кто уже занимается финансами, знают, что говорить о них – это одно, а работать с ними – совсем другое; базовые интуитивные представления здесь не всегда надежны. Опытным читателям книга даст возможность расширить свое понимание финансов и выйти за пределы механического применения идей и терминов.

Амбициозные руководители смогут иначе посмотреть на свои многочисленные деловые встречи и начать более осмысленно взаимодействовать с финансовыми экспертами и инвесторами.

## **Дорожная карта**

Вы можете погружаться в книгу, как вам вздумается; можете использовать вместо справочника, когда возникают вопросы на рабочем месте. Но я рекомендую читать ее от корки до корки (как минимум в первый раз). Структура книги тщательно продумана, и каждая следующая глава развивает идеи предыдущей.

### **Глава 1: Финансовый анализ**

Начнем с основ финансового анализа и изучим его язык. Как интерпретировать экономические показатели, опираясь на финансовые отчеты прошлых лет? Что означают все эти числа и коэффициенты? Вы поймете это, пройдя через непростую, но увлекательную игру. По своему замыслу первая глава стоит особняком: здесь предполагается ваша включенность и активное практическое участие. По сути, эта глава – обширное введение и разминка перед другими частями книги.

### **Глава 2: Финансовая перспектива**

Многие думают, что финансы в целом сводятся к расчету и анализу коэффициентов. Но это только начало. Чтобы пойти дальше, нужно осознать два принципа, ключевых с точки зрения финансов: деньги важнее прибыли; будущее важнее, чем прошлое и настоящее. Каковы истинные источники экономической доходности? Что не так с бухгалтером? Если будущее настолько важно, почему на основании будущих денежных потоков мы говорим о сегодняшней стоимости?

### **Глава 3: Финансовая экосистема**

Мир финансов – мир хедж-фондов, инвесторов-активистов, инвестиционных банков и аналитиков – может сбивать с толку и даже показаться несколько мутным. Но если вы занимаетесь финансами и менеджментом, понимать этот мир необходимо. Мы попробуем ответить на два вопроса: почему финансовая система такая сложная и есть ли путь попроще.

### **Глава 4: Источники создания стоимости**

Наиболее важные вопросы в области финансов связаны с источниками создания стоимости и способами ее измерения. Мы глубже изучим некоторые инструменты, рассмотренные в главе 2, и разберемся, как создается стоимость. Что вообще значит «создать стоимость»? Какова стоимость капитала? Как измерить риск?

### **Глава 5: Искусство и наука оценки**

Оценка – важнейший этап в принятии инвестиционных решений. В этой главе мы исследуем, почему оценка является искусством, основанным на данных науки, и определим, в чем

оценка близка искусству и в чем – науке. Как узнать, сколько стоит компания? Какие инвестиции выбрать? И как избежать самых распространенных просчетов в оценке?

## **Глава 6: Размещение капитала**

Наконец, мы изучим фундаментальную проблему, которой озабочены финансовые директора всех компаний: что делать с избыточными денежными потоками. Эта глава объединит большую часть того, что мы узнаем по пути к ней. Стоит ли инвестировать в новые проекты? Стоит ли возвращать деньги акционерам? Если да, то как?

### **Проводники по миру финансов**

В процессе изучения у нас будут помощники: пять человек, чьи идеи и реальный опыт повлияли на концептуальную основу книги. Основываясь на их взглядах, я приведу несколько разносторонних точек зрения на финансовую экосистему, которой посвящена глава 3.

Позицию корпораций представят два финансовых директора. Два инвестора поделится как личной точкой зрения, так и позицией банков и фондов. Фондовый аналитик (каким является и мой отец тоже) оценит ситуацию из самого центра финансовой экосистемы.

Первая из директоров, Лоранс Дебру, управляет финансами в Heineken, глобальной пивоваренной компании, работающей более чем в 100 странах. Дебру училась в бизнес-школе во Франции, поступила на работу в инвестиционный банк, а затем решила перейти на сторону корпораций. У нее большой опыт работы финансовым директором в нескольких компаниях, поэтому вместе с ней мы поразмышляем о том, как инвестируют корпорации во всем мире и как они взаимодействуют с рынками капитала.

Второй – Пол Клэнси, бывший финансовый директор глобальной биотехнологической компании Biogen. Прежде чем прийти в Biogen, Клэнси проработал несколько лет в PepsiCo. Для нас будет особенно ценен его взгляд на финансирование инноваций и научно-исследовательских разработок.

Первый из инвесторов – Алан Джонс, глава отдела прямых инвестиций инвестиционного банка Morgan Stanley. Джонс и его команда находят недооцененные компании и стараются купить их в интересах клиентов.

Второй герой-инвестор – Джереми Миндич, соучредитель Scoria Capital. Миндич начал как журналист, но понял, что его умение разбираться во внутренней жизни компаний поможет добиться успеха и в финансах. После работы в различных хедж-фондах он стал соучредителем Scoria Capital, – теперь это многомиллиардный фонд в Нью-Йорке. Будучи менеджером хедж-фонда, Миндич постоянно занимается оценкой компаний, определяя, занижена она или завышена.

Эти два инвестора объяснят, как они анализируют и оценивают компании и затем пытаются создать стоимость, инвестируя в них.

Пятый эксперт – Альберто Моэль, ранее работавший в компании Bernstein, занимающейся анализом фондового рынка. Моэль регулярно взаимодействует с компаниями, общается с финансовыми директорами, генеральными директорами, дает рекомендации инвесторам. Он покажет, как аналитики исследуют компании, выясняя, что происходит внутри, и определяют их стоимость. По сути, это соединяющее звено между корпорациями, представленными Дебру и Клэнси, и инвесторами, представленными Джонсом и Миндичем.

Все вместе они свяжут теорию с реальностью и помогут понять, как использовать наши уроки на практике. Вы встретите их истории в кратких «Примерах из реального мира», а также в расширенных тематических исследованиях, обозначенных как «Идеи в действии» – их найдете в конце главы.

Время от времени вам будут попадаться «Размышления» – небольшие зарисовки и рассуждения, связанные с текущей темой. И наконец, каждая глава заканчивается вопросами, охватывающими весь затронутый в ней материал.

Итак, начнем с небольшой игры.

# Глава 1

## Финансовый анализ

### Коэффициенты для анализа эффективности – сыграем в игру

Для начала предлагаю сыграть в небольшую игру. Она познакомит вас с миром финансов и поможет понять, как при помощи цифр оценивать один из важнейших аспектов финансового анализа – эффективность компании. Финансовый анализ отвечает на основополагающие вопросы, которыми занимаются финансовые директора, инвесторы и банкиры. Он же помогает разобраться с основами эффективности, жизнеспособности и потенциала компании.

Финансовый анализ гораздо шире, чем бухучет. В этой главе мы не будем углубляться в механизмы бухучета (например, дебет и кредит), но научимся понимать коэффициенты, которые опираются на учетные данные. И вы увидите, что даже простое сравнение этих цифр между собой помогает выяснить, из чего складывается эффективность.

Насколько безопасно давать компании кредит? Насколько выгодно быть акционером? Какую стоимость производит компания? Ни на один из этих вопросов нельзя ответить, опираясь только на один показатель. Отдельно взятые цифры сами по себе бессмысленны. Но вот их соотношения помогают понять гораздо больше. В контексте игры вам предстоит угадать, какая из четырнадцати ведущих компаний скрывается за тем или иным набором коэффициентов. Научившись определять отрасль по ее показателям, вы сможете анализировать эффективность компании в динамике и рассказывать о ее взлетах и падениях исключительно с помощью цифр.

Начнем же игру!

Таблица 1-1

Игра «Узнай отрасль»

	A	B	C	D	F	H	I	J	K	L	M	N
<b>Процентные доли по балансу</b>												
<b>Активы</b>												
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	35	4	27	25	54	9	5	16	4	2	16	7
Дебиторская задолженность (счета к получению)	10	4	21	7	12	3	4	26	6	2	2	83
Товарно-материальные запасы	19	38	3	4	1	3	21	17	21	3	0	0
Прочие оборотные активы	1	9	8	5	4	6	2	4	1	2	5	0
Основные средства (остаточная стоимость)	22	16	4	8	7	47	60	32	36	60	69	0
Прочие активы	13	29	37	52	22	32	7	5	32	31	9	10
<b>Итого активы*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Обязательства и акционерный капитал</b>												
Векселя к оплате	0	0	8	3	2	0	11	0	4	4	1	50
Кредиторская задолженность (счета к оплате)	41	22	24	2	3	8	18	12	13	2	6	21
Начисления	17	15	8	1	3	9	4	5	5	1	6	0
Прочие текущие обязательства	0	9	9	9	18	7	11	10	4	2	12	3
Долгосрочная задолженность	9	2	11	17	9	33	25	39	12	32	16	13
Прочие обязательства	7	17	17	24	9	18	13	10	7	23	22	4
Привилегированные акции	0	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Акционерный капитал	25	19	23	44	55	25	17	24	54	36	38	10
<b>Итого обязательства и акционерный капитал*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Финансовые коэффициенты</b>												
Текущие активы/текущие обязательства	1,12	1,19	1,19	2,64	2,71	0,87	0,72	2,28	1,23	1,01	0,91	1,36
Денежные средства, ликвидные ценные бумаги и дебиторская задолженность/текущие обязательства	0,78	0,18	0,97	2,07	2,53	0,49	0,20	1,53	0,40	0,45	0,71	1,23
Оборачиваемость запасов	7,6	3,7	32,4	1,6	10,4	31,5	14,9	5,5	7,3	2,3	---	---
Срок погашения дебиторской задолженности (в днях)	20	8	63	77	82	8	4	64	11	51	7	8047
Общая сумма заемных средств/общие активы	0,09	0,02	0,19	0,20	0,11	0,33	0,36	0,39	0,16	0,36	0,17	0,63
Долгосрочные обязательства/капитализация	0,27	0,06	0,33	0,28	0,14	0,57	0,59	0,62	0,18	0,47	0,29	0,56
Доходы/общие активы	1,877	1,832	1,198	0,317	0,547	1,513	3,925	1,502	2,141	0,172	0,919	0,038
Чистая прибыль/доходы	-0,001	-0,023	0,042	0,247	0,281	0,117	0,015	0,061	0,030	0,090	0,025	0,107
Чистая прибыль/общие активы	-0,001	-0,042	0,050	0,078	0,153	0,177	0,061	0,091	0,064	0,016	0,023	0,004
Общие активы/акционерный капитал	3,97	2,90	4,44	2,27	1,80	4,00	5,85	4,23	1,83	2,77	2,66	9,76
Чистая прибыль/акционерный капитал	-0,005	-0,122	0,222	0,178	0,277	0,709	0,355	0,384	0,117	0,043	0,060	0,039
ЕБИТ/расходы по уплате процентов	7,35	-6,21	11,16	12,26	63,06	13,57	5,98	8,05	35,71	2,52	4,24	---
ЕБИТДА/доходы	0,05	0,00	0,07	0,45	0,40	0,22	0,05	0,15	0,06	0,28	0,09	0,15

\* Итоговые значения по столбцам округлены до 100%.

Источник: Мухир А. Десаи, Уильям Э. Фругли и Элизабет А. Мейер. «Дело о неустановленных от-  
раслах, 2013». Кейс 214-028 (Бостон: Гарвардская школа бизнеса, 2013)

## Как числа обретают смысл

Посмотрите на таблицу 1–1, это основа всей главы. В каждом столбце приведены показатели за 2013 год одной из четырнадцати реальных компаний из разных отраслей. Анонимность компаний неслучайна: в этом и состоит игра. Пройдя главу и разобравшись в цифрах, вы сами определите, кому какой столбец соответствует, и разовьете таким образом финансовую интуицию.

Таблица 1–1 разбита по горизонтали на три раздела. Первый отражает структуру активов компании, включая денежные средства, оборудование и инвентарь. Второй показывает, за счет чего она приобрела эти активы: заняла деньги и/или получила их от собственников или акционеров. В последнем разделе представлен набор финансовых коэффициентов для оценки эффективности – здесь мы уже выходим за рамки того, чем компания владеет и как свои покупки оплачивает. Поначалу может казаться, что финансисты просто делят все числа друг на друга, чтобы сбить нас с толку. Но это не так. Коэффициенты делают цифры осмысленными. Например, \$100 млн прибыли – хорошо или плохо? Понять можно, только сравнив эту цифру с доходом или чем-нибудь еще.

В таблице 1–2 сопоставлены отрасли и участвующие в задаче компании. Как видите, это компании, лидирующие каждая в своей отрасли.

Таблица 1–1 состоит из 406 различных чисел, а потому может выглядеть страшновато. Многие из них пока не имеют для вас особого смысла. Не паникуйте. Двадцать восемь чисел я объясню прямо сейчас: все эти сотни в строках «Итого активы» и «Итого обязательства и акционерный капитал» – это суммы первых двух разделов по каждому столбцу. Они одинаковые не потому, что масштаб у всех компаний один и тот же, а потому, что числа в этих разделах – процентные величины, отражающие структуру активов и источников финансирования. Соответственно, их сумма после округления дает 100 %.

Таблица 1-2

<b>Отрасли и компании для идентификации</b>	
<b>Отрасль</b>	<b>Компания</b>
Авиакомпания	Southwest
Сеть книжных магазинов	Barnes & Noble
Коммерческий банк	Citigroup
Разработчик компьютерных программ	Microsoft
Сеть универмагов с фирменной платежной картой	Nordstrom
Электроэнергетическая компания (продажи электроэнергии – 80%, продажи природного газа – 20%).	Duke Energy
Онлайн-поставщик персональных компьютеров напрямую от завода к клиенту. Более половины продаж осуществляется бизнес-клиентам. Большая часть производства передана на аутсорсинг.	Dell
Интернет-магазин	Amazon
Служба доставки	UPS
Фармацевтическая компания	Pfizer
Сеть ресторанов	Yum!
Розничная аптечная сеть	Walgreens
Розничная продуктовая сеть	Kroger
Социальная сеть	Facebook <sup>1</sup>

Таблица 1–3 поможет вам в анализе: в ней приведен типовой баланс, а также баланс глобальной розничной сети Starbucks за 2017 год. В левой половине («Активы») в таблице 1–3 (b) перечислено всё, чем Starbucks владеет, а в правой половине («Обязательства и акционерный капитал») обозначено, как эти активы финансируются. Таким же образом можете составить ваш личный баланс: в нем будет одежда, стиральная машина, телевизор, автомобиль или дом – это активы. Любая ваша задолженность – это обязательство, а всё остальное – акционерный капитал<sup>2</sup>.

Чтобы оценить эффективность с помощью коэффициентов из третьего раздела таблицы 1–1, нам понадобятся также отчеты о прибылях и убытках, отражающие текущую деятельность фирмы. В таблице 1–4 приведен такой типовой отчет, заполненный данными Starbucks за 2017 год. Отчеты о прибылях и убытках показывают, как компания распоряжается чистой прибылью после учета всех доходов и расходов. Вы тоже можете расписать свою зарплату как сумму расходов (на еду, жилье и т. д.) и того, что осталось («прибыль»); это поможет увидеть, сколько денег можно отложить или на чем сэкономить.

Таблица 1-3

<sup>2</sup> Акционерный капитал и чистая стоимость – взаимозаменяемые термины. Далее мы будем использовать термин «акционерный капитал».

<b>Активы: чем владеет компания</b>	<b>Обязательства и акционерный капитал: за счет чего финансируются</b>
Текущие активы Денежные средства Дебиторская задолженность Товарно-материальные запасы Прочие оборотные активы	Текущие обязательства Кредиторская задолженность Прочие краткосрочные обязательства Долгосрочные обязательства Долгосрочная задолженность Прочие обязательства
Внеоборотные активы Основные средства Нематериальные и прочие активы	<b>Акционерный капитал</b> Нераспределенная прибыль Прочие долевые счета
<b>Итого активы</b>	<b>Итого обязательства и акционерный капитал</b>

### (а) Устройство баланса

<b>Активы</b>		<b>Обязательства и акционерный капитал</b>	
Денежные средства	19%	Кредиторская задолженность (счета к оплате)	5%
Дебиторская задолженность (счета к получению)	6	Прочие текущие обязательства	15
Товарно-материальные запасы	9	Долгосрочная задолженность	36
Прочие оборотные активы	2	Прочие обязательства	5
Основные средства	34		
Нематериальные активы и прочие активы	29	Итого акционерный капитал	38
<b>Итого активы *</b>	<b>100</b>	<b>Итого обязательства и акционерный капитал</b>	<b>100</b>

### (b) Бухгалтерский баланс Starbucks из годового отчета за 2017 год

Таблица 1-4

### Типовой отчет о прибылях и убытках из годового отчета Starbucks за 2017 год

#### Доход

Выручка	100%
Себестоимость проданных товаров	-40
Валовая прибыль	60
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	-42
Операционная прибыль (или прибыль до вычета процентов и налогов, EBIT)	18
Проценты	-1
Доходы до уплаты налогов	17
Налоги	-6
<b>Чистая прибыль</b>	<b>11%</b>

По большей части финансы – это когда вы смотрите на кучу цифр и придумываете, что бы интересного о них сказать. Посмотрите на коэффициенты в таблице 1–1 – какие мысли приходят в голову? Возможно, вам любопытно, почему некоторые значения настолько сильно отличаются от остальных. Если так, отлично! С этого начинается любой большой финансовый анализ: вы смотрите на показатели и замечаете, что в них есть что-то интересное. Лучший способ сориентироваться в море цифр – это выделить крайние значения и рассказать о них историю. Прежде чем выяснять, где какая компания, давайте пройдемся по каждому разделу и найдем самые выделяющиеся числа. А затем объясним, что за ними стоит.

