

### 8.4. АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ-ЦЕЛИ НА ПРЕДИНТЕГРАЦИОННОМ ЭТАПЕ СДЕЛКИ СЛИЯНИЯ/ПОГЛОЩЕНИЯ<sup>1</sup>

Ендовицкий Д.А., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой экономического анализа и аудита ВГУ; Соболева В.Е., магистр экономики, ведущий специалист ООО Научный центр «Аудит-наука»

В статье предложена система аналитических процедур, ориентированная на оценку инвестиционной привлекательности компании-цели на прединтеграционном этапе сделки слияния/поглощения. Учитывая российскую специфику (недостаточное развитие фондового рынка, значительные риски прогнозирования), для обоснования сделок по слиянию/поглощению целесообразно ориентироваться на ретроспективные показатели деятельности компании-цели и на основе их трендового анализа делать заключение об уровне ее инвестиционной привлекательности. Детализация аналитических процедур и широта их охвата зависят от наличия доступа к внутренней информационной базе объекта слияния/поглощения и вида интеграции. Применение различных методов анализа в системе комплексного анализа инвестиционной привлекательности должно обеспечить высокую вероятность получения достоверных результатов.

Прединтеграционный этап сделки слияния и поглощения [1; с. 34] во многом определяет результативность всего интеграционного процесса, так как в ходе его проведения формируется та информационная база, на основе которой будет строиться объединение компаний. Результативность данного этапа, его качественная составляющая во многом зависит от характера интеграции (дружественной или враждебной), а количественная составляющая (трудоемкость, объем аналитических работ) – от цели и мотивации проводимого слияния/поглощения (M&A). Следует также учитывать тот факт, что каждый случай слияния/поглощения компаний уникален, отсутствуют четкие временные границы прединтеграционного этапа, единая система показателей. Мы предлагаем рассмотреть систему аналитических процедур, проводимых на прединтеграционном этапе, на примере сделки поглощения компанией **A** компании **B**. Поскольку целью сделки для **A** явилось приобретение в собственность компании **B** с целью диверсификации своих вложений, установления полного контроля, но, что следует особо подчеркнуть, не с целью расширения географии своего производства (то есть ассортимент продукции **B** полностью сохранен) и в ближайшие годы руководство компании-покупателя не намерено пере-профилировать компанию-цель под производство собственных марок, анализ инвестиционной привлекательности **B** сводится к следующим задачам:

- Стратегический финансовый анализ:
  - анализ действующей финансово-экономической стратегии;
  - анализ финансового состояния, платежеспособности, ликвидности;
  - анализ деловой активности и рентабельности;
  - анализ рыночной активности.
- Прогнозирование объемов продаж.

Реализация финансово-экономической стратегии оказывает непосредственное влияние на производст-

<sup>1</sup> В продолжение статьи Д.А. Ендовицкого «Сущность и содержание системы интеграционного (экономического) анализа хозяйствующих субъектов» // Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – с. 30-42.

венную деятельность организации, поэтому, мы полагаем, анализ инвестиционной привлекательности нужно начать с ее общей оценки. Реализация стратегии сопровождается изменениями в сравнительной динамике экономических показателей, поэтому задача ее оценки состоит в измерении степени соответствия фактической структуры показателей нормативной. Фундаментом оценки деловой активности организации с учетом условий интенсивного типа развития является чистая прибыль, прибыль от продаж, выручка от реализации, себестоимость реализованной продукции, работ, услуг, а также показатели, характеризующие эффективность использования материальных, трудовых и финансовых ресурсов. Нормативная система показателей (нормативный ряд) темпов роста показателей развития организации выглядит следующим образом (1) [2; с. 49]:

$$T_{чп} > T_{пп} > T_{вр} > T_{дз} > T_{сс} > T_{зп}, \quad (1)$$

где

**ЧП** – чистая прибыль;

**ПП** – прибыль от продаж;

**ВР** – выручка от реализации;

**ДЗ** – дебиторская задолженность;

**СС** – полная себестоимость реализованной продукции;

**ЗП** – фонд заработной платы.

Методику анализа эффективности финансово-экономической стратегии на основе применения нормативного ряда показателей, на наш взгляд, целесообразно применять в анализе инвестиционной привлекательности компании-цели: она позволяет оценить интенсивно или экстенсивно развивается предприятие. Результаты реализации методики с использованием данных компании **B** представлены в табл. 1 и 2. На первом этапе обобщаются абсолютные показатели финансово-экономической деятельности организации (табл. 1):

Таблица 1

ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ **B** в 2001-2005 гг.

тыс. руб.

Годы	Чистая прибыль	Прибыль от продаж	Выручка	Дебиторская задолженность	Себестоимость	Фонд ЗП
<b>A</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
2000	40 379	68 261	250 325	41 459	182 064	27 315,8
2001	54 100	92 550	287 918	32 520	195 368	33 912,9
2002	73 403	165 037	338 085	20 671	173 048	45 135,7
2003	61 436	191 077	415 450	84 398	224 373	49 725,2
2004	30 597	242 030	526 203	69183	284 173	51 944,5

Таблица 2

ТЕМПЫ РОСТА ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОМПАНИИ **B** в 2001-2005 гг.

%

Годы	Чистая прибыль	Прибыль от продаж	Выручка	Дебиторская задолженность	Себестоимость	Фонд ЗП
2001	133,98	135,58	115,02	78,44	107,31	124,15
2002	135,68	178,32	117,42	63,57	88,57	133,09
2003	83,69	115,78	122,88	408,29	129,66	110,17
2004	49,80	126,67	126,66	81,97	126,65	104,46

Данные, представленные в табл. 1, не позволяют дать оценку деятельности анализируемой компании, поскольку являются трудносопоставимыми. Поэтому следующим шагом является выявление их динамики, на основе определения темпов роста (табл. 2).

На основании данных, представленных в табл. 2, можно сделать лишь общие выводы об изменении ключевых показателей деятельности компании-цели, однако сложно что-либо сказать об эффективности реализуемой финансово-экономической стратегии, что имеет особое значение в анализе инвестиционной привлекательности компании, особенно, в случае конгломератного слияния/поглощения. На основании полученных данных об изменении финансово-экономических показателей формируются их динамические ряды, которые сопоставляются с нормативным рядом формула (1) с целью определения коэффициента ранговой корреляции (табл. 3).

Таблица 3

**ФАКТИЧЕСКИЕ ДИНАМИЧЕСКИЕ РЯДЫ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ В**

Годы	ЧП	ПП	ВР	ДЗ	СС	ФЗП	Коэффициент корреляции Спирмэна
Нормативный ряд показателей	1	2	3	4	5	6	X
2002	2	1	4	6	5	3	0,54
2003	2	1	4	6	5	3	0,54
2004	6	4	3	1	2	5	-0,37
2005	6	1	2	5	3	4	-0,03

На основании данных, представленных в табл. 3, можно сделать вывод о том, что в течение анализируемого периода динамические ряды показателей финансово-экономической деятельности компании В не совпадали с нормативным динамическим рядом. Учитывая тот факт, что разброс значений велик и соотношение показателей год от года менялось, для того чтобы сделать вывод об эффективности финансово-экономической стратегии организации, следует ввести показатель, характеризующий степень соответствия нормативного ряда (НР) фактическому (ФР). Таким показателем является коэффициент Спирмэна (или коэффициент ранговой корреляции) (табл. 3). Для расчета данного коэффициента используется формула (2) [2]:

$$K = 1 - \frac{6 \cdot \sum d^2}{n^3 - n}, \quad (2)$$

где  $d$  – разница между фактическим рейтингом показателя и нормативным;

$n$  – число показателей (рангов) в динамическом ряду.

Исходя из формулы расчета, коэффициент может принимать значения в диапазоне [-1; 1]. Анализируя данные табл. 3, можно сделать вывод о том, что финансово-экономическая стратегия компании В не является эффективной. Более того, наибольший разрыв – между фактическим и нормативным рангами показателя «Чистая прибыль», при том что разрыв в рангах практически отсутствует по такому показателю, как «Прибыль от продаж», следовательно, можно предположить, что значительный удельный вес в структуре расходов занимают: проценты к уплате (финансовый риск); операционные и внереализационные расходы. Однако данная нами предварительная оценка финансового состояния исследуемой организации, требует дальнейшего уточнения. Проанализировав динамику ключевых показателей финансовой устойчивости и платежеспособности компании В за 2000-2004 гг. (табл. 4), мы выявили следующие проблемы:

- недостаток собственных оборотных средств. Значение данного показателя с 2003 г. стремительно падает. Причем темпы роста собственных оборотных средств (СОС) и коэффициента финансовой зависимости не коррелируют (рис. 1), что позволяет сделать вывод о том, что на величину СОС влияет, главным образом, размер внеоборотных активов (ВА). Этот вывод предварительно подтверждается устойчивыми темпами роста коэффициента «Индекс постоянного актива» (ИПА) (ВА/Валюта баланса) (рис. 1);
- коэффициент зависимости имеет крайне нестабильную динамику, начиная с 2004 г. не соответствует установленному нормативу, что, учитывая начавшуюся с 2004 г. динамику снижения показателя «Чистая прибыль», говорит о росте финансовых рисков компании. Учитывая этот факт, мы провели расчет допустимого коэффициента автономии (независимости) для компании В (по методике Альт-Инвест), результаты представлены в табл. 5.

