

Сборник лучших студенческих аналитических проектов по курсу «Корпоративные финансы»

Под редакцией
С. Г. Макаровой,
М. И. Яндиева,
Я. И. Коротковой,
А. А. Лисичкиной,
В. С. Логиновой



Экономический
факультет
МГУ
имени
М.В. Ломоносова

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М. В. Ломоносова
Экономический факультет



Сборник лучших студенческих
аналитических проектов по курсу

«Корпоративные финансы»

Учебно-методическое пособие

Под редакцией
С. Г. Макаровой, М. И. Яндиева, Я. И. Коротковой,
А. А. Лисичкиной, В. С. Логиновой

Москва
2025

УДК 336.6
ББК 65.9 K688
С23

Руководители проектов и редакторы:

Светлана Геннадьевна Макарова, к.э.н., доцент кафедры финансов и кредита экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова
Магомед Исаевич Яндиев, к.э.н., доцент кафедры финансов и кредита экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова

Яна Игоревна Короткова, к.э.н., инженер первой категории отдела проектов, ассистент кафедры финансов и кредита экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова

Александра Алексеевна Лисичкина, магистр экономики, инженер первой категории кафедры статистики экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова

Вероника Сергеевна Логинова, главный экономист Департамента финансовой стабильности Банка России, ассистент кафедры финансов и кредита экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова

С23 **Сборник лучших студенческих аналитических проектов по курсу «Корпоративные финансы»:** учебно-методическое пособие / под ред. С.Г. Макаровой, М. И. Яндиева, Я. И. Коротковой, А. А. Лисичкиной, В. С. Логиновой. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2025. — 208 с. — URL: <https://www.econ.msu.ru/elibrary/is/bef/#top>

ISBN 978-5-907690-94-3

В предлагаемом учебно-методическом пособии приводятся лучшие студенческие проекты по курсу «Корпоративные финансы», который читается на 4-м курсе экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова (направление «Экономика»). Данные проекты были подготовлены студентами в осеннем семестре 2024 г. В рамках задания студентами проводился анализ крупной российской публичной компании в сопоставлении с ее компанией-аналогом за пятилетний период с 2019 по 2023 г.

Сборник может быть полезен преподавателям, студентам старших курсов вузов, магистрам и аспирантам, финансовым аналитикам, а также широкому кругу специалистов, занимающихся на практике финансами корпораций.

ISBN 978-5-907690-94-3

© МГУ имени М. В. Ломоносова,
Экономический факультет, 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие.....	4
Вопросы к аналитическому заданию	9
Проект 1. Анализ компании «Мать и дитя»	14
Проект 2. Анализ компании «ММК»	38
Проект 3. Анализ компании «МТС»	60
Проект 4. Анализ компании «Русал».....	88
Проект 5. Анализ компании «Татнефть» им. В. Д. Шашина.....	114
Проект 6. Анализ компании «Фосагро»	155
Проект 7. Анализ компании «Яндекс»	182

ПРЕДИСЛОВИЕ

Ежегодно в рамках курса «Корпоративные финансы» на 4-м курсе экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова (направление «Экономика») студентами проводится всесторонний анализ одной из публичных компаний России. Изучение финансов корпораций построено таким образом, что студенты могут применить свои знания при анализе крупного российского бизнеса, поскольку официальные данные по этим компаниям находятся в свободном доступе. Студенты могут собирать большой объем информации по компаниям нефинансового сектора, анализировать ее и формулировать свои выводы на основе изученных материалов курса. Обычно на выполнение этого задания студентам дается не менее двух месяцев, чтобы как можно лучше ознакомиться с практикой работы той или иной компании и сделать свое аналитическое заключение о ее финансовом состоянии во взаимосвязи со стратегией, с внутренними управленческими решениями, а также с изменениями во внешней среде.

Следует отметить, что студенты анализируют изучаемую ими фирму в сопоставлении с компанией-аналогом, выбор которой они довольно тщательно обосновывают. Эта компания должна быть публичной, ее акции — торговаться на бирже. Кроме того, выбранная компания и ее аналог анализируются за некоторый период времени, чаще всего за пять лет. Это развивает навыки анализа компаний в динамике и в сравнении с конкурентами.

Вопросы задания предполагают анализ динамики капитализации компании, причин взлетов и падений ее акций за указанный период, анализ устойчивого развития и следования ESG-повестке. Кроме того, студенты довольно подробно анализируют динамику маржинальности и качество управления затратами компании в сопоставлении с компанией-аналогом. Отдельный спектр вопросов касается системы корпоративного управления компании, ее структуры собственности. Много внимания уделяется анализу инвестиционной политики компании во взаимосвязи с ее стратегией развития, а также динамике денежных потоков от инвестиционной

деятельности. Студенты также анализируют инвестиционные проекты на основе информации отчетов компании, выбирают лучшие, с их точки зрения, проекты. Существенная часть проекта уделена анализу структуры капитала: оценка динамики в рыночных ценах, расчет операционного и финансового рычагов, анализ форм заемного финансирования и валюты их привлечения, а также ключевых показателей, характеризующих структуру капитала компании (Долг/EBITDA, EBITDA/Проценты и другие). Отдельный блок вопросов затрагивает анализ дивидендной политики компании, динамики и форм выплат акционерам. И конечно же, одним из самых сложных вопросов проекта является расчет средневзвешенных затрат на капитал анализируемой корпорации (WACC), который предполагает оценку капитала компании. Здесь студенты в полной мере раскрывают свои аналитические навыки. В данном блоке наиболее важным является обоснование выбора показателей для расчета отдельных элементов стоимости капитала, источников информации и в целом последовательное обоснование всех этапов расчета WACC.

Конкретный перечень вопросов, который использовался студентами при подготовке публикуемых в этом издании проектов, изложен в отдельном пункте, который предваряет работы студентов. При подготовке задания мы указываем студентам, что они проводят аналитическую работу и поэтому требуется обоснование расчетов, выбранных моделей и используемых принципов. Преподавателями выдвигается такой критерий, что простое приведение данных без анализа и указания источника не оценивается или оценивается по минимальной шкале.

В силу большого объема работы и ее сложности студенты выполняют задание в команде, состоящей не более чем из четырех человек. При этом они заранее записываются таким образом, что каждой академической группе предоставляется на выбор список из 5–7 компаний (в зависимости от количества студентов в академической группе). После этого студенты выбирают компанию для анализа таким образом, чтобы не было дублирования компаний в одной академической группе.

Для подготовки аналитического проекта студенты собирают данные из самых различных источников. Это, прежде всего, информация с официального сайта рассматриваемой компании, а также сайты раскрытия информации. В институциональной подписке экономического факультета МГУ можно воспользоваться газетой «Ведомости», а также такими авторитетными источниками, как РБК Pro, СПАРК, Cbonds, СКРИН. Мы рекомендуем студентам заранее читать новости и аналитику по компании, быть в курсе ее проектов, деятельности, котировок акций, ознакомиться

с отчетностью и пресс-релизами на сайте компании, следить за выпусками ее ценных бумаг. Эта информация очень важна, потому что над ней работают квалифицированные специалисты и студенты могут почерпнуть много знаний и примеров аналитической работы.

Поскольку задание предполагает проведение большого числа расчетов, то студенты их сдают в отдельном файле MS Excel. Следует отметить, что в тексте задания студентам формулируются требования по оформлению текста работы, по максимально возможному объему работы, по количеству и типам загружаемых файлов. Хочется отметить стремление студентов красиво оформить свои работы, использовать определенную цветовую гамму. Студенты творчески подходят к оформлению задания, и чаще всего цветовое решение соответствует колористической гамме оформления сайта анализируемой компании и ряда публикуемых документов. Например, анализ проекта ПАО «Татнефть» оформлен в красно-зеленой палитре, что соответствует оформлению сайта компании.

Скажем несколько слов о процедуре отбора лучших аналитических проектов. В каждой академической группе преподаватель проверял все проекты своей группы, по результатам проверки определялись 2–3 команды, которые набрали наибольшее число баллов. После этого для каждой академической группы были выбраны внешние эксперты из числа специалистов, которые работают в сфере корпоративной аналитики либо непосредственно управляют финансами крупных компаний. Из числа лучших работ на основе общего мнения преподавателя группы и внешних экспертов отбирался один наиболее качественно подготовленный проект, который выходил в финал конкурса. В финал в 2024 г. вышли шесть команд, которые выступали с презентациями своих проектов перед жюри. В жюри были включены в основном представители бизнес-сообщества, чаще всего — выпускники экономического факультета МГУ, которые в недавнем прошлом и сами работали над такими проектами. Эксперты внимательно слушали презентации, задавали вопросы финалистам, выставляли независимо баллы по 10-балльной системе. В результате подсчета баллов отбирались победители, занявшие 1-е, 2-е и 3-е места. При этом за победу все участники команды получали дополнительные баллы сверх балльно-рейтинговой системы (БРС) к набранным баллам по курсу «Корпоративные финансы».

Для публикации мы выбрали не только те проекты, которые вышли в финал конкурса. Мы решили опубликовать также некоторые наиболее интересные, по мнению преподавателей и внешних экспертов, проекты. Перечислим лучшие проекты, включенные в данный сборник, а также преподавателей, которые уделили довольно много сил и времени на под-

готовку вместе со студентами проектов. Мы расположили в алфавитном порядке названия публичных компаний.

Проект 1

МКПАО «МД МЕДИКАЛ ГРУП» (компания «Мать и дитя») — выполнили студенты: *Полина Бурцева, Георгий Григоренко, Олеся Желтая, Вероника Шемардова*. Руководитель проекта и преподаватель — *Магомет Исаевич Яндиев*.

Проект 2

ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» — выполнили студенты: *Янина Романович, Дарья Дьякова, Мария Журова, Айко Доржу*. Руководитель проекта и преподаватель — *Александра Алексеевна Лисичкина*.

Проект 3

ПАО «Мобильные ТелеСистемы» — выполнили студенты: *Павел Акимов, Анна Александрова, Мария Шнарева*. Руководитель проекта и преподаватель — *Светлана Геннадьевна Макарова*.

Проект 4 занял III место в финале конкурса

МКПАО «ОК Русал» — выполнили студенты: *Мария Зубова, Медина Имиева, Елизавета Новикова, Екатерина Тарасова*. Руководитель проекта и преподаватель — *Вероника Сергеевна Логинова*.

Проект 5 занял II место в финале конкурса

ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина — выполнили студенты: *Борис Гавриш, Сергей Ларионов, Анастасия Матевосова, Светлана Паламарчук*. Руководитель проекта и преподаватель — *Светлана Геннадьевна Макарова*.

Проект 6 занял I место в финале конкурса

ПАО «Фосагро» — выполнили студенты: *Бермет Абдыкадырова, Валентина Абрамова, Алексей Вдовин, Сергей Клотченко*. Руководитель проекта и преподаватель — *Яна Игоревна Короткова*.

Проект 7

МКПАО «Яндекс», International Public Joint-Stock Company YANDEX – выполнили студенты: *Анна Вуколова, Карен Граубергер, Виктория Логовинская, Таисия Яровая*. Руководитель проекта и преподаватель – *Александра Алексеевна Лисичкина*.

Как видим, студенты в своих проектах анализируют крупнейшие корпорации экономики России, которые, по сути, определяют ее облик, являются носителями передовых технологий, инноваций в области управления, следуют лучшим практикам в области инвестирования, развивают наиболее перспективные направления бизнеса и успешно конкурируют как внутри страны, так и на международном уровне. Поэтому опыт студентов в анализе таких компаний и их практик является довольно важным, а преподаватели его поощряют и поддерживают.

Следует отметить, что приведенная в данной публикации информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Кроме того, в проектах допускается самостоятельный выбор студентами методов расчета представленных показателей и сделанных выводов и заключений. В большинстве случаев аргументация студентов основана на данных, подкрепленных ссылками на источники информации. Многие выводы основаны на аналитическом суждении, преподаватели стремились поддерживать самостоятельность студентов в формулировке выводов. Мы будем рады получить мнение читателей об опубликованных проектах, о чем можно написать на нашу почту: corpfm.econ@org.msu.ru.