### Активы

Для выполнения своей миссии компании инвестируют в активы. Поэтому развивать интуитивное понимание этого термина крайне важно. В некотором смысле активы – это сама компания. Например, у Haagen-Dazs есть мороженое, которым она торгует, фабрики, которые его производят, и грузовики, которые его доставляют. Активы – это так же просто. В таблице 1–5 они упорядочены по принципу: насколько легко их продать. Активы, которые быстро превращаются в деньги, называются текущими и отображаются сверху. Посмотрите на каждую строку таблицы 1–5: какие значения больше всего привлекают внимание?

Таблица 1–5

Активы для игры «Узнай отрасль»

Активы для игры «Узнай отрасль»

Процентные доли по балансу	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
<b>Активы</b>														
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	35	4	27	25	20	54	64	9	5	16	4	2	16	7
Дебиторская задолженность (счета к получению)	10	4	21	7	16	12	5	3	4	26	6	2	2	83
Товарно-материальные запасы	19	38	3	4	0	1	0	3	21	17	21	3	0	0
Прочие оборотные активы	1	9	8	5	4	4	6	6	2	4	1	2	5	0
Основные средства (остаточная стоимость)	22	16	4	8	46	7	16	47	60	32	36	60	69	0
Прочие активы	13	29	37	52	14	22	10	32	7	5	32	31	9	10
Итого активы*	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

\* Итоговые значения по столбцам округлены до 100%.

## Денежные средства и ликвидные ценные бумаги

В первой строке таблицы 1–5 мы видим, что больше половины активов компаний F и G составляют денежные средства и ликвидные ценные бумаги. Кажется странным – зачем им хранить столько денег? Это серьезный финансовый вопрос: сейчас у компаний больше свободных денежных средств, чем когда-либо прежде – в совокупности от \$2 до 3 трлн только в США. На счетах Apple, например, хранится более \$250 млрд. Позже мы рассмотрим этот вопрос более подробно, а пока лишь обозначим, что большие денежные запасы можно понимать как (1) страховку на черный день, (2) резерв для будущих приобретений или (3) отсутствие инвестиционных возможностей.

Компаниям неразумно держать средства только в деньгах, ведь неработающие деньги – это упущенная прибыль. Поэтому большую их часть вкладывают в государственные ценные бумаги, которые можно быстро продать, – они называются ликвидными. А так как эти бумаги легко превращаются обратно в деньги, в балансе их часто объединяют в одной строке.

## Дебиторская задолженность (счета к получению)

Дебиторская задолженность – это сумма, которую компания ожидает получить в будущем от клиентов. Чем больше доверия, тем больше могут быть сроки оплаты. Многие предоставляют отсрочку платежей, разрешая своим клиентам – обычно другим компаниям – платить через тридцать, шестьдесят или даже девяносто дней. У одной из компаний в нашей таблице (N) большая часть активов – это дебиторская задолженность. Как думаете, почему так? Почему у компаний B, H и I счетов к получению так мало?

### *Размышления*

**Рассмотрим три компании: Walmart (транснациональная розничная сеть), Staples (продавец канцелярских товаров) и Intel (производитель полупроводниковых микросхем). У какой из них будет наибольшая сумма дебиторской задолженности по отношению к продажам?**

В 2016 году дебиторская задолженность Walmart составила \$5,6 млрд – это 1,1 % от продаж. Счета к получению компании Staples составили \$1,4 млрд, или 6,7 % от продаж. А у Intel – \$4,8 млрд, или 8,9 % от продаж. Компании, которые, как Intel, продают товары другим компаниям, будут иметь большую долю счетов к получению в общем объеме продаж. У Walmart дебиторская задолженность невысока, потому что она в основном имеет дело с розничными покупателями. Staples представляет собой интересный промежуточный вариант, поскольку она продает как компаниям, так и частным лицам.

## Товарно-материальные запасы

Запасы включают в себя товары, которые компания намеревается продать, а также материалы для их создания. То есть это не только готовая продукция, но и сырье, и незавершенное производство. В запасы Häagen-Dazs входит мороженое (товар), а также необходимые для его изготовления шоколад, вареная сгущенка и кофейные зерна (материалы).

Обратите внимание, что у некоторых компаний (E, G, M и N) нет запасов. Им нечего продавать? Как такое возможно? Ответ станет первым ключом к решению всей задачи: эти компании, скорее всего, предоставляют услуги. Юридическая фирма, рекламное агентство, медицинское учреждение – у них нет физических товаров на продажу, поэтому нет и запасов.

## Основные средства

Термином «основные средства» (ОС) обозначают долгосрочные материальные активы, которые компания использует для производства или распространения своей продукции: офисы, заводы, склады, оборудование. Например, у энергетического предприятия основные средства – это огромные плотины гидроэлектростанций, а у предприятия розничной торговли – магазины. Обратите внимание, что у компаний I, L и M эта категория занимает большую долю в активах – более 60 %. Что за отрасли это могут быть?

## Прочие активы

Некоторые компании хранят огромные средства в виде денег, другие же – например, компания D – держат большие суммы в «прочих активах». Это две доминирующие тенденции в сфере финансов: растет значение как денежных средств, так и прочих активов. Но что значит «прочие»? Есть разные варианты, но чаще всего речь про нематериальные активы. Их нельзя взять в руки, но тем не менее они обладают стоимостью – например, патенты и бренды.

Единственный подвох здесь в том, что бухгалтеры не учитывают нематериальные активы по их стоимости, если не знают ее значения в точности. Например, бренд Coca-Cola очень дорогой – возможно, это самое ценное имущество компании. Но сколько на самом деле этот бренд стоит, компания не знает. Так что бухгалтеры его игнорируют. Это называется «принцип консерватизма». Сама идея игнорировать что-то только потому, что его точная стоимость неизвестна, вынуждает многих финансовых специалистов не доверять бухучету.

Когда одна компания покупает другую, многие нематериальные активы, которые раньше нельзя было точно оценить, обретают бухгалтерскую стоимость, потому что их тоже купили и заплатили за них. Это приводит нас к важнейшей составляющей прочих активов: гудвиллу<sup>3</sup>. Если компанию приобретают за сумму, превышающую ее балансовую стоимость, то разница обычно отражается на балансе покупателя как гудвилл. Это значит, что компании с большим объемом прочих активов и гудвилла, скорее всего, поглощали другие компании вместе с их нематериальными активами, которые ранее не были учтены из-за принципа бухгалтерского консерватизма.

### *Размышления*

**В 2016 году Microsoft потратила \$26,2 млрд на приобретение LinkedIn<sup>4</sup>, у которой были активы с балансовой стоимостью \$7,0 млрд. То есть Microsoft заплатила сверх балансовой стоимости \$19,2 млрд, которые отразились в ее балансе как «прочие активы», в том числе гудвилл. За что Microsoft заплатила эти \$19,2 млрд? Стоило ли оно того?**

Один из возможных ответов: используя информацию о 433 миллионах пользователей LinkedIn, Microsoft может получить выгоду от оптимизации маркетинга корпоративных решений и приложений для продуктивности. Стоимость пользовательских данных никогда не отражалась на балансе LinkedIn из-за сложности оценки. Однако, купив LinkedIn, Microsoft сделала эту стоимость явной.

---

<sup>3</sup> Гудвилл (англ. goodwill – доброжелательность, добрая воля) – нематериальный актив компании, отражающий ее деловую репутацию на рынке.

<sup>4</sup> С 4 августа 2016 года сайт linkedin.com заблокирован на территории РФ за нарушение правил хранения персональных данных российских пользователей.

## Обязательства и акционерный капитал

Во втором разделе таблицы, «Обязательства и акционерный капитал», содержится информация о том, за чей счет компании себя финансируют (см. таблицу 1–6). По сути, активы покупаются за счет всего двух источников – кредиторов и собственников. Обязательства – это суммы, предоставленные компании в долг кредиторами. Акционерный капитал, или чистая стоимость – средства, которые обеспечены акционерами.

Аналогичные явления можно найти и в вашей жизни. С помощью заемных средств (кредитных карт, ипотеки, автокредитов и студенческих займов) вы финансировали активы (дом, машину и, что самое главное, свой очень ценный человеческий капитал). Разница между вашими активами и обязательствами – это ваш акционерный капитал (или чистая стоимость).

Таблица 1-6

Обязательства и акционерный капитал для игры «Узнай отрасль»

Процентные доли по балансу	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
Обязательства и акционерный капитал														
Векселя к оплате	0	0	8	3	5	2	0	0	11	0	4	4	1	50
Кредиторская задолженность (счета к оплате)	41	22	24	2	6	3	2	8	18	12	13	2	6	21
Начисления	17	15	8	1	5	3	3	9	4	5	5	1	6	0
Прочие текущие обязательства	0	9	9	9	6	18	2	7	11	10	4	2	12	3
Долгосрочная задолженность	9	2	11	17	29	9	10	33	25	39	12	32	16	13
Прочие обязательства	7	17	17	24	38	9	5	18	13	10	7	23	22	4
Привилегированные акции	0	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Акционерный капитал	25	19	23	44	12	55	78	25	17	24	54	36	38	10
Итого обязательства и акционерный капитал*	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

\* Итоговые значения по столбцам округлены до 100%.

Как видно из таблицы 1–6, способы финансирования различаются по компаниям и отраслям. Компания G, например, больше опирается на акционерный капитал. Другие, например компания N, используют его в малой степени. Такое сочетание способов финансирования называется структурой капитала – тема, к которой мы вернемся в главе 4. Обязательства упорядочены по сроку, в течение которого компании должны их погасить; те, что необходимо погасить в ближайшее время, называются «текущими».

### Кредиторская задолженность (счета к оплате и векселя к оплате)

Кредиторская задолженность – это сумма, которую компания должна кому-то заплатить (обычно поставщикам), как правило, в течение короткого времени. Кредиторская задолженность одной компании зачастую соответствует дебиторской задолженности другой компании.

Компания A должна своим поставщикам большую сумму. Почему так произошло? Возможно, компания A испытывает финансовые затруднения и не может платить по счетам. Другой вариант – оплата задерживается намеренно. Какое объяснение более правдоподобно?

Иногда фирмы могут держать векселя к оплате. Это краткосрочное финансовое обязательство. Заметим, что компания N – единственная, кто активно их использует. У нее же гораздо больше счетов к получению, чем у остальных, что в целом выглядит довольно странно. Как думаете, что это за компания такая особенная?

### Размышления

**Ранее мы рассматривали показатели дебиторской задолженности Walmart, Staples и Intel. Подумайте о том, какого рода клиент может задолжать каждой из компаний. Другими словами, у каких компаний кредиторская задолженность соответствует дебиторской задолженности этой тройцы?**

С Intel проще всего: она продает чипы производителям электроники для вычислительной техники. Так что ее клиентами могут быть, например, Lenovo или Dell. Таким образом, дебиторская задолженность Intel будет соответствовать кредиторской задолженности Lenovo или Dell.

## **Начисления**

Начисления представляют собой суммы, причитающиеся другим лицам за уже выполненные действия. Например, заработная плата. Если баланс составлен между выплатами, то у компании будет задолженность по заработной плате, которая еще не выплачена.

## **Долгосрочная задолженность**

Мы переходим от краткосрочных обязательств к долгосрочным и впервые сталкиваемся с заемными средствами. В отличие от других обязательств, у заемных средств есть явная процентная ставка. Скорее всего, с кредитами в своей жизни вы сталкивались. Например, студенты берут кредит для оплаты учебы в колледже, а домовладельцы – для покупки домов. В таблице 1–6 вы увидите, что некоторые компании занимают приличные суммы. От 30 до 40 % их активов финансируются за счет заемных средств.

### ***Размышления***

**Взгляните на процент активов, обеспеченных долгосрочной задолженностью, у компании E (29 %) и компании I (25 %). Как думаете, у кого из них более рискованный кредит?**

Чтобы ответить на этот вопрос, нужно обратить внимание на объем денежных средств: у компании E 20 % активов – это денежные средства, в то время как у компании I деньги составляют только 5 % активов. Финансовые аналитики иногда рассматривают денежные средства как «отрицательную задолженность», потому что их можно использовать для немедленного погашения кредита. В таком случае можно считать, что чистый долг у компании E – 9 %, а у компании I – 20 %. Поэтому будет более рискованно предоставить дополнительный кредит компании I, чем компании E.

## **Привилегированные и обыкновенные акции**

Акционерный капитал представляет собой право собственности с переменной доходностью. По сути, владельцы бизнеса получают все его остаточные денежные средства за вычетом затрат и обязательств. У заемных средств есть фиксированный доход (т. е. процентная ставка) и нет права собственности, но в случае банкротства долги погашаются раньше, чем обязательства перед акционерами. У держателей акций доходность переменная и право собственности есть, но они могут остаться ни с чем, если компания обанкротится. На практике акционерный капитал, чистая стоимость, собственный капитал и обыкновенные акции обычно считаются синонимами.

Акционерный капитал – это не только сумма, первоначально инвестированная собственниками. Когда компания получает чистую прибыль, она может выплатить ее в виде дивидендов или реинвестировать. Нераспределенная прибыль является составной частью акционерного капитала, как если бы владельцы получали дивиденды и реинвестировали их в компанию – точно так же, как вложились первоначально.

Только у одной компании, В, есть привилегированные акции. Почему так? И, если уж на то пошло, что это? Как может кто-то из собственников быть более привилегированным? Привилегированные акции часто называют гибридным инструментом, потому что они сочетают в себе элементы как долговых, так и долевых обязательств. На долговое обязательство привилегированные акции похожи тем, что дивиденды по ним могут быть фиксированными и выплачиваться раньше дивидендов по обыкновенным акциям. Но, как и обыкновенные акции, привилегированные предполагают право собственности, и выплаты по ним при банкротстве производятся после погашения долгов. Неудивительно, что они популярны: когда в мире всё плохо, привилегированным акционерам платят раньше, чем обыкновенным. А когда дела идут хорошо, они получают выгоду от роста, в отличие от кредиторов.

Зачем выпускать такую ценную бумагу? Представьте компанию, которая переживает тяжелые времена: ее будущее связано с серьезными рисками. Кто захочет инвестировать в ее обыкновенные акции, когда возможность провала настолько велика? Кто захочет дать ей в долг и получить лишь фиксированный доход, не соответствующий степени риска? Уникальные свойства привилегированных акций дают компании возможность финансировать деятельность в непростое время.

### *Размышления*

**Венчурные компании, которые финансируют рискованные инициативы, почти всегда берут привилегированные акции в обмен на свой капитал. Почему они выбирают именно такой способ финансирования?**

Если компания работает плохо, привилегированные акции защищены от потерь. Но если фирма преуспевает, то инвестор выигрывает от ее роста, – и в этом случае конвертирует привилегированные акции в обыкновенные.

## Как понимать коэффициенты

Мы с вами обсудили, как жизнь компании отражается на ее балансе. Переходим теперь к финансовым коэффициентам – для анализа они даже более важны. Это язык бизнеса. Финансисты любят придумывать новые соотношения, говорить о них, переворачивать, разбивать на части и так далее.

Коэффициенты наполняют смыслом цифры из баланса. С их помощью мы можем сравнивать между собой компании, а также состояния одной и той же компании в разные моменты времени. Например, чистая прибыль Соса-Кола за 2016 год составила \$7,3 млрд. Много ли это? Без контекста ответить трудно. Гораздо информативнее другой факт: чистая прибыль Соса-Кола составила 16 % от ее доходов (для этого нужно чистую прибыль разделить на доходы).

Аналогично: у Соса-Кола есть обязательства на \$64 млрд, но что это значит? Зная, что ее активы на 71 % финансируются за счет обязательств (отношение обязательств к активам), мы понимаем гораздо больше. Эти цифры также можно сравнить с показателями других компаний и с показателями Соса-Кола в прошлом.

В целом, коэффициенты в таблице 1–7 отвечают на четыре вопроса. Во-первых, как у компании обстоят дела с прибылью? Во-вторых, насколько компания эффективна? В-третьих, за счет чего она финансируется? И наконец, вопрос о ликвидности, то есть о способности компании делать деньги быстро. Если все ваши активы – это недвижимость, вы неликвидны. А если всё состояние хранится на текущем счете, ликвидность высока.

### Ликвидность

Большинство компаний становятся банкротами из-за того, что у них заканчиваются деньги. Этот риск измеряется коэффициентами ликвидности. Они показывают, в какой мере краткосрочные обязательства компании можно погасить за счет активов, быстро превращаемых в деньги. Поставщики любят высокую ликвидность, потому что им нравится думать, что покупатель заплатит быстро. Акционеров же это ставит перед выбором. С одной стороны, хорошо, что компания не обанкротится. Но с другой, высоколиквидные активы, деньги и рыночные ценные бумаги не приносят большой отдачи.