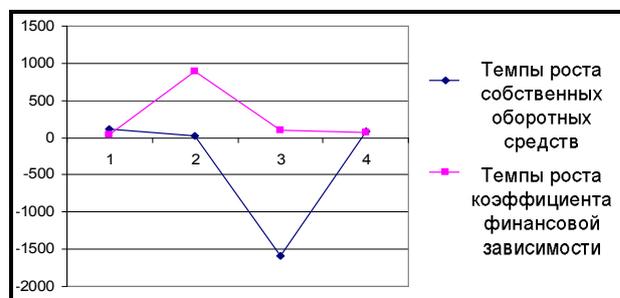


Рис. 1. Соотношение темпов роста СОС и КФЗ

Таблица 4

**ДИНАМИКА ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ**

Показатели ликвидности и финансовой устойчивости	2000 г.	2001 г.	Темп роста, %	2002 г.	Темп роста, %	2003 г.	Темп роста, %
Собственные оборотные средства, тыс. руб. (СОС)	83 415	91 643	109,86	18 150	19,81	-287 457	-1 583,79
Коэффициент финансовой зависимости (КФЗ)	0,20	0,10	50,00	0,40	400,00	0,79	197,50
Коэффициент автономии собственных средств (КА)	0,8	0,9	112,5	0,6	66,67	0,21	35,00
Обеспеченность запасов собственными средствами (ОЗС)	1	1,3	130	0,3	23,08	-4,1	-1 366,67
Индекс постоянного актива	0,43	0,49	113,95	0,96	195,92	1,4	145,83
Коэффициент текущей ликвидности (КТЛ)	3,7	6,9	186,49	1,1	15,94	1	90,91

Таблица 5

РАСЧЕТ ДОПУСТИМОГО ЗНАЧЕНИЯ КОЭФФИЦИЕНТА АВТОНОМИИ ДЛЯ КОМПАНИИ В

тыс. руб.

№	Показатели	Формула расчета	2004 (начало года)	2004 (конец года)	2005 (начало года)
1	Стоимость постоянных активов	ОС+Незавершенное строительство	966 198	965 471	947 826
2	Стоимость наименее ликвидных текущих А	Запасы материалов + Затраты в НЗП	69 712	84 815	97 088
3	Наименее ликвидные А	Строка 1 + Строка 2	1 035 910	1 050 286	1 044 914
4	Всего необходимо собственных средств	Строка 3	1 035 910	1 050 286	1 044 914
5	Фактическая величина активов предприятия	Валюта баланса	1 245 953	1 155 161	1 124 556
6	Допустимая величина заемных средств	Строка 5-Строка 4	210 043	104 875	79 642
7	Допустимое соотношение собственных и заемных средств	Строка 4 / Строка 6	4,9319	10,0146	13,1201

Таблица 6

ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОМПАНИИ В НА ОСНОВЕ АБСОЛЮТНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

тыс.руб.

Показатели	2004 (начало периода)	2004 (конец периода)	2005 (итог II квартала)
Собственный оборотный капитал	-287 457	-256 133	-211 239
Перманентный капитал	11 388	-9 478	87 948
Общая величина основных источников формирования запасов	74 023	72 442	87 948
Величина запасов	69 712	84 815	97 088
Обеспеченность запасов источниками их формирования	4 311	-12 373	-9 140

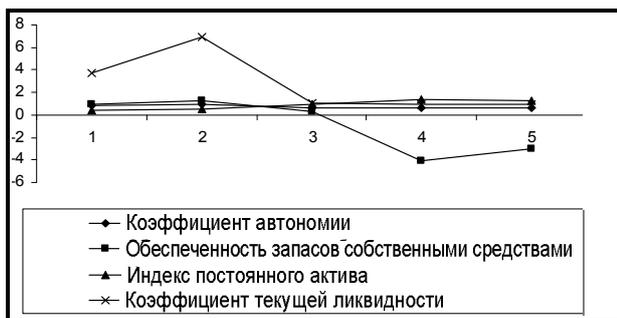


Рис. 2. Соотношение темпов роста КА, КОЗС, ИПА, КТЛ

По данным табл. 5, динамика допустимого значения коэффициента автономии, рассчитанная по методике Альт-инвест, является положительной, что не соответствует расчетам данного коэффициента через соотношение величины собственного капитала и суммарного капитала (СК+ЗК). Это объясняется разницей в подходах к определению факторов, обуславливающих финансовую устойчивость организации. Учитывая специфику деятельности исследуемого предприятия (сфера производства), значительный удельный вес внеоборотных активов в структуре всех активов обоснован, при этом особое значение имеет тот факт, что основную долю в оборотных активах составляют основные средства (а именно, машины и оборудование: 53,8% – на начало 2004 г., 57,7% – на конец 2004 г.); темп прироста по данному показателю составил 8,66%, темп прироста производства – 30%, а темп прироста выручки – 26,7%, что указывает на эффективность использования активной части основных фондов. При этом следует также отметить, что коэффициент выбытия основных средств за 2004 г. составил 0,02 (темп роста – 102,5%); в то время как коэффициент поступления составил 0,4 (темп роста – 110%). Несмотря на выбранную методику расчета коэффициента автономии (через СК или ВА), на наш взгляд, особое внимание следует уделить показателю «собственные оборотные средства» (рис. 1; 2), который рассчитывается как разность между СК и ВА и во многом характеризует риск финансовой несостоятельности. Проведенный на основе абсолютных показателей (табл. 6) анализ финансовой устойчивости, показал, что финансовое состояние компании В можно охарактеризовать как кризисное.

Анализ данных, представленных в табл. 6, позволяет сделать вывод о том, что предприятие находится на грани банкротства, не имеет собственных средств даже на покрытие кредиторской задолженности.

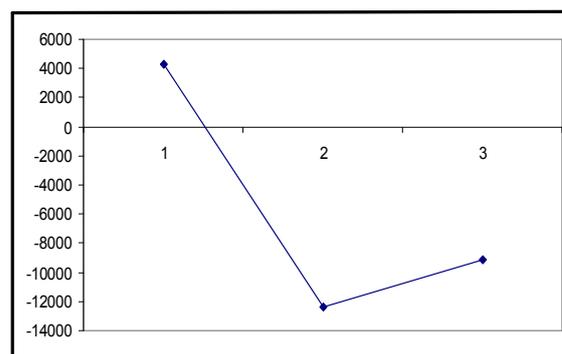


Рис. 3. Динамика коэффициента «Обеспеченность запасов собственными оборотными средствами»

Отрицательное значение коэффициента обеспеченности запасов собственными оборотными средствами (табл. 5; рис. 3) также указывает на то, что запасы предприятия сформированы в основном за счет заемных средств.

На высокую вероятность банкротства указывает низкое значение коэффициента текущей ликвидности (табл. 5), который с 2002 г. сократился с 6,9% – в 2002 г до 0,9% – в 2004 г., не соответствует нормативным значениям (1,5%-2%).

Нами был рассчитан коэффициент восстановления платежеспособности, он составил 0,5. Следовательно, можно заключить, что в течение шести месяцев предприятие не сможет восстановить свою платежеспособность.

Расчеты, проведенные по методике Альт-инвест (табл. 7), также показывают, что предприятие не кредитоспособно и неплатежеспособно, вероятность банкротства высокая.

Таблица 7

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОМПАНИИ В ПО МЕТОДИКЕ «АЛТ-ИНВЕСТ»

Объект финансового анализа	Оценка	Условие отнесения	Тенденция	
			2004 г. (н. п.)	2004 г. (к. п.)
Платежеспособность	Неплатежеспособно	$(ПЗ+П4+Зик-А1)<(З+НДС)$	74 006<173 613	72 425<97 297
Кредитоспособность	Некредитоспособно	$(НЛА+0,5*БРА+0,3*МРА) / (НСО+0,5*КСП+0,3*МРА)<0,5$	0,337<0,5	0,34<0,5
Вероятность банкротства	Высокая	$(НЛА+Зпрод)<0,75*П5$	138 837<189 544,5	64 482 <137 645,3
Имущество	Положительная тенденция	$ПРнп/ВБнп<Пркп/ВБкп$	0,081<0,085	
Капитал	Отрицательная тенденция	$ПРнп/ПЗнп<Пркп/ПЗкп$	0,145>0,136	
Финансовые результаты	Положительная тенденция	$ПРнп/Внп<Пркп/Вкп$	0,192<0,238	

Табл. 7 требует следующего комментария:

**ПЗ** – итог III раздела бухгалтерского баланса «Капитал и резервы»;

**П4** – итог IV раздела бухгалтерского баланса «Долгосрочные обязательства»;

**П5** – итог V раздела бухгалтерского баланса «Краткосрочные обязательства»;

**А1** – итог I раздела баланса «Внеоборотные активы»;

**Зик** – краткосрочные кредиты и займы;

**З** – величина запасов;

**НЛА** – наиболее ликвидные активы (Денежные средства и Краткосрочные финансовые вложения);

**БРА** – быстрореализуемые активы (ДЗ<1 и Прочие оборотные активы);

**НСО** – наиболее срочные обязательства (П5-Зик);

**КСП** – краткосрочные пассивы, равны Зик;

**Зпрод** – продаваемая часть запасов (Сырье и материалы, Животные на выращивании и откорме, Готовая продукция, Прочие запасы; НДС);

**Знепр** – непродаваемая часть запасов (Затраты в незавершенном производстве, Товары отгруженные, Расходы будущих периодов);

**ПРнп /кп** – прибыль на начало/конец периода;

**Внп/кп** – выручка на начало/конец периода.

Анализ данных табл. 7 позволяет сделать вывод о том, что, с одной стороны, компания **В** (компания – цель) находится на грани банкротства, неплатеже- и некредитоспособна, динамика собственного капитала отрицательна, но, с другой стороны, растет имущество и положительная динамика финансовых результатов.