Преподавательский состав кафедры также признателен приглашенным экспертам, которые провели детальный анализ сильных и слабых сторон аналитических проектов студентов, а также указали им на возможные способы улучшения их работ. Все это, несомненно, позволило повысить качество студенческих работ, а также способствовало их профессиональному росту. Мы выражаем искреннюю признательность *Анне Валентиновне Алешиной, Михаилу Бесценному, Эльзе Газизовой, Анастасии Галич, Эльвире Габжамиловой, Инне Клим, Елене Красильниковой* за уделенное время и важные рекомендации по проектам студентов.

*Преподаватели курса
«Корпоративные финансы»
Апрель, 2025 г., Москва*

ВОПРОСЫ К АНАЛИТИЧЕСКОМУ ЗАДАНИЮ

В рамках аналитического проекта студенты отвечали на определенные группы вопросов. В опубликованных проектах эти вопросы не дублируются, следует ориентироваться на номер вопроса, точная формулировка которого приводится в данном разделе. Далее публикуется формулировка задания в той форме, в которой это было предложено студентам.

Используя материалы интернет-ресурсов, официальные сайты компании, систему СПАРК и другие, соберите необходимые данные по российской публичной компании, которая предложена преподавателем вам для анализа. Анализ компании нужно проводить на основе ее МСФО отчетности, используйте для анализа также примечания в отчетности, они содержат важную для вас информацию. Вам может пригодиться информация, содержащаяся не только в консолидированной отчетности, годовых отчетах, но и в ежеквартальных отчетах эмитента ценных бумаг, в презентациях самой компании, а также другая информация, которая часто раскрывается на официальном сайте компании (особенно информативен раздел «Аktionерам и инвесторам»). Подготовьте ответ на следующие вопросы (максимальная сумма баллов выставляется за полный ответ на все вопросы блоков):

Вопрос 1

Вам необходимо проанализировать деятельность компании в сравнении с ее ближайшим конкурентом, компанией-аналогом. Эта компания должна быть публичной, ее акции — торговаться на бирже. Для этого необходимо сначала обосновать выбор компании-аналога на основе сопоставления ключевых показателей, которые вы сами отбираете. Например, по отраслевой принадлежности, по объему выручки, чистой прибыли и другой специфике, характерной для компаний (например, в нефтедо-

быче — запасы нефти, у других компаний — доказанные объемы добычи полезных ископаемых).

Вопрос 2

Укажите отрасль, в которой функционирует компания, по ОКВЭД (если несколько кодов, то выделите все основные). Соберите данные по отчетности компании или системе СПАРК (используйте данные по отчетности МСФО, GAAP) за пятилетний период 2019–2023 гг., о выручке компании и выделите факторы, влияющие на ее динамику. Рассчитайте и проанализируйте значение капитализации компании, приведите график (можно скачать с сайтов бирж или аналитических агентств) за период 2019–2023 гг. Рассчитайте также динамику показателя PBV (Price to Book Value) на конец каждого года за 2019–2023 гг. Приведите анализ значения полученного показателя и его динамики. Находится ли компания под санкциями и какими? Каковы их последствия для финансового благополучия компании? Укажите основные направления деятельности компании в области устойчивого развития. Кратко перечислите основные достижения компании в области ESG-повестки. В разделе «Кредитные рейтинги» в СПАРКе найдите значения ESG-рейтингов компании с указанием агентств.

Вопрос 3

Проанализируйте за период 2019–2023 гг. значение и динамику чистой прибыли компании, активов, текущей ликвидности, ROA и ROE, сопоставьте значения с ее ближайшим конкурентом. Сопоставьте динамику маржи валовой, операционной и чистой прибыли компании. Можно ли сказать на основе полученных значений, что компания в рамках анализируемого периода улучшает эффективность управления затратами? Рассчитайте аналогичные показатели для компании-аналога и сопоставьте значения, сделайте вывод, кто находится в более выгодном положении.

Вопрос 4

Охарактеризуйте систему корпоративного управления анализируемой компании. Какие вопросы находятся в ведении совета директоров? Собрания акционеров компании? Есть ли независимые директора в составе совета директоров? Проанализируйте структуру собственности: в разделе

«Совладельцы» на СПАРКе. Какие компании владеют долями в собственности в анализируемой вами компании? Владеет ли компания собственностью в других предприятиях и в каком количестве (назовите несколько наиболее крупных из них).

Вопрос 5

На основе данных сайта компании или ее документов сформулируйте стратегию развития компании. Оцените, насколько инвестиционная политика компании позволяет достичь выполнения ее стратегии развития? Какие проекты компании вы считаете наиболее успешными? В отчетности компании по МСФО в консолидированном отчете о движении денежных средств найдите итоговое сальдо раздела денежных средств, использованных в инвестиционной деятельности за период 2019–2023 гг. Что можно сказать об инвестиционной деятельности компании и расходах на закупку основных средств (как одной из статей данного раздела)?

Вопрос 6

Проанализируйте структуру капитала компании, выделив и обосновав составляющие ее источники финансирования: преимущественно долгосрочные источники. **Рассчитайте** следующие ключевые показатели, характеризующие структуру капитала компании за 2019–2023 гг.:

- Структуру капитала компании **в рыночных ценах** за 2019–2023 гг. как соотношение Долг/Собственный капитал. Какова динамика этого соотношения за указанный период и в чем ее причины?
- Финансовый и операционный рычаги для компании за 2022–2023 гг. и оцените полученные значения.
- Запишите значение кредитного рейтинга за анализируемый период (АКРА и Expert RA) не менее чем за два последних года (лучше 2022–2023 гг.).
- Внесите данные, есть ли у компании залоги по заемному финансированию (посмотрите вкладку «Залоги» на СПАРКе).
- Показатели Долг/EBITDA, коэффициент покрытия процентов (EBITDA/Проценты по кредитам¹) за 3-летний период 2021–

¹ Для определения величины процентных выплат по заемному капиталу лучше используйте консолидированную отчетность компании и расшифровки к ней (обычно по статье «Финансовые расходы»).

2023 гг. Сможет ли компания получить дополнительное долговое финансирование, если брать во внимание рассчитанные вами показатели? Какова зависимость компании от заемных средств в сравнении с ее конкурентами?

- Определите, насколько сильно компания опирается на краткосрочные источники финансирования? Рассчитайте отношение краткосрочных кредитов и займов к активам и определите динамику показателя. Приведите обоснование, нет ли необходимости сместить акцент от краткосрочных к долгосрочным источникам финансирования компании.
- В какой валюте размещено заемное финансирование компании (кредиты, облигации)? Какая по ним ставка — плавающая или фиксированная? Какова динамика процентов к уплате (финансовых расходов) и их влияние на чистую прибыль компании? Влияет ли на эти значения наличие у компании долга с плавающей процентной ставкой (привязанной, например, к ключевой ставке)?

Заполните табличку за период, который требуется в задании:

Год	2019		2023
Структура капитала в рыночных ценах					
Финансовый рычаг					
Операционный рычаг					
Коэффициент Долг/EBITDA					
Коэффициент покрытия процентов $\left(\frac{EBITDA}{\% \text{ по кредитам}} \right)$					
Отношение краткосрочных кредитов и займов к активам					

Вопрос 7

Проанализируйте дивидендную политику корпорации. Платит ли компания дивиденды ежеквартально, ежегодно? Проводила ли компания выкуп своих акций на рынке и в какие периоды? Какова динамика дивиденда на одну обыкновенную акцию за период 2019–2023 гг.? Можно ли сказать, что компания выплачивает стабильную долю прибыли на дивиденды? Есть ли у компании «Положение о дивидендной политике»

и каковы обещания компании относительно выплат дивидендов акционерам? Сравните указанные параметры с выбранной компанией-аналогом.

Вопрос 8

Рассчитайте средневзвешенные затраты на капитал для выбранной вами компании на 2023 г. Нужно последовательно обосновать проводимые вами расчеты WACC, то есть почему вы включаете в анализ те или иные источники финансирования, по какой стоимости рассчитываете их доли (балансовой или рыночной), какую модель берете для расчета затрат на собственный капитал и других источников. Можно ли использовать данные с российского рынка для расчета показателей в модели CAPM для расчета затрат на собственный капитал? Дайте обоснование используемому вами β -коэффициенту компании и способу его расчета.

ПРОЕКТ 1

Анализ компании «Мать и дитя»

(МКПАО «МД МЕДИКАЛ ГРУП»,
ИНН 3900026494)

Бурцева Полина¹,

Григоренко Георгий,

Желтая Олеся,

Шемардова Вероника,

студенты 4-го курса бакалавриата

направления «Экономика»

экономического факультета МГУ, г. Москва

Руководитель проекта и преподаватель:

Яндиев Магомед Исаевич,

к.э.н., доцент кафедры финансов и кредита

экономического факультета МГУ



мать и дитя

Ключевая информация о компании (2023 г.):

Основная сфера деятельности – предоставление медицинских услуг

Выручка – 27 631 241 000 рублей

Капитализация – 58 244 420 250 рублей

Коэффициент Долг/EBITDA – 0,7358

Дивиденды за 2023 г. – не выплачивались

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) – 19,3%

¹ Почта Бурцевой Полины для связи: 79150255715@mail.ru

Вопрос 1

Общая информация

Группа компаний MD Medical — один из ведущих участников на рынке частных медицинских услуг в России. Начав свою историю с медицинской помощи в сфере женского здоровья и педиатрии, компания уже несколько лет успешно реализует курс на многопрофильность, с каждым годом расширяя спектр направлений в лечении пациентов.

Сегодня компания объединяет 62 современных медицинских учреждения, в том числе 11 многопрофильных госпиталей и 51 амбулаторную клинику, работающих в 36 городах России. «Мать и дитя» предоставляет широкий спектр высококачественных медицинских услуг в 77 специализациях, включая акушерство, гинекологию и роды, терапию и травматологию, а также хирургию, кардиологию и лечение онкологических заболеваний. Вдобавок к этому группа развивает сеть лабораторий под брендом MD LAB. ГК MD Medical является публичной компанией. Владелец 67,9% акций компании является кипрская MD Medical Holding Марка Курцера — доктора медицинских наук и академика РАН. В числе акционеров также присутствуют западные инвестиционные фонды с общей долей владения около 12,6% и сотрудники компании. Оставшиеся бумаги находятся в свободном обращении. С 9 ноября 2020 г. по 23 мая 2024 г. глобальные депозитарные расписки группы компаний MD Medical (MD Medical Group Investments Plc) торговались на Московской бирже в российских рублях под тикером MDMG. В связи с завершением автоматической конвертации ценных бумаг после редомициляции компании с Кипра в Россию 17 июня 2024 г. начаты торги обыкновенными акциями МКПАО «МД Медикал Груп».

Компания-аналог

Мы изучили рейтинг компаний, предоставляющих медицинские услуги в России, и выяснили, что на момент второго полугодия 2024 г. первое место занимает компания «Медси», на втором месте — «Мать и дитя», а на третьем — «Европейский медицинский центр» (МКПАО ЮМГ, ИНН 3900020125) (далее — «ЕМС»). При этом «Медси» не является публичной компанией, поэтому в качестве основного конкурента анализируемой нами компании мы выбрали компанию «ЕМС», которая два года назад обгоняла «Мать и дитя» по объему выручки.

Вопрос 2
Вид деятельности компании

Согласно ЕГРЮЛ и СПАРКу, основным видом деятельности компании по ОКВЭД является 64.20 Деятельность холдинговых компаний. Однако мы также рассмотрели схему владения компании (см. прил. 1) и основные виды деятельности этих подразделений и пришли к выводу, что большую долю занимает код деятельности по ОКВЭД 86.10 Деятельность больничных организаций. Они в основном представлены ООО «Мать и дитя», расположенных в различных городах РФ. Согласно Cbonds, отраслью компании является предоставление медицинских услуг [1], что наиболее полно отражает деятельность компании.

Факторы выручки, капитализация, мультипликатор P/BV

В табл. 1 представлена информация о выручке компании за пять лет и темпах ее прироста.