Коэффициент текущей ликвидности

Текущие активы

текущие обязательства

Таблица 1-7

Коэффициенты для игры «Узнай отрасль»

Финансовые коэффициенты	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
Текущие активы/текущие обязательства	1,12	1,19	1,19	2,64	1,86	2,71	10,71	0,87	0,72	2,28	1,23	1,01	0,91	1,36
Денежные средства, ликвидные ценные бумаги и дебиторская задолженность/текущие обязательства	0,78	0,18	0,97	2,07	1,67	2,53	9,83	0,49	0,20	1,53	0,40	0,45	0,71	1,23
Оборачиваемость запасов	7,6	3,7	32,4	1,6	---	10,4	---	31,5	14,9	5,5	7,3	2,3	---	---
Срок взыскания дебиторской задолженности (в днях)	20	8	63	77	41	82	52	8	4	64	11	51	7	8047
Общая сумма заемных средств/общие активы	0,09	0,02	0,19	0,20	0,33	0,11	0,10	0,33	0,36	0,39	0,16	0,36	0,17	0,63
Долгосрочные обязательства/капитализации	0,27	0,06	0,33	0,28	0,70	0,14	0,11	0,57	0,59	0,62	0,18	0,47	0,29	0,56
Доходы/общие активы	1,877	1,832	1,198	0,317	1,393	0,547	0,337	1,513	3,925	1,502	2,141	0,172	0,919	0,038
Чистая прибыль/доходы	-0,001	-0,023	0,042	0,247	0,015	0,281	0,010	0,117	0,015	0,061	0,030	0,090	0,025	0,107
Чистая прибыль/общие активы	-0,001	-0,042	0,050	0,078	0,021	0,153	0,004	0,177	0,061	0,091	0,064	0,016	0,023	0,004
Общие активы/акционерный капитал	3,97	2,90	4,44	2,27	8,21	1,80	1,28	4,00	5,85	4,23	1,83	2,77	2,66	9,76
Чистая прибыль/акционерный капитал	-0,005	-0,122	0,222	0,178	0,171	0,277	0,005	0,709	0,355	0,384	0,117	0,043	0,060	0,039
ЕБИТ/расходы по уплате процентов	7,35	-6,21	11,16	12,26	3,42	63,06	10,55	13,57	5,98	8,05	35,71	2,52	4,24	---
ЕБИТДА/доходы	0,05	0,00	0,07	0,45	0,06	0,40	0,23	0,22	0,05	0,15	0,06	0,28	0,09	0,15

Коэффициент текущей ликвидности ставит вопрос от имени поставщиков: сможет ли компания заплатить им, если ей придется закрыться? Достаточно ли будет текущих активов для погашения текущих обязательств (в том числе перед поставщиками)? Именно с помощью этого показателя можно судить о том, стоит ли поставщику поверить компании в долг и продержится ли она еще полгода-год.

## Коэффициент быстрой ликвидности

$$\frac{\text{Текущие активы} - \text{запасы}}{\text{текущие обязательства}}$$

### Размышления

Рассмотрим три компании. Это Rio Tinto Group, глобальная горнодобывающая и металлургическая корпорация; NuCor Corporation, производитель стали на мини-заводах; и элитный модный дом Burberry. Что более показательнее для каждой из них – коэффициент быстрой ликвидности или коэффициент текущей ликвидности?

Ответ зависит от того, у какой компании, по-вашему, наиболее рискованные запасы. Со всех сторон это Burberry: не существует такого рынка, на котором можно продать их немедленно. Если новая коллекция одежды окажется неудачной, ее невозможно будет продать даже со скидкой. Напротив, у Rio Tinto (и в меньшей степени у NuCor) больше возможностей быстро избавиться от своих запасов, потому что для их товара существует рынок моментальной продажи.

Коэффициент быстрой ликвидности похож на коэффициент текущей ликвидности, но в нем из числителя исключены запасы. Зачем нам здесь учитывать запасы? На первый взгляд, они связаны только с торговлей. Но в то же время это риск, который необходимо финансировать. А запасы могут быть очень рискованными. Вспомните BlackBerry, которая участвовала

в конкурентной гонке на рынке смартфонов – товара, который быстро устаревает. В 2013 году компания выпустила модель Z10 с опозданием и была вынуждена заявить, что ее товарные запасы на \$1 млрд фактически ничего не стоят. Коэффициент быстрой ликвидности позволяет более скептически оценивать такие компании.

## Рентабельность

Рентабельность можно оценить по-разному, способ будет зависеть от конкретной цели. И не всегда для оценки понадобятся традиционные показатели прибыли – можно посчитать рентабельность и без данных бухучета.

Как всегда, прибыль нужно с чем-то сопоставить. Например, можно взять чистую прибыль (выручка за вычетом затрат) и сравнить ее с продажами (чтобы узнать маржу) или с акционерным капиталом (чтобы узнать рентабельность акционерного капитала). Это два ключевых показателя рентабельности. Первый отвечает на вопрос, сколько денег остается у компании с каждого доллара выручки после вычета приходящихся на него затрат. Второй показывает, сколько ежегодно получает акционер с каждого доллара, который он вкладывает в компанию. В этом заключается понятие отдачи (доходности), а именно доходности акционерного капитала.

### Рентабельность чистой прибыли

Чистая прибыль

---

доходы

Как видно из таблицы 1–1, есть разные показатели прибыли, для расчета которых нужны разные виды затрат. Валовая прибыль получается, если вычесть из выручки затраты, связанные с производством товаров. Для расчета операционной прибыли нужно вычесть также прочие операционные расходы: коммерческие и административные. Наконец, чтобы определить чистую прибыль, нужно вычесть расходы на уплату процентов и налогов из операционной прибыли. Примечательно, что у компаний А и В отрицательная маржа, тогда как у компаний D и F она примерно равна 25 %.

### Рентабельность собственного капитала (ROE)

Чистая прибыль

---

акционерный капитал

С помощью показателя рентабельности собственного капитала (ROE) измеряется годовая доходность, которую получают акционеры. Сколько прибыли приносит каждый доллар, инвестированный ими в бизнес? У компании С рентабельность собственного капитала – 22 %, у компании М – только 6 %.

## Рентабельность активов

Чистая прибыль

общие активы

Этот показатель отвечает на вопрос, какую прибыль компания получает на каждый доллар активов. То есть насколько эффективно активы компании приносят прибыль.

## Рентабельность по EBITDA

EBITDA

ДОХОДЫ

EBITDA – одна из величайших финансовых аббревиатур всех времен; произносится в одно слово, не по буквам. Этот показатель уводит нас от бухгалтерского понимания прибыли и обращает внимание на денежные средства. Что такое EBITDA? Разделим ее на две части: EBIT и DA.

EBIT – это просто модный финансовый термин для операционной прибыли. Если двигаться по отчету о прибылях и убытках снизу вверх, операционную прибыль можно понять как «прибыль до уплаты процентов и налогов» (англ. “earnings before interest and taxes”, сокр. EBIT). Поскольку у компаний разное налоговое бремя и структура капитала, EBIT дает возможность сравнивать именно результаты работы компании. Например, американские и немецкие СМИ облагаются разными налоговыми ставками. Чистая прибыль, после вычета налогов, даст искаженное представление о результатах их деятельности – в отличие от EBIT, на которую налоги не влияют и которая такого искажения не дает.

DA означает амортизацию основных средств и нематериальных активов (англ. “depreciation and amortization”). Амортизация основных средств – это уменьшение с течением времени стоимости материальных активов, например машин и оборудования. Нематериальные активы также амортизируются, т. е. теряют стоимость со временем. Амортизации уделяют отдельное внимание потому, что затраты на нее не связаны с денежными расходами. Это просто приблизительная оценка потери стоимости активов. Предположим, вы строите завод. В бухгалтерском учете его нужно амортизировать и списать амортизацию на затраты. Но финансовый анализ делает акцент на денежные средства, а при амортизации денежных расходов нет.

Так что EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации – это показатель денежного потока от операционной деятельности. Поскольку для получения EBIT амортизацию вычитали, то, чтобы получилась EBITDA, ее нужно опять прибавить.

Как мы увидим в главе 2, особое внимание к деньгам – это краеугольный камень финансовой точки зрения. Один из примеров, который мы более подробно рассмотрим позже – это Amazon. У компании низкая рентабельность, но значительный размер EBITDA. приме-

чательно, что, согласно таблице 1–7, компания D генерирует значительный денежный поток – 45 %, или 45 центов на каждый доллар выручки! У компании L также умеренная маржа – 9 %, но зато высокая рентабельность по EBITDA – 28 %. Почему так произошло?

### Финансирование и кредитный рычаг

Кредитный рычаг – одно из самых мощных финансовых понятий. Его можно примерно соотнести с нашими рассуждениями о структуре капитала и выборе способа финансирования. Возможно, у вас есть друзья-финансисты, которые пускают слезу каждый раз, когда говорят о кредитном рычаге. Из-за него возносились и падали империи – и вы увидите почему.

Откуда взялось такое название? Чтобы понять суть кредитного рычага, вспомните, как работает обычный рычаг. Представьте большой камень, который не можете сдвинуть самостоятельно. Рычаг волшебным образом помогает его переместить, потому что умножает приложенную вами силу. В финансах тот же принцип. С помощью обычного рычага вы перемещаете камень, который иначе сдвинуть нельзя. С помощью кредитного рычага собственники управляют активами, которые без него были бы им недоступны.

Рассмотрим ваш личный баланс после покупки дома. Что, если бы вам не предоставили ипотеку? Имея \$100, вы могли бы купить только дом стоимостью \$100. На ипотечном рынке вы можете занять деньги, чтобы купить дом, например, за \$500. Давайте посмотрим, как будет выглядеть ваш баланс в том и в другом случае. (См. таблицу 1–8).

Таблица 1-8  
Баланс: покупка жилья

Случай А		Случай В	
Активы	Обязательства и чистая стоимость	Активы	Обязательства и чистая стоимость
Дом за \$100	Чистая стоимость \$100	Дом за \$500	Ипотека \$400 Собственный капитал \$100

По сути, кредитный рычаг дает вам возможность жить в доме, на который вы не имеете права. Это почти такое же волшебство, как передвинуть с помощью рычага неподъемный камень.

Есть большой вопрос: вы богаче в случае А или в случае В? Одни считают, что в случае А вы богаче, потому что ничего не должны. Другие – что вы богаче в случае В, потому что живете в большом доме. Но по факту, в обоих случаях ваше состояние одинаково: у вас \$100 собственного капитала.

Кредитный рычаг не только позволяет распоряжаться активами, на которые вы не имеете права, но также увеличивает прибыль. Представьте, что в обоих случаях стоимость дома выросла на 10 %. В случае А рентабельность собственного капитала составит 10 %, а вот в случае В – 50 %. Ведь стоимость дома увеличивается до \$550, а ипотека остается на уровне \$400.

К сожалению, не всё так радужно. Если стоимость дома упадет на 20 %, в случае А рентабельность вашего капитала составит – 20 %. Но в случае В – целых – 100%! Поэтому управление кредитным рычагом чрезвычайно важно, ведь с ним вы можете делать то, что иначе не смогли бы, а также он увеличивает финансовый результат, причем в обе стороны.

#### На практике

### **Алан Джонс, глава отдела прямых инвестиций Morgan Stanley, об использовании кредитного рычага: ТРЕТЬЕГО УРОВНЯ**

Аналогия с жилищной ипотекой действительно уместна. Допустим, мы покупаем компанию стоимостью \$100. Мы можем купить ее напрямую за \$100 собственного капитала, либо за \$70 заемных средств и \$30 собственного капитала. Если за время нашего владения стоимость этого актива удвоится, то в первом случае наша прибыль составит \$100, на которые стоимость выросла – это примерно 100 %-я рентабельность за всё время. Но если мы купим тот же актив, используя \$70 чужих денег (т. е. заем), то наш капитал будет стоить \$130 вместо первоначальных \$30. Таким образом, вместо того чтобы просто удвоить свой капитал, мы получили с него примерно четырехкратную отдачу. Вот почему люди стремятся вложить как можно больше «чужих денег».

Заемные средства к активам

Общий долг

---

общие активы

Отношение общей суммы задолженности к общей сумме активов показывает долю всех активов, финансируемых за счет заемных средств. Это взгляд на кредитный рычаг с точки зрения баланса.

Заемные средства к капитализации

Долг

---

Долг + акционерный капитал

Отношение долгосрочной задолженности к капитализации – это способ измерить кредитный рычаг более тонко, с акцентом на совокупный капитал. В знаменателе этого отношения – капитализация, т. е. сумма заемного и собственного капитала компании. Как мы видели, компания финансирует свою деятельность двумя способами, к которым мы относимся по-разному. У заемных средств фиксированная процентная ставка, тогда как у собственного капитала норма прибыли переменная, т. е. колеблющаяся, но за ним закреплены права собственности. Это соотношение показывает, какая доля финансирования обеспечивается за счет заемных средств – без учета краткосрочных обязательств, которые относятся к операционной деятельности.

## Активы к акционерному капиталу

### Активы

### акционерный капитал

С помощью кредитного рычага можно контролировать больше активов, чем без него. Это соотношение показывает, во сколько раз активы превышают собственный капитал. И соответственно, насколько увеличивается доходность за счет использования кредитного рычага.

## Коэффициент покрытия процентов

### ЕВИТ

### расходы по уплате процентов

В состоянии ли компания уплачивать проценты по кредиту и в каком размере? Это важный вопрос, и задают его часто. Отношение ЕВИТ к процентным расходам измеряет способность компании финансировать уплату процентов за счет своей деятельности. Для этого показателя используются только данные из отчета о прибылях и убытках – в отличие от трех предыдущих коэффициентов, полученных с помощью баланса.

#### *Размышления*

**Последние два десятилетия фармацевтические компании постепенно увеличивают свой кредитный рычаг. Например, в 2001 году отношение заемного капитала к собственному у компании Merck составило 0,53; у Pfizer – 1,14. В 2016 году это соотношение у Merck было уже 1,28; у Pfizer – 1,58. Что вызвало такие изменения в отрасли?**

Одно из возможных объяснений – фармацевтические компании генерируют более стабильные денежные потоки и могут обслуживать большие суммы долга. Крупные игроки всё чаще закупают перспективные технологии у биотехнологических компаний. Это менее рискованно, чем самим разрабатывать новые методы лечения и препараты. В результате у крупных фармацевтических компаний снизился общий уровень риска и им стало легче получать кредиты.

**Фонды прямых инвестиций иногда используют заемные средства в так называемых LBO (leveraged buyout) – сделках по поглощению (выкупу) компании с помощью заемных средств. Фонд занимает средства, чтобы выкупить много акций, серьезно повышая кредитную нагрузку компании-цели. Как думаете, какие отрасли – главные мишени LBO?**

Говоря коротко, хорошие кандидаты для LBO – это компании со стабильными бизнес-моделями и лояльными клиентами. Если у бизнеса стабильный денежный поток, он может спокойно позволить себе более высокий уровень кредитного рычага, в отличие от компаний с высокорисковыми технологиями. Классические мишени LBO – это табачные и игорные компании, коммунальные предприятия. Клиенты у них лояльные, а спрос предсказуем, и угроза его замещения невысока.

Например, коэффициент покрытия процентов, равный 1, означает, что доходов от текущей деятельности компании только и хватает на выплату процентов. Для вас аналогичным показателем будет соотношение вашего дохода в месяц и выплатами по ипотеке.

Есть и гибридный показатель, отношение долга к EBITDA – он объединяет данные баланса и отчета о прибылях и убытках.

### **Производительность или эффективность**

Производительность – как будто понятное слово, но что оно означает с финансовой точки зрения? Говоря коротко, повышение производительности означает, что вы можете из меньшего выжать большее. В долгосрочной перспективе увеличение производительности – важнейший фактор экономического роста.

**Оборачиваемость активов**

**Доходы**

---

**общие активы**

Коэффициент измеряет эффективность, с которой компания использует активы для получения дохода. Это ключевой показатель производительности компании.

**Оборачиваемость запасов**

**Себестоимость продаж**

---

**запасы**

Оборачиваемость запасов показывает, сколько раз за год компания использует или продает все свои запасы. Чем выше показатель, тем эффективнее компания ими управляет. Запасы – это чрезвычайно рискованный актив, который нуждается в финансировании. Поэтому чем выше оборачиваемость, тем лучше для финансов.

Коэффициент оборачиваемости можно использовать для получения еще одного показателя эффективности управления запасами: оборачиваемость запасов в днях.

### *Размышления*

За последние несколько десятилетий производительность заметно выросла из-за применения информационных технологий. Например, в 1990-е гг. значительный вклад в этот процесс в США внесли розничные и оптовые торговцы, в частности Walmart. По данным McKinsey Global Institute, «Ускорение роста производительности в основном произошло, как прямо, так и косвенно, за счет Walmart, вследствие их постоянных управленческих инноваций, которые повысили интенсивность конкуренции и способствовали распространению передового опыта» в рознице [1]. Как эти достижения отразились на экономике?

Они могли выражаться в повышении заработной платы, росте прибыли владельцев капитала, снижении цен на потребительские товары. Хотя многие комментаторы и сетовали на то, что рост производительности не привел к повышению зарплат, потребительские цены всё же снизились, отчего выиграли люди с низкими доходами. Таким образом, даже если рост производительности и не приводит к сокращению неравенства в доходах, он способствует уменьшению неравенства в потреблении.

## Оборачиваемость запасов в днях

365

---

оборотиваемость запасов

Разделив количество дней в году (365) на оборачиваемость запасов, получим среднее количество дней, в течение которых единица запасов хранится в компании до продажи. Посмотрим на компанию С в таблице 1–1. Ее запасы оборачиваются более тридцати раз за год, т. е. хранятся на складах чуть дольше десяти дней. А у компании В – всего четыре раза в год. Это означает, что запасы залеживаются почти на сто дней!

## Срок погашения дебиторской задолженности

365

---

продажи ÷ дебиторская задолженность

Продав запасы, нужно получить за них плату. Чем ниже показатель, тем быстрее компания получает выручку от продаж. Как видите, компания N выглядит весьма странно: она получает деньги от клиентов через двадцать лет после продажи! Что могло вызвать такую ситуацию?

Вы замечаете что-нибудь в показателях других компаний? Их можно грубо разделить на группы: первая часть получает деньги быстро (меньше, чем за тридцать дней); вторая – медленнее. Эта разница – еще один ключ к пониманию того, к какому типу они относятся.