Таблица 8

КАЧЕСТВЕННАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА МЕТОДИКИ «АЛТ-ИНВЕСТ»

+	-
Ранжированная система оценок по каждому из представленных объектов финансового анализа	Ограничен круг объектов анализа. Можно дополнить показателями деловой активности
Возможность выявления тенденции в поведении каждого из объектов анализа	Условность критериев отнесения к той или иной группе оценок
Использование дифференцированного подхода: выделение в составе запасов продаваемых и непродаваемых; в составе активов – наиболее ликвидных, быстро и медленно реализуемых	Разрозненность получаемых результатов; сложно установить взаимосвязь в случае, если тенденции по различным объектам анализа противоречат друг другу. В результате, это затрудняет формулирование общего вывода относительно оценки финансового состояния предприятия

Проведя анализ финансового состояния по методике «Алт-инвест», мы оцениваем ее следующим образом

(табл. 8): представленная методика может быть использована в анализе инвестиционной привлекательности компании-цели, однако на ее основе формируется лишь общее представление об объекте исследования, не устанавливает причинно-следственные связи между показателями, оперирует ретроспективными данными и на ее основе сложно делать какие-либо прогнозы. Поэтому полученные результаты анализа нуждаются в конкретизации.

Анализ деловой активности компании-цели позволит сделать выводы об эффективности использования капитала (прежде всего, речь идет об оборотных активах); рассчитать операционный и финансовый циклы данного предприятия, что имеет особое значение для прогнозирования. Результаты анализа показателей деловой активности компании **В** представлены в табл. 9.

Таблица 9

РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ КОМПАНИИ В

Показатели деловой активности	2003	2004	Отклонения
Выручка от продаж (тыс. руб.)	415 450	526 203	110 753
Средняя стоимость оборотных активов (тыс. руб.)	261 638	219 064,5	-42 573,5
Средняя стоимость дебиторской задолженности (ДЗ) (тыс. руб.)	114 229	76 790,5	-37 438,5
Средняя стоимость кредиторской задолженности (КЗ) (тыс.руб)	174 162,5	145 832	-28 330,5
Средняя стоимость запасов (З) (тыс.руб.)	72 726	77 263,5	4 537,5
Себестоимость реализованной продукции (тыс.руб)	224 373	284 173	59 800
Оборачиваемость ОА (оборотов)	1,5879	2,4020	0,8142
Оборачиваемость ОА (дней)	227	150	-77
Оборачиваемость ДЗ (об.)	3,6370	6,8524	3,2155
Оборачиваемость ДЗ (дн.)	99	53	-46
Оборачиваемость КЗ (об.)	2,3854	3,6083	1,2229
Оборачиваемость КЗ (дн.)	151	100	-50
Оборачиваемость З (об.)	3,0852	3,6780	0,5928
Оборачиваемость З (дн.)	117	98	-19

На основе данных табл. 9, можно сделать вывод об ускорении оборачиваемости всех анализируемых показателей (оборотных активов, в том числе дебиторской задолженности, запасов, а также кредиторской задолженности). В целом, это положительная тенденция, однако, на наш взгляд, в рамках проведения анализа инвестиционной привлекательности компании-цели, целесообразно также провести факторный анализ, чтобы определить, какие факторы повлияли на изменение показателей деловой активности. Выявленные взаимосвязи, в свою очередь, позволят повысить качество процесса прогнозирования.

Факторный анализ показателя «Оборачиваемость оборотных активов» (табл. 10) мы предлагаем проводить с использованием формулы (3):

$$\frac{N}{OA} = \frac{DЗпз}{DЗ} * \frac{DЗ}{OA} * \frac{N}{DЗпз}, \quad (3)$$

где  
**N** – выручка от реализации продукции, работ, услуг;  
**DЗпз** – дебиторская задолженность покупателей, заказчиков.

Таблица 10

**ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЯ «ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ»**

Факторный анализ	DЗпз/DЗ	DЗ/OA	N/DЗпз	N/OA	Влияние фактора
Базовое значение показателей	0,4523	0,4366	8,0416	1,5879	X
Изменение удельного веса DЗ покупателей и заказчиков в структуре DЗ	0,6369	0,4366	8,0416	2,2361	0,6482
Изменение доли DЗ в OA	0,6369	0,3505	8,0416	1,7950	-0,441
Изменение коэффициента оборачиваемости DЗ покупателей и заказчиков	0,6369	0,3505	10,7592	2,4019	0,6068
Общее влияние факторов на коэффициент оборачиваемости OA					0,8140

На основе анализа данных табл. 10 можно сделать вывод о том, что на изменение показателя «Оборачиваемость оборотных активов» основное влияние (+0,6482) оказало изменение удельного веса DЗ покупателей и заказчиков в структуре DЗ.

Мы выбрали этот показатель в качестве ключевого, учитывая специфику выпускаемой компанией В продукции – реализация осуществляется в основном через оптовые сети, предусматривается система покупок в кредит (метод признания выручки – по отгрузке).

Основной удельный вес в структуре DЗ приходится на DЗ покупателей и заказчиков (DЗпз), причем в короткие сроки эта задолженность погашается. Следует здесь также отметить тот факт, что у анализируемого ОАО отсутствует просроченная дебиторская задолженность, что также имеет значение при оценке инвестиционной привлекательности компании. Мы полагаем, целесообразно также провести факторный анализ DЗ (табл. 11) по формуле (4):

$$\frac{N}{DЗ} = \frac{DЗпз}{DЗ} * \frac{N}{DЗпз}, \quad (4)$$

где  
**N/DЗ** – оборачиваемость дебиторской задолженности в оборотах;

**DЗ** – дебиторская задолженность покупателей и заказчиков;

**DЗпз/DЗ** – доля дебиторской задолженности покупателей и заказчиков в общей величине дебиторской задолженности;

**N/DЗпз** – оборачиваемость дебиторской задолженности покупателей и заказчиков, в оборотах.

Данные табл. 11 позволяют сделать вывод о том, что в большей мере на оборачиваемость DЗ повлияло изменение коэффициента оборачиваемости DЗпз, что объясняется значительным удельным весом и его положительной динамикой в структуре DЗ. Несмотря на

то, что доля DЗпз выросла, это не сказалось на замедлении оборачиваемости DЗ, поскольку выручка за период росла с большими темпами.

Таблица 11

**ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЯ «ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ»**

Факторный анализ	DЗпз/DЗ	N/DЗпз	N/DЗ	Влияние фактора
Базовое значение показателей	0,4523	8,0416	3,6370	X
Изменение доли DЗпз в DЗ	0,6369	8,0416	5,1211	1,4841
Изменение значения коэффициента оборачиваемости DЗпз	0,6369	10,7592	6,8525	1,7309
Общее влияние факторов на коэффициент оборачиваемости DЗ				3,2155

Наряду с оборачиваемостью DЗ в рамках анализа инвестиционной привлекательности следует проводить также анализ оборачиваемости кредиторской задолженности (KЗ) (табл. 12). Мы предлагаем использовать следующую формулу (5):

$$\frac{N}{KЗ} = \frac{DЗ}{OA} * \frac{N}{DЗ} * \frac{OA}{KЗ}, \quad (5)$$

где  
**N/KЗ** – оборачиваемость кредиторской задолженности, в оборотах;

**DЗ/OA** – оборачиваемость оборотных активов;

**OA/KЗ** – коэффициент текущей ликвидности.

Таблица 12

**ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЯ «ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ КРЕДИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ»**

Факторный анализ	DЗ/OA	N/DЗ	OA/KЗ	N/KЗ	Влияние фактора
Базовое значение показателей	0,4366	3,6370	1,5023	2,3854	X
Изменение доли DЗ в OA	0,3505	3,6370	1,5023	1,9151	-0,4703
Изменение коэффициента оборачиваемости DЗ	0,3505	6,8524	1,5023	3,6082	1,6931
Изменение коэффициента текущей ликвидности	0,3505	6,8524	1,5022	3,6079	-0,0002
Общее влияние факторов на коэффициент оборачиваемости KЗ					1,2225