Таблица 1

Динамика выручки МКПАО «МД Медикал Груп» за период с 2019 по 2023 г. на основе отчетности МСФО в тыс. рублей

В тыс. руб.	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка	16 159 861	19 133 499	25 219 683	25 222 056	27 631 241
Динамика выручки		18,4%	31,8%	0,0%	9,6%

На основе графика выручки (см. прил. 2) можно сделать вывод, что основными факторами общей выручки компании являются услуги ЭКО, терапия, хирургия, родовспоможение, амбулаторные услуги. Рост выручки в 2023 г. на 9,6% управляющий директор М. Курцер связывает с ростом количества принятых родов (на 15% по сравнению с 2022 г.) и оказанием услуг ЭКО, ростом посещаемости медицинских учреждений в Москве и других регионах, открытием новых сетей медицинских учреждений. Кроме того, в 2023 г. вырос средний чек по различным направлениям лечения за счет применения новых стандартов лечения и проведения большего количества генетических исследований. В 2022 г. выручка осталась почти неизменной по сравнению с 2021 г., что объясняется снижением количества родов в 2022 г., последствиями пандемии COVID-19, сокра-

щением услуг по диагностике и лечению коронавируса. Однако это сокращение было компенсировано ростом выручки в региональных клиниках и стабильным спросом на услуги ЭКО. В 2021 г. произошло значительное увеличение выручки (на 31,8%) за счет расширения сетей в Москве и регионах, роста количества принятых родов, оказания услуг ЭКО, роста среднего чека оказанных услуг и роста количества амбулаторных посещений. В 2020 г. также произошел рост выручки, что в большей степени объясняется диверсификацией портфеля услуг. Компания начала ориентироваться не только на услуги, связанные с женским здоровьем, но и на хирургию, лечение онкологических заболеваний, терапию и травматологию.

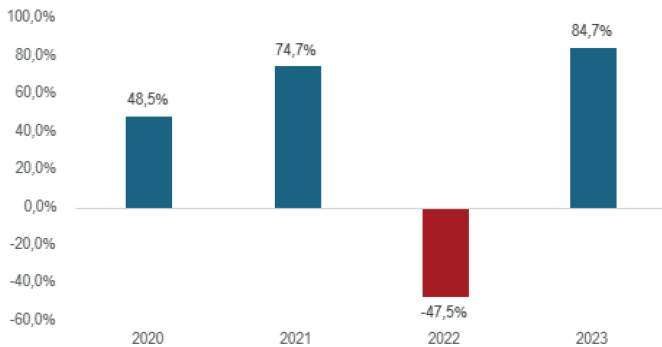


Рис. 1. Изменение капитализации МКПАО «МД Медикал Групп» в % за период с 2019 по 2023 г. на основе отчетности МСФО

На основе рис. 1 можно заметить, что капитализация компании устойчиво росла за анализируемый период, за исключением 2022 г., в котором наблюдались неизменность выручки и сильное падение цен на акции (примерно на 47%).

Таблица 2

Мультипликатор P/BV (Price to Book Value) МКПАО «МД Медикал Групп» и его динамика, рассчитанные на основе отчетности МСФО

	2019	2020	2021	2022	2023
P/BV	1,47	1,94	2,86	1,26	1,80
Динамика показателя P/BV		31,3%	47,9%	–56,0%	42,7%
P/BV компании-аналога	26,90	9,85	17,10	2,57	3,87

По данным табл. 2 можно заметить, что мультипликатор P/BV ниже, чем соответствующий показатель у компании-аналога «ЕМС», однако он выше единицы. Это говорит о том, что инвесторы переплачивают за акции анализируемой компании, но компания не так сильно переоценена, как компания «ЕМС». При анализе динамики мультипликатора стоит отметить значительный рост в 2021 г., который связан с ростом цен на обыкновенные акции в этот год.

Санкции и устойчивое развитие

В результате событий в феврале 2022 г. анализируемая компания не попала под санкции. По словам финансового контролера А. Хоперского, все необходимое медицинское оборудование продолжает поставляться, однако увеличились сроки поставок (например, расходных материалов и медикаментов). Это требует более детального планирования и немного усложняет данную процедуру, но в целом не столь критично для продолжения деятельности компании.

Устойчивое развитие является одной из основных ценностей компании «МД Медикал Груп». Компания делает акцент на здоровье людей в силу специфики ее деятельности — оказания медицинских услуг, в том числе проведения родов и оказания услуг ЭКО, что, безусловно, вносит вклад в устойчивое развитие. Кроме того, для достижения целей устойчивого развития компания старается обеспечивать максимально высокое качество предоставляемых медицинских услуг, внедрение новых достижений науки и современных технологий, наем и удержание талантливых сотрудников и специалистов, гибкую ценовую политику, чтобы предоставлять услуги людям с разными уровнями доходов, повышение доступности медицинских учреждений, например, для людей с ОВЗ.

Основные достижения компании в области ESG-повестки:

1. В предоставлении медицинских услуг компания делает акцент на их качестве и цифровизации. Так, в новые технологии и оборудование было инвестировано 1,2 млрд рублей.
2. Компания уделяет много внимания обучению и повышению квалификации своих сотрудников. В клиниках и госпиталях появилась система непрерывного медицинского обучения. На базе университета МГИМО-МЕД реализованы программа специалитета «Лечебное дело» и четыре программы медицинских ординатур.

3. Важная роль уделяется деловой этике, отсутствию дискриминации и соблюдению прав человека. Так, на конец 2023 г. в компании работали 60 человек с инвалидностью.
4. Компания является крупным работодателем и предоставляет комфортные условия труда, повышая заработную плату. Рост фонда оплаты труда составил 9% за 2023 г.
5. Компания не оказывает существенного воздействия на окружающую среду. В 2023 г. компания не нарушала природоохранное законодательство. «МД Медикал Групп» принимает различные меры по снижению потребления энергии в клиниках и госпиталях.

В СПАРКе не представлена информация о ESG-рейтингах компании «МД Медикал Групп». Однако, по версии рейтингового агентства Expert (Эксперт РА), совокупный ESG-рейтинг составил 1,10 за 2023 г. (по E-компоненте — 0,25, по S-компоненте — 0,25 и по G-компоненте 0,45).

Вопрос 3

Анализ финансовых показателей

Мы проанализировали отчетности компаний «Мать и дитя» и «ЕМС» и рассчитали требуемые в условии показатели (см. прил. 3).

За пять лет для компании «Мать и дитя» наблюдается почти трехкратное увеличение чистой прибыли с 2,8 млрд до 7,9 млрд рублей с постепенным ростом, за исключением 2022 г., что закономерно, поскольку он стал кризисным для России в связи с введением санкций и неблагоприятной политической и экономической обстановкой в стране в целом. В то же время компания «ЕМС» показала рост чистой прибыли лишь в два раза за аналогичный период, однако абсолютное значение на 31.12.2023 значительно выше и составляет 9,1 млрд рублей.

В компании «Мать и дитя» можно заметить увеличение активов в 1,5 раза до значения 41 337 млн рублей к концу 2023 г. В первую очередь прирост произошел благодаря увеличению оборотных активов, что хорошо для компании, поскольку есть больше возможностей для финансирования краткосрочных обязательств. Компания «ЕМС» показывает не такую хорошую статистику. Совокупные активы за последние пять лет выросли всего на 7% — с 22 258 млн до 34 199 млн рублей, в то время как внеоборотные активы и вовсе снизились, в частности из-за уменьшения статьи основных средств, что может свидетельствовать о сокращении объемов деятельности компании.

Рост текущей ликвидности у обеих компаний говорит об улучшении стратегического управления. Однако у «ЕМС» показатель в 2023 г. немного больше единицы (1,16), это меньше, чем в норме по отрасли (от 1,5 до 3). А вот у «Мать и дитя» показатель уже достиг значения 2,4, что означает, что компания имеет более низкий риск неуплаты по обязательствам в срок. Но стоит отметить, что если показатель и дальше продолжит расти с таким темпом, то уже к следующему году преодолеет верхнюю границу нормы, достигнув значения 3,8. В таком случае высокая ликвидность уже может трактоваться как неэффективное управление активами.

Рост ROA обычно означает, что прибыль в компании увеличивается быстрее, чем активы, то есть активы используются эффективно. Исходя из этого на первый взгляд можно сделать вывод, что в «ЕМС» эффективность выше, поскольку прирост в 2023 г. значительно выше, но на самом деле, как уже упоминалось выше, такое сильное изменение показателя связано не с ростом прибыли (рост есть, но в относительном отношении он примерно одинаковый у обеих компаний), а со снижением количества активов в компании, поэтому нельзя однозначно оценить, в какой компании эффективность использования активов на самом деле выше.

По отношению к показателю ROE применимо такое же толкование — на первых порах его рост означает увеличение эффективности использования собственного капитала для получения прибыли. Можем увидеть это у компании «Мать и дитя» — показатель растет, но при этом в 2023 г. немного превышает значение 20%, что является нормой, тогда как у компании «ЕМС» ROE слишком велика и равна 56%. Такое значение достигается за счет сравнительно низкого значения собственного капитала. В дополнение к этому видим, что заемный капитал практически равен собственному, и хотя по сравнению с 2022 г. ситуация значительно улучшилась, тем не менее подобное соотношение говорит о высоком риске для компании вследствие высокой закредитованности.

Мы также проанализировали динамику маржи валовой, операционной и чистой прибыли. Для обеих компаний за последние пять лет наблюдается значительный рост по всем трем показателям, за исключением 2022 г. Рост маржи валовой прибыли означает либо снижение затрат на производство, либо повышение цен. В нашем случае для обеих компаний произошли оба вида этих изменений. Статистика по компании «Мать и дитя» показывает, что, несмотря на рост цен и снижение затрат, количество клиентов не сократилось, что означает, что качество не ухудшилось после данных изменений. Следовательно, изменение можно охарактеризо-

вать как положительное. В случае с компанией «ЕМС» наблюдается отток посетителей с начала 2022 г.

Рост маржи операционной прибыли говорит о повышении управленческой эффективности, а также более эффективном использовании ресурсов для достижения своих основных целей. Наконец, рост маржи чистой прибыли говорит об умении компании преобразовывать доходы в прибыль, что, естественно, предполагает и грамотное управление затратами, четкую постановку целей и множество других факторов, необходимых компании для успешного функционирования. Несмотря на рост и высокое значение маржи, у «ЕМС» снова все неоднозначно, поскольку большую роль на значения оказывает сокращение выручки, что нельзя охарактеризовать как хорошую ситуацию.

Подводя итог, можно сделать вывод, что в целом проанализированные нами компании являются лидерами в отрасли и показывают хорошие финансовые результаты, что предполагает эффективное управление затратами в том числе. Однако компания «Мать и дитя» более стабильна по всем параметрам, и даже в тех случаях, когда абсолютное значение ее финансовых показателей ниже, чем у «ЕМС», при более детальном рассмотрении видно, что ситуация все равно лучше у первой.

Вопрос 4

Система корпоративного управления

Компания «Мать и дитя» имеет эффективную систему корпоративного управления, которая соответствует законодательству РФ и различным стандартам, включая правила Московской биржи и лучшие международные практики. Одним из основных стратегических приоритетов компании является постоянное совершенствование данной системы с целью обеспечения прав и интересов акционеров и других заинтересованных лиц, предоставления прозрачной информации и создания атмосферы доверия, открытости и сотрудничества.

Структура управления компании является двухуровневой. Высший орган управления — Общее собрание акционеров, компетенциями которого являются внесение изменений и дополнений в Устав Общества, реорганизация и ликвидация Общества, определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями; увеличение и уменьшение уставного капитала и др. [2].

Общему собранию акционеров подотчетен совет директоров, в который входят пять независимых членов (в том числе председатель совета директоров) и один генеральный директор компании (член совета директоров).

При совете директоров действуют три комитета:

- Комитет по аудиту;
- Комитет по кадрам;
- Комитет по вознаграждениям.

Комитеты выполняют предварительное рассмотрение наиболее важных вопросов компании и готовят рекомендации совету директоров для принятия решений по данным вопросам.

Совет директоров осуществляет общее руководство деятельностью компании по вопросам, отнесенным к его компетенциям, прописанным в Уставе, например, определение приоритетных направлений деятельности компании, общий контроль, утверждение стратегии, бизнес-планов и бюджетов.

Вопросами внутреннего аудита в компании занимается внутренний аудитор, который подотчетен Комитету по аудиту совета директоров.

Эффективное взаимодействие с акционерами, координацию действий компании по защите прав и интересов акционеров, а также поддержку эффективной работы совета директоров обеспечивает корпоративный секретарь компании.

Более подробную схему корпоративного управления компании можно посмотреть в приложении 4.