Таблица 1-9  
Игра «Узнай отрасль»

Процентные доли по балансу	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
<b>Активы</b>														
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	35	4	27	25	20	54	64	9	5	16	4	2	16	7
Дебиторская задолженность (счета к получению)	10	4	21	7	16	12	5	3	4	26	6	2	2	83
Товарно-материальные запасы	19	38	3	4	0	1	0	3	21	17	21	3	0	0
Прочие оборотные активы	1	9	8	5	4	4	6	6	2	4	1	2	5	0
Основные средства (остаточная стоимость)	22	16	4	8	46	7	16	47	60	32	36	60	69	0
Прочие активы	13	29	37	52	14	22	10	32	7	5	32	31	9	10
<b>Итого активы*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Обязательства и акционерный капитал</b>														
Векселя к оплате	0	0	8	3	5	2	0	0	11	0	4	4	1	50
Кредиторская задолженность (счета к оплате)	41	22	24	2	6	3	2	8	18	12	13	2	6	21
Начисления	17	15	8	1	5	3	3	9	4	5	5	1	6	0
Прочие текущие обязательства	0	9	9	9	6	18	2	7	11	10	4	2	12	3
Долгосрочная задолженность	9	2	11	17	29	9	10	33	25	39	12	32	16	13
Прочие обязательства	7	17	17	24	38	9	5	18	13	10	7	23	22	4
Привилегированные акции	0	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Акционерный капитал	25	19	23	44	12	55	78	25	17	24	54	36	38	10
<b>Итого обязательства и акционерный капитал*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Финансовые коэффициенты</b>														
Текущие активы/текущие обязательства	1,12	1,19	1,19	2,64	1,86	2,71	10,71	0,87	0,72	2,28	1,23	1,01	0,91	1,36
Денежные средства, ликвидные ценные бумаги и дебиторская задолженность/текущие обязательства	0,78	0,18	0,97	2,07	1,67	2,53	9,83	0,49	0,20	1,53	0,40	0,45	0,71	1,23
Оборачиваемость запасов	7,6	3,7	32,4	1,6	---	10,4	---	31,5	14,9	5,5	7,3	2,3	---	---
Срок взыскания дебиторской задолженности (в днях)	20	8	63	77	41	82	52	8	4	64	11	51	7	8047
Общая сумма заемных средств/активы	0,09	0,02	0,19	0,20	0,33	0,11	0,10	0,33	0,36	0,39	0,16	0,36	0,17	0,63
Долгосрочные обязательства/капитализация	0,27	0,06	0,33	0,28	0,70	0,14	0,11	0,57	0,59	0,62	0,18	0,47	0,29	0,56
Доходы/общие активы	1,877	1,832	1,198	0,317	1,393	0,547	0,337	1,513	3,925	1,502	2,141	0,172	0,919	0,038
Чистая прибыль/доходы	-0,001	-0,023	0,042	0,247	0,015	0,281	0,010	0,117	0,015	0,061	0,030	0,090	0,025	0,107
Чистая прибыль/общие активы	-0,001	-0,042	0,050	0,078	0,021	0,153	0,004	0,177	0,061	0,091	0,064	0,016	0,023	0,004
Общие активы/акционерный капитал	3,97	2,90	4,44	2,27	8,21	1,80	1,28	4,00	5,85	4,23	1,83	2,77	2,66	9,76
Чистая прибыль/акционерный капитал	-0,005	-0,122	0,222	0,178	0,171	0,277	0,005	0,709	0,355	0,384	0,117	0,043	0,060	0,039
EBIT/расходы по уплате процентов	7,35	-6,21	11,16	12,26	3,42	63,06	10,55	13,57	5,98	8,05	35,71	2,52	4,24	---
EBITDA/доходы	0,05	0,00	0,07	0,45	0,06	0,40	0,23	0,22	0,05	0,15	0,06	0,28	0,09	0,15

\* Итоговые значения по столбцам округлены до 100%.

Источник: Микхир А. Десаи, Уильям Э. Фруэн и Элизабет А. Мейер. «Дело о неустановленных отраслях, 2013». Кейс 214-028 (Бостон: Гарвардская школа бизнеса, 2013).

## Начнем же игру!

Теперь, когда вы лучше понимаете все показатели, попытайтесь соотнести их с конкретными компаниями. Самостоятельный поиск решения даст вам гораздо больше, чем простое чтение текста.

Для начала см. таблицу 1–9, где выделены некоторые примечательные значения, которые мы уже обсуждали. Не будем пытаться идентифицировать все четырнадцать компаний сразу. Сосредоточимся на двух подгруппах – поставщиках услуг и розничных компаниях: их мы сможем установить однозначно. А затем рассмотрим остальные. Напоминаю, все компании, участвующие в игре, перечислены в таблице 1–2 (стр. N).

## Поставщики услуг

Глядя на финансовые показатели, выделить поставщиков услуг относительно легко. Поскольку они продают услуги, а не материальные товары, у них нет запасов. Это столбцы E, G, M и N. Какие четыре компании мы можем с ними сопоставить? Самое очевидное – это служба доставки посылок UPS и социальная сеть Facebook<sup>5</sup>. Что насчет двух других? Поставщиками услуг также являются банки и авиакомпании, поэтому добавляем сюда Southwest Airlines и

<sup>5</sup> Принадлежит компании Meta, признанной экстремистской и запрещенной на территории России

Citigroup. С авиакомпанией есть подвох: возможно, вы бы записали в запасы самолеты и запчасти. Но основной бизнес авиакомпаний не связан с продажей самолетов или запчастей. Они перевозят людей, и это явно услуга, для оказания которой запасы не нужны.

Теперь вынесем эту четверку в таблицу 1-10 и попробуем установить взаимное соответствие столбцов и компаний, начав с того, что полегче.

### Компания N: аномальные показатели

У какой компании срок погашения дебиторской задолженности такой долгий, а значительную долю в финансировании занимают векселя к оплате? Кто может рассчитывать на получение прибыли от клиентов в течение двадцати лет?

Очевидно, это банк. Для банка трудно найти ассоциацию из жизни, потому что его баланс зеркально отображает ваш. Займы, которые для вас обязательства, для банка – активы. Тогда ваша ипотека из примера с жильем – это актив для банка. А вклады, которые вы считаете своими активами, – это обязательства банка, его векселя к оплате. У Citigroup самый высокий кредитный рычаг в группе. Это характерно для банковской отрасли в целом.

Каково это – управлять банком? Их бизнес основан на «спреде», т. е. на разнице ставок: ставки по займам выше, чем ставки по вкладам. Банки берут ваш краткосрочный капитал (вклады) и превращают его в долгосрочный для экономики (займы). Именно за это превращение краткосрочного капитала в долгосрочный мы их и ценим, правда, из-за этого превращения они иногда лопаются. Несоответствие между активами и пассивами в сочетании с высоким кредитным рычагом создает вероятность ошибки. Почти каждый финансовый кризис начинается с вопросов о качестве активов, которые приводят к оттоку вкладов. Выдача вкладов финансируется банками за счет быстрой продажи кредитов, а значит, на них снижаются ставки. Всё это запускает неконтролируемый цикл, который может привести к банкротству.

### Капиталоемкие поставщики услуг

Как определить оставшихся трех участников? У компаний E и M гораздо больше основных средств, чем у других, в том числе, чем у компании G. Southwest Airlines и UPS – это, в основном, транспортные компании. У них обеих есть самолеты и много оборудования. Взгляните на цифры, чтобы увидеть, чем они отличаются в остальном. (См. компании E и M в таблице 1-10.)

Таблица 1-10

Определяем компании, предоставляющие услуги

Процентные доли по балансу	E	G	M	N
<b>Активы</b>				
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	20	64	16	7
Дебиторская задолженность (счета к получению)	16	5	2	83

<b>Процентные доли по балансу</b>	<b>E</b>	<b>G</b>	<b>M</b>	<b>N</b>
Товарно-материальные запасы	0	0	0	0
Прочие оборотные активы	4	6	5	0
Основные средства (остаточная стоимость)	46	16	69	0
Прочие активы	14	10	9	10
<b>Итого активы*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Обязательства и акционерный капитал</b>				
Векселя к оплате	5	0	1	50
Кредиторская задолженность (счета к оплате)	6	2	6	21
Начисления	5	3	6	0
Прочие текущие обязательства	6	2	12	3
Долгосрочная задолженность	29	10	16	13
Прочие обязательства	38	5	22	4
Привилегированные акции	0	0	0	0
Акционерный капитал	12	78	38	10
<b>Итого обязательства и акционерный капитал*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Финансовые коэффициенты</b>				
Текущие активы/текущие обязательства	1,86	10,71	0,91	1,36
Денежные средства, ликвидные ценные бумаги и дебиторская задолженность/текущие обязательства	1,67	9,83	0,71	1,23
Оборачиваемость запасов	---	---	---	---
Срок взыскания дебиторской задолженности (в днях)	41	52	7	8047
Общая сумма заемных средств/общие активы	0,33	0,10	0,17	0,63
Долгосрочные обязательства/капитализация	0,70	0,11	0,29	0,56
Доходы/общие активы	1,393	0,337	0,919	0,038
Чистая прибыль/доходы	0,015	0,010	0,025	0,107
Чистая прибыль/общие активы	0,021	0,004	0,023	0,004
Общие активы/акционерный капитал	8,21	1,28	2,66	9,76
Чистая прибыль/акционерный капитал	0,171	0,005	0,060	0,039
ЕБИТ/расходы по уплате процентов	3,42	10,55	4,24	---
ЕБИТДА/доходы	0,06	0,23	0,09	0,15

\* Итоговые значения по столбцам округлены до 100%.

Одно из наиболее значительных различий в том, что компания М получает оплату в среднем через семь дней. Это означает, что она, скорее всего, торгует в основном с физическими лицами. Напротив, у компании Е отсрочка платежа больше, значит, можно предположить, что ее покупатели – это другие предприятия. Southwest Airlines продает услуги таким же людям,

как мы с вами. Мы платим немедленно. Напротив, UPS, как поставщик логистических услуг, ведет дела с компаниями. Итак, скорее всего, компания Е – это UPS, а компания М – Southwest Airlines. Можете ли вы найти еще что-нибудь, что подтвердит эту гипотезу?

У компании Е много прочих обязательств. Каковы долгосрочные обязательства UPS? Это пенсии, т. е. выплаты, причитающиеся пенсионерам. Тут понадобится дополнительная информация, но у UPS действительно есть пенсионная программа с фиксированными выплатами, одна из крупнейших в мире. Бюджетные авиакомпании обычно не применяют такие программы. Но UPS – довольно старый бизнес, и когда-то он был в собственности у сотрудников, поэтому традиционные пенсии в компании сохранились.

### **Поставщик услуг, зависимый от капитала, но с большими деньгами**

Методом исключения определяем, что компания G – это Facebook<sup>6</sup>. Что скажете, похоже на правду? У компании G большой капитал и много денежных средств – можно такое сказать про Facebook?

Это самая молодая компания в списке. Она стала акционерным обществом только в 2013 году. А поскольку балансовая стоимость отражает стоимость на момент выпуска или приобретения (помните принцип консерватизма?), то высокие показатели собственного капитала как раз могут принадлежать молодым компаниям. Что Facebook делал с привлеченными средствами? В то время хранил их в виде денег.

По мере развития Facebook ситуация изменилась. Компания совершила ряд крупных приобретений, включая WhatsApp и Instagram<sup>7</sup>. Как эти приобретения отразились в балансе? Уровень денежных средств снизился, а «прочие активы» – выросли. Facebook купил другие компании по цене, намного превышающей их балансовую стоимость (из-за оценки нематериальных активов, которые игнорирует бухгалтерский учет), и его гудвилл увеличился. В 2014 году компания заплатила \$19 млрд за WhatsApp, когда его балансовая стоимость составляла всего \$51 млн. Это превышение покупной цены над балансовой стоимостью и стало гудвиллом Facebook.

### **Розничные компании**

Рассматривая сроки погашения дебиторской задолженности, мы видели, что есть компании, которые получают платежи быстро, и те, которые долго ждут. Какого рода бизнес будет быстро получать оплату от клиентов? Поскольку розничные компании продают товары напрямую потребителям, период погашения их дебиторской задолженности должен быть коротким. Ведь покупатели расплачиваются немедленно, живыми деньгами или с помощью кредитов. Напротив, компании, которые работают с корпоративными заказчиками, предоставляют отсрочку платежа минимум на тридцать дней.

Выходит, что А, В, Н, I и К – это розничные предприятия. Какие компании в нашем списке продают свои товары напрямую потребителям? Это Amazon, Barnes & Noble, Kroger, Walgreens и Yum! Универмаги Nordstrom не рассматриваем, потому что у этой сети есть фирменная платежная карта. Ее клиенты, в отличие от клиентов других компаний, могут не торопиться с оплатой покупок. Благодаря этой карте Nordstrom больше напоминает банк, чем розничную фирму.

---

<sup>6</sup> Социальные сети Facebook и Instagram запрещены на территории Российской Федерации на основании осуществления экстремистской деятельности.

<sup>7</sup> Социальные сети Facebook и Instagram запрещены на территории Российской Федерации на основании осуществления экстремистской деятельности.

На какие показатели теперь смотреть? Если вы хоть раз работали в розничном магазине, то знаете, что всё вертится вокруг запасов. Так что первым делом смотрим на оборачиваемость. Она сильно различается: у кого-то запасы оборачиваются очень быстро (компания Н), у других – долго (например, компания В). (См. таблицу 1-11).

### Компании с особенной оборачиваемостью

Кто из выбранной группы избавится от запасов быстрее всех? Компания Н распродает все свои товары тридцать два раза за год. То есть запасов у них на складах хватает только на одиннадцать дней. Вы, вероятно, предположите, что это Yum! и ее рестораны – так и есть. В продуктовой сети тоже хранятся скоропортящиеся продукты, но при наличии бакалеи и консервов ее оборачиваемость будет значительно ниже, чем у предприятий общественного питания.

Другая крайность: компания В обновляет запасы очень медленно – почти девяносто дней. У кого запасы хорошо хранятся и долго продаются? Если вы когда-нибудь были в книжном магазине, то эта картина вам знакома – да, это Barnes & Noble. Но чем еще компания В похожа на книжный магазин?

Таблица 1-11  
Найдем розничных продавцов

Процентные доли по балансу	А	В	Н	І	К
<b>Активы</b>					
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	35	4	9	5	4
Дебиторская задолженность (счета к получению)	10	4	3	4	6
Товарно-материальные запасы	19	38	3	21	21
Прочие оборотные активы	1	9	6	2	1
Основные средства (остаточная стоимость)	22	16	47	60	36
Прочие активы	13	29	32	7	32
<b>Итого активы*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Обязательства и акционерный капитал</b>					
Векселя к оплате	0	0	0	11	4
Кредиторская задолженность (счета к оплате)	41	22	8	18	13
Начисления	17	15	9	4	5
Прочие текущие обязательства	0	9	7	11	4
Долгосрочная задолженность	9	2	33	25	12
Прочие обязательства	7	17	18	13	7
Привилегированные акции	0	15	0	0	0
Акционерный капитал	25	19	25	17	54
<b>Итого обязательства и акционерный капитал*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Финансовые коэффициенты					
Текущие активы/текущие обязательства	1,12	1,19	0,87	0,72	1,23

<b>Процентные доли по балансу</b>	<b>А</b>	<b>В</b>	<b>Н</b>	<b>І</b>	<b>К</b>
Денежные средства, ликвидные ценные бумаги и дебиторская задолженность счета / текущие обязательства	0,78	0,18	0,49	0,20	0,40
Оборачиваемость запасов	7,6	3,7	31,5	14,9	7,3
Срок взыскания дебиторской задолженности (в днях)	20	8	8	4	11
Общая сумма заемных средств/общие активы	0,09	0,02	0,33	0,36	0,16
Долгосрочные обязательства/капитализация	0,27	0,06	0,57	0,59	0,18
Доходы/общие активы	1,877	1,832	1,513	3,925	2,141
Чистая прибыль/доходы	-0,001	-0,023	0,117	0,015	0,030
Чистая прибыль/общие активы	-0,001	-0,042	0,177	0,061	0,064
Общие активы/акционерный капитал	3,97	2,90	4,00	5,85	1,83
Чистая прибыль/акционерный капитал	-0,005	-0,122	0,709	0,355	0,117
ЕВІТ/расходы по уплате процентов	7,35	-6,21	13,57	5,98	35,71
ЕВІТDА/доходы	0,05	0,00	0,22	0,05	0,06

\* Итоговые значения по столбцам округлены до 100%.

Ее особенность также в том, что она теряет деньги. Книжные магазины исчезают по всему миру. Книготорговля – очень сложный бизнес, учитывая рост Amazon. Поэтому маржа у компании В отрицательная. Кроме того, компания В – единственная, которой пришлось выпустить привилегированные акции, что еще раз указывает на ее проблемное финансовое положение.

### **Последние три ритейлера**

Оставшиеся три компании – А, І и К – резко различаются по уровню основных средств. У компании А этот показатель самый низкий. Мы знаем, что Walgreens и Kroger торгуют офлайн, в обычных магазинах, а у интернет-магазина Amazon будет меньше основных средств. Возможно, он и есть компания А.

Найдем этому доказательства, учитывая позицию Amazon в экономике. В чем еще отличия компании А, сближающие ее с тем, что мы знаем об Amazon? Во-первых, она не зарабатывает денег. Если вы следите за Amazon, то знаете – компания прославилась тем, что не получает прибыли. Эту историю мы исследуем далее, в главе 2.

Второе доказательство – у компании А большая кредиторская задолженность. Это означает, что либо у нее проблемы, либо ей охотно верят в долг из-за масштабов. Учитывая объем денег у компании А, понятно, что финансовых проблем у нее нет. Итак, компания на А похожа на Amazon своей сильной позицией на рынке и властью над поставщиками.

Остались еще две компании: сеть аптек и продуктовая сеть, І и К.

Они значительно отличаются: у компании І намного больше основных средств, чем у компании К. Вспомните, когда вы в последний раз были в продуктовом магазине или в аптеке. Где было больше оборудования? В продуктовом бизнесе обеспечение холодной цепи обходится очень дорого, поэтому тот магазин, у которого больше оборудования (І), – скорее всего, продуктовый. Но поищем другие подсказки.