Анализ данных табл. 12 показывает, что основное влияние (+1,6931) на коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности компании В оказал фактор ускорения оборачиваемости дебиторской задолженности. При этом отрицательно сказалось (-0,4703) сокращение доли DЗ в общей структуре OA. Следовательно, основное влияние оказал рост показателя «Выручка от реализации» (126,6%). Следует также отметить тот факт, что с ростом показателя оборачиваемости DЗ, значение коэффициента текущей ликвидности уменьшилось за счет сокращения темпов роста KЗ. Можно предположить, что этот результат есть отчасти следствие роста платежной дисциплины покупателей и заказчиков, улучшения условий расче-

тов с ними. Мы полагаем, в рамках анализа инвестиционной привлекательности установление подобных причинно-следственных связей является приоритетным направлением, поскольку может повысить качество планирования. На основе данных об оборачиваемости КЗ и ДЗ (в днях), а также запасов, можно рассчитать продолжительность операционного и финансового цикла предприятия, что также важно при проведении анализа инвестиционной привлекательности, для целей прогнозирования. Разрыв между сроками платежа по своим обязательствам перед поставщиками и получением денежных средств является финансовым циклом (ФЦ), в течение которого они отвлекаются из оборота предприятия. Операционный цикл включает финансовый, а также период обращения кредиторской задолженности (в днях). Для того чтобы перейти к расчету финансового цикла проанализируем показатель оборачиваемости запасов (S/З); который составил 117 дней – в 2003 г. и 98 дней – в 2004г или в оборотах: 3,09 и 3,67. Результаты факторного анализа оборачиваемости запасов представлены в табл. 13. Для расчета мы предлагаем использовать следующую формулу (6):

$$\frac{S}{З} = \frac{З_{сум}}{З} * \frac{S}{З_{сум}}, \quad (6)$$

где

S – себестоимость реализованной продукции;

З<sub>сум</sub> – запасы сырья и материалов;

З – общая величина запасов.

Таблица 13

**ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЯ  
«ОБОРАЧИВАЕМОСТЬ ЗАПАСОВ»**

Факторный анализ оборачиваемости запасов	З <sub>сум</sub> /З	S/З <sub>сум</sub>	S/З	Влияние фактора
А	1	2	3	4
Базовое значение показателей	0,3351	9,2060	3,0852	X
Изменение доли сырья и материалов	0,4145	9,2060	3,8159	0,7307
Изменение значения коэффициента оборачиваемости сырья и материалов	0,4145	8,8722	3,6775	-0,1384
Общее влияние факторов на коэффициент оборачиваемости запасов	0,5923	X	X	X

Анализ данных табл. 13 позволяет сделать вывод об ускорении оборачиваемости запасов (в об). В большей степени (+0,7307) это обусловлено изменением доли запасов сырья и материалов в общей величине запасов (темп роста – 124,24%). Следует заметить, что рост объемов производства за исследуемый период составил 130%, следовательно, данная динамика является обоснованной и положительной. При этом отрицательное значение (-0,1384) на показатель оборачиваемости запасов оказало замедление оборачиваемости сырья и материалов (темпы роста себестоимости реализованной продукции – 126,6%, а сырья и материалов – 157,7%). Учитывая значительную долю в структуре запасов, приходящуюся на сырье и материалы, можно заключить, что снижение их оборачиваемости отрицательно сказалось на резульативном показателе.

Определив факторы, повлиявшие на оборачиваемость запасов, а также ДЗ и КЗ, анализ инвестиционной привлекательности компании В следует продол-

жить выявлением динамики операционного и финансового циклов за период 2003-2004 г. (табл. 14).

Таблица 14

**ОПЕРАЦИОННЫЙ И ФИНАНСОВЫЙ ЦИКЛЫ ОАО  
КОМПАНИИ-ЦЕЛИ**

Цикл	2003 г.	2004 г.	Отклонение
Финансовый (дн)	216	150	-66
Операционный (дн)	367	250	-117

На основе данных табл. 14, можно сделать вывод о том, что за исследуемый период произошло сокращение продолжительности финансового и операционного циклов компании В в полтора раза, что является важным показателем инвестиционной привлекательности компании.

Обобщив данные, полученные в ходе анализа деловой активности, мы можем сделать вывод, что основными факторами стали:

- ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности, обусловленное ростом оборачиваемости дебиторской задолженности покупателей и заказчиков; снижением общей величины ДЗ в структуре ОА и ростом показателя «Выручка от реализации товаров, работ, услуг»;
- ускорение оборачиваемости запасов за счет роста доли сырья и материалов в общей величине запасов (их рост при опережающем росте объемов производства и продаж положителен); а также за счет превышения темпов роста себестоимости продаж над темпами роста запасов;
- уменьшение периода обращения кредиторской задолженности, за счет сокращения КЗ, роста выручки от продаж и ускорения оборачиваемости дебиторской задолженности.

В рамках анализа инвестиционной привлекательности компании-цели ключевую роль играют показатели финансовых результатов и рентабельности, поскольку они во многом характеризуют эффективность финансово-хозяйственной деятельности организации: доходность и прибыльность, в росте которых заинтересован инвестор. Анализ финансовых результатов в рамках анализа инвестиционной привлекательности, мы полагаем, следует начинать с установления корреляции показателей «выручка от реализации» и «доля рынка».

Мы установили данную зависимость для компании В (табл. 15; рис. 4):

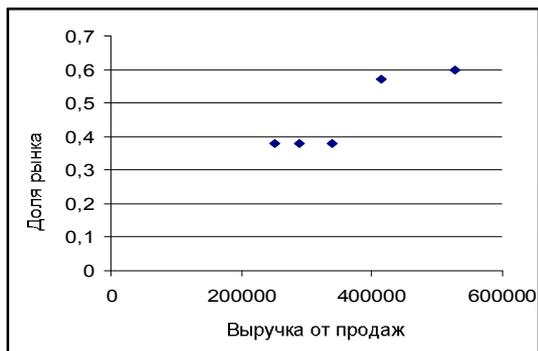
Таблица 15

**ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ «ВЫРУЧКА ОТ  
РЕАЛИЗАЦИИ» И «ДОЛЯ РЫНКА»**

Годы	Выручка	Темп роста, %	Доля рынка	Темп роста, %
2000	250 325	X	0,38	X
2001	287 918	115,018	0,38	100
2002	338 085	117,424	0,38	100
2003	415 450	122,883	0,57	150
2004	526 203	126,659	0,6	105,2632

Анализ данных табл. 15 позволяет сделать вывод о том, что за исследуемый период (2000-2004 г.) наблюдается устойчивый рост показателя «Выручка от реализации продукции», однако его динамика не коррелирует с динамикой роста доли рынка (рис. 4).

Рис. 4 является иллюстрацией вывода об отсутствии корреляции между анализируемыми показателями. С нашей точки зрения, это важнейший аспект, на который следует обратить внимание в ходе анализа инвестиционной привлекательности компании-цели на прединтеграционном этапе M&A.



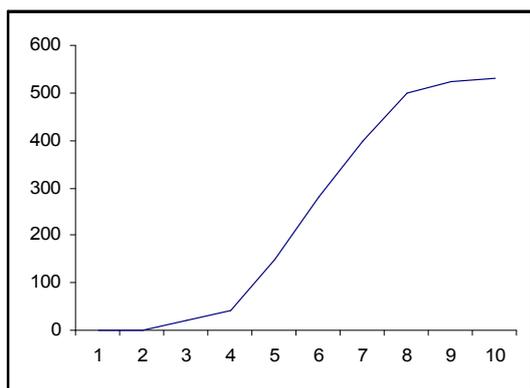
**Рис. 4. Корреляция показателей «Выручка от реализации» и «Доля рынка»**

Поскольку мотивом сделок часто выступает расширение доли рынка, компания-покупатель должна оценивать и прогнозировать перспективы ее роста у приобретаемой компании. Если корреляция между показателями доходов и доли рынка отсутствует, как в случае с компанией **В**, то это ограничивает возможности прогнозирования, по крайней мере, на основе методов финансового анализа. При анализе инвестиционной привлекательности компании-цели, на наш взгляд, целесообразно, помимо установления динамики выручки, корреляции ее с динамикой роста доли рынка, установить тенденцию изменения спроса на продукцию, спрогнозировать будущие объемы спроса, которые, в свою очередь, будут использованы для расчета оптимального объема производства и продаж в будущих периодах. На основе изучения показателей спроса (табл. 16) на продукцию компании **В**, мы построили график (рис. 5).