Структура собственности:

- Учредители: ООО «Хавен» (доля участия 98%), МКПАО «МД Медикал Груп» (доля участия 1%), ООО «МД Финанс» (доля участия 1%).
- На 31.12.2023 67,9% акций компании принадлежат Марку Курцери — управляющему директору и бенефициарному владельцу компании. 32,1% акций находятся в собственности компании «ЭрСи-Эс Юзер Сервисы С. АР. Л.».
- Является совладельцем в компании «НАНМО» (Национальная ассоциация негосударственных медицинских организаций).
- Есть 53 дочерние компании, в большинстве из которых эффективная доля участия 100%. Наиболее крупные: ООО «Хавен», «Мать и дитя Тюмень», ООО «Ивамед», ООО «Красноярский центр репродуктивной медицины», ООО «МЦ Биологическая медицина».

Вопрос 5

Стратегия развития компании

Компания «Мать и дитя» придерживается стратегии развития, позволяющей увеличить охват бизнеса и его эффективность. Важнейшими задачами в рамках данной стратегии являются:

- расширение географии присутствия;
- развитие новых профилей медицинских услуг;
- повышение качества услуг и формирование высокого уровня лояльности бренду;
- повышение эффективности;
- создание стоимости для акционеров.

Успешные проекты в 2023 – начале 2024 г.

Одними из наиболее успешных проектов компании в 2023 – начале 2024 г. являются открытие центра новой компетенции – нейрохирургии – в клиническом госпитале «Лапино», клиники в Мытищах и клиники для всей семьи «MD Group Зиларт», а также приобретение и открытие нового многопрофильного госпиталя на Мичуринском проспекте, 4 клиник в ХМАО – Югре и Центра домашнего акушерства в «Лапино». Благодаря реализации данных проектов компании удалось повысить долю выручки от медицинских услуг, не связанных с женским и детским здоровьем, добиться роста загрузки мощностей по количеству принятых родов, пункций ЭКО и посещений и роста рентабельности EBITDA с 31% в 2022 г. до 33% в 2023 г.

Планы компании на 2024–2025 гг.:

- увеличение общего количества медицинских учреждений в ближайшие два года до 77;
- начало строительства центра ядерной медицины «Лапино-3» для обеспечения полного цикла медицинской помощи для лечения онкологических заболеваний;
- продолжение развития семейного формата клиник с фокусом на многопрофильность: открытие амбулаторного центра в деловом центре «Москва-Сити»;
- дальнейшее развитие формата домашнего акушерства в госпиталях Группы;

- запуск специальной программы лояльности как дополнительного фактора формирования высокого уровня лояльности бренду;
- непрерывная работа над минимизацией издержек и использование гибкой ценовой политики с сохранением качества услуг и удовлетворенности ими пациентов и др.

«Мать и дитя», являясь первой публичной медицинской компанией в стране, ориентирована на достижение максимально высоких результатов, трансформирующихся в долгосрочную стоимость для ее акционеров и инвесторов. Это возможно благодаря предоставлению пациентам услуг самого высокого качества, созданию наилучших условий труда для сотрудников и поддержания высокой деловой репутации.

Инвестиционная политика компании «Мать и дитя» является привлекательной для инвесторов и соответствует долгосрочным целям компании, тем самым позволяя достичь выполнения стратегии ее развития. Вертикально интегрированная бизнес-модель с опорой на науку и образование помогает определить стратегию развития бизнеса и оптимизировать использование ресурсов благодаря эффекту синергии от взаимной загрузки разных форматов учреждений. Компания успешно развивает свой бизнес и демонстрирует устойчивость и конкурентоспособность на меняющемся рынке, придерживаясь высоких стандартов качества медицинской помощи.

ГК MD Medical постоянно инвестирует в автоматизацию, внедрение новейших систем контроля и продвинутое оборудование, а также создает центры компетенций с передовыми технологиями, специализирующиеся на отдельных областях медицины. Также важное внимание уделяется цифровизации медицины и внедрению искусственного интеллекта в процессы диагностики. Так, в 2023 г. компания инвестировала 1,2 млрд рублей в новое оборудование, технологии и цифровизацию.

Благодаря инвестиционной программе общий объем капитальных затрат в 2023 г. увеличился в 3 раза по сравнению с 2022 г. и составил 3 580 млн рублей. Основную долю капитальных затрат составляют госпитали (70%) (см. прил. 5).

Мы также изучили раздел консолидированного отчета о движении денежных средств, связанный с инвестиционной деятельностью компании «Мать и дитя» за период 2019–2023 гг. и сделали следующие выводы: итоговое сальдо данного раздела на конец 2023 г. составляет 3 316 млн рублей, что практически в 4 раза выше, чем год назад. В первую очередь это связано с увеличением статьи «приобретение/строительство основных средств», в том числе из-за открытия новых центров в Лапино и Мыти-

шах, как упоминалось выше. Несмотря на огромный скачок в 2023 г., показатели, связанные с закупкой основных средств и инвестиционной деятельностью, в целом все еще ниже, чем в докризисные времена (2019 г.). Однако то, что компании практически удалось реабилитировать за один год трехлетний спад, а также акцент на целях по расширению географии позволяют говорить о том, что компания успешно осуществляет инвестиционную деятельность и уже к концу 2024 г. ситуация может окончательно выправиться и превзойти результаты пятилетней давности.

Вопрос 6

Анализ структуры капитала

Структура капитала отражает соотношение преимущественно долгосрочных источников финансирования. Чтобы ее рассчитать, определим соотношение долга к собственному капиталу. В стоимость долга включим стоимость долгосрочных обязательств (total non-current liabilities). Собственный капитал определяем как рыночную капитализацию компании.

Рассчитаем рыночную капитализацию компании в 2020–2023 гг. как произведение акций в обращении и их цены. Стоимость собственного капитала в 2019 г. мы вынуждены взять из отчетности, так как акции компании стали обращаться на бирже только в ноябре 2020 г.

Соотношение Долг/Собственный капитал характеризует уровень долговой нагрузки и способность расплатиться со своими кредиторами за счет собственного капитала. Видно, что данная величина стремительно сокращается. Такая динамика является положительной и говорит о росте финансовой устойчивости компании. Ее обуславливают значительное увеличение собственного капитала и погашение обязательств. При более детальном рассмотрении можно увидеть, что рост собственного капитала обусловлен увеличением нераспределенной прибыли, а сокращение обязательств — погашением долгосрочных кредитов и займов и уменьшением отложенных налоговых обязательств.

Для расчета операционного рычага воспользуемся пояснительными разделами «Себестоимость реализации» и «Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы». Перечисленные в них статьи расходов проклассифицируем как переменные или постоянные и только после этого перейдем к непосредственному расчету величины операционного рычага. Для расчета финансового рычага используем операционную прибыль и процентные выплаты по заемному финансированию. Послед-

ние будем считать как сумму процентов по банковским кредитам, процентов по аренде и прочих процентных расходов (пояснительный раздел «Чистые финансовые расходы»).

В динамике операционного рычага отсутствует устойчивый тренд, поэтому сложно делать на его основе выводы. Величина финансового рычага имеет устойчивую тенденцию к снижению, что говорит о том, что чистая прибыль становится менее подверженной изменениям операционной прибыли.

Нам не удалось выяснить информацию о кредитном рейтинге компании, поскольку на сайтах рейтинговых агентств АКРА и «Эксперт РА» эти данные отсутствуют.

Залоги, согласно СПАРКу, у компании отсутствуют.

Далее мы рассчитали показатели Долг/EBITDA и коэффициент покрытия процентов. Компания показывает хорошую динамику по этим показателям. Так, соотношение долга и EBITDA стабильно сокращается, а соотношение EBITDA к процентным выплатам за пользование заемным финансированием, наоборот, возрастает. Таким образом, для кредиторов «Мать и дитя» выглядит привлекательно, и компания может без проблем получить дополнительное долговое финансирование. В сравнении со своим конкурентом (МКПАО ЮМГ) компания имеет преимущество, так как структура капитала в рыночных ценах, коэффициент Долг/EBITDA и коэффициент покрытия процентов имеют более привлекательные значения, чем у конкурента.

Мы провели анализ, насколько сильно компания опирается на краткосрочные источники финансирования: до 2021 г. включительно соотношение Current Loans and borrowings (берем их целиком, так как в пояснениях нет расшифровки, сколько из них составляет краткосрочная часть по долгосрочным источникам финансирования) к активам возрастает, а в 2022 г. значительно снизилось. Таким образом, в настоящее время компания начинает все меньше опираться на краткосрочные источники заемного финансирования. При этом мы уже отмечали выше, что компания активно погашает свои долгосрочные обязательства. Таким образом, «Мать и дитя» стремится сократить свою зависимость как и от краткосрочных, так и от долгосрочных источников и финансировать свою деятельность в основном за счет собственного капитала. Как правило, смещение акцента от краткосрочных источников финансирования к долгосрочным производится для повышения стабильности капитала, инвестиций в рост и снижения рисков рефинансирования. Мы видим, что компания существенно сокращает свои обязательства (причем и краткосрочные, и дол-

госрочные обязательства погашаются со схожим темпом, почти пропорционально друг другу), а также показывает стабильный рост выручки. Таким образом, перечисленные цели уже выполняются, и в пересмотре соотношения краткосрочных и долгосрочных источников финансирования нет необходимости.

Согласно пояснениям к финансовой отчетности, компания в 2022 г. полностью закрыла все свои существующие кредитные линии, досрочно погасив обязательства. Облигации компания не выпускала. Компания имеет только обязательства по аренде и обязательства по договорам (авансы, полученные от пациентов). Таким образом, заемное финансирование полностью отсутствует.

Вопрос 7

Дивидендная политика компании «Мать и дитя»

В декабре 2023 г. ГК MD Medical утвердила новую дивидендную политику, предусматривающую возможность распределения до 100% чистой прибыли на дивиденды. Выплата дивидендов зависит от ряда факторов, включая денежный поток, дивиденды, полученные от дочерних обществ, потребности Группы в капитальных инвестициях, а также цели развития, с учетом отношения чистого долга к EBITDA не более 3. Вся необходимая информация об определении размера дивидендов и порядке их выплат содержится в Положении о дивидендной политике [3].

Таблица выплаты дивидендов группой компаний «Мать и дитя» представлена в приложении 6. Можно заметить, что компания в 2021, 2022 и 2023 гг. дивиденды не выплачивала. Это связано с некоторыми ограничениями старой корпоративной структуры. Однако в 2024 г. после завершения процесса редомициляции компания вернулась к выплатам. В остальные периоды выплаты производились ежегодно или дважды в год.

Объявление и выплата рекордных дивидендов за 3 месяца 2024 г.:

В июне 2024 г. совет директоров принял решение выплатить дивиденды по результатам 3 месяцев 2024 г. по обыкновенным акциям МКПАО «МД Медикал Груп» в общем объеме порядка 10,6 млрд рублей, или 141 рубль на одну обыкновенную акцию, в том числе за счет нераспределенной прибыли прошлых лет [4].

Объявление дивидендов за 6 месяцев 2024 г.:

В августе 2024 г. совет директоров принял решение в дополнение к дивидендам, выплаченным в качестве промежуточных дивиден-

дов за 3 месяца 2024 г., выплатить дивиденды по результатам 6 месяцев 2024 г. по обыкновенным акциям МКПАО «МД Медикал Групп» в размере 1,7 млрд рублей, или 22 рубля на одну обыкновенную акцию. За I полугодие в качестве дивидендов был совокупно выплачен 61% консолидированной чистой прибыли Группы за 6 месяцев 2024 г. по МСФО [5].

В последнем отчете о деятельности компании Марк Курцер, генеральный директор ГК «МД Медикал», отметил: «В отчетном квартале мы завершили очень важный для компании процесс — переезд из кипрской юрисдикции в российскую. Благодаря редомициляции мы смогли поделиться с нашими акционерами грандиозными успехами, достигнутыми компанией за последние несколько лет, выплатив рекордные за историю Группы дивиденды. И хотелось бы отметить, что уже в этом году мы планируем вернуться к практике выплаты дивидендов два раза в год».

