

Финансовая политика

ПРИБЫЛЬ

Увеличение богатства владельцев бизнеса проявляется в приросте собственного капитала. В финансово-экономической литературе и деловой практике этот прирост называют прибылью.

Прибыль – это прирост собственного капитала, обусловленный увеличением стоимости активов предприятия.

Следовательно, в финансовом менеджменте прибыль предприятия трактуется :

- ✓ во-первых, как увеличение собственного капитала, происходящее за счет удорожания активов;
- ✓ во-вторых, как превышение валовых доходов предприятия за отчетный период над его валовыми расходами.

Реинвестирование прибыли

Если реинвестирование прибыли производится собственниками из года в год, то каждая новая сумма добавляется к уже отраженной в балансе, т.е. происходит накопление нераспределенной прибыли.



Таким образом, собственный капитал можно представить как совокупность двух частей: относительно неизменной (уставный капитал) и переменной (накопленная нераспределенная прибыль).

Другой аксиомой бизнеса является необходимость предварительного совершения расходов для получения в будущем отдачи от НИХ.

Деятельность предприятия разбивается на большое число параллельно осуществляемых хозяйственных операций (транзакций), сопровождаемых расходами, которые впоследствии должны окупиться из полученных доходов.

Суммировав совокупные доходы от этих операций за определенный период времени (например, год) и сопоставив их с валовыми расходами предприятия за этот же период, определяют сумму прибыли за период.

Эта сумма будет в точности равна величине прибыли, рассчитанной как прирост стоимости собственного капитала.

Виды прибылей по международным стандартам:

Акрони м	Полное наименование	Перевод
GP	Gross Profit	Валовая прибыль
OP	Operating Profit	Операционная прибыль
OIBDA	Operating Income before Depreciation and Amortization	Операционная прибыль перед вычетом амортизации основных средств и нематериальных активов
OI	Operating Income	Операционная прибыль
NOI	Net Operating Income	Чистая операционная прибыль (синоним NOPAT)
NOPAT	Net Operating Profit after Tax	Чистая операционная прибыль после уплаты налогов
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes	Чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов
ATOI	After Tax Operating Income	Посленалоговая операционная прибыль
EBITDA	Earnings before Income, Tax, Depreciation and Amortization	Прибыль до уплаты процентов, налогов, вычета амортизации основных средств и нематериальных активов
EBIT	Earnings before Income and Tax	Прибыль до уплаты процентов и налогов

Earnings и Operating Income – не одно и тоже!
Налоги уплачиваются реально только с Earnings

Виды прибылей по международным стандартам:

Акроним	Полное наименование	Перевод
Normalized EBITDA	Normalized Earnings before Income, Tax, Depreciation and Amortization	Нормализованная прибыль перед начислением амортизации основных средств и нематериальных активов, уплатой процентов и налогов
EBIT adj	Adjusted EBIT	Скорректированная прибыль до уплаты процентов и налогов
EBIAT	Earnings before Interest After Tax	Прибыль перед уплатой процентов, но после уплаты налогов
EBITDAX	Earnings before Income, Tax, Depreciation and Amortization and Exploration Costs	Прибыль перед начислением амортизации основных средств и нематериальных активов, уплатой процентов и налогов и за вычетом расходов на геолого-разведочные работы (используется только в газовой-добывающей отрасли)
EBITDAR	Earnings before Income, Tax, Depreciation and Amortization and Rent/Lease Payments	Прибыль перед начислением амортизации основных средств и нематериальных активов, уплатой процентов и налогов и за вычетом расходов по аренде и лизингу
G&L	exploration costs	Прочие прибыли и убытки
NI	Net Income	Чистая прибыль
OCI	Other Comprehensive Income	Иные составляющие совокупного дохода
CI	Comprehensive Income	Совокупный доход

Формулы расчета основных финансовых показателей:

1. $\text{Gross Profit} = \text{Revenues} - \text{COGS}$
2. $\text{OI или OM (Operating Margin)} = \text{GP} - \text{G\&A} - \text{DC} - \text{OOE} - \text{RC}$
3. $\text{NOPAT (чистая операционная прибыль)} = \text{EBIT}(1 - T) \text{ или } \text{OI} * (1 - \text{Tax Rate})$
4. $\text{EBIT} = \text{EBT} + I = \text{NI} / (1 - T) + I$
5. $\text{EBT} = \text{EBIT} - \text{Interest Expenses} \text{ или } \text{NI} / (1 - T)$
6. $\text{NI (Profit after Tax)} = \text{EBT} - \text{Tax} \text{ или } \text{EBT} * (1 - T)$
7. $\text{Маржа OIBDA (OIBDA margin)} = \text{OIBDA} / \text{Revenue}$
8. $\text{NOPLAT} = \text{adj. EBIT} * (1 - T_{\text{adj.}}) \text{ или } \text{NOPLAT} = \text{adj. OIBT} * (1 - T_{\text{adj.}})$

Аналитические показатели:

Акрони м	Полное наименование	Перевод
GM	Gross Margin	Валовая прибыль в %
OM	Operating Margin	Операционная прибыль в %
NPM	Net Profit Margin	Чистая прибыль в %
ROI	Return on Investments	Рентабельность инвестиций: наиболее общий показатель. На место инвестиций обычно подставляются активы или собственный капитал.
ROAIC	Return on Average Invested Capital	Рентабельность среднего инвестированного капитала
ROGI	Return on Gross Investments	Рентабельность валовых инвестиций
ROA	Return on Assets	Рентабельность активов
ROTA	Return on Total Assets	Рентабельность совокупных активов
ROE	Return on Equity	Рентабельность собственного капитала
ROCR	Return on Capital and Reserves	Рентабельность капитала и резервов
RONA	Return on Net Assets	Рентабельность чистых активов
ROCE	Return on Capital Employed	Рентабельность используемого капитала

Аналитические показатели:

Акроним	Полное наименование	Перевод
ROIC	Return on Invested Capital	Отдача на инвестированный капитал
CROIC	Cash Return on Invested Capital	Денежная отдача на инвестированный капитал
ROS	Return on Sales	Рентабельность продаж: определяется как отношение операционной прибыли к нетто-продажам (за вычетом НДС). $ROS = OI / S$.
RAROC	Risk Adjusted Return on Capital	Рентабельность капитала, скорректированная с учетом рисков
RORAC	Return on risk-adjusted capital	Рентабельность скорректированного на риски капитала
RARORAC	Risk-adjusted return on risk-adjusted capital	Скорректированная с учетом рисков рентабельность скорректированного на риски капитала

Формулы расчета:

$$\text{ROE} = \text{Net Income} / \text{Equity}$$

Работу менеджеров на основе ROE оценивать нецелесообразно. Чтобы устранить эффект структуры капитала, применяются показатели RONA, ROIC или ROCE.

1. $\text{ROA} = \text{Net Income} / \text{Total Assets}$
2. $\text{ROA} = \text{Net Income} / \text{Total Assets} * \text{Sales} / \text{Sales} = \text{Net Income} / \text{Sales} * \text{Sales} / \text{Total assets}$
3. $\text{Leverage} = \text{Debt} / \text{Equity}$ или $\text{Leverage} = \text{Assets} / \text{Equity}$
4. $\text{Leverage Effect} = (\text{ROA} - \text{CDC}) * \text{Debt} / \text{Equity}$
5. $\text{CDC} = (\text{I}_{ut} + \text{I}_t(1-T)) / D$ или $\text{CDC} = I / D * (1-T)$, где:

I_{ut} – часть процентных расходов, не облагаемых налогом на прибыль,

I_t – процентные расходы, облагаемые налогом на прибыль.

Тогда LE можно выразить так:

$$\text{LE} = (\text{ROA} - I / D * (1-T)) * D / \text{NW}$$

Часть $(\text{ROA} - \text{CDC})$ называется дифференциалом финансового рычага.

$$\text{ROE} = \text{ROA} + \text{LE}$$

Формулы расчета:

$$\text{RONA} = \text{Net Income} / \text{Net Assets}$$

$$\text{Net Assets} = \text{Fixed Assets} + \text{Working Capital}$$

$$\text{RONA} = \text{Net Income} / (\text{Fixed Assets} + \text{Working Capital})$$

$$\text{Working Capital} = \text{Current Assets} - \text{Current Liabilities}$$

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Invested Capital}$$

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} = & \text{Net Income} - \text{Investment and Interest Income} + \text{Tax Paid on} \\ & \text{Investments and Interest Income} + \text{Interest Expenses} - \text{Interest Tax} \\ & \text{Shield} + \text{Non-Recurring (Extraordinary) Costs} + \text{Goodwill Amortization} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Invested Capital} = & \text{Total Assets} - \text{Cash and Equivalents} - \text{Short Term} \\ & \text{Investments} - \text{Long Term Investments} - \text{NIBCLs (беспроцентных} \\ & \text{текущих обязательств (Non-Interest Bearing Current Liabilities)} \end{aligned}$$

ROIC ценен тем, что его можно анализировать вместе с WACC.