Также компания I быстрее, чем компания K, получает платежи. Это дополнительный аргумент в пользу продуктовой сети – в таких магазинах расплачиваются немедленно. Значительная часть доходов аптек может поступать от страховых компаний, что делает аптеки немного похожими на компании B2B<sup>8</sup>. У компании I также выше оборачиваемость запасов, как и следует ожидать от продавца продуктов. Итак, можно заключить, что компания K – это аптечная сеть Walgreens, а компания I – Kroger.

Таблица 1-12  
Вычисляем оставшихся участников

Процентные доли по балансу	C	D	F	J	L
<b>Активы</b>					
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	27	25	54	16	2
Дебиторская задолженность (счета к получению)	21	7	12	26	2
Товарно-материальные запасы	3	4	1	17	3
Прочие оборотные активы	8	5	4	4	2
Основные средства (остаточная стоимость)	4	8	7	32	60
Прочие активы	37	52	22	5	31

<sup>8</sup> B2B (business-to-business) – компании, клиентами которых являются другие компании.

Процентные доли по балансу	C	D	F	J	L
<b>Итого активы*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Обязательства и акционерный капитал</b>					
Векселя к оплате	8	3	2	0	4
Кредиторская задолженность (счета к оплате)	24	2	3	12	2
Начисления	8	1	3	5	1
Прочие текущие обязательства	9	9	18	10	2
Долгосрочная задолженность	11	17	9	39	32
Прочие обязательства	17	24	9	10	23
Привилегированные акции	0	0	0	0	0
Акционерный капитал	23	44	55	24	36
<b>Итого обязательства и акционерный капитал*</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Финансовые коэффициенты</b>					
Текущие активы /текущие обязательства	1,19	2,64	2,71	2,28	1,01
Денежные средства, ликвидные ценные бумаги и дебиторская задолженность/текущие обязательства	0,97	2,07	2,53	1,53	0,45
Оборачиваемость запасов	32,4	1,6	10,4	5,5	2,3
Срок взыскания дебиторской задолженности (в днях)	63	77	82	64	51
Общая сумма заемных средств/активы	0,19	0,20	0,11	0,39	0,36
Долгосрочные обязательства/капитализация	0,33	0,28	0,14	0,62	0,47
Доходы/общие активы	1,198	0,317	0,547	1,502	0,172
Чистая прибыль/доходы	0,042	0,247	0,281	0,061	0,090
Чистая прибыль/общие активы	0,050	0,078	0,153	0,091	0,016
Общие активы/акционерный капитал	4,44	2,27	1,80	4,23	2,77
Чистая прибыль/акционерный капитал	0,222	0,178	0,277	0,384	0,043
EBIT/расходы по уплате процентов	11,16	12,26	63,06	8,05	2,52
EBITDA/доходы	0,07	0,45	0,40	0,15	0,28

\* Итоговые значения по столбцам округлены до 100%.

## Кто остался?

Разобравшись с розничными компаниями и поставщиками услуг, мы остались с разношерстной командой: Microsoft, Nordstrom, Duke Energy, Pfizer и Dell. Их показатели представлены в таблице 1-12.

У трех компаний, C, D и F, практически нет основных средств, а у J и L основные средства очень внушительные. Одна из последних, похоже Duke Energy, у которой есть электростанции, а другая – вероятно, Nordstrom, розничная компания с офлайн-магазинами. Но где кто?

Чтобы проверить себя еще раз, посмотрим на три оставшиеся компании и оценим их основные средства. Dell, Pfizer и Microsoft не относятся к тяжелой промышленности, поэтому низкий уровень основных средств у них вполне объясним.

Но какая из двух компаний со значительными основными средствами – Duke Energy, а какая – Nordstrom? Здесь снова всё решат запасы. У Nordstrom будет большой объем запасов, тогда как у Duke Energy – очень малый (электричество не может храниться). Таким образом, компания L – это Duke Energy, а компания J оказалась предприятием розничной торговли Nordstrom. Кроме того, высокая рентабельность по EBITDA у компании L означает, что у нее большие объемы амортизации. Обычное дело для коммунальных предприятий. И часто в коммунальной отрасли показатель EBITDA противопоставляют рентабельности, потому что амортизация может сильно исказить картину.

Остались трое – Dell, Microsoft и Pfizer. У компании C очень низкая маржа, а у компаний D и F она ошеломительная (более 20 %), так же как и рентабельность по EBITDA (более 40 %). Кажется, стоит обратить внимание на товарную отрасль – про какую из трех компаний речь? За последние десять-пятнадцать лет на рынке ноутбуков сильно повысилось разнообразие товаров, что привело к снижению прибыльности для их производителей. Такого разнообразия нет ни в сфере разработки программного обеспечения, ни в фармацевтике.

Кроме того, в компании C запасы хранятся немногим более десяти дней, что соответствует принятой в Dell бизнес-модели «точно в срок». Dell начинает производство только после приема заказов. Как следствие, компания удерживает запасы на минимально возможном уровне.

### **Определяем последние две компании**

Две оставшиеся компании очень похожи, что делает последний шаг самым сложным. Поможет важное отличие – у компании D много прочих активов. Скорее всего, это значит, что она относится к нематериальной капиталоемкой отрасли, в которой нередки слияния крупных компаний (вспомните, что в этом случае происходит с нематериальными активами).

Если вы следите за фармацевтической промышленностью, то, вероятно, догадаетесь, что компания D – это Pfizer. Она приобрела ряд компаний, от Pharmacia до Wyeth и Hospira, по мере консолидации всей отрасли. Итак, компания D – это Pfizer, а компания F – Microsoft.

Есть еще одно доказательство такого решения: у компании D значительно больше прочих обязательств, чем у компании F. И да, у Pfizer действительно действует пенсионная программа старого образца, в то время как Microsoft, более молодая компания, ввела пенсионную программу с установленными взносами.

Наконец, возможно, вы знаете, что Microsoft хранит большие остатки денежных средств – и это тоже соответствует данным компании F.

Мы справились! Это была действительно сложная игра. Однако анализ показателей и понимание их логики даст вам отличную основу для понимания остальной части книги.

## Самый главный коэффициент

Мы перебрали столько чисел – но можно ли выбрать из коэффициентов один самый главный? Какому из показателей руководители должны уделить самое пристальное внимание?

Это спорный вопрос, но многие финансовые аналитики считают таким показателем рентабельность собственного капитала (ROE), поскольку он измеряет прибыльность бизнеса для собственников. А это, в конечном итоге, главные люди в компании. ROE используется довольно широко, поэтому важно разобраться, из чего он складывается.

Хороший способ понять систему рычагов, влияющую на этот показатель, разработан в модели DuPont – методе анализа финансового состояния компании, созданном корпорацией DuPont в начале двадцатого века (см. рисунок 1–1). Модель математически разбивает ROE на три составляющих: чистая рентабельность, производительность и кредитный рычаг.

**Рентабельность.** Первый важный фактор, влияющий на ROE, – это прибыльность компании. Это возвращает нас к понятию маржи. Сколько чистой прибыли зарабатывает компания на каждый доллар дохода?

**Производительность.** Рентабельность капитала также можно простимулировать за счет производительности. Для оценки производительности мы используем коэффициент оборачиваемости активов, который измеряет, насколько эффективно компания использует активы для роста продаж.



**Кредитный рычаг.** Как мы уже видели, кредитный рычаг помогает увеличить прибыль. Она также вносит важный вклад в ROE. Мы можем измерить кредитный рычаг, разделив активы компании на акционерный капитал.

Эта простая формула позволяет выявить источники высокой рентабельности собственного капитала.

ROE – неидеальный показатель (как и все прочие). В нем есть два недостатка. Во-первых, он включает в себя влияние кредитного рычага, а значит не показывает чистую операционную эффективность. Поэтому некоторые предпочитают показатель рентабельности совокупного капитала, в котором EBIT соотносится с капитализацией (собственный капитал плюс заемный). Во-вторых, как мы увидим позже, данный показатель не имеет отношения к способности бизнеса генерировать денежные средства.

## Модель DuPont в действии

Пора применить нашу новообетенную финансовую интуицию: проанализируем факторы, определяющие рентабельность собственного капитала у десяти очень разных компаний (см. таблицу 1-13). Особенно обратим внимание на два вопроса. Во-первых, по какому из четырех компонентов модели DuPont компании будут ближе всего друг к другу – ROE, рентабельность, производительность или кредитный рычаг? Во-вторых, у кого будут самые высокие и самые низкие значения составляющих формулы?

Таблица 1-13

Анализ DuPont

Показатели ROE и факторы эффективности 10 компаний, 1998 г.

Показатели ROE и факторы эффективности 10 компаний, 1998 г.

	Рентабельность собственного капитала (%)	=	Маржа (%)	X	Оборачиваемость активов (раз)	X	Кредитный рычаг (раз)
Bank of America Corporation		=		X		X	
Carolina Power and Light		=		X		X	
Exxon Corporation		=		X		X	
Food Lion, Inc.		=		X		X	
Harley-Davidson, Inc.		=		X		X	
Intel Corporation		=		X		X	
Nike, Inc.		=		X		X	
Southwest Airlines Co.		=		X		X	
Tiffany and Company		=		X		X	
The Timberland Company		=		X		X	

Чтобы ответить на первый вопрос, подумайте, почему эти показатели вообще могут отличаться и что может их сблизить. Что касается второго вопроса, нужно разобраться, в чем суть каждой из частей модели DuPont.

Ответ на первый вопрос – рентабельность собственного капитала. Посмотрите на таблицу 1-14: разброс в первом столбце намного меньше, чем в остальных трех (просто сравните крайние значения). Почему у таких разных компаний значения ROE так близки?

Несмотря на то что на товарных рынках эти компании практически не пересекаются, на рынках капитала они прямые конкуренты. Если вознаграждение акционерам будет отличаться слишком сильно, капитал уйдет в компании с более высокой отдачей. Поэтому ROE ближе друг к другу, чем остальные показатели.

Должны ли они тогда полностью совпадать? Нет, из-за взаимосвязи между доходностью и риском (подробнее об этом мы поговорим в главе 4). Если акционеры несут большой риск, они ожидают большей доходности. Таким образом, доходность для акционеров выравнивается из-

за конкуренции между компаниями на рынках капитала, но всё еще не совпадает из-за разного уровня риска.

Таблица 1-14  
 Анализ DuPont  
 Показатели ROE и факторы эффективности 10 компаний, 1998 г.  
 Показатели ROE и факторы эффективности 10 компаний, 1998 г.

	Рентабельность собственного капитала (%)	=	Маржа (%)	X	Оборачиваемость активов (раз)	X	Кредитный рычаг (раз)
Bank of America Corporation	11,2	=	10,8	X	0,1	X	13,5
Carolina Power and Light	13,5	=	12,8	X	0,4	X	2,8
Exxon Corporation	14,6	=	6,3	X	1,1	X	2,1
Food Lion, Inc.	17,0	=	2,7	X	2,8	X	2,3
Harley-Davidson, Inc.	20,7	=	9,9	X	1,1	X	1,9
Intel Corporation	26,0	=	23,1	X	0,8	X	1,3
Nike, Inc.	12,3	=	4,2	X	1,8	X	1,7
Southwest Airlines Co.	18,1	=	10,4	X	0,9	X	2,0
Tiffany and Company	17,4	=	7,7	X	1,1	X	2,0
The Timberland Company	22,2	=	6,9	X	1,8	X	1,8

Рассмотрим теперь максимальные и минимальные значения в столбцах, начиная с рентабельности. У Food Lion маржа довольно низкая – 2,7 %. У Intel она невероятно высокая – 23,1 %. Почему?

Возможно, вам захочется связать эти расхождения с разными уровнями конкуренции, но едва ли они различаются так сильно. На самом деле чистая рентабельность показывает добавленную стоимость компании – чем больше ценности она создает, тем больше маржа. Розничные продуктовые компании почти не создают добавленной стоимости, поэтому даже у лучших из них этот показатель не превышает 4 %. Для контраста посмотрите на Intel. Они превращают песок в компьютеры. Вот уж где действительно создается ценность – и маржа отражает этот процесс.

Теперь смотрим на показатель оборачиваемости активов: почему у Food Lion он самый высокий?

Как работает продуктовый магазин? Продать коробку хлопьев еще не значит заработать деньги. Вся суть в том, чтобы запасы оборачивались как можно быстрее. Поэтому розничным продуктовым компаниям так важна оборачиваемость активов – она вносит самый важный вклад в рентабельность их капитала.

Наконец, кредитный рычаг – как вы помните, это мощный финансовый инструмент. У каких компаний высокий уровень кредитного рычага, а у каких – низкий? У банка он сильно отличается от остальных, но и сам банковский бизнес весьма своеобразен. Поэтому рассмотрим другие компании.

У Carolina Power and Light самый высокий рычаг, а самый низкий – у Intel. Почему? Различные уровни кредитного рычага отражают рискованность бизнеса, поскольку неразумно

к бизнес-рisku добавлять еще и риск финансовый. У Carolina Power and Light стабильный спрос, а цены, скорее всего, регулируемые, поэтому денежные потоки у них стабильны. Соответственно, компания может выдержать более высокий кредитный рычаг.

Напротив, у высокорискового бизнеса – такого, как Intel – кредитный рычаг не должен быть большим. Чем они занимаются? Каждые два года компания создает новый чип, который работает в два раза быстрее, места занимает вдвое меньше и стоит тоже вдвое меньше. Intel также вкладывает миллиарды долларов в новые заводы по всему миру, чтобы производить чипы следующего поколения. Если компания ошибется хоть в одной новой версии чипа, она рискует уйти с рынка. При высоком риске бизнеса финансовый риск должен быть низким. Это общая для кредитного рычага закономерность.

До сих пор мы рассматривали компании из разных отраслей. Но лучший способ применения финансового анализа – это оценить динамику компании во времени и сопоставить ее показатели с отраслевыми. Посмотрим на Timberland, компанию из предыдущего примера, и попытаемся рассказать ее историю с помощью цифр.

### **Радикальные изменения в Timberland**

Компания Timberland, производитель и продавец верхней одежды и обуви, в 1990-х годах претерпела серьезные финансовые и структурные изменения. Посмотрим на ее показатели в 1994 году в сравнении с отраслевыми. (См. таблицу 1-15).

Составляющие модели DuPont – ROE, чистая рентабельность, производительность и кредитный рычаг – в таблице выделены курсивом. Посмотрите на эти цифры и сделайте столько выводов, сколько сможете. Попробуйте рассказать историю Timberland, сравнивая ее с остальной отраслью.

Во-первых, как у компании идут дела? Если бы я был генеральным директором, то обратил бы внимание, что рентабельность собственного капитала (11,9 %) близка к средней по отрасли (12,3 %), и решил бы, что у компании всё отлично. Вы бы согласились с этим?

Анализ DuPont рисует нам совсем другую картину. Откуда берется пресловутая рентабельность капитала? От маржи? Нет, тут Timberland отстает. От производительности? Нет, по оборачиваемости активов тоже недотягивает.

Таблица 1-15

Анализ DuPont для Timberland Company, 1994 г.

Анализ показателей Timberland Company, 1994 г., и медианных значений по отрасли

Анализ показателей Timberland Company, 1994 г., и медианных значений по отрасли

	1994	Медиана по отрасли*
<b>Коэффициенты рентабельности (%)</b>		
Рентабельность собственного капитала (%)	11,9	12,3
Рентабельность инвестированного капитала (%)	7,1	9,7
Маржа (%)	2,8	4,2
Валовая маржа (%)	35,0	38,4
<b>Коэффициенты оборачиваемости</b>		
Оборачиваемость активов	1,3	1,8
Оборачиваемость запасов	1,9	2,7
Срок взыскания задолженности (в днях)	73,5	39,1
Срок оплаты поставщикам (в днях)	32,6	36,3
<b>Показатели кредитного рычага и ликвидности</b>		
Активы к собственному капиталу	3,2	1,7
Заемные средства к активам	68,5	39,6
Коэффициент покрытия процентов	2,9	9,1
Коэффициент текущей ликвидности	3,5	3,0

\* В выборку вошли пять типичных обувных компаний: Brown Group, Kenneth Cole, Nike, Stride Rite и Wolverine World Wide.

ROE компании в значительной степени сформирован за счет кредитного рычага. Так она компенсирует низкие результаты своей деятельности, возлагая больший риск на владельцев.

Это одна из основных проблем рентабельности собственного капитала. При всей пользе учета кредитного рычага, он отчасти искажает итоговый показатель ROE. Вот почему иногда используют и другие показатели, например рентабельность активов или рентабельность совокупного капитала. На них не влияет кредитный рычаг, и из них видно, что руководители Timberland используют капитал менее эффективно, чем их коллеги.

Показатель рентабельности совокупного капитала (ROC) также известен как рентабельность инвестированного капитала или рентабельность привлеченного капитала. Он особенно важен тем, что учитывает все источники капитала и их совокупную отдачу – операционную прибыль (или EBIT) после уплаты налогов, также известную как EBIAT.

$$\text{Рентабельность совокупного капитала (ROC)} = \frac{\text{EBIAT}}{\text{заемные средства} + \text{собственный капитал}}$$

Другие показатели также предостерегают нас о низких результатах Timberland. Взгляните на коэффициент покрытия процентов, показывающий, сколько раз компания может покрыть сумму процентов по займам операционной прибылью. Он меньше трех, а в остальной отрасли ближе к десяти. Что это значит? Компания балансирует на финансовом канате, а ее конкуренты избегают этого риска.