Если посмотреть на динамику дивиденда на одну обыкновенную акцию за период 2019–2023 гг. (см. прил. 7), можно заметить, что этот показатель был примерно одинаковый в 2019 и 2021 гг. (18,5 и 18 рублей на 1 акцию соответственно). В 2020 г. «Мать и дитя» вернулась к выплате промежуточных дивидендов, благодаря чему размер дивиденда, приходящегося на одну обыкновенную акцию, вырос до 28,8 рубля. Самое низкое значение за рассматриваемый период наблюдалось в 2022 г. — 8,55 рубля на акцию. Как было отмечено выше, в 2023 г. компания не выплачивала дивиденды своим акционерам.

По данным годового отчета компании, в течение года, закончившегося 31 декабря 2023 г., компания не приобрела ни одной собственной акции, выкупленной у акционеров.

Что касается выплаты доли прибыли на дивиденды, то эту долю нельзя назвать стабильной. В период с 2019 по 2023 г. доля снижалась, а в 2023 г., как уже было отмечено, дивиденды не выплачивались и доля равна нулю.

Дивидендная политика компании-аналога («Европейский медицинский центр»)

Дивидендная история компании «ЕМС» менее интересна для анализа. Вся необходимая информация о порядке и размере выплат содержится в Положении о дивидендной политике [6]. По итогам 2019, 2021, 2022 и 2023 гг. дивиденды не начислялись и не выплачивались. Решение о выплате не является обязательным в соответствии с законодательством

Республики Кипр. Совет директоров принял решение выплатить дивиденды по промежуточным результатам 2021 г. (за 6 месяцев) в общем объеме порядка 38,4 млн евро. Размер дивидендов на акцию составил 0,4269 евро. Общий размер объявленных дивидендов по итогам 2020 г. составил около 76 млн евро. При этом показатель дивидендов на акцию был равен 0,8444 евро [7].

В марте 2024 г. совет директоров компании утвердил новую дивидендную политику, которая соответствует правилам листинга Московской биржи для акций, включенных в первый котировальный список, и, аналогично компании «Мать и дитя», предусматривает распределение до 100% чистой прибыли в виде дивидендов.

Вопрос 8

Расчет средневзвешенных затрат на капитал

Для подсчета WACC нам потребовалось оценить доходность собственного капитала и ставку по долгосрочным обязательствам, которые представлены долгосрочными кредитами и займами. За период с 2019 г. компания успешно сократила долговую нагрузку как по краткосрочным, так и по долгосрочным кредитам и займам. Краткосрочные кредиты и займы не учитываем при расчете WACC, так как компания существенно сократила их использование в 2022 и 2023 гг. и в пояснении к отчетности не указано, что они используются на постоянной основе. Компания также не выпускает привилегированные акции, поэтому этой компоненты не будет в итоговой формуле WACC.

Для оценки доходности собственного капитала воспользуемся моделью CAPM, так как компания не всегда выплачивает дивиденды, чтобы использовать модель Гордона. За безрисковую ставку доходности R_f мы взяли ставку по 10-летним облигациям федерального займа [8]. Акции компании начали обращаться 09.11.2020. В-коэффициент можно было рассчитать с помощью модели Хамады на основе данных о unlevered beta с сайта Дамодарана по отрасли Hospitals / Healthcare Facilities, а затем скорректировать ее на долг. Однако, как уже было отмечено ранее, компания существенно снизила долговую нагрузку, что показывает ее результаты в позитивном ключе в условиях растущих ставок. Итоговый β -коэффициент мы взяли с сайта Cbonds, его расчет основан на ковариации доходности акций компании и рынка, поделенный на вариацию рыночной доходности. Значение премии за рыночный риск ERP было взято

с сайта Дамодарана для России на начало 2024 г. [9] Итого, доходность собственного капитала в 19,4% была посчитана по формуле:

$$r_e = r_f + \beta \cdot ERP$$

Что касается ставки по заемному капиталу, то мы использовали средневзвешенную ставку по долгосрочным кредитам на 2023 г. с сайта ЦБ РФ [10].

Также стоит отметить, что согласно Налоговому кодексу РФ компании, осуществляющие медицинскую деятельность, имеют нулевую ставку налога на прибыль [11], поэтому преимущества заемного финансирования компании «МД Медикал Групп» снижаются.

Итоговый WACC для 2023 г. был подсчитан по формуле и составил 19,3%:

$$WACC = W_e \cdot r_e + W_d \cdot r_d \cdot (1 - t),$$

где W_e — доля собственного капитала, W_d — доля долга, r — ставки по собственному и заемному капиталам, t — ставка налога на прибыль (в нашем случае нулевая).

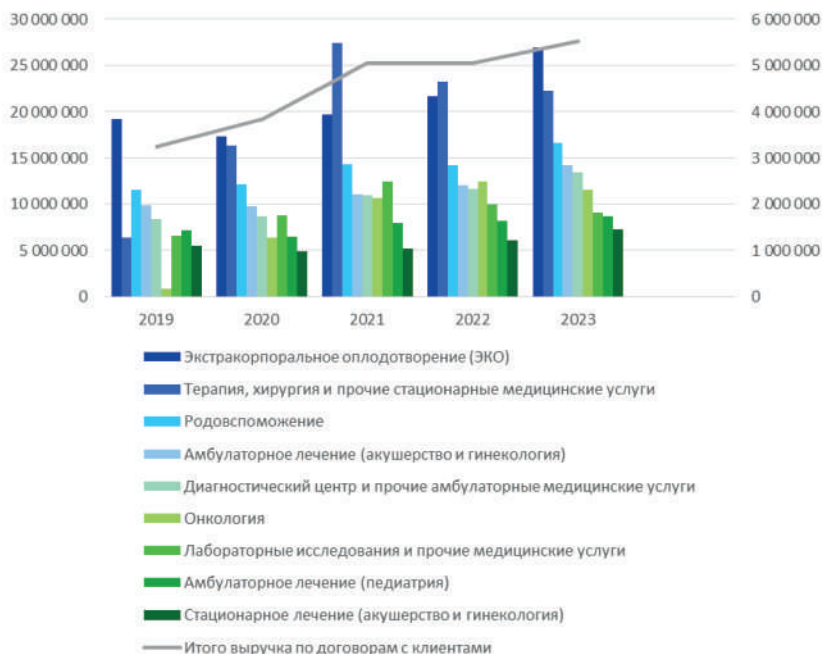
Список литературы

1. Cbonds.URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A108KL3/> (дата обращения: 01.03.2025).
2. Устав. URL: https://www.mcclinics.ru/upload/news_files/MDMG_ustav_MKPAO.pdf / (дата обращения: 01.03.2025).
3. Положение о дивидендной политике. URL: <https://www.mcclinics.ru/upload/iblock/7b5/ums4erqk8e23y1e2ywuf54ho24iis56c.pdf> / (дата обращения: 01.03.2025).
4. Источник: Отчет о деятельности за II квартал 2024 года, СПАРК.
5. Источник: Отчет о деятельности за III квартал 2024 года, СПАРК.
6. Положение о дивидендной политике. URL: <https://www.emcmos.ru/upload/iblock/d72/0lp3rduxgvfupy6p35s2422z6y5brnv.pdf> / (дата обращения: 01.03.2025).
7. Дивидендная история. URL: https://emcmos.ru/upload/pdf/dvd_edit.pdf / (дата обращения: 01.03.2025).
8. ЦБ РФ — Кривая бескупонной доходности государственных облигаций. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения: 01.03.2025).

9. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 01.03.2025).
10. https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/LoansDB/ (дата обращения: 01.03.2025).
11. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 29.10.2024). URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/9a27ebb827bedf71dea16049203f6645100acf44/?ysclid=m3qgtug0xd9350464 / (дата обращения: 01.03.2025).
12. ГК «Мать и дитя» отчиталась за 2023. Отличные результаты. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/gk-mat-i-ditia-otchitalas-za-2023/> (дата обращения: 01.03.2025).
13. Группа «Мать и дитя» отчиталась за 2022. Восстановление прибыли и крупные запасы кеша. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/gruppa-mat-i-ditia-otchitalas-za-2022/> (дата обращения: 01.03.2025).
14. ГК «Мать и дитя» отчиталась за 2021. Планы по дивидендам подтверждены. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/gk-mat-i-ditia-otchitalas-za-2021/> (дата обращения: 01.03.2025).
15. Акции «Мать и дитя» растут на 5% после выхода отчета. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/aktsii-mat-i-ditia-rastut-na-5-posle-vykhoda-otcheta/> (дата обращения: 01.03.2025).
16. Санкции не коснулись «Мать и дитя». URL: <https://www.finam.ru/publications/item/nikakie-sankcii-ne-kosnulis-gk-mat-i-ditya-20220906-174248/> (дата обращения: 01.03.2025).
17. Годовые отчеты группы компаний «Мать и дитя». URL: <https://www.mcclinics.ru/investors/annual/> (дата обращения: 01.03.2025).
18. Корпоративное управление. URL: <https://www.mcclinics.ru/investors/annualgeneralmeeting/> (дата обращения: 01.03.2025).
19. MD Medical Group: от ЭКО до сети многопрофильных клиник. URL: <https://gazprombank.investments/blog/reviews/medical-group/?ysclid=m3lvu uqsf117511854/> (дата обращения: 01.03.2025).
20. Годовой отчет 2023 г. компании EMC. URL: https://www.emcmos.ru/upload/pdf/Annual_Report_2023_final.pdf / (дата обращения: 01.03.2025).
21. https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/LoansDB/ (дата обращения: 01.03.2025).

Приложение 2

Выручка по различным основным направлениям деятельности
в тыс. руб. за период с 2019 по 2023 г.
на основе отчетности МСФО



Приложение 3

При анализе финансовых показателей в проекте использовались следующие подходы к расчету:

Валовая прибыль = выручка – себестоимость.

Операционная прибыль = валовая прибыль + коммерческие и управленческие доходы – коммерческие и управленческие расходы.

Чистая прибыль = (1 – налог на прибыль) * (операционная прибыль + проценты к получению + прочие доходы – проценты к уплате – прочие расходы).

Ликвидность = текущие (оборотные) активы/текущие (краткосрочные) обязательства.

ROA = Чистая прибыль/совокупные активы.

ROE = Чистая прибыль/собственный капитал.

Валовая маржа = (Валовая прибыль/выручка)*100.

Операционная маржа = (Операционная прибыль/выручка)*100.

Чистая маржа = (Чистая прибыль/выручка)*100.

Приложение 4



Источник: Годовой отчет 2023. URL: <https://www.mcclinics.ru/upload/iblock/84d/0m7m0jn54s9klccnf56tgk4c668irrhw.pdf> / (дата обращения: 01.03.2025).

Приложение 5

Структура капитальных затрат в 2023 г.



Источник: Годовой отчет 2023. URL: <https://www.mcclinics.ru/upload/iblock/84d/0m7m0jn54s9klccnf56tgk4c668irrhw.pdf> / (дата обращения: 01.03.2025).

Приложение 6

Дивидендная история группы компаний «Мать и дитя»

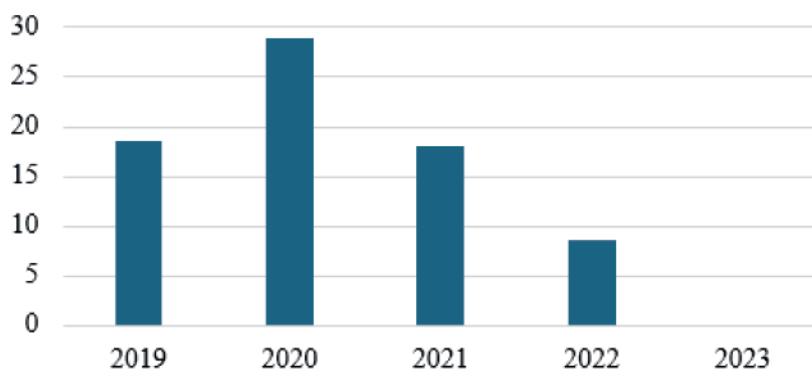
Период	Дата принятия решения о выплате дивидендов	Дата закрытия реестра	Срок выплаты	Всего дивидендов, тыс. руб.	Дивиденды на одну акцию, руб.
6 мес. 2024	28.08.2024	09.09.2024	23.09.2024	1 652 750	22
3 мес. 2024	07.06.2024	20.06.2024	02.07.2024	10 592 626	141
2023	25.04.2024	-*	-*	-*	-*
2022	26.04.2023	-*	-*	-*	-*
6 мес. 2022	26.10.2022	07.11.2022	29.11.2022	642 319	8,55
2021	28.04.2022	-*	-*	-*	-*
6 мес. 2021	03.09.2021	24.09.2021	26.10.2021	1 352 250	18
2020	22.04.2021	05.05.2021	25.05.2021	1 427 375	19
6 мес. 2020	04.09.2020	18.09.2020	20.10.2020	736 225	9,80
2019	03.09.2020	16.09.2020	13.10.2020	1 389 813	18,50
2018	23.04.2019	24.05.2019	25.06.2019	800 081	10,65
2017	17.04.2018	25.04.2018	22.05.2018	450 750	6,00
6 мес. 2017	08.09.2017	19.09.2017	24.10.2017	350 833	4,67
2016	21.04.2017	28.04.2017	23.05.2017	338 063	4,50
6 мес. 2016	02.09.2016	09.09.2016	18.10.2016	285 475	3,80
2015	15.04.2016	22.04.2016	20.05.2016	500 333	6,66
2014	05.06.2015	05.06.2015	03.07.2015	301 251	4,01
2013	23.05.2014	23.05.2014	30.05.2014	189 883	2,53
2012	07.06.2013	07.06.2013	12.06.2013	301 702	4,02

* Дивиденды не объявлялись и не выплачивались

Источник: дивидендная история группы компаний «Мать и дитя». URL: <https://www.mcclinics.ru/investors/dividends/> / (дата обращения: 01.03.2025).