Аналитикам важно знать не столько величину ROIC, сколько ROIC-WACC spread, разницу между рентабельностью инвестированного капитала и стоимостью капитала.

Формулы расчета:

Рентабельность используемого капитала или

$$\text{ROCE} = \text{EBIT} / (\text{Total Assets} - \text{Current Liabilities}) = \text{EBIT}(1-T)/\text{CE}$$

(“используемый капитал” обычно обозначает сумму акционерного капитала (shareholders' equity) и долгосрочного долга).

$$\text{ROCE} = \text{EBIT}(1-T)/\text{Sales} * \text{Sales}/\text{CE}$$

$$\text{Capital Employed} = \text{Fixed Assets} + \text{Working Capital}$$

$$\text{Working Capital} = \text{Current Assets} - \text{Current Liabilities}$$

Или:

$$\text{Capital Employed} = \text{Shareholder's Equity} + \text{Minority Interests} + \text{Provisions} + \text{Net Debt}$$

$$\text{Net Debt} = \text{Total Debt} - \text{Cash and Marketable Securities}$$

Вариацией ROCE является ROACE (Return on Average Capital Employed), которая рассчитывается как среднее от задействованного капитала на начало и на конец оцениваемого периода.

Факторная декомпозиция рентабельности

Декомпозиция - разложение показателя на элементарные составляющие, которые поддаются прямому воздействию. Факторы, которые влияют на рентабельность, представляют собой показатели более низкого уровня. Их в свою очередь также можно подвергнуть декомпозиции и получить более удобные, а главное контролируемые индикаторы, посредством которых менеджеры способны управлять результирующим показателем – рентабельностью.

Наиболее известной является модель многофакторной декомпозиции рентабельности, которая получила название по имени компании, в недрах которой она была разработана – Du Pont. Эта модель раскрывает взаимосвязь между рентабельностью и основными производственными показателями компании.

Трехчленная декомпозиция по модели Du Pont

$$\text{ROE} = \text{NPM} * \text{TAT} * \text{EM}, \text{ где}$$

NPM – Маржа чистой прибыли (Net Profit Margin)

TAT – Оборачиваемость активов (Total Assets Turnover)

EM – мультипликатор собственного капитала (Equity Multiplier), один из способов выражения финансового левериджа

$$\text{EM} = \text{Total Assets} / \text{Equity}$$

Соответственно, формулу можно выразить через рентабельности активов и мультипликатор, описывающий структуру капитала:

$$\text{ROE} = \text{ROA} * \text{EM}$$

Т.е. рентабельность собственного капитала мультипликативно связана с прибыльностью продаж, оборачиваемостью активов и величиной финансового левериджа. Что это дает?

- ✓ возможность провести факторный анализ деятельности предприятия за период;
- ✓ вычислить и спланировать необходимые значения показателей прибыльности и оборачиваемости на предстоящий период;
- ✓ целенаправленно добиться нужных показателей рентабельности.

Пятичленная декомпозиция по модели Du Pont

Вариант 1	Вариант 2
$ROE = [(OPM * TAT) - IER] * EM * TR$, где : OPM – маржа операционной прибыли (Operating Profit Margin) IER – коэффициент процентных расходов (Interest Expense Ratio) $IER = \text{Interest Expense} / \text{Total Assets}$ TR – коэффициент удержания налога на прибыль (Tax Retention Rate) $TR = 1 - (\text{Income Tax} / NIBT)$ NIBT – чистая прибыль до выплаты налога, т.е. налогооблагаемая прибыль (Net Income Before Tax)	$ROE = \text{Net Profit} / \text{Pretax Profit} * \text{Pretax Profit} / \text{EBIT} * \text{EBIT} / \text{Sales} * \text{Sales} / \text{Total Assets} * \text{Total Assets} / \text{Equity}$ $ROE = \text{Profit Margin} * \text{Tax Burden} * \text{Interest Burden} * \text{Assets Turnover} * \text{Equity Multiplier (Leverage)}$

Спасибо за внимание!