**Таблица 16**

**ОБЪЕМЫ СПРОСА НА ПРОДУКЦИЮ КОМПАНИИ В В 1995-2004 г.**

Показатели	млн. руб.									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Объем спроса	0,125	1,15	20	40	150	280	400	500	522	529,9



**Рис. 5. Фактические объемы спроса (1995-2004 г.)**

Представленный на рис. 5 график спроса на продукцию анализируемого предприятия, имеет две точки перегиба и характеризуется переходом от ускоряющегося роста к равномерному и от равномерного – к за-

медляющемуся. Эта важная особенность дает возможность определить статистическим путем различные критические, оптимальные точки, что позволяет с определенной долей риска прогнозировать спрос на выпускаемую продукцию. Кривая графика спроса позволяет сделать вывод о представлении динамики объема спроса в виде логистической функции (7):

$$y = A / (1 + M^{(a+bx)}) + C, \tag{7}$$

где

**A** – разность между значениями крайних точек графика (в нашем случае приблизительно равна 530);

**M** – основание логарифма;

**C** – разность между 0 и координатой первой точки (в нашем случае – 0);

**a** и **b** – значения коэффициентов в уравнении логистической функции (8):

$$a + bx = \text{LOG}(A/y - 1). \tag{8}$$

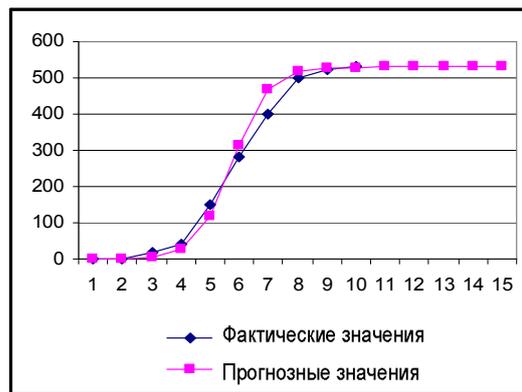
Для их вычисления используется статистическая функция ЛИНЕЙН из пакета анализа данных EXCEL.

Для компании **В**:

$$a = 1,4866;$$

$$b = -0,25768.$$

Следовательно, теоретические и прогнозируемые значения объемов спроса на продукцию (период 1995-2009 г.) – табл. 17. Анализ данных рис. 6 позволяет сделать вывод о прогнозируемой небольшой, но стабильной положительной динамике объемов спроса на продукцию компании **В**, следовательно, по данной позиции компания является инвестиционно привлекательной.



**Рис. 6. Прогнозируемые объемы спроса (1995-2009 г.)**

Более того, с учетом прогноза спроса, можно планировать объемы производства и реализации. Однако при этом следует учитывать, что спрос на продукцию компании **В** носит сезонный характер.

Анализируя инвестиционную привлекательность компании-цели, следует прогнозировать объемы продаж с учетом фактора сезонности (если он есть). Для этого разработан класс адаптивных моделей сезонных явлений, используя одну из которых, мы рассчитали прогнозируемые объемы продаж для компании-цели на последний квартал 2004 г. (табл. 17). По данным табл. 17, прогнозируемый объем продаж на четвертый квартал 2004 г. составляет приблизительно 134 750 тыс. руб. Данный результат был получен нами на основе использования адаптивной модели (9):

$$X1(t) = A1t + A2t + Gt - 1, \tag{9}$$

где  
**X1(t)** – прогноз объемов продаж, рассчитанный в момент времени *t* для следующего периода;  
**A1t** – величина уровня процесса после элиминирования сезонных колебаний;  
**A2t** – аддитивный коэффициент роста; рассчитываются с помощью пакета «Анализ данных» Excel;  
**Gt** – аддитивный коэффициент сезонности.

Таблица 17

**ФАКТИЧЕСКИЙ И ПРОГНОЗИРУЕМЫЙ ОБЪЕМ ПРОДАЖ ПРОДУКЦИИ КОМПАНИИ В С УЧЕТОМ ФАКТОРА СЕЗОННОСТИ**

тыс. руб.

Годы	Сезон	Объем продаж, (факт)	Всего за год	Объем продаж, (расч.)
2001	Зима	60 650	287 918	66 454,5
	Весна	78 453		69 824,75
	Лето	84 257		73 195
	Осень	64 558		76 565,25
2002	Зима	68 579	338 085	79 935,5
	Весна	88 241		83 305,75
	Лето	92 456		86 676
	Осень	88 809		90 046,25
2003	Зима	92 589	415 450	57 874
	Весна	105 780		103 337,1
	Лето	110 658		112 657,7
	Осень	106 423		102 046
2004	Зима	109 652	384 227 (за 3 сезона)	110 330,8
	Весна	128 952		130 339,9
	Лето	145 623		136 867,4
	Осень	X		134 750,3

Представленные в табл. 17 данные о прогнозном объеме продаж могут быть использованы в процессе бюджетирования, что имеет особое значение на интеграционном этапе M&A.

Анализируя динамику выручки от реализации в ходе анализа инвестиционной привлекательности компании-цели, следует сопоставить ее с темпами роста таких показателей, как «производительность труда», «численность сотрудников», «фонд заработной платы». Инвестиционно привлекательной является компания, для которой выполняется следующее условие (10):

$$T_e > T_d > T_c > T_z, \tag{10}$$

где  
**T<sub>e</sub>** – темпы роста выручки от реализации;  
**T<sub>d</sub>** – темпы роста производительности труда;  
**T<sub>c</sub>** – темпы роста численности сотрудников;  
**T<sub>z</sub>** – темпы роста фонда заработной платы.

Динамика данных показателей в компании **B** представлена на рис. 7. Анализ данных, представленных на рис. 7, позволяет сделать вывод о том, что в компании **B** наблюдается тенденция превышения темпов роста производительности труда над темпами роста выручки от реализации, а темпов роста фонда заработной платы над темпами роста численности сотрудников. Данная тенденция в целом не является негативной, поскольку динамика показателей «темпы роста выручки от реализации» и «производительности труда» положительная и обратная ситуация – с показателями «темпы роста численности работников» и «фонда заработной платы». Это означает, что, несмотря на проводимое в компании **B** сокращение персонала, эффективность использования труда растет.

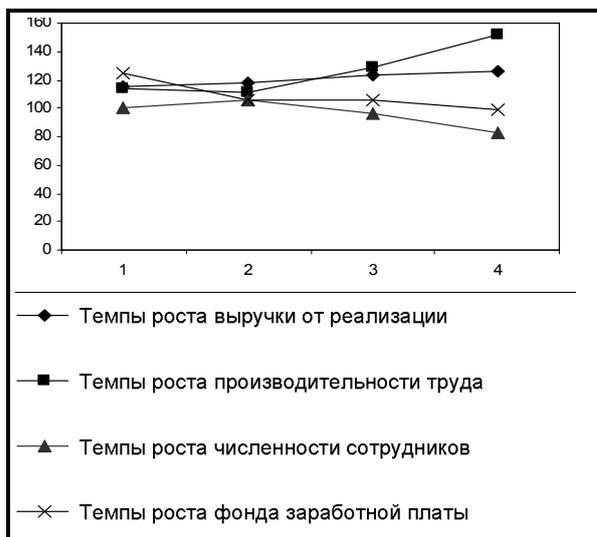


Рис. 7. Динамика темпов роста

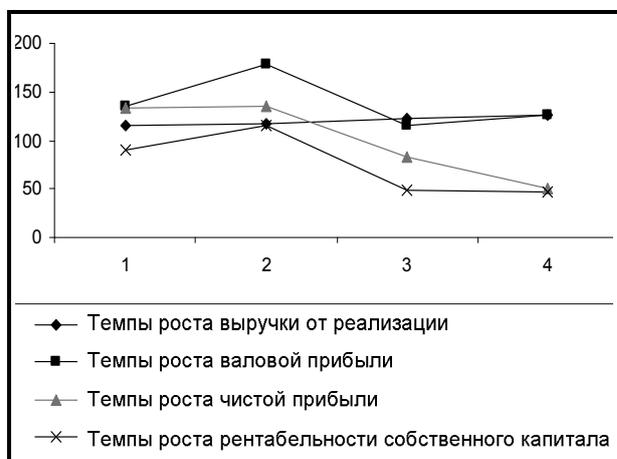


Рис. 8. Соотношение темпов роста финансовых результатов деятельности организации

На основе анализа данных рис. 7, можно сделать предположение, что у организации есть проблемы с реализацией продукции, несовершенная ценовая политика либо высок показатель брака, что объясняет отставание темпов роста выручки от темпов роста производительности труда. В свою очередь, анализ тренда показателей финансовых результатов деятельности компании (рис. 8), показывает, что в компании **B** не выполняется оптимальное (в отношении данной группы показателей) соотношение:

$$T_{чП} > T_{пп} > T_{вп} > T_e, \tag{11}$$

где  
**T<sub>чП</sub>** – темпы роста чистой прибыли;  
**T<sub>пп</sub>** – темпы роста прибыли от продаж;  
**T<sub>вп</sub>** – темпы роста валовой прибыли;  
**T<sub>e</sub>** – темпы роста выручки.

Крайне негативной тенденцией, на которую следует обратить внимание при оценке инвестиционной привлекательности компании-цели, является стремительное падение темпов роста чистой прибыли (учитывая тот факт, что динамика роста показателей выручки от реализации валовой прибыли является положительной). Причиной может быть рост величины прочих расходов,

особенно, как показывает анализ статей «Отчета о прибылях и убытках» компании **В**, процентов к уплате и прочих операционных расходов, что свидетельствует о росте финансового риска и о снижении инвестиционной привлекательности компании.