Приложение 7

Динамика дивиденда на одну обыкновенную акцию за период 2019–2022 гг., руб.



Источник: построено авторами на основе данных из дивидендной истории группы компаний «Мать и дитя». URL: <https://www.mcclinics.ru/investors/dividends/> / (дата обращения: 01.03.2025).

ПРОЕКТ 2

Анализ компании «ММК»

(ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ИНН 7414003633)

Романович Янина,
Дьякова Дарья,
Журова Мария,
Доржу Айко,

студенты 4-го курса бакалавриата
направления «Экономика»
экономического факультета МГУ, г. Москва

Руководитель проекта и преподаватель:
Лисичкина Александра Алексеевна,
магистр экономики, инженер первой категории
кафедры статистики экономического факультета МГУ



Ключевая информация о компании:

Основная сфера деятельности – производство чугуна, стали и ферросплавов

Выручка – 763,39 млрд рублей

Капитализация – 582,7 млрд рублей

Коэффициент Долг/EBITDA – 0,393

Дивиденд за 2023 г. – 2,752 рубля на акцию, итого выплачено 30 751 756,16 тыс. рублей

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) – 17,06%

Вопрос 1

Конкурентом, компанией-аналогом мы выбрали ПАО «Северсталь». Сходства компаний «ММК» и «Северсталь»:

- Отрасль. ММК [33] и «Северсталь» [34] являются двумя ведущими игроками на российском рынке черной металлургии. ММК и «Северсталь» предлагают широкий ассортимент стальной продукции.
- Бизнес-модель. Обе компании контролируют полный производственный цикл: от добычи сырья до выпуска готовой продукции.
- Выручка за 9 месяцев, закончившихся 30 сентября 2024 г. Выручка ММК за этот период составила 602 829 млн рублей, выручка «Северстали» составила 607 467 млн рублей. При этом выручка обеих компаний выросла в сравнении с аналогичным показателем 2023 г.
- Объем производства чугуна и стали. Производство чугуна за 9 месяцев 2024 г. ММК составило 7,36 млн тонн, «Северсталь» произвела 7,17 млн тонн. Производство стали за 9 месяцев 2024 г. ММК составило 8,82 млн тонн, «Северсталь» произвела 7,7 млн тонн.
- Продажи металлопродукции. Продажи ММК снизились до 8,26 млн тонн за 9 месяцев 2024 г. по сравнению с аналогичным показателем за 2024 г., продажи «Северстали» снизились до 7,93 млн тонн.
- Наличие акций. Оба предприятия имеют акции, которые доступны для торговли на российской бирже.

Различия:

- Чистая прибыль. Чистая прибыль ММК за 9 месяцев 2024 г. составила 67 805 млн рублей, чистая прибыль «Северстали» за этот период составила 118 332 млн рублей. Чистая выручка «Северстали» оказалась больше. При этом чистая прибыль в обеих компаниях снизилась по сравнению с 9 месяцами 2023 г.

Вопрос 2

Основной вид деятельности [22]: 24.10 Производство чугуна, стали и ферросплавов. 108 дополнительных видов деятельности.



Рис. 1. Капитализация ММК

Выручка ММК в разные годы варьировалась под воздействием различных факторов. За 9 месяцев 2024 г. выручка увеличилась, отражая влияние роста издержек и инфляционных факторов на цены реализации. В 2023 г. выручка выросла в связи с увеличением цен на материалы, увеличением объема продаж и ростом спроса на премиальную продукцию. В 2022 г. выручка резко снизилась из-за санкций и ограничительных мер.

На графике выше можно увидеть, что капитализация ММК [14] стабильно росла до 2021 г. В экономически нестабильный 2022 г. капитализация сильно снизилась, но уже в 2023 г. выросла на 58,2%, превысив значение за 2019 г.



Рис. 2. Отношение рыночной капитализации и балансовой стоимости ММК

Из графика видно, что в 2022 и 2023 гг. акции компании были недооценены по сравнению с ее балансовой стоимостью.

ММК вслед за «Северсталью» попал в SDN-лист [15]. Включение в этот список влечет за собой блокировку активов в США и визовые ограничения для физических лиц. Список включает тысячи субъектов из разных стран, включая Россию и Китай. Эти санкции предполагают блокировку активов Группы в США и запрет на сделки для американских физических и юридических лиц. Также все операции с участием компании или ее структур должны быть прекращены до 1 сентября 2022 г., а на выход из ценных бумаг компании давалось время до 3 октября 2022 г. Также бенефициар, глава совета директоров Виктор Рашников попал под санкции. Эти санкции практически закрыли для российской металлургии западное направление, на которое приходилась большая часть отечественного экспорта отрасли. Например, ММК экспортировал примерно 20% своей продукции.

После введения санкций акции компании резко упали. Выручка и чистая прибыль компании также сильно снизились.

Рейтинговое агентство АК&М подтвердило высший уровень рейтинга нефинансовой (в области устойчивого развития) отчетности Группы «ММК» за 2023 г. ESG-подход встроен во все аспекты бизнеса «ММК» и влияет на принятие решений. ММК снижает выбросы парниковых газов. LTIFR (коэффициент частоты травм, используемый для оценки уровня безопасности) составляет 0,79. 3,4 млрд рублей составили вложения Группы в благотворительность и социальные проекты в 2023 г. 21,48 млрд рублей составили вложения Группы на природоохранную деятельность в 2023 г. ПАО «ММК» планирует снижать LTIFR, выбросы парниковых газов.

ПАО «ММК» запустило несколько проектов устойчивого развития [29]. Например, проект на «Чистый город», который направлен на очищение города Магнитогорска. В настоящее время добавлены мероприятия по оздоровлению окружающей среды в целом посредством ликвидации залежей отвальных шлаков, рекультивации отработанных карьеров, озеленения территорий и другие мероприятия. Также существует проект под названием «Стратегия цифровизации – 2025», который направлен на внедрение передовых технологий в сфере ИТ. В нем реализуется 15 проектов, необходимых для эффективного осуществления стратегии цифровизации. У Группы также имеется проект по строительству нового коксохимического комплекса для увеличения эффективности.

Также с 2005 г. ММК является регулярным членом международной отраслевой ассоциации The World Steel Association. Помимо этого ММК является членом нескольких национальных ассоциаций.

Вопрос 3

Анализ финансовых показателей компании «ММК» представлен ниже.

Таблица 1

Финансовые показатели ММК

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023
Динамика чистой прибыли		−21,84%	428,23%	−69,36%	68,20%
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,71	0,58	0,60	1,05	0,91
Коэффициент срочной ликвидности	1,09	0,91	1,12	1,50	1,39
Коэффициент текущей ликвидности	1,91	1,56	1,85	2,27	2,16
ROA	10,85%	7,85%	31,81%	9,54%	13,12%
ROE	16,28%	12,79%	48,84%	13,14%	17,84%
Рентабельность валовая	27,18%	26,71%	40,79%	24,67%	28,82%
Рентабельность операционная	16,87%	14,76%	31,63%	15,71%	19,15%
Рентабельность чистой прибыли	11,36%	9,45%	26,30%	10,06%	15,50%

Исходя из данной таблицы, можно заметить, что рентабельность увеличивается с каждым годом, то есть компания улучшает эффективность управления затратами.

Анализ финансовых показателей компании «Северсталь» представлен далее.

Таблица 2

Финансовые показатели «Северстали»

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023
Динамика чистой прибыли		–42,50%	301,08%	–64,19%	78,92%
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,69	0,33	0,16	1,24	1,35
Коэффициент срочной ликвидности	1,05	0,63	0,35	1,44	1,47
Коэффициент текущей ликвидности	1,95	1,26	1,22	2,25	2,04
ROA	21,49%	13,74%	47,01%	14,85%	19,50%
ROE	50,81%	37,03%	96,82%	25,30%	31,58%
Рентабельность валовая	40,60%	43,27%	59,12%	40,79%	56,21%
Рентабельность операционная	29,08%	28,62%	47,44%	25,63%	30,71%
Рентабельность чистой прибыли	22,08%	15,07%	35,86%	15,88%	26,62%

Сравнивая финансовые результаты компаний «ММК» и «Северсталь», можно сделать вывод, что финансовое состояние ПАО «Северсталь» лучше. ПАО «Северсталь» работает эффективнее, компания более устойчивая, что видно из показателей рентабельности. Также, сравнивая коэффициенты ликвидности, видно, что ПАО «Северсталь» более платежеспособно.

Вопрос 4

Система корпоративного управления ПАО «ММК» представлена собранием акционеров компании, советом директоров (5 из 10 членов которого являются независимыми) с председателем, единоличным органом исполнительной власти — генеральным директором, а также коллегиальным исполнительным органом власти — правлением [9].

К вопросам в ведении собрания акционеров относятся вопросы касательно Устава; реорганизации и ликвидации Общества; регуляция разных аспектов членства в совете директоров; объявления (а также дробления,

консолидации, делистинга и выкупа размещенных) акций; увеличения и уменьшения уставного капитала через изменение номинальной стоимости акций или их размещения закрытой подпиской/открытой подпиской свыше 25% от ранее размещенных, выкупа или погашения; регуляции организации деятельности генерального директора; утверждения аудитора; выплаты дивидендов и распределения прибыли; утверждения годового отчета и бухгалтерской отчетности Общества; согласия на совершение крупных/особых сделок; порядка ведения собрания; участия в объединениях коммерческих организаций; утверждения регулирующих деятельность органов Общества внутренних документов.

К вопросам в ведении совета директоров относятся вопросы осуществления общего руководства деятельностью Общества (за исключением решения вопросов в ведении общего собрания), а также он осуществляет функции контроля за деятельностью исполнительных органов Общества. Сфера работы широка и охватывает разные аспекты, особенно связанные с конкретными стратегиями развития [30].

До 2022 г. большинство акций принадлежали Mintha Holding Limited [27]. Однако в 2022 г. все их акции (79,76% УК) перешли во владение ООО «АЛЬТАИР». Конечный бенефициар у обеих компаний один — председатель совета директоров ПАО «ММК». Причиной реструктуризации, вероятнее всего, выступило желание перехода из кипрской в российскую юрисдикцию [17].

У предприятия множество (38) дочерних компаний [31] с различной долей уставного капитала, принадлежащего ММК, вплоть до 100%. Среди таких находятся ООО «АТУ», ООО «ИНТЕРЛЮКС», ООО «МАГ-СТОРН», ООО «РЕМПУТЬ» и многие другие. В перечень таких компаний попадают не только компании, связанные напрямую с металлургией (как торговля ломом и утилизация отходов, упаковка металлоизделий, изготовление проката и пр.), но и связанные с недвижимостью, добычей иных ископаемых (глины, угля) и даже с отдыхом и спортом.