Посмотрим на итоги деятельности Timberland. Оборачиваемость запасов у компании значительно ниже, чем по отрасли. Кроме того, сроки погашения дебиторской задолженности сильно выбиваются из аналогичных отраслевых показателей (73,5 дней и 39,1 дней соответственно). У таких длительных сроков может быть несколько причин. Например, плохой менеджмент в области взыскания долгов, недостаточно агрессивный. А может, компания бездумно раздает кредиты для стимулирования продаж. Что еще опаснее, у Timberland могут быть клиенты с долгами, просроченными более чем на двести дней, с низкой вероятностью выплаты. Так что такие значения иногда указывают на скрытый безнадежный долг.

Срок погашения кредиторской задолженности, то есть время, необходимое для оплаты поставщикам, аналогичен среднеотраслевому показателю.

### Показатели год спустя

Рассмотрим показатели Timberland в 1995 году (см. таблицу 1-16).

Согласно анализу DuPont, рентабельность собственного капитала отрицательна из-за отрицательной рентабельности. Производительность немного выросла, а кредитный рычаг слегка уменьшился.

Таблица 1-16

Анализ DuPont для Timberland Company, 1994–1995 гг.

Анализ показателей Timberland Company, 1994–1995 гг., и медианных значений по отрасли, 1998

*Анализ показателей Timberland Company, 1994–1995 гг., и медианных значений по отрасли, 1998*

	1994	1995	Медиана по отрасли*
<b>Коэффициенты рентабельности (%)</b>			
Рентабельность собственного капитала (%)	11,9	-8,2	12,3
Рентабельность инвестированного капитала (%)	7,1	0,7	9,7
Маржа (%)	2,8	-1,8	4,2
Валовая маржа (%)	35,0	33,7	38,4
<b>Коэффициенты оборачиваемости</b>			
Оборачиваемость активов	1,3	1,6	1,8
Оборачиваемость запасов	1,9	2,4	2,7
Срок взыскания задолженности (в днях)	73,5	53,4	39,1
Срок оплаты поставщикам (в днях)	32,6	21,2	36,3
<b>Показатели кредитного рычага и ликвидности</b>			
Активы к акционерному капиталу	3,2	3,0	1,7
Заемные средства к активам	68,5	66,2	39,6
Коэффициент покрытия процентов	2,9	0,2	9,1
Коэффициент текущей ликвидности	3,5	4,8	3,0

\* В выборку вошли пять типичных обувных компаний: Brown Group, Kenneth Cole, Nike, Stride Rite и Wolverine World Wide.

Если копать глубже – о чем говорит нам показатель кредитного рычага? Коэффициент покрытия процентов снизился и теперь не дотягивает до единицы. Это означает, что Timberland не хватает операционной прибыли для выплаты процентов. Timberland близка к

смерти. Что делать компании в таком отчаянном положении? Привлечь денежные средства. По показателям мы видим, что именно это она и сделала.

Во-первых, заметно выросла оборачиваемость запасов, а валовая маржа значительно упала. Эта картина указывает на быструю распродажу ассортимента. Компания как можно быстрее избавлялась от товара, чтобы собрать деньги для выплаты процентов. Аналогично, посмотрите на срок взыскания клиентской задолженности: он сократился на двадцать дней. Это произошло не случайно. Есть такой способ собрать деньги – связаться с клиентами-должниками и предложить им заплатить, например, 80 центов за каждый доллар. Компании могут пойти на подобную сделку, чтобы быстро выплатить проценты.

Еще одна составляющая оборотного капитала, помимо запасов и дебиторской задолженности, а именно кредиторская задолженность, которая в прошлом году выглядела неплохо. Теперь Timberland платит своим поставщикам быстрее, что может показаться странным для компании, у которой плохо с деньгами. Но быстрое погашение долгов – это, скорее всего, инициатива поставщиков: вряд ли они были готовы предоставлять новые кредиты, учитывая финансовое положение Timberland. Скорее всего, они требовали немедленной оплаты после поставки. Влияние оборотного капитала на денежные средства будет основной темой главы 2.

### **Показатели с 1994 по 1998 годы**

Теперь посмотрим на показатели следующих лет. (См. таблицу 1-17). Кажется, положение стабилизировалось и заметно изменилось в лучшую сторону.

В 1996 году рентабельность Timberland все еще была чуть ниже средней по отрасли, но производительность компании росла, а показатель кредитного рычага снижался. Товаров продавалось больше, но не за счет снижения цен. В любом случае, валовая маржа указывает на то, что компания имела возможность не только повысить товарооборот, но и установить хорошую цену.

Таблица 1-17

Анализ DuPont для Timberland Company, 1994–1998 гг.

Анализ показателей Timberland Company, 1994–1998 гг., и медианных значений по отрасли, 1998

Анализ показателей Timberland Company, 1994–1998 гг., и медианных значений по отрасли, 1998

	1994	1995	1996	1997	1998	Медиана по отрасли*
<b>Коэффициенты рентабельности (%)</b>						
Рентабельность собственного капитала (%)	11,9	-8,2	12,3	22,1	22,2	12,3
Рентабельность инвестир. капитала (%)	7,1	0,7	9,6	18,3	17,9	9,7
Маржа (%)	2,8	-1,8	3,0	5,9	6,9	4,2
Валовая маржа (%)	35,0	33,7	39,4	41,7	41,9	38,4
<b>Коэффициенты оборачиваемости</b>						
Оборачиваемость активов	1,3	1,6	1,5	1,9	1,8	1,8
Оборачиваемость запасов	1,9	2,4	2,6	3,3	3,8	2,7
Срок взыскания задолженности (в днях)	73,5	53,4	53,2	34,7	33,4	39,1
Срок оплаты (в днях)	32,6	21,2	18,6	16,0	18,9	36,3
<b>Показатели кредитного рычага и ликвидности</b>						
Активы к собственному капиталу	3,2	3,0	2,7	2,0	1,8	1,7
Заемные средства к активам	68,5	66,2	63,2	48,8	43,3	39,6
Коэффициент покрытия процентов	2,9	0,2	2,5	5,6	10,2	9,1
Коэффициент текущей ликвидности	3,5	4,8	3,7	3,5	4,0	3,0

\* В выборку вошли пять типичных обувных компаний: Brown Group, Kenneth Cole, Nike, Stride Rite и Wolverine World Wide.

В 1997 году дела пошли еще лучше. Примечательно, что рентабельность собственного капитала почти вдвое превысила среднюю по отрасли. И источники этой рентабельности были вполне доброкачественными.

Оборачиваемость запасов выросла вдвое по сравнению с 1994 годом. Цены выросли, что сказалось на валовой марже.

В 1998 году восходящая тенденция продолжилась. Рентабельность собственного капитала у Timberland по-прежнему превышала среднюю по отрасли вдвое. Но теперь этот показатель складывался из правильных компонентов: ROE была высокой не за счет кредитного рычага или производительности, а за счет рентабельности. Что же случилось? Ситуация, угрожающая самой жизни компании, побудила ее отказаться от семейного менеджмента в пользу профессионального. Кроме того, бренд Timberland полюбили исполнители хип-хопа, что привело к значительному росту.

Что вы узнали из этого примера? С помощью финансовых показателей можно «прочитать» любую компанию. Используйте то, что узнали в этой главе, для анализа ваших любимых компаний – показатели акционерных обществ есть в открытом доступе. Сыграйте в детектива и создайте историю, в которой все эти числа обретут смысл.

### *На практике*

**Лоранс Дебру, финансовый директор Heineken, о самом важном для изучающих финансы:**

Если бы двадцать лет назад вы спросили меня, какое самое важное качество поможет преуспеть в сфере финансов, я бы, наверное, посоветовала стать трудолюбивым и целеустремленным суперэкспертом. Всё это действительно помогает – до определенного момента. А потом начинает мешать.

Трудооголиком можно быть бесконечно. Но сейчас наиболее важными я считаю две вещи: упорство и любознательность. Упорство – это ключ, оно поможет вам не принимать первый попавшийся ответ за окончательный. Финансы – это раскопки. Вы строите догадки и пытаетесь с их помощью найти то, что скрывается за цифрами, что происходит на самом деле. Этот показатель правильный? А если нет, то почему? Он отражает реальность или искажает ее?

Цифры скучны, если смотреть на них исключительно как на цифры. Но как только вы решаете узнать, что за ними стоит, тут-то и начинается приключение. Если вам интересно то, чем занимаются люди, то и они начинают интересоваться тем, что вы хотите им дать.

## Контрольные вопросы

**1. Увеличение кредитного рычага позволяет компаниям контролировать больше активов и повышать рентабельность собственного капитала. В чем опасность кредитного рычага?**

A. Он снижает производительность, и из-за этого снижается рентабельность собственного капитала.

B. Прибыль, полученная за счет кредитного рычага, не основана на денежных потоках, и поэтому не учитывается в финансовом анализе.

C. Кредитный рычаг еще и умножает убыток, так как увеличивает степень риска для компании.

D. В кредитном рычаге нет ничего плохого: использование чужих денег – хороший способ повысить стоимость компании.

**2. У каких компаний, вероятнее всего, будет высокий кредитный рычаг?**

A. Компании с возможностями высокого роста в новых отраслях.

B. Компании с надежными денежными потоками в стабильных, предсказуемых отраслях.

C. Высокотехнологичные компании.

D. Компании с низкой рентабельностью.

**3. В 2009 году Уоррен Баффет инвестировал 3 млрд долларов в Dow Chemical, купив привилегированные акции. Что из перечисленного не является преимуществом привилегированных акций для их владельца?**

A. В случае банкротства держатели привилегированных акций получают деньги раньше держателей обыкновенных акций.

B. Держателям привилегированных акций выплачиваются дивиденды, даже если держателям обыкновенных акций они не выплачиваются.

C. В отличие от предоставленного займа, привилегированные акции предполагают право собственности на долю в компании.

D. Дивиденды по привилегированным акциям должны быть четными (2 %, 4 % и т. д.).

**4. Что из перечисленного с наименьшей вероятностью будет указано в балансе как актив?**

A. Патент Gilead Sciences Inc. на высокорентабельное лекарство от гепатита С, разработанное силами компании.

B. Штаб-квартира Google.

C. Погашение дилерами Ford Motor Company задолженности перед ней за покупку автомобилей.

D. 42 млрд долларов на банковских счетах Facebook на конец 2017 года.

**5. У какой из следующих компаний, скорее всего, будет самая высокая оборачиваемость запасов?**

A. Subway, сеть ресторанов быстрого питания.

B. Books-A-Million, сеть книжных магазинов.

C. Whole Foods, сеть продуктовых супермаркетов.

D. British Airways, авиакомпания.

**6. Какой показатель является типичным для розничных компаний?**

- A. Высокое значение ROE.
- B. Короткий срок погашения дебиторской задолженности.
- C. Высокая оборачиваемость запасов.
- D. Высокое значение отношения общей суммы заемных средств к общим активам.

**7. ВНР Billiton – одна из крупнейших в мире горнодобывающих компаний. Ее дебиторская задолженность составила 21 % от общих активов (в 2016 г.). Какая из следующих компаний, скорее всего, будет должником ВНР Billiton?**

- A. Bank of America, банк мирового масштаба.
- B. Mining Recruitment Agency, агентство по трудоустройству специалистов по добыче полезных ископаемых.
- C. Sysco, оптовый поставщик продуктов.
- D. United States Steel Corporation, производитель стали.

**8. Какая из заинтересованных групп обращает больше всего внимания на коэффициент текущей ликвидности компании?**

- A. Акционеры.
- B. Поставщики.
- C. Конкуренты.
- D. Клиенты.

**9. Верно или нет: высокая рентабельность собственного капитала – это всегда хорошо.**

- A. Верно.
- B. Неверно.

**10. Магазин товаров для дома Home Depot в конце 2016 года выпустил векселя на \$2 млрд. В чем основное отличие займа от прочих обязательств, например кредиторской задолженности (счетов к оплате)?**

- A. У займа есть явная процентная ставка.
- B. Заем подразумевает право собственности в компании.
- C. Заем – это остаточное требование.
- D. Заем – это долг только перед поставщиками.

## **Итоги главы**

Думаю, вы увидели, что финансовый анализ – это гораздо больше, чем просто цифры. А цифры – просто инструменты, которые помогают понять, как компании и отрасли увеличивают свою эффективность и как они меняются со временем. Каждый показатель полезен, но поодиночке они не покажут всю картинку. Не существует одного универсального коэффициента. Только собрав их все в целостную историю, мы сможем по-настоящему понять компанию. С практикой финансовый анализ будет даваться вам всё проще, а истории будут получаться всё более содержательными. Попробуйте объяснить еще кому-нибудь задачу с неизвестными отраслями, чтобы проверить, хорошо ли сами поняли материал.

Надеюсь, вы заложили прочный фундамент для финансовой грамотности. Большая часть материала понятна интуитивно, что и позволяет рассказывать истории с помощью цифр. По возможности используйте инструменты из этой главы для анализа финансовых результатов своей компании или любой другой.

Дальше нам предстоит серьезно задуматься о деньгах и о том, почему будущее имеет большее значение, чем прошлое или настоящее.

## Глава 2

### Финансовая перспектива

#### Почему в финансах всё упирается в деньги и будущее

Бухгалтерская отчетность крайне важна для анализа эффективности предприятия, но не лишена недостатков. Финансисты это учитывают и подходят к анализу по-своему.

Во-первых, они задаются вопросом о том, как лучше всего измерить экономическую отдачу. Бухучет делает упор на чистую прибыль, но в финансовом мире не слишком жалуют этот показатель, поскольку он не учитывает важных нюансов. Гораздо лучше на эту роль подходит денежный поток – финансисты буквально одержимы денежными средствами.

Слово «деньги» в контексте финансов может употребляться по-разному; мы сфокусируемся на трех его значениях: прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА), операционный денежный поток и свободный денежный поток. Последний особенно важен для оценки бизнеса и принятия инвестиционных решений; его даже называют финансовой нирваной.

Во-вторых, финансисты уделяют много внимания будущему: вся сфера финансов, по сути, ориентирована на него. Поэтому мы выходим за пределы балансового отчета – он уже не может ответить на важные вопросы. Сколько стоят активы? Откуда берется стоимость? Как измерить стоимость, которая возникнет из будущих денежных потоков? Чтобы с этим разобраться, нужно учесть временную стоимость денег и потренироваться переводить будущие денежные потоки в настоящие. На основании этого можно будет уже оценивать стоимость компании и принимать решение об инвестициях.

#### Финансы против бухучета: консерватизм и учет методом начисления

Финансы расходятся с бухгалтерским учетом по двум пунктам: принцип консерватизма и учет по методу начисления.

Принцип консерватизма приводит к тому, что активы в учете регистрируют по более низкой оценочной стоимости, а обязательства – в соответствии с более высокой их оценкой. Грубо говоря, бухгалтеры ошибаются в пользу консервативности. Так, активы обычно учитываются в балансе по их первоначальной стоимости, а не по текущей или восстановительной. Многие активы вообще никак не отображаются. Например, в балансе Apple в 2016 году бренд компании с 40-летней историей был оценен в \$0, в то время как Forbes оценил его в \$154,1 млрд. Что, по-вашему, ближе к реальности?

Учет методом начисления выравнивает во времени как доходы, так и расходы в попытке лучше отразить экономическую реальность. Например, согласно правилам учета, компания может капитализировать инвестиции как актив и ежегодно списывать их на амортизационные отчисления в течение всего срока жизни актива.

Например, Airbus Group, европейский производитель аэрокосмической и оборонной техники, построил в Мобиле, штат Алабама, новый завод стоимостью \$600 млн. Из-за учета по методу начисления Airbus, вероятнее всего, сообщил об умеренной прибыли за всё время, а не об убытках в 2015 году и затем прибыли после запуска производства. Но такое отображение сильно отличается от реального оттока денежных средств, скрывает временную стоимость денег, а также может меняться в зависимости от управленческих решений – с денежным потоком такой проблемы нет.

***На практике***

**Лоранс Дебру, финансовый директор Heineken, о значимости денег:**

Я всегда вспоминаю фразу: доход – это тщеславие, результат – здравомыслие, а деньги – правят всем. Зацикливаться только на росте доходов нелепо, а иногда и опасно. Столь же опасно измерять успех только ростом прибыли. Деньги – вот что главное. Ключевой вопрос – приносит ли ваш бизнес реальные деньги, которыми можно финансировать деятельность, погашать долги и расплачиваться с акционерами.

## О чем мы говорим, когда говорим о деньгах

В главе 1 мы оценивали эффективность предприятия, ориентируясь на чистую прибыль. Этот показатель хорош тем, что наглядно показывает, как обстоят дела у акционеров. Тем не менее есть у него и проблемы. Во-первых, денежные и неденежные расходы трактуются одинаково. Во-вторых, из чистой прибыли исключены процентные платежи – это затрудняет сравнение компаний, финансируемых разными способами, пусть даже при схожей операционной деятельности.

Наконец, что наиболее важно, на расчет прибыли влияют управленческие решения. Бухгалтеры считают, что корректнее всего выравнивать доходы во времени, потому что это больше соответствует действительности. А потому просят начальство принимать соответствующие решения, когда речь заходит про методику учета. Например, предоплата за единицу оборудования капитализируется, вносится в баланс, а затем амортизируется. Аналогично, доход будет признаваться не сразу, а на протяжении некоторого времени. Но такой процесс выравнивания субъективен, и это позволяет руководителям манипулировать прибылью в своих интересах. В свою очередь, денежные потоки не так сильно зависят от управленческих решений – деньги есть деньги.

Чтобы оценить экономическую отдачу более объективно, нужно научиться думать иначе – для начала четко отличать денежный поток от прибыли. Но что мы имеем в виду, когда говорим «деньги»? Не хочу вас расстраивать, но однозначного ответа нет – всё зависит от обстоятельств. Начнем оттуда, где остановились в главе 1, – с ЕВІТ и ЕВІТDА, – затем перейдем к операционным денежным потокам и, наконец, к финансовой nirване, – свободному денежному потоку.