На данном этапе, на наш взгляд, целесообразно также провести анализ качества прибыли компании-цели (табл. 18).

Таблица 18

**ПОКАЗАТЕЛИ КАЧЕСТВА ПРИБЫЛИ,  
РАССЧИТАННЫЕ ПО ДАННЫМ КОМПАНИИ В ЗА  
ПЕРИОД: 2003-2004 г.**

Сигнальные показатели	Формула расчета	Значение		Оценка качества прибыли
		2003 г	2004 г	
А	1	2	3	4
Рентабельность продаж	Прибыль от продаж / Выручка от реализации	23,76%	19,17%	Ухудшение, несмотря на рост показателя «Выручка от реализации»
Динамика чистой рентабельности продаж	Чистая прибыль / Выручка от реализации продукции (работ, услуг)	14,79%	5,81%	Выраженная тенденция к ухудшению качества прибыли компании <b>В</b>
Коэффициент платежеспособности	(Остаток денежных средств на н.п. + поступление за отчетный период) / Расход денежных средств за период	1,005	0,480	Низкое значение свидетельствует о низком качестве прибыли. Тренд отрицательный
Коэффициент укрепления платежеспособности	Поступление денежных средств / Чистая прибыль	21,16	53,194	Рост показателя оценивается положительно, однако увеличение предыдущего показателя указывает на значительный рост
Производств. левверидж	Темп прироста (ТП) прибыли от продаж / ТП объема продаж	-0,313	0,073	Риск незначителен
Финансовый левверидж	Темп прироста чистой прибыли / Темп прироста прибыли от продаж	1,86	-22,86	Существенный рост показателя указывает на ухудшение качества прибыли, рост финансового риска
Плечо финансового рычага	СК / ЗК	1,9377	1,4457	Снижение показателя обусловлено ростом величины СК, темп которого превысил темп роста ЗК
Общий риск	Финансовый левверидж * Производственный левверидж	-0,582	-1,668	Увеличение общего риска, положительная тенденция
Коэффициент достаточности прибыли	Чистая прибыль / (Норма отраслевой рентабельности * Валюта баланса)	0,234	0,085	Снижение показателя указывает на ухудшение качества прибыли

Анализ данных табл. 18 позволяет сделать вывод о низком качестве прибыли компании **В**, что, в рамках проводимого анализа инвестиционной привлекательности, указывает на значительный финансовый риск, а именно, высокую степень чувствительности показателя «чистая прибыль» к изменению к структуре пассивов организации, отсутствие линейной связи между чистой прибылью и прибылью до вычета процентов и налогов, то есть ситуацию, когда незначительное изменение прибыли от продаж может вызвать существенное изменение чистой прибыли. Обращает на себя внимание разрыв в значениях и разнонаправленный тренд показателей «Выручка от реализации» и «Чистая прибыль», что указывает на значительную величину коммерческих и управленческих расходов в структуре расходов, а также прочих расходов, среди которых большой удельный вес занимают проценты к уплате, что, в свою очередь, говорит о большой величине заемного капитала и его высокой цене. Проведя анализ качества прибыли в ходе оценки инвестиционной привлекательности компании-цели, мы полагаем, следует остановиться на показателе «Рентабельность собственного капитала», который является одним из ключевых показателей эффективности функционирования предприятия, значим как для собственников компании, так и для инвесторов.

Для анализа рентабельности собственного капитала может быть использована и модель Дюпона (12):

$$P_{СК} = \frac{B}{A} * \frac{ЧП}{B} * \frac{A}{СК}, \quad (12)$$

где

**B/A** – оборачиваемость активов (ресурсоотдача);

**ЧП/B** – удельный вес чистой прибыли в выручке от продаж;

**A/СК** – структура источников, авансированных в предприятие.

Результаты факторного анализа рентабельности собственного капитала, проведенного по модели Дюпона, представлены в табл. 19.

Анализ данных табл. 19 позволяет сделать вывод о том, что на изменение рентабельности СК основное влияние (-0,06) оказало изменение удельного веса чистой прибыли в выручке от реализации. Несмотря на положительное влияние факторов изменения оборачиваемости активов (+0,0071), изменения соотношения стоимости имущества и СК (+0,0078), общее влияние факторов на показатель рентабельности СК отрицательное (-0,04). Приведенные результаты расчетов еще раз подтверждают вывод о наличии высокого финансового риска.

Проанализировав эффективность деятельности компании-цели, в ходе оценки ее инвестиционной привлекательности следует также проанализировать такой обобщающий показатель, как рыночная капитализация компании и динамика ее изменения, поскольку эта информация имеет особое значение при определении цены сделки M&A.

Поскольку акции компании **В** не допущены к обращению на рынке ценных бумаг, на предприятии определен следующий способ расчета рыночной капитализации: Валюта баланса – (Долгосрочная + Краткосрочная задолженность). Значения данного показателя представлены в табл. 20.

Таблица 19

**ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ В**

Фактор	Влияние фактора	Формула для расчета
А	1	2
Изменение оборачиваемости активов	+0,0071	$\Delta\rhoСК_{\frac{B}{A}} = 0,5 \cdot \Delta \frac{B}{A} \cdot \left( \frac{ЧП_0}{B_0} \cdot \frac{A_1}{СК_1} + \frac{ЧП_1}{B_1} \times \frac{A_0}{СК_0} \right) + \frac{1}{3} \left( \Delta \frac{B}{A} \Delta \frac{ЧП}{B} \Delta \frac{A}{СК} \right)$
Изменение удельного веса ЧП в Выручке	-0,06	$\Delta\rhoСК_{\frac{ЧП}{B}} = 0,5 \cdot \Delta \frac{ЧП}{B} \cdot \left( \frac{B_0}{A_0} \cdot \frac{A_1}{СК_1} + \frac{B_1}{A_1} \times \frac{A_0}{СК_0} \right) + \frac{1}{3} \left( \Delta \frac{B}{A} \Delta \frac{ЧП}{B} \Delta \frac{A}{СК} \right)$
Изменение соотношения А/СК	+0,0078	$\Delta\rhoСК_{\frac{A}{СК}} = 0,5 \cdot \Delta \frac{A}{СК} \cdot \left( \frac{B_0}{A_0} \cdot \frac{ЧП_1}{B_1} + \frac{B_1}{A_1} \times \frac{ЧП_0}{B_0} \right) + \frac{1}{3} \left( \Delta \frac{B}{A} \Delta \frac{ЧП}{B} \Delta \frac{A}{СК} \right)$
Общее влияние факторов		-0,04
Рентабельность СК (2003)		0,08
Рентабельность СК (2004)		0,04
		Изменение
		-0,04

Таблица 20

**РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ ЗА ПЕРИОД:  
2000 г. – II КВАРТАЛ 2005 г.**

тыс. руб.

Показатель	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Рыночная капитализация	147 234	178 327	396 516	664 744	649 305	699 851

Данные табл. 20 позволяют сделать вывод о росте рыночной капитализации компании В. Фактическая динамика роста, а также прогнозная тенденция отражены на рис. 9. Для определения линии тренда мы использовали пакет «Анализ данных» EXCEL, а именно функцию «Скользящее среднее», задав интервал в 3 года.

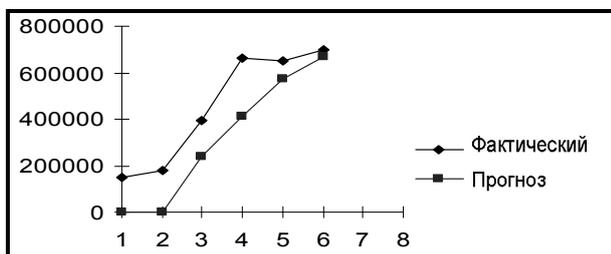


Рис. 9. Динамика показателя «Рыночная капитализация» компании В

На основании данных рис.9 можно сделать вывод о положительной динамике показателя «рыночная капитализация» компании-цели, однако следует отметить, что форма графика функции, представленного на рис. 9, указывает на нелинейную зависимость темпов роста рыночной капитализации, что осложняет процесс прогнозирования, осуществление которого необходимо в ходе проведения инвестиционного анализа.

Несмотря на то, что показатель рыночной капитализации является ключевым в процессе определения уровня инвестиционной привлекательности компании-цели, мы полагаем, в условиях российской действительности, он малоинформативен. На наш взгляд, основное внимание аналитиков должно уделяться изучению денежных потоков, поскольку, по распространенной мировой практике, стоимость компании рассчитывается на основе дисконтирования их прогнозируемых значений. Однако на прединтеграционном этапе следует проанализировать величину и динамику

ретроспективных денежных потоков, что позволит сформировать информационную базу для дальнейшего прогнозирования. Динамика денежных потоков компании В за период: 2003-2004 г. – представлена на рис. 10, 11.