Вопрос 5

Сайт компании располагает информацией о стратегии развития компании до 2025 г. Основными направлениями выделены:

- устойчивое развитие: минимизация ущерба для окружающей среды, минимизация травм и смертности на производстве, корпоративная культура возможностей;

- операционная эффективность: снижение себестоимости, улучшение управления закупками и цепочками поставок;
- улучшение поставок: сервисные предложения, премиальные продукты, развитие продаж и сервиса.

В качестве поддерживающих инструментов отдельно выделяются цифровизация и грамотная финансово-инвестиционная политика [28].

Достаточно успешными показывают себя экологические проекты в сфере устойчивого развития. По метрикам, выведенными ММК, на 2022 г. большинство поставленных целей (по снижениям выбросов в атмосферу, водопотребления, рекультивации и пр.) было достигнуто (а те, что не были, отстают от плановых показателей несущественно) [37]. В 2022 г. общие затраты на реализацию программы составили 301,3 млн долл., причем основную долю (почти половину средств) направили на проекты по сокращению выбросов в атмосферу. Проекты в этой сфере не только финансируются, но и приводят к результатам — за период с 2017 по 2021 г. произошло снижение показателя КИЗА (индекс загрязнения воздуха) почти на 62%, а в 2019 г. произошло исключение Магнитогорска из списка городов с наиболее высоким уровнем загрязнения атмосферы [20].

Перспективными также кажутся проекты стратегии цифровизации (насчитывается около 200 проектов в рамках «Индустрии 4.0»), на которую запланированы инвестиции в размере 5,53 млрд рублей до 2025 г., и экономический эффект от внедрения цифровых технологий в размере 1807 млн рублей только за 2023 г. [36] показывает перспективность разносторонних проектов данного кластера инициатив, однако судить об успешности еще рано, так как многие проекты все еще не достигли своих финальных стадий (в 2023 г. завершены только 12 проектов) [7].

Если анализировать инвестиционную деятельность не только в разрезе проектов и их частных результатов, но и в консолидированной отчетности о движении денежных средств, то мы увидим следующую динамику.

Таблица 3

Инвестирование в компании «ММК»

	2019	2020	2021	2022	2023
Расходы на инвестиционную деятельность, млн руб.	53 594	61 572	104 799	44 270	109 008
Расходы на закупку основных средств, млн руб.	53 790	49 551	82 153	78 669	93 976

Не считая 2022 г., видна общая тенденция по увеличению вложений в инвестиционную деятельность, причем она не ограничивается основными средствами (затраты на которые тоже в среднем увеличились существенно, однако не столь стабильно по периодам). Причем большой скачок общего тренда инвестиционных расходов приходится именно на 2021 г., так как происходит внедрение многих проектов нового развития (к примеру, в конце 2020 г. была принята новая экологическая политика).

Вопрос 6

Для оценки структуры капитала компании в рыночных ценах в качестве собственного капитала была взята величина ее рыночной капитализации на конец соответствующего года, данные по которой представлены на сайте Московской биржи [24]. Для расчета заемного капитала использовались рыночная стоимость всех облигаций ПАО «ММК» на конец года, величина обязательств по банковским кредитам, которая была выведена из баланса компании, и обязательства по аренде, объекты которой были признаны в качестве права пользования активом (ППА). Данные по облигациям за 2019–2021 гг. взяты из консолидированной отчетности, где в приложении 31 приводится справедливая стоимость еврооблигаций, определенная на основе рыночных котировок аналогичных финансовых инструментов. Стоимость за оставшиеся годы была определена самостоятельно с помощью данных Московской биржи [23].

Таблица 4

Управление долгом в ММК

Год	2019	2020	2021	2022	2023
Структура капитала в рыночных ценах D/E	0,118	0,119	0,095	0,201	0,125
Финансовый рычаг	1,019	1,026	1,007	1,047	1,034
Операционный рычаг	1,610	1,814	1,197	1,554	1,447
Коэффициент <i>Долг/EBITDA</i>			0,230	0,453	0,393
Коэффициент покрытия процентов (<i>EBITDA/ % по кредитам</i>)			1087	49	72
Отношение краткосрочных кредитов и займов к активам	0,040	0,055	0,045	0,072	0,064

Можно отметить крайне низкую долговую нагрузку компании, как это видно из табл. 4. Показатель снижается в 2021 г. примерно на 20%, а затем значительно увеличивается в 2022 г. более чем в два раза, после чего его значение возвращается к прежнему уровню. Снижение в 2021 г. произошло из-за резкого роста капитализации, вызванного, скорее всего, существенным ростом выручки, чистой прибыли и свободного денежного потока компании, вследствие чего 24 декабря было принято решение о выплате дивидендов [3]. Падение цен акций в 2022 г. обусловлено экспортными ограничениями, ухудшением рыночной конъюнктуры на зарубежных рынках и продолжительными капитальными ремонтами, из-за чего наблюдалось снижение как производства, так и продаж [19].

Показатель операционного рычага отражает чувствительность операционной прибыли компании к изменениям ее выручки. Для оценки переменных расходов производственные затраты были очищены от амортизации, также были учтены коммерческие переменные затраты: транспортные расходы, расходы на упаковку и материалы, которые зависят от объема производства. Все остальные операционные расходы были приняты за постоянные. Значения операционного рычага ПАО «ММК» можно назвать относительно невысокими, так как за указанный промежуток коэффициент не превысил даже 2. Это говорит о преобладании материальных затрат и сбытовых затрат на логистику, что соответствует деятельности рассматриваемой компании. В 2020 г. наблюдается снижение операционного рычага, вызванное сокращением выручки из-за негативного влияния пандемии.

Финансовый рычаг же показывает чувствительность чистой прибыли к изменениям операционной прибыли и зависит от совокупных процентных платежей компании по заемному финансированию (в данном случае по облигациям и кредитам, так как у ПАО «ММК» нет привилегированных акций). Все рассчитанные значения близки к единице, на основании этого можно сделать вывод, что у компании крайне низкая долговая нагрузка и изменения операционной прибыли не оказывают существенного влияния на чистую прибыль.

20 октября 2023 г. рейтинговое агентство АКРА подтвердило кредитный рейтинг по Национальной российской рейтинговой шкале эмитента ММК на уровне «AA+(RU)». Прогноз по рейтингу – «стабильный» [1].

В ноябре 2022 г. Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА) присвоило ММК кредитный рейтинг AA+ [10].

В имеющихся данных нет информации о залогах. В консолидированных отчетностях всех лет сказано, что краткосрочные кредиты не обе-

спечены залогом. В приложении 4 (Запасы) годовых отчетов РСБУ также указано отсутствие запасов, находящихся в залоге по договору.

Показатель EBITDA был рассчитан по данным отчетности МСФО по формуле $EBITDA = \text{прибыль до налогообложения} + \text{внереализационные расходы} - \text{внереализационные доходы} + \text{проценты к уплате} - \text{проценты к получению} + \text{амортизационные отчисления по нематериальным активам и основным средствам}$. За внереализационные расходы и доходы принимаются все прочие расходы и доходы, возникшие не от непосредственного производства и сбыта продукции, к примеру, прибыль/убытки из-за курсовой разницы, доли в других организациях, расходы на резерв под рекультивацию земель и т.д. Рассчитанные показатели опять же показывают очень низкий уровень долговой нагрузки компании и ее высокую платежеспособность, следовательно, у компании не будет проблем при привлечении дополнительного заемного финансирования. Более того, ПАО «ММК» является привлекательным вариантом для кредиторов по сравнению с конкурентами, так как, по данным из СПАРКа, среднеотраслевой коэффициент покрытия процентных платежей составляет 684%, а среднеотраслевое соотношение заемных и собственных средств равно 113%, из чего можно сделать вывод, что для отрасли характерна высокая закредитованность. Показатели же ПАО «ММК» существенно лучше среднеотраслевых коэффициентов.

Отношение краткосрочных кредитов и займов к активам показывает, что у компании нет сильной зависимости от краткосрочных источников финансирования и активы также финансируются собственным капиталом и долгосрочными источниками. До 2022 г. показатель остается на уровне 0,4–0,5, а затем вырастает до 0,7 в 2022 г., немного снизившись в 2023-м. Рост в 2022 г. обусловлен резким ростом величины краткосрочных кредитов и займов на 65% при приблизительно той же сумме активов, что, скорее всего, было обусловлено санкционными рисками и проведением капитального ремонта оборудования.

Стоит отметить, что при общем превышении краткосрочных обязательств над долгосрочными величина краткосрочных кредитов и займов компании, как правило, немного меньше долгосрочных. Нет значимых причин, из-за которых компании стоило бы сделать более существенный акцент на долгосрочных источниках финансирования, так как у нее высокая платежеспособность и нет необходимости увеличивать срок погашения задолженностей. В частности, коэффициент текущей ликвидности компании в 2019–2023 гг. в среднем составил 165,35%, что выше средне-

отраслевого значения на 49,71% и показывает ее способность финансировать текущие обязательства оборотными активами [22].

Кредиты компании включают в себя как кредиты с фиксированной ставкой, так и плавающей, причем преобладают кредиты с фиксированной ставкой. В июне 2019 г. компания выпустила еврооблигации в долларах США с фиксированным полугодовым купоном. Из-за санкций часть этих облигаций была конвертирована в замещающие облигации с выплатами в рублях, но другая часть так и осталась в обращении на декабрь 2023 г. и в отчетности 2024 г. значится в краткосрочных обязательствах.

У компании до 2021 г. включительно преобладали кредиты в валюте, а именно в евро. С 2022 г. компания не разглашает валютную категоризацию обязательств, однако можно предположить, что она перешла или находится в активном процессе перехода к рублевым обязательствам. В 2022 г. резко снизился коэффициент покрытия процентов, что является последствием перехода на рубли: ЦБ сильно повысил ключевую ставку в этот период. На показатель покрытия не влиял тип ставки (плавающая или фиксированная), так как рублевые кредиты компания стала брать, когда ставка стала высокой, зато могла повлиять необходимость отдавать валютные кредиты. Под цель закрытия валютных кредитов компания могла набрать дорогих заемных средств в рублях и по ним платить большие проценты.

Вопрос 7

Согласно информации на официальном сайте ПАО «ММК», в том числе Положению о дивидендной политике [3], компания выплачивает дивиденды в зависимости от необходимости инвестирования и погашения долгов. На одной чаше весов — кратко- и среднесрочные интересы акционеров, а именно получение дивидендов, на другой — необходимость развития, а также, что очень важно, финансовая устойчивость предприятия. ПАО «ММК» успешно балансирует эти весы, что видно по сочетанию высокой доходности для акционеров, низкой долговой нагрузки и большой доли премиальной продукции в производстве комбината.

Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли ПАО «ММК», рассчитываемой по МСФО. Не менее чем за месяц до принятия окончательного решения об объявлении дивидендов Общим собранием акционеров совет директоров дает рекомендации по объему: если соотношение чистый долг/EBITDA < 1 , то обычно (но не всегда) рекомендуется выпла-

тять не менее 100% свободного денежного потока в виде дивидендов, если соотношение чистый долг/EBITDA > 1, то обычно (но не всегда) не менее 50% свободного денежного потока. Выплата дивидендов зависит от стабильности финансового положения компании, сумма объявленных к выплате дивидендов не может превышать рекомендованную советом директоров. Дивиденды начисляются поквартально, но фиксированных дат выплаты нет (даты устанавливаются советом директоров). Ниже представлена таблица выплаты дивидендов компанией, а также график дивиденда на акцию.

Таблица 5

Дивиденды ММК

Дата выплаты	Общая величина дивидендов по обыкновенным акциям, тыс. руб.	Количество акций	Дивиденд, выплаченный на одну акцию (DPS), руб.
1Q 2019	6 782 818,31	11 174 330 000	0,607
2Q 2019	7 710 287,70	11 174 330 000	0,690
3Q 2019	18 437 644,50	11 174 330 000	1,650
4Q 2019	16 839 715,31	11 174 330 000	1,507
2Q 2020	6 782 818,31	11 174 330 000	0,607
3Q 2020	26 717 823,03	11 174 330 000	2,391
4Q 2020	10 559 741,85	11 174 330 000	0,945
1Q 2021	20 057 922,35	11 174 330 000	1,795
2Q 2021	39 445 384,90	11 174 330 000	3,530
3Q 2021	29 757 240,79	11 174 330 000	2,663
2022	0,00	11 174 330 000	0,000
4Q 2023	30 751 756,16	11 174 330 000	2,752
2Q 2024	27 868 779,02	11 174 330 000	2,494

Судя по динамике количества акций, представленной на сайте компании, ПАО «ММК» не производило выкупа акций, однако в 2005 г. произошла конвертация 2 675 556 000 привилегированных акций в обыкновенные.