Формула ЕВІТ

Чистая прибыль

+ проценты

+ налоги

=

ЕВІТ

Как мы видели, ЕВІТ (или операционная прибыль) дает более четкое представление об эффективности и рентабельности компании, чем чистая прибыль: на величину ЕВІТ не влияет вычет процентов и налогов, которые не связаны с производственными показателями. Однако ЕВІТ всё же не отражает объем денежных средств, поскольку не учитывает неденежные расходы (амортизацию). Для полноты картины финансисты используют ЕВІТDА, т. е. прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации.

### Формула EBITDA

$$\begin{aligned}
 & \text{Чистая прибыль} \\
 & + \text{ проценты} \\
 & + \text{ налоги} \\
 & + \text{ амортизация ОС и НМА} \\
 & = \\
 & \text{EBITDA}
 \end{aligned}$$

Где ОС — основные средства, НМА — нематериальные активы.

### Чистая прибыль, EBIT и EBITDA Amazon

На примере Amazon можно наглядно убедиться в различии этих трех показателей. (См. таблицу 2–1).

В 2014 году чистая прибыль Amazon составила – \$241 млн. Однако EBIT компании составила \$178 млн, а разница между ними в \$419 млн – это налоги, проценты и корректировка валютных курсов. А что насчет EBITDA? Из-за колоссальных \$4,746 млрд амортизации, EBITDA здесь составляет \$4,924 млрд – и это сильно отличается от чистого убытка в \$278 млн. Таким образом, Amazon заработала много денег, если судить по EBITDA, но понесла убытки по показателям рентабельности.

Таблица 2-1

Отчет о прибылях и убытках Amazon.com Inc., 2014 г. (млн долларов)

**Отчет о прибылях и убытках Amazon.com Inc., 2014 г. (млн долларов)**

Продажи	\$88 988
Себестоимость продаж (в т.ч. амортизация \$4746)	-62 752
<b>Валовая маржа</b>	<b>\$26 236</b>
Операционные расходы	-26 058
<b>Операционная прибыль (EBIT)</b>	<b>\$178</b>
Расходы по уплате процентов	-289
Расходы по уплате налогов	-167
Внеоперационная прибыль	37
<b>Чистая прибыль (убыток)</b>	<b>-\$241</b>

### От EBITDA к операционным денежным потокам

Финансисты так любят следить за денежными потоками, что посвятили им отдельный отчет – «о движении денежных средств». Часто его считают наиболее важным финансовым отчетом компании. Он сосредоточен исключительно на деньгах, поэтому финансисты ценят его гораздо больше, чем отчет о прибылях и убытках, с его неденежными расходами и зависимостью от управленческих решений, и больше, чем баланс, с его консерватизмом и историческим подходом к учету.

Обычно отчет о движении денежных средств состоит из трех разделов, посвященных операционной деятельности, инвестированию и финансированию. Первый раздел – денежные потоки от текущих операций – объединяет операционный денежный поток с несколькими показателями, которые мы уже обсуждали. В частности, вспомните из главы 1, как Timberland распорядилась запасами и дебиторской задолженностью для получения денежных средств. Если обобщить, оборотный капитал – т. е. дебиторская и кредиторская задолженность и запасы – значительно влияет на денежные потоки.

Операционный денежный поток отличается от EBITDA по нескольким пунктам. Прежде всего, он учитывает стоимость оборотного капитала, а также принимает во внимание налоговые и процентные платежи. И наконец, кроме амортизации в него входят и другие неденежные расходы, а именно вознаграждение в виде акций.

### *Размышления*

**Для одних отраслей EBITDA может быть более показательной, чем для других. Рассмотрим три компании: Electronic Arts (EA), разработчика видеоигр; The Michaels Companies, сеть магазинов товаров для хобби и увлечений; и Comcast, провайдера интернета, телефонной связи и кабельного телевидения. У какой из этих компаний амортизация будет больше и почему?**

Один из способов оценить разницу, которую приносит амортизация, – сравнить ее с чистой прибылью. В 2015 году отношение амортизации к чистой прибыли у Electronic Arts, The Michaels Companies и Comcast составило соответственно 17 %, 34 % и 106 %. Это логично: в отличие от Electronic Arts, разработчика программного обеспечения, Comcast вложила много средств в создание кабельной и интернет-сети по всей стране. Из-за этих масштабных инвестиций чистая прибыль как показатель эффективности дает искаженную картину и делает сравнение некорректным. The Michaels Companies находится где-то между EA и Comcast – у компании немало основных средств (обширные торговые площади).

## Формула операционного денежного потока

$$\begin{aligned} & \text{Чистая прибыль} \\ & + \text{амортизация ОС и НМА} \\ & - \text{прирост дебиторской задолженности} \\ & \quad - \text{прирост запасов} \\ & + \text{прирост доходов будущих периодов} \\ & + \text{прирост кредиторской задолженности} \\ & = \\ & \text{Операционный денежный поток} \end{aligned}$$

Что в других частях отчета? Если коротко, инвестиционный раздел посвящен текущим инвестициям, которые попадают не в отчет о прибылях и убытках, а сразу в баланс, например капитальные расходы и капитальные вложения. В разделе о финансовой деятельности указано, предоставила ли компания заем или выплатила долг, выпустила или выкупила акции и как это отразилось на деньгах.

#### **Операционная деятельность**

Чистая прибыль

+ амортизация ОС и НМА

(±) денежные средства, полученные от изменений в операционных активах и обязательствах

Чистый денежный поток от операционной деятельности

#### **Инвестиционная деятельность**

- Прирост основных средств

(±) слияния/ликвидация активов

Чистый денежный поток от инвестиций

#### **Финансовая деятельность**

- Денежные дивиденды

- выкуп обыкновенных акций

+ привлечение заемного или акционерного капитала

Чистый денежный поток от финансовой деятельности

**Чистый приток/отток денежных средств и их эквивалентов**

Рисунок 2–1. Типовой отчет о движении денежных средств и отчет о движении денежных средств Starbucks, 2017 г.

На рисунке 2–1 показан типовой отчет, а также данные Starbucks за 2017 год. Как видите, этот отчет наглядно показывает движение денежных средств за год по всем трем категориям.

## **Оборотный капитал**

Оборотный капитал, то есть капитал для финансирования текущей деятельности, очень важен для анализа операционных денежных потоков. Возможно, финансы больше ассоциируются у вас с займами и собственным капиталом, но не менее интересно то, как они работают в повседневной деятельности компании.

$$\text{Оборотный капитал} = \text{текущие активы} - \text{текущие обязательства}$$

Оборотный капитал в общем смысле – это разница между текущими активами и текущими обязательствами. Но мы заглянем глубже и разделим его на три важные составляющие: дебиторскую задолженность, запасы и кредиторскую задолженность. Вспомним, что означают эти бухгалтерские термины.

Дебиторская задолженность (счета к получению) – деньги, которые компании должны ее клиенты, обычно другие предприятия. Зная сумму задолженности, можно рассчитать среднее количество дней, в течение которых клиенты производят оплату.

Товарно-материальные запасы – товары и необходимые для их выпуска материалы и другие ресурсы, которыми компания владеет до момента продажи. Зная сумму запасов, можно рассчитать срок оборачиваемости запасов, т. е. среднее количество дней, в течение которых компания хранит товары и производственные ресурсы.

Кредиторская задолженность (счета к оплате). Кредиторская задолженность – суммы, которые компания должна выплатить поставщикам. На основании этого показателя можно рассчитать срок кредиторской задолженности, т. е. среднее количество дней, требуемое для оплаты поставщикам.

Вот более строгий способ расчета оборотного капитала:

$$\text{Оборотный капитал} = \text{дебиторская задолженность} + \text{запасы} - \text{кредиторская задолженность}$$

Чтобы понять, как влияет на финансы оборотный капитал, вспомните, что повседневная деятельность компании стоит денег, и ее нужно финансировать, как и любой другой актив. Если объем оборотного капитала уменьшается, это снижает финансовые потребности предприятия. Таким образом, способ управления оборотным капиталом имеет серьезные финансовые последствия.

### **Цикл обращения денежных средств (денежный цикл)**

Взглянув на оборотный капитал не с точки зрения денег, а с точки зрения времени, можно четко сформулировать связанные с ним финансовые издержки. Это приводит нас к понятию денежного цикла, или цикла оборотного капитала.

Чтобы увидеть денежный цикл в действии, представьте себя владельцем магазина стройтоваров: вся торговля состоит в том, что вы закупаете молотки у оптовиков и продаете их мастерам по ремонту. Один и тот же молоток участвует в разных операциях, и происходят они не одновременно. Вы должны его купить, оплатить, затем продать и получить за него деньги. Предположим, вы продаете молоток через семьдесят дней после закупки, а оплату получаете через сорок дней после продажи. Эти числа и есть срок оборачиваемости запасов (70 дней) и срок дебиторской задолженности (40 дней). С точки зрения бизнеса это означает, что пока вы купите молоток и получите за него деньги, пройдет 110 дней.

И допустим еще, что вы не платите оптовикам в течение тридцати дней после покупки. Значит деньги для оплаты за молоток вам нужны на восемьдесят дней раньше, чем вы их получите.

Если компании платят до того, как сами получают оплату, им приходится финансировать разрывы в денежном обращении. В показателях чистой прибыли и EBITDA эти моменты не отражаются. Вот так даже обычная купля-продажа молотков создает потребность в финансировании. (См. рисунок 2–2.)

#### ***Размышления***

**Вам поручили управлять оборотным капиталом в одном из магазинов Home Depot в Атланте. Срок оборачиваемости запасов сейчас составляет 50 дней, срок дебиторской задолженности – 20 дней, а срок кредиторской задолженности – 25**

**дней. В результате возникает дефицит финансирования в 45 дней. Как бы вы сократили этот дефицит, используя знания о денежном цикле?**

Вы можете:

- Уменьшить срок оборачиваемости запасов.
- Сократить срок дебиторской задолженности.
- Увеличить срок кредиторской задолженности.

**Что будет, если ускорить оборачиваемость запасов? Почему это хочется сделать и почему, возможно, не стоит?**

Один из простейших способов ускорить оборачиваемость запасов – это уменьшить их объем на складе. Так вы продадите товар быстрее, и он потребует меньше финансирования. Опасность в том, что, если покупатели не найдут в вашем магазине нужную краску или инструмент, они уйдут к конкурентам и, возможно, не вернуться никогда.

**Что будет, если сократить срок дебиторской задолженности?**

Срок погашения дебиторской задолженности можно сократить, если предоставлять меньше кредитов. Однако некоторые клиенты по-прежнему будут нуждаться в кредите или просто привыкли его получать. Если вы им откажете, они могут предпочесть конкурентов Home Depot.

**Что будет, если увеличить срок погашения кредиторской задолженности?**

Если платить поставщикам несвоевременно, вы рискуете испортить отношения: они перестанут столь же охотно поставлять товары или предоставлять кредит. Если Атланте будет грозить ураган и припасы понадобятся всем, то поставщики скорее будут сотрудничать с вашими конкурентами, чем с вами.



Рисунок 2–2 Цикл обращения денежных средств (денежный цикл)

Разрыв в денежном обращении поднимает ряд вопросов. Во сколько обойдется его финансирование? Как изменить деятельность компании, чтобы сократить расходы? Не обойдутся ли эти изменения дороже, чем сэкономят компания?

Чтобы лучше понять, что движет циклом оборотного капитала, представим, что происходит во время рецессии. Компании дольше хранят запасы. Даже когда молоток все-таки про-

дают, поставщики денег не получают, потому что клиенты платить тоже не торопятся. Цикл обращения денежных средств удлиняется. Именно это происходило во время финансового кризиса 2008 года. В результате рецессии удлинились сроки оборачиваемости запасов и погашения задолженностей. А поскольку банки предоставляли кредиты неохотно, механизма для финансирования этих разрывов не было. Вот почему в 2008 году объемы мировой торговли рухнули на 50 %.

Вернемся к строительному магазину. Поставщик предоставляет вам 2 %-ю скидку, если вы заплатите в течение десяти дней. Это довольно типичное предложение. Но хорошая ли это сделка?

На такое предложение хочется ответить спонтанно, но на самом деле у вас недостаточно информации для ответа. Это финансовое решение. Чтобы сделать выбор, нужно рассмотреть альтернативные методы финансирования. Если вы заплатите поставщику через десять дней вместо тридцати, нужно будет финансировать оставшийся 20-дневный разрыв. Какой источник финансирования на эти двадцать дней более дешевый – банк или поставщик? Представим, что банк взимает годовую процентную ставку в размере 12 %. В пересчете на двадцать дней это меньше 1 %. То есть если вы пойдете на сделку с поставщиком и затем обратитесь за средствами в банк, то за финансирование этих двадцати дней заплатите менее 1 %.

Скидку, предлагаемую поставщиком, тоже можно рассмотреть как стоимость финансирования этих двадцати дней. Если вы откажетесь от скидки, то отдадите 2 % и получите взамен финансирование на двадцать дней. По сути, поставщик предоставляет вам ссуду на 20 дней и просит за нее 2 %. Что лучше: заплатить за 20-дневную ссуду 2 % или менее 1 %? Ответ очевиден. Конечно, меньше 1 %. Финансирование за счет банка в данном случае дешевле. Вам следует согласиться на сделку с поставщиком и взять заем в банке на эти двадцать дней.

### *Размышления*

**Salesforce.com – это компания, предлагающая услуги аренды программного обеспечения (SaaS). Такие компании обычно продают подписку на софт, которая работает так же, как подписка на журнал. Бизнес-клиенты вносят предоплату и получают возможность пользоваться программным обеспечением в течение того периода, за который заплатили. Как это влияет на денежное обращение в Salesforce?**

У Salesforce.com будет отрицательный срок погашения дебиторской задолженности, потому что компания получает оплату до того, как предоставит услугу. У нее нет запасов, поэтому срок оборачиваемости нулевой. Поставщикам компания платит с отсрочкой, создавая кредиторскую задолженность. Принимая платежи и только после этого предоставляя услуги, Salesforce заставляет клиентов, наряду с поставщиками, финансировать ее деятельность.

**У многих компаний, например Dell, налажено производство «точно в срок»: они производят товары только тогда, когда их кто-то хочет купить. Как это повлияет на цикл обращения денежных средств Dell?**

Dell сначала принимает заказ от клиента, затем запускает производство. Цикл денежного обращения уменьшается за счет ускорения оборачиваемости запасов, а цена финансирования оборотного капитала снижается.

**Tesla, производитель электромобилей премиум-класса, начала принимать от клиентов авансы за будущие модели. Как это изменит ее цикл обращения денежных средств?**

Залог может быть не равен стоимости автомобиля. Тем не менее, внося залог, клиенты финансируют деятельность Tesla. Получая от клиентов деньги в зачет будущей поставки, Tesla может меньше полагаться на поставщиков капитала.

## Рост Amazon

Чтобы понять влияние оборотного капитала на финансовую модель компании, вернемся к примеру с Amazon. Amazon управляет запасами, дебиторской и кредиторской задолженностью так, чтобы в итоге получился так называемый отрицательный цикл оборотного капитала, или отрицательный цикл обращения денежных средств. В примере с магазином потребность в финансировании рождалась из его хозяйственной деятельности. Представьте, что вы живете в мире, где для покупки и продажи молотков не нужно тратить деньги: в этом мире покупка и продажа молотков, как ни странно, деньги приносит. Именно так обстоит дело с Amazon.

В 2014 году срок оборачиваемости у компании в среднем составлял 46 дней, а деньги от клиентов она получала в среднем через 21 день (для розничной торговли это дольше обычного; на показатель влиял еще их бизнес облачных вычислений). Вишенка на торте – Amazon из-за своего доминирования на рынке может давить на поставщиков и заставлять их ждать: компания платит им в среднем через девяносто один день. Это и выражается в отрицательном цикле обращения денежных средств (двадцать четыре дня).

Таким образом, текущая деятельность Amazon стала для нее источником денег. Циклы оборотного капитала у Amazon – да и у Apple, если на то пошло, – способствуют их быстрому росту даже без внешнего финансирования. Другими словами, в их бизнес-моделях важную роль играет генерирование денежных средств с помощью оборотного капитала.

По сути, рост Amazon и Apple финансируют их поставщики. Обе компании заменяют внешнее финансирование дешевыми источниками прямо в цикле оборотных средств. Выходит, что оборотный капитал в значительной степени влияет на их экономическую отдачу, но это влияние не отражает ни EBITDA, ни EBIT, ни чистая прибыль.

### *Размышления*

**Допустим, ваша компания платит поставщикам через сорок дней, а текущая процентная ставка составляет 20 %. Поставщик предлагает скидку в 1 %, если вы погасите задолженность в течение десяти дней. Вы согласитесь или нет? Почему?**

С одной стороны, поставщик взимает с вас скрытую 1 %-ную ставку за тридцатидневную ссуду. С другой стороны, банк в течение тридцати дней будет взимать процентную ставку, превышающую 1 % (20 % делим на двенадцать месяцев). Финансирование за счет поставщика дешевле, поэтому следует воспользоваться им, а не обращаться в банк. Другими словами, не соглашайтесь.

### *На практике*

**Лоранс Дебру, финансовый директор Heineken, о значимости оборотного капитала:**

Задумываться об оборотном капитале – хорошая практика. Всегда можно найти, что улучшить. Но без фанатизма, иначе это приведет к нежелательным эффектам. И продавцам, и покупателям нужно быть очень осторожными.

Heineken работает в восьмидесяти странах и закупается у местных, поэтому нам очень важны долгосрочные и устойчивые отношения с поставщиками. Если вы чересчур стараетесь улучшить структуру оборотного капитала и выжимаете из поставщиков все соки, в конце концов вы их убьете. В такой экосистеме жить не хочется. Оборотный капитал действительно много значит, и на него нужно обращать внимание. В то же время стоит осознавать, что будет, если управлять им слишком жестко.