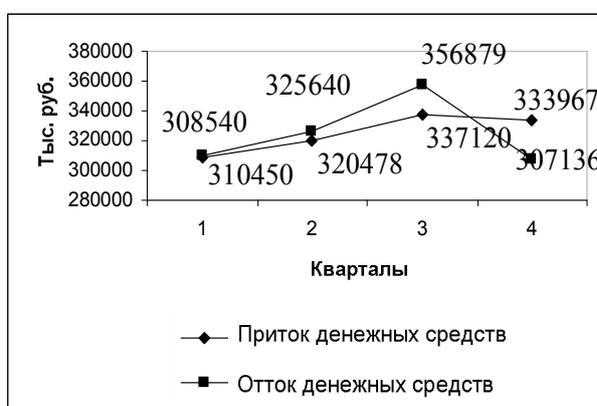


Рис. 10. Динамика денежных потоков в 2003 г.

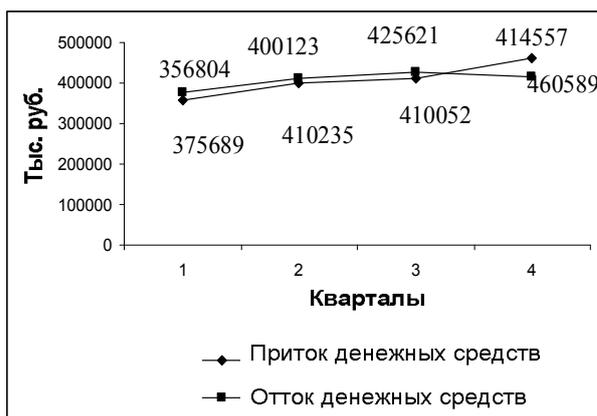


Рис. 11. Динамика денежных потоков в 2004 г.

Проанализировав динамику притоков и оттоков денежных средств, представленную графиками на рис. 10, 11, можно сделать общий вывод о том, что в начале каждого финансового года отток превышает приток, что объясняется в основном сезонностью спроса, к концу финансового года ситуация обратная.

На наш взгляд, отрицательным моментом является то, что на протяжении трех из четырех кварталов предприятие испытывает дефицит денежных средств. Анализ динамики денежных потоков должен быть дополнен определением их равномерности (в динамике) по формулам (13); (14):

$$K_{\text{равн}} = 1 - \frac{\sigma}{\bar{x}}, \quad (13)$$

где

$\sigma$  – среднеквадратическое отклонение фактических значений показателей от их среднеарифметического значения, рассчитывается по формуле:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}, \quad (14)$$

где

$x_i$  – фактическое значение i-го показателя совокупности данных,

$\bar{x}$  – среднеарифметическое значение фактических показателей совокупности данных.

Коэффициенты равномерности денежных потоков, рассчитанные по данным компании В, представлены в табл. 21:

Таблица 21

**КОЭФФИЦИЕНТЫ РАВНОМЕРНОСТИ ПРИТОКОВ И ОТТОКОВ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ ЗА 2003-2004 г.**

Показатель	Формула расчета	Значение
Коэффициент равномерности притоков за 2003 г.	$1 - \sqrt{\frac{(23.73-25)^2 + (24.65-25)^2 + (25.93-25)^2 + (25.69-25)^2}{25}} \cdot \frac{1}{4}$	0,91
Коэффициент равномерности притоков за 2004 г.	$1 - \sqrt{\frac{(21.92-25)^2 + (24.58-25)^2 + (25.19-25)^2 + (28.30-25)^2}{25}} \cdot \frac{1}{4}$	0,77
Коэффициент равномерности оттоков за 2003 г.	$1 - \sqrt{\frac{(23.21-25)^2 + (24.34-25)^2 + (26.68-25)^2 + (22.96-25)^2}{25}} \cdot \frac{1}{4}$	0,84
Коэффициент равномерности оттоков за 2004 г.	$1 - \sqrt{\frac{(23.10-25)^2 + (25.23-25)^2 + (26.17-25)^2 + (25.49-25)^2}{25}} \cdot \frac{1}{4}$	0,89

Таблица 22

**ПОКАЗАТЕЛИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ**

Показатели	Формула для расчета	2003 г.	2004 г.
		2	3
Коэффициент эффективности денежных потоков	$K_{\text{ЭДП}} = \frac{\text{ЧДП}}{\text{ОттокДС}}$	-0,339	0,021
Коэффициент ликвидности денежного потока	$K_{\text{ЛДП}} = \frac{\text{ЧДП} - \Delta \text{ОстДС}}{\text{ОттокДС}}$	0,074	0,020
Коэффициент рентабельности положительного денежного потока	$R_{\text{ПДП}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{Ден.Приток}}$	0,047	0,019
Коэффициент достаточности денежных потоков от текущей деятельности	$K_{\text{ДостДС}} = \frac{\text{ДенПриток}_{\text{от\_ТЕКУЩ.ДЕЯТ.}}}{\text{ДенОтток}_{\text{по\_ТЕКУЩ.ДЕЯТ.}}}$	1,156	1,238
Коэффициент внешнего финансирования инвестиций	$K_{\text{Внешн.Фин}} = \frac{\text{ЧДП}_{\text{Фин.ДЕЯТ.}}}{\text{ЧДП}_{\text{ИНВЕСТ.ДЕЯТ.}}}$	-0,650	0,162
Коэффициент накопления денежных средств	$K_{\text{Накопл.ДС}} = \frac{\text{ЧДП}}{\text{Ден.Приток}}$	-0,029	0,0009
Коэффициент чистого накопления денежных средств	$K_{\text{Чист.Накопл.ДС}} = \frac{\text{ЧДП}}{\text{ЧДП}_{\text{ТЕКУЩ.ДЕЯТ.}}}$	-0,227	0,006
Коэффициент потребления денежных средств	$K_{\text{ПОТРЕБЛ.}} = \frac{\text{Ден.Отток}_{\text{ТЕКУЩ.ДЕЯТ.}}}{\text{Ден.Приток}_{\text{ВСЕГО}}}$	0,429	0,435
Коэффициент инвестирования денежных средств	$K_{\text{ИНВЕСТИР.ДС}} = \frac{\text{Ден.Отток}_{\text{ИНВЕСТ.ДЕЯТ.}}}{\text{Ден.Приток}_{\text{ВСЕГО}}}$	0,448	0,112

Анализ данных, представленных в табл. 21, позволяет сделать вывод о том, что за исследуемый период уменьшился коэффициент равномерности притоков (0,91 до 0,77), что следует оценить отрицательно, поскольку затруднит возможность планирования будущих денежных потоков. В то же время положительно следует оценить рост значения коэффициента равномерности оттоков. Коэффициентный анализ денежных потоков, на наш взгляд, также должен использоваться в анализе инвестиционной привлекательности компании-цели, поскольку позволяет оценить эффективность использования денежных средств организации, выявить проблемные зоны. Основные показатели эффективности использования денежных средств и формулы их расчета приведены в табл. 22:

Анализ данных табл. 22 позволяет сделать ряд выводов:

- положительно следует оценить роста показателя «Коэффициент эффективности денежных потоков». Его отрицательная величина в 2003 г. обусловлена значительным увеличением в 2003 г. оттока денежных средств по инвестиционной деятельности, что сказалось на превышении величины общего денежного оттока над величиной притока, что, в свою очередь, определило отрицательное значение ЧДП (чистого денежного потока) в целом;
- значение коэффициента ликвидности денежных средств уменьшилось, что отрицательно характеризует изменение в уровне платежеспособности предприятия. Сокращение вызвано значительным уменьшением величины чистой прибыли и ростом суммарного оттока денежных средств в 2004 г.;
- рентабельность денежных потоков также уменьшилась, что является негативным фактором для потенциального инвестора. Данный эффект вызван отрицательной динамикой чистой прибыли, ростом денежного притока и опережающим его ростом денежного оттока;
- коэффициент достаточности денежных средств является важнейшим показателем, характеризующим платежеспособность организации, поэтому его сокращение является негативным моментом. Однако при этом следует отметить положительную динамику коэффициента накопления денежных средств;
- рост коэффициента потребления является негативным моментом, поскольку в большей степени вызван увеличением оттока денежных средств по текущей деятельности (его темпы роста превышают темпы роста общей величины притока денежных средств);
- сокращение значения коэффициента инвестирования указывает на то, что за отчетный период компания сократила объемы инвестирования.

Таким образом, обобщая результаты проведенного в ходе оценки инвестиционной привлекательности анализа динамики денежных потоков и эффективности их использования, можно сделать общий вывод о том, что в целом их структура является удовлетворительной, основная доля притоков и оттоков приходится на текущую деятельность, причем притоки превышают оттоки, динамика положительная. Основным отрицательным моментом, на наш взгляд, является тот факт, что по инвестиционной и финансовой деятельности оттоки денежных средств превышают притоки, причем особого внимания инвестора в целях оценки финансового риска заслуживает превышение размера денежных средств, направляемых на погашение займов и кредитов, над поступлениями от предоставленных кредитов и займов (соотношение в 2004г. составило 1,05). За год значение показателя «Средства на погашение кредитов и займов» выросло в 3,7 раза. Учитывая, что денежные потоки по инвестиционной деятельности сократились, по

сравнению с предыдущим годом, можно предположить, что основная часть заемных средств была направлена на финансирование текущей деятельности. Этим может быть обусловлен разрыв в величине и разнонаправленной динамике темпов роста выручки от реализации и чистой прибыли.