А операционный денежный поток продолжает нести нас к денежной nirване: через чистую прибыль, через корректировку неденежных расходов (в первую очередь амортизации и вознаграждения акциями), через все эффекты от оборотного капитала.

### **Наконец-то: свободный денежный поток**

Итоговый показатель денежных средств – это свободный денежный поток, один из самых важных измерителей экономической отдачи в области финансов. Вы встретите его еще не раз, когда будете наблюдать, как оцениваются компании и как они обсуждают свои результаты.

Формула свободного денежного потока позволяет рассчитать сумму всех денежных потоков, не обремененных обеспечением деятельности бизнеса. Это чистый денежный показатель и основа для оценки. Он устраняет искажения от неденежных расходов вроде амортизации (так же, как и EBITDA), учитывает изменения в оборотном капитале (как и операционный денежный поток) и, наконец, признает, что для роста необходимы капитальные расходы, которые до этого этапа в расчетах не учитывались. Коротко говоря, свободный денежный поток – это денежные средства, которые можно действительно свободно распределять или использовать так, как компания считает нужным.

#### *Размышления*

**Amazon.com прибавляет к своим операционным денежным потокам вознаграждение в виде акций. Зачем?**

Вознаграждение в виде акций отражается как расход в отчете о прибылях и убытках и уменьшает чистую прибыль, но, как и амортизация, это не денежный расход. Поэтому при расчете его опять прибавляют к операционным денежным потокам. За последние двадцать лет вознаграждение акциями стало крупнейшим неденежным расходом американских компаний.

**Если бы Amazon.com выпустил акции, чтобы профинансировать свой рост – например, создание серверных ферм для размещения облачных сервисов Amazon (AWS), – как бы это отразилось в отчете движения денежных средств?**

Выпуск акций – это форма финансирования, поэтому в отчете о движении денежных средств он отображается в разделе «Финансовая деятельность».

**Если посмотреть на оборотный капитал Amazon в 2014 году, можно сделать вывод об утечке денежных средств. Но разве для Amazon оборотный капитал не служит источником денежных средств?**

Похоже, что с 2013 по 2014 год цикл обращения денежных средств у Amazon упал с минус двадцати семи до минус двадцати трех дней. Так что в течение этого периода оборотный капитал Amazon требовал денежных вложений. Отрицательный цикл оборотного капитала, который по абсолютному значению уменьшается, ничем не отличается от положительного цикла оборотного капитала, который становится длиннее.

Чтобы рассчитать свободный денежный поток, начнем с EBIT – она даст представление об операционной эффективности. Поскольку денежный поток должен быть свободным, необходимо вычесть налоги, что приводит нас к следующей аббревиатуре, EBIAT, т. е. прибыль после уплаты налогов и до уплаты процентов. Затем нужно прибавить неденежные расходы, т. е. амортизацию. Далее, если в цикл оборотного капитала постоянно нужно доливать еще капитал, нужно «взыскать» его с компании. Так же было и с операционными денежными потоками. И наконец, обязательно вычтите все запланированные или требующиеся капитальные расходы, потому что они еще неденежные.

На рис. 2–3 представлены диаграмма и формула свободного денежного потока. Формулу можно визуализировать, если упрощенно представить себе баланс. Чистые активы баланса состоят из оборотного капитала (например, запасы плюс дебиторская задолженность за вычетом кредиторской задолженности) и основных средств (например, зданий и оборудования), а пассив баланса делится между заемным и собственным капиталом. В этом видоизмененном балансе теперь различаются операционная деятельность (левая часть) и поставщики капитала (правая часть). Денежные потоки от основной деятельности, которые в конечном итоге достаются поставщикам капитала, – это свободные денежные потоки, которые рассчитываются следующим образом: операционная деятельность генерирует ЕВІТ, но государство забирает свою долю, и остается ЕВІАТ. Затем нужно вычесть всё, что компания инвестирует в оборотный капитал и основные активы по мере своего роста. Наконец, неденежные расходы (амортизацию) нужно прибавить. То, что осталось, и есть свободный денежный поток.



### Формула свободного денежного потока

**ЕВІТ**

– налоги

= **ЕВІАТ**

+ амортизация ОС и НМА

± прирост (убыль) оборотного капитала

+ капитальные расходы

---

**Свободный денежный поток**

**Amazon.com, помимо основного розничного бизнеса, развивает облачные сервисы (AWS), т. е. сервисы облачных вычислений, которые покупают главным образом другие компании. Как вы думаете, как это повлияло на свободный денежный поток Amazon?**

Во-первых, услуги облачных вычислений могут отличаться по рентабельности от розничной деятельности Amazon, что должно повлиять на EBIT компании. Предоплата от подписчиков облачных сервисов влияет на цикл оборотного капитала, он должен измениться по сравнению с циклом при розничной деятельности. Наконец, Amazon потребуются средства на капитальные расходы по строительству серверных ферм, что предполагает последующую амортизацию.

В течение последних пятидесяти лет наука о финансах медленно продвигалась к концепции свободного денежного потока как показателя отдачи от бизнеса. Почему? Потому что он учитывает все денежные результаты бизнеса и выявляет чистую отдачу для поставщиков капитала. На временной диаграмме (рис. 2–4) представлено, как с 1960-х годов внимание смещалось от доходов к прибыли, затем – к EBITDA, операционным денежным потокам и свободному денежному потоку; также показано, чем отличаются эти показатели.

### *На практике*

#### **Алан Джонс, глава отдела прямых инвестиций в Morgan Stanley:**

Когда мы поглощаем бизнес, нам нравится находить варианты его совершенствования. Мы методично изучаем отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и баланс. Начинаем с верхней части отчета о прибылях и убытках, где можем увеличить доходы, выжать побольше из валовой прибыли, затем спускаемся ниже и смотрим, что остается после вычета операционных расходов и как оптимизировать налоги.

Затем смотрим на отчет о движении денежных средств. Как у нас дела с капитальными расходами? Насколько внимательны мы к тому, достигается ли ожидаемая отдача? Корректируем ли политику, когда через два или три года видим, как они сработали? Оборотный капитал – это поле для огромных возможностей. Удивительно, что есть компании, которые почти не обращают на него внимания, и в результате его доля в продажах выходит за всякие рамки. Изучая отчет о движении денежных средств, мы очень ответственно подходим к управлению дебиторской и кредиторской задолженностью и запасами. Затем обращаем внимание на баланс, где ищем непрофильные активы или способы оптимизировать капиталоемкость активов.



Рисунок 2-4  
Переход от концепции доходов к концепции свободного денежного потока, 1960–2020-е гг.

Рисунок 2–4 Переход от концепции доходов к концепции свободного денежного потока, 1960–2020-е гг.

## Amazon против Netflix

Прежде чем перейти к следующему важному элементу финансовой перспективы – ориентированности на будущее – узнаем, почему именно взгляд сквозь призму денег дает возможность проникать в суть. Сравним доходы двух ведущих компаний – Amazon и Netflix. (См. рис. 2–5 и 2–6.)

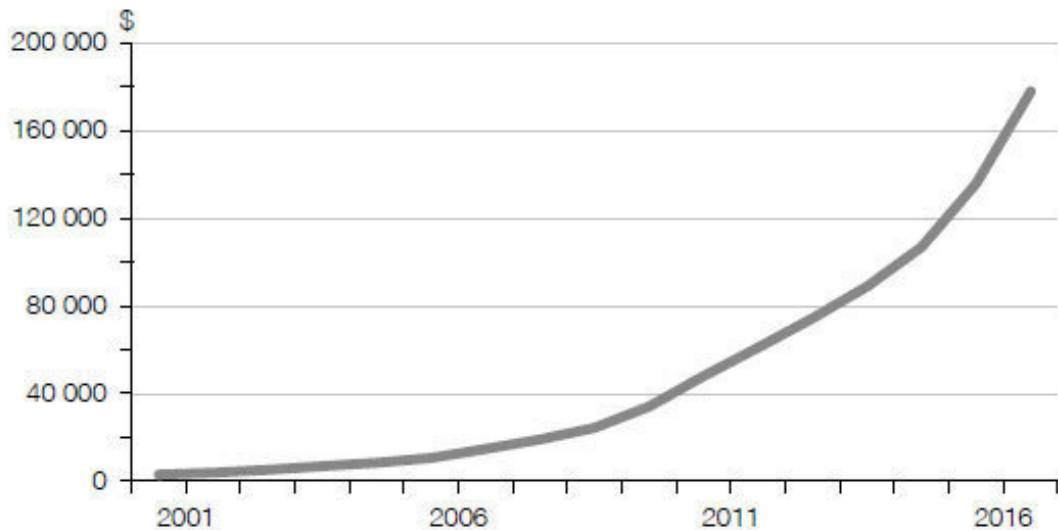


Рисунок 2–5 Общий доход Amazon, 2001–2017 гг. (в млн долларов)

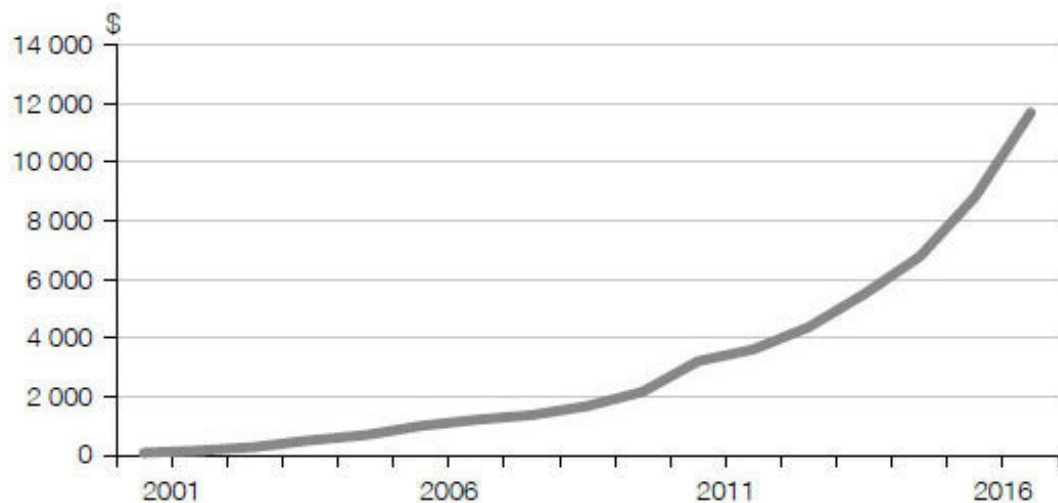


Рисунок 2–6 Общий доход Netflix, 2001–2017 гг. (в млн долларов)

Масштабы у них разные (Amazon намного крупнее, чем Netflix), но обе компании значительно выросли с 2001 по 2017 год. Это что касается доходов.

Взглянем на финансовые показатели. (См. рис. 2–7 и 2–8).

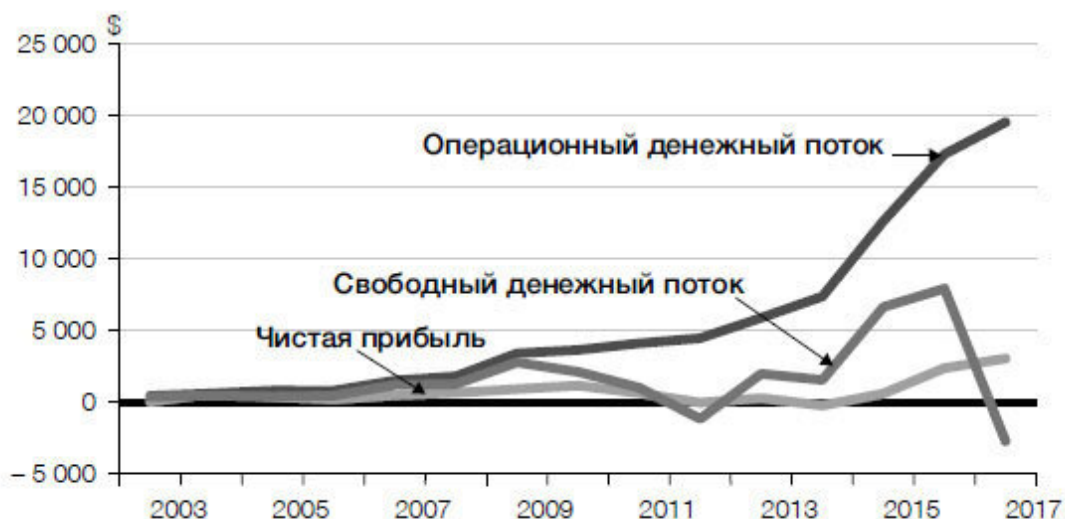


Рисунок 2–7 Прибыль и денежные потоки Amazon, 2003–2017 гг., млн долларов

Похоже, до недавнего времени у Amazon не было прибыли. По показателям прибыли Netflix как будто его обгоняет: маржа у Netflix почти 5 %, тогда как у Amazon – менее 2 %.

Теперь посмотрим на операционные денежные потоки. Здесь картинка совсем иная, и становится понятно, зачем эти показатели вообще нужны. Что здесь происходит? В случае с Amazon на денежный поток влияют неденежные расходы и управление оборотным капиталом. А прибыли Netflix преобразуются в отрицательный операционный денежный поток из-за значительных вложений в контент. Коротко говоря, они покупают всё больше контента и быстро его амортизируют, создавая утечку денег. История операционного денежного потока – совсем другая, чем история, рассказанная прибылью.

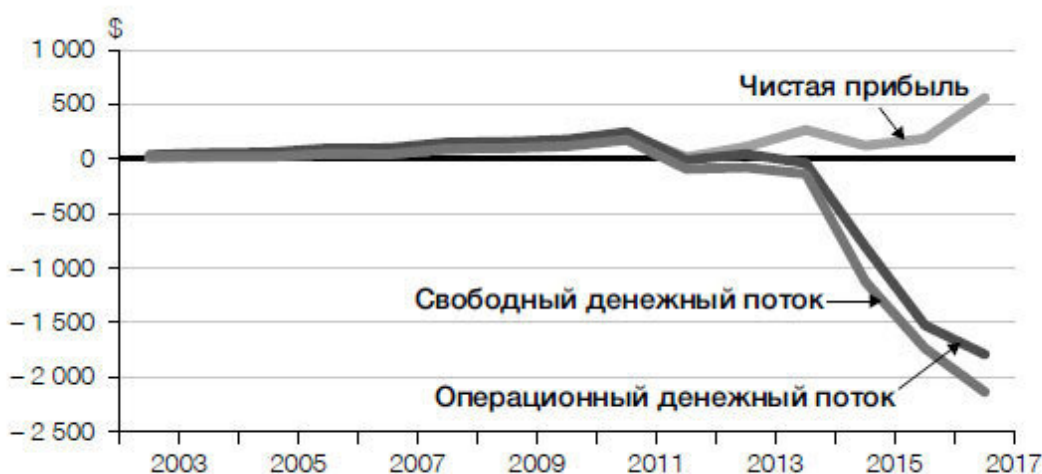


Рисунок 2–8 Прибыль и денежные потоки Netflix, 2003–2017 гг., млн долларов

Наконец, посмотрим на свободный денежный поток. Капитальные расходы еще больше меняют картину. У Netflix значительных капитальных расходов нет, поэтому свободный денежный поток выглядит ненамного хуже, чем операционный. У Amazon капитальные расходы более весомые (отчасти из-за приобретения Whole Foods), и поэтому в 2017 году свободный денежный поток отрицательный.

Все эти числа и графики рассказывают разные истории о том, что происходит в двух компаниях. И мы бы ничего из этого не узнали, если бы ограничились доходами или чистой прибылью. Глядя на показатели, особенно на свободный денежный поток, мы понимаем, что ключевой вопрос для обеих компаний – это капиталоемкость. Если у Netflix затраты на приобретение контента продолжат увеличиваться, компания вряд ли начнет генерировать положительные денежные потоки. Приобретение Whole Foods расширит присутствие Amazon в офлайн-рознице и, возможно, серьезно изменит профиль свободного денежного потока компании.

## Одержимость будущим

Бухгалтерский учет и анализ изучают прошлое и настоящее. Финансисты, напротив, смотрят в будущее и пытаются вычислить, во сколько им обойдется каждое решение. Говоря коротко, источником всей сегодняшней стоимости является будущая эффективность, выраженная показателем денежного потока. Это создает проблему для финансовой науки, поскольку не все будущие денежные потоки одинаковы. Есть ли разница: получить доллар сегодня или через десять лет? Конечно, есть. Финансовая наука прогнозирует свободные денежные потоки, которые актив будет генерировать в будущем, и выясняет, сколько они стоят сейчас.

Эта задача несколько сложнее, чем просто сложить потоки. Причина этому – фундаментальная финансовая концепция временной стоимости денег. Идея очень проста: 1 доллар сегодня стоит больше, чем 1 доллар через год.

Почему? Если у вас сегодня есть 1 доллар, вы можете что-то с ним сделать и получить прибыль – а это значит, что через год у вас будет больше 1 доллара. Это простое наблюдение также значит, что 1 доллар, полученный через год, стоит меньше, чем 1 доллар сегодня. Но насколько меньше?

Эта разница зависит от альтернативной стоимости этих денег. Сколько можно было заработать, если бы эти деньги у вас были? Что бы вы с ними сделали, если бы не пришлось ждать? Вы вычисляете издержки ожидания и «взыскиваете» с будущего денежного потока сумму, которая компенсирует упущенную возможность. Это называется ставкой дисконтирования. Идея отщепить кусочек от денежного потока выглядит странной, но именно это вы делаете, когда даете скидку за раннюю оплату – вы взыскиваете с людей, которые заставляют вас дожидаться денег, потому что не любите ждать и потому что можете что-то сделать с этими деньгами, если получите их уже сейчас.

## **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.