Кроме того, негативным моментом являются довольно низкие значения коэффициентов равномерности денежных потоков, отрицательная динамика, выявленная по притоку денежных средств.

В отношении эффективности использования денежных средств, однозначный вывод сделать трудно, поскольку, с одной стороны, выявлена положительная динамика значений коэффициентов достаточности денежных потоков от текущей деятельности, коэффициента эффективности денежных потоков, накопления денежных средств, что свидетельствует о росте уровня платежеспособности компании; с другой стороны, установлено снижение показателя рентабельности денежных потоков. Однако и в первом, и во втором случае выявлена тенденция роста показателей, рассчитываемых на основе денежных потоков по текущей деятельности, и сокращения – по инвестиционной и финансовой деятельности.

Обобщая результаты, полученные нами в ходе анализа инвестиционной привлекательности компании-цели, мы делаем ряд выводов относительно методики проводимого анализа:

1. Учитывая специфику российских условий (высокую степень неопределенности и риска), прогнозирование при проведении M&A и анализ на основе полученных прогнозных данных (например, на основе дисконтирования денежных потоков) носят вероятностный характер, причем, вероятность получения недостоверных данных является высокой. Поэтому, на наш взгляд, при отборе компании-цели для слияния/поглощения, особенно в случае горизонтальной интеграции, следует большое внимание уделять ретроспективному экономическому анализу предприятия для того, чтобы:
  - установить тенденции его развития;
  - оценить эффективность финансово-экономической стратегии деятельности (например, на основе сопоставления фактических динамических рядов показателей с их нормативным рядом и определения уровня корреляции (коэффициент Спирмэна));
  - выявить причины отклонения динамики фактических показателей от ее оптимальных пропорций; для чего следует детализировать объекты анализа: выявление и анализ тенденций изменения в показателях финансового состояния: финансовой устойчивости, платежеспособности, ликвидности, деловой активности, финансовых результатов и эффективности деятельности. Одновременно следует проследить динамику таких показателей, как объем спроса на продукцию, рыночная доля, ее взаимосвязь с объемами выручки (что имеет особое значение в рамках горизонтального M&A); динамика цен, объемов производства, расходов, связанных с производством и реализацией, установление их взаимосвязи с показателями эффективности деятельности (например, рентабельности собственного капитала), определение влияния показателей финансового состояния на изменение результирующего показателя эффективности с целью установления причинно-следственных связей и использования их для прогнозирования результатов будущей деятельности. Для этих же целей мы рекомендуем проводить анализ структуры, динамики, равномерности, эффективности денежных потоков по текущей, инвестиционной, финансовой деятельности, оценку реальной платежеспособности, рентабельности, финансовых рисков.

2. В зависимости от наличия доступа к внутренней информационной базе компании-цели, характера, вида интеграции, ее мотивации, степень детализации анализа инвестиционной привлекательности может быть различной. На наш взгляд, целесообразно использовать различные методики анализа финансового состояния, делать общее заключение на основе сопоставления результатов, полученных в ходе их реализации, поскольку все методики не лишены недостатков (в рамках данного параграфа нами была проведена качественная оценка методики анализа финансового состояния организации, разработанная консалтинговой компанией «Альт-Инвест»). Мы обобщили основные подходы к анализу предприятия как действующего субъекта, сделав упор на выявление причинно-следственных связей (факторный анализ) и установление взаимосвязи между результатами финансового, управленческого, маркетингового анализа.
3. В ходе проведения анализа инвестиционной привлекательности следует использовать различные методы: формализованные и неформализованные. Формализованные: методы микроэкономического анализа, методы экономической статистики (средних величин, обработки рядов динамики), математической статистики (в целях прогнозирования) – корреляционный анализ, регрессионный; методы теории принятия решений; методы финансовых вычислений. Неформализованные: метод сравнения, эвристические методы, построение аналитических таблиц и прочее. Применение различных методов в рамках системного комплексного анализа инвестиционной привлекательности компании-цели обеспечит высокую вероятность получения достоверных результатов.
4. Система показателей: в соответствии с западным подходом, в анализе инвестиционной привлекательности компании следует ориентироваться на:
  - дисконтированные денежные потоки;
  - рыночную капитализацию;
  - динамику рыночной стоимости акций. Однако в российской практике применение данных подходов затруднено, поэтому целесообразно ориентироваться на ретроспективные показатели, выявлять тенденцию их изменения, степень чувствительности к изменению факторов внешней среды и на основе этой информации осуществлять прогнозы перспектив компании.

## Литература

1. Ендовицкий Д.А. Сущность и содержание системы интеграционного (экономического) анализа слияний и поглощений хозяйствующих субъектов / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №4. – С. 30 – 42.
2. Прогноз и стратегический выбор : учеб. пособие для вузов / В.В. Давнис [и др.]. – Воронеж: Изд-во Воронеж. гос. ун-та, 2004. – 216 с.

*Ендовицкий Дмитрий Александрович*

## ОТЗЫВ

Становление мировой экономики как глобальной системы влечет за собой активизацию интеграционных процессов на уровне хозяйствующих субъектов. Учитывая особенности стран с переходной экономикой (непрозрачность рынка корпоративного контроля, высокие инвестиционные, кредитные, финансовые, предпринимательские риски, трудности привлечения заемных средств, бурные процессы перераспределения собственности, отсутствие достоверной статистической информации об отраслевом и региональном развитии, высокий удельный вес закрытых компаний, отсутствие возможности адекватной оценки их экономического потенциала), стратегия внутреннего (органического) роста в большинстве случаев не обеспечивает конкурентные преимущества в условиях глобализации, в результате приоритетными становятся стратегии внешней экспансии и, прежде всего, речь идет о стратегии слияний и поглощений компаний (M&A).

По данным аудиторской компании «PricewaterhouseCoppers», в течение последних пяти лет наблюдается небывалая активность на рынке M&A стран Восточной Европы, лидером среди которых является Россия. При этом нельзя не отметить тот факт, что эффективность данных сделок все еще остается на довольно низком уровне, что обуславливает актуальность исследования организационно-методических проблем анализа результативности сделок M&A.

В рамках данной статьи авторами предложена система аналитических процедур, ориентированных на получение достоверной оценки уровня инвестиционной привлекательности компании-цели на прединтеграционном этапе сделки, что следует особо отметить, поскольку от качества процедур, проводимых на данном этапе, во многом зависит эффективность процесса M&A. По нашему мнению, достоинством данной статьи является комплексность и практическая значимость рекомендуемых методических подходов; учет специфики российских условий, в которых приходится принимать решение о слиянии / поглощении.

Даны рекомендации по оценке финансово-экономической стратегии деятельности компании, тенденций ее развития, возможных рисков приобретения. Авторами обобщены основные подходы к анализу предприятия как действующего субъекта, сделан упор на выявление причинно-следственных связей между результатами финансового, управленческого, маркетингового анализа; использованы формализованные и неформализованные методы анализа. Кроме того, предлагаемая система аналитических процедур содержит несколько уровней, каждый из которых детализирован, что позволяет применять ее при анализе инвестиционной привлекательности компании-цели не только при условии наличия доступа к ее внутренней информационной базе, но и в условиях его отсутствия.

Учитывая все отмеченные моменты, с нашей точки зрения, статья является актуальной, практически значимой, в ней содержатся элементы научной новизны. Материал будет интересен как ученым-преподавателям, так и финансовым аналитикам-практикам. Статья Ендовицкого Д.А., Соболевой В.Е. «Анализ инвестиционной привлекательности компании-цели на прединтеграционном этапе сделки слияния / поглощения» рекомендуется к публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Широбоков В.Г., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой бухгалтерского учета и аудита Воронежского государственного аграрного университета им. К.Д. Глинки*

#### **8.4. ANALYSIS OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF THE COMPANY-PURPOSE AT A PREINTEGRATION STAGE OF THE DEAL OF JUNCTION/ABSORPTIONS**

D.A. Endovitsky, Doctor of Science (Economic), Professor,  
Managing Faculty of Economic Analysis and Audit;  
V.E. Soboleva, Master of Economy, the Leading Expert of  
Open Company the Centre of Science «Audit-science»

Within the framework of this article we offer a system of analytical review procedures, oriented on a target company investment appeal appraisal at the pre-integration level. Taking into account Russian economy features (underdevelopment of the stock market, considerable forecasting risks), we conceive that a retrospective survey, including trend analysis, is expedient to infer about the target company investment appeal. It's important to note, that an itemization of analytical review procedures depends on the following conditions:

- 1) access to insider information of the target of integration;
- 2) type of M&A. From our point of view, system-based multipurpose study of investment appeal should guarantee high probability of consistent results.