Четкого пропорционального соотношения между показателями дивидендов и EBITDA, чистой прибыли, свободного денежного потока не прослеживается.

Таблица 6

**Проверка соотношения размера дивиденда
и различных показателей ММК**

Год	2019	2020	2021		2022	2023
EBITDA, млн долл.	1797	1492	4290,00	млн руб.	155 050	195 597
NI, млн долл.	856	604	3121,00	млн руб.	70 368	118 360
Free CF, млн долл.	883	557	1613,00	млн руб.	72 470	30 747
Div, млн долл.	910,85	593,13	1223,00	млн руб.	0,00	30 751,76
Div/EBITDA	0,51	0,40	0,29		0,00	0,16
Div/NI	1,06	0,98	0,39		0,00	0,26
Div/Free CF	1,03	1,06	0,76		0,00	1,00
ND/EBITDA	−0,13	−0,06	−0,09		−0,45	−0,46

Аналог-конкурент рассматриваемой компании, ПАО «Северсталь», так же выложил на официальном сайте Положение о дивидендной политике [4]. По данному документу ПАО «Северсталь» выплачивает дивиденды раз в год, но может исходя из финансовых результатов и стабильности платить промежуточные квартальные дивиденды, то есть в периодичности «Северсталь» и ММК похожи. Поскольку ПАО «Северсталь» — вертикально интегрированная компания, в Положении прописано, что учитываться должны также финансовые результаты дочерних фирм. Как и в ПАО «ММК», в ПАО «Северсталь» решение о выплате принимается Общим собранием, но сумма не может превысить рекомендацию совета директоров.

Правило, которому следует совет директоров компании-аналога, сходно с правилом, установленным в рассматриваемой компании, с добавлением дополнительного условия о том, что если соотношение чистый долг/EBITDA ниже 0,5, то рекомендуется выплатить дивиденды больше 100% свободного денежного потока. Кроме того, в Положении ПАО «Северсталь» обозначено, что надлежит делать поправку на сезонные колебания оборотного капитала.

Таблица 7

Дивиденды «Северстали»

Дата выплаты	Общая величина дивидендов по обыкновенным акциям, тыс. руб.	Количество акций	Дивиденд, выплаченный на одну акцию (DPS), руб.
1Q 2019	29 680 372,12	837 718 660	35,43
2Q 2019	22 383 842,60	837 718 660	26,72
3Q 2019	23 012 131,59	837 718 660	27,47
4Q 2019	21 998 492,01	837 718 660	26,26
1Q 2020	22 911 605,35	837 718 660	27,35
2Q 2020	12 934 376,11	837 718 660	15,44
3Q 2020	31 280 414,76	837 718 660	37,34
4Q 2020	30 384 055,80	837 718 660	36,27
1Q 2021	39 180 101,73	837 718 660	46,77
2Q 2021	70 745 340,84	837 718 660	84,45
3Q 2021	71 985 164,45	837 718 660	85,93
2022	0,00	837 718 660	0
4Q 2023	160 431 500,58	837 718 660	191,51
1Q 2024	32 084 624,68	837 718 660	38,3
2Q 2024	26 019 541,58	837 718 660	31,06

ПАО «Северсталь» выкупало свои акции в 2008 г. [26] во время кризиса. ПАО «ММК» тоже высказывало такие намерения [16], но не реализовало их. Также компания-аналог реализовывала программу по выкупу акций в 2012 г. [25] после отделения от ПАО «Северсталь» золотодобывающего предприятия Nord Gold ради компенсации миноритарным акционерам.

Возможно, что за период 2019–2023 гг. ПАО «Северсталь» стремилось держать дивиденды на уровне 40–60% от EBITDA.

Таблица 8

**Проверка соотношения размера дивидендов
и различных показателей «Северстали»**

Год	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA, млн руб.	181 474	175 619	439 669	214 298	262 229
NI, млн руб.	114 361	74 624	299 648	108 361	193 875
Free CF, млн руб.	71 629	61 547	260 291	156 742	119 970
Div, млн руб.	97 074,84	97 510,45	181 910,6	0	160 431,5
Div/EBITDA	0,534924	0,555239	0,413744	0	0,611799
Div/NI	0,848846	1,30669	0,607081	0	0,8275
Div/Free CF	1,355245	1,584325	0,698874	0	1,337263
ND/EBITDA	0,6	0,8	0,2	−0,39	−0,08

Несмотря на то что ПАО «Северсталь» предусматривает в Положении о дивидендной политике более высокие дивиденды в случае благоприятных финансовых результатов и «держит марку» по пропорции дивидендов и EBITDA, акции ПАО «ММК» обладают более высокой дивидендной доходностью. Согласно данным портала «Т-Инвестиции», дивидендная доходность ПАО «ММК» [2] по его последней выплате 16.10.2024 составила 5,64%, а ПАО «Северсталь» [5] по выплате 09.09.2024 составила 2,4%.

Вопрос 8

По данным отчетности за третий квартал 2024 г. у ПАО «ММК» можно выделить три текущих источника средств: собственный капитал (обыкновенные акции), заемный капитал (долгосрочные кредиты; краткосрочные кредиты, в том числе непогашенная задолженность по еврооблигациям).

Собственный капитал, судя по постоянному числу акций в последние четыре года, является типичным источником финансирования компании. Средняя капитализация за 2024 г. (средняя взвешенная) составила 561 050,65 млн рублей.

Далее предположим, что соотношение D/E у компании в предстоящий год будет приблизительно равным среднему за период, потому что ПАО «ММК» стремится поддерживать низкую долговую нагрузку. Необходимо на основе исторических данных и разумных предпосылок выдвинуть гипотезу о соотношении разных категорий внутри D, то есть разных типов долга. Для этого обратимся к отчетности по МСФО. Значение краткосрочных кредитов берется из соответствующих статей краткосрочных кредитов в разделе краткосрочных обязательств. Долгосрочные кредиты по каждой из категорий равны суммам собственно долгосрочных кредитов из раздела долгосрочных обязательств и текущей части долгосрочных кредитов из раздела краткосрочных обязательств. В учете пренебрегаем ситуационными займами (наподобие кредитов в турецких лирах в 2021 г.), они не являются стратегическими и постоянными источниками финансирования. Кроме того, можно не учитывать обеспеченные кредиты и займы, потому что компания берет их редко и в относительно небольших объемах.

Среднее значение отношения долгового финансирования к капитализации = 0,132. Структура долга в разные годы объясняется приспособлением компании к макроэкономической обстановке. В 2020 г. ПАО «ММК» брало больше краткосрочных кредитов из-за пандемии, в 2021—2022 гг. происходило постепенное избавление от долгосрочных заимствований в иностранной валюте (евро). В 2023 г. высокие процентные ставки, поэтому доля облигаций выше. На сегодня компания частично погасила еврооблигации (остатки задолженности числятся у нее в краткосрочных обязательствах и при расчете WACC не учитываются, так как будут погашены в скором времени), однако может выпустить облигации уже в рублях, о чем свидетельствует ее интерес к цифровым финансовым активам (согласно официальному сайту, ПАО «ММК» разместило на платформе Сбера ЦФА на сумму 500 млн рублей в 2024 г. [21]). Поскольку в 2024—2025 гг., по некоторым прогнозам, могут ожидаться высокие ставки, целесообразно взять структуру долга за 2023 г. Тогда получится, что доля собственного капитала = 0,884, доля облигаций = 0,076, доля долгосрочных кредитов = 0,022, доля краткосрочных кредитов = 0,019. Долгосрочные и краткосрочные кредиты, несмотря на их небольшие доли, все же следует учитывать, потому что в масштабах компании они все равно подразумевают большие суммы, кроме того, странно разбирать большую компанию без кредитов, ведь кредит иногда гибче, чем облигации.

Доля каждого источника в совокупном долге

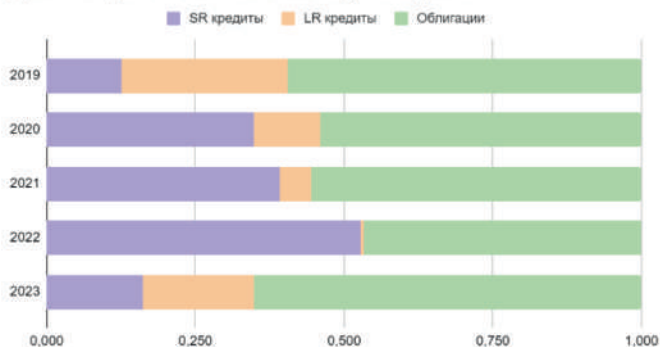


Рис. 3. Структура заемных средств ММК

Требуемую доходность на собственный капитал мы попытались посчитать с помощью модели АРТ, включая факторы, помимо премии за риск [6], курса доллара [13], мировой цены на нефть [35], инфляции по ИПЦ и ИЦП по металлургии, углю, нефти [32]. В качестве безрисковой ставки мы взяли доходность бескупонной государственной 20-летней облигации [12]. Ряд месячной такой доходности оказался нестационарным, и мы перешли к относительным темпам прироста доходности.

Таблица 9

Оценка модели АРТ методом наименьших квадратов в R

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
MRP	0.959270	0.160155	5.9896	1.159e-07 ***
Curr	0.175765	0.177116	0.9924	0.3249
Oil_world	0.044446	0.104041	0.4272	0.6707
Infl	-0.429464	0.390133	-1.1008	0.2752
Coal	0.117087	0.144841	0.8084	0.4220
oil	-0.029778	0.030418	-0.9790	0.3314
Metal	0.044278	0.331875	0.1334	0.8943

Signif. codes:	0 '***'	0.001 '**'	0.01 '*'	0.05 '.' 0.1 ' ' 1

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
MRP	0.88739	0.12070	7.3523	3.278e-10 ***

Signif. codes:	0 '***'	0.001 '**'	0.01 '*'	0.05 '.' 0.1 ' ' 1

В итоге все дополнительные переменные оказались незначимы, и доходность собственного капитала оценивалась методом CAPM.

Мы не брали данные с американского рынка по безрисковым ставкам, потому что, во-первых, мы оценивали доходность для российского инвестора, так как рынки капитала сейчас не мобильны, во-вторых, мы не нашли российских активно торгуемых государственных еврооблигаций, в-третьих, сегодня все агентства дают завышенные оценки премий за страновой и валютный риск для России. Итого требуемая доходность на собственный капитал получилась 17,04%. Информацию по ставкам долгосрочных (30%) и краткосрочных (35%) кредитов мы взяли с сайта сравни.ру [11], в разделе «Кредиты для бизнеса без залога». Сейчас у ПАО «ММК» нет крупных выпусков облигаций, и были рассмотрены облигации компаний-аналогов – «Северстали» и НЛМК, данные взяты с сайта «Т-Инвестиции» [18]. Мы предположили, что ПАО «Северсталь» воспользуется функцией отзыва облигаций, поскольку к 2026 г. ставки снизятся, и учли доходность к оферте, взяв для доходности потенциальных облигаций ПАО «ММК» среднее значение, потому что ПАО «ММК» может выпустить, диверсифицируя свой риск, разные виды облигаций. Средняя доходность = 15,68%.

В результате WACC с учетом налога, рассчитанного по данным 2023 г., по нашим расчетам, составил **17,06%**.

Список литературы

1. АКРА подтвердило кредитный рейтинг по Национальной российской рейтинговой шкале эмитента «ММК» на уровне «AA+(RU)», прогноз «стабильный» // Cbonds. URL: <https://cbonds.ru/news/2542887/?ysclid=m3pwr4ooym601315206> (дата обращения: 21.12.2024).
2. Дивиденды ММК MAGN // Т-банк. URL: <https://www.tbank.ru/invest/stocks/MAGN/dividends/> (дата обращения: 21.12.2024).
3. Дивиденды ПАО «ММК» // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/investor/information-for-shareholders/dividends/> (дата обращения: 21.12.2024).
4. Дивиденды Северсталь // Северсталь. URL: <https://severstal.com/rus/ir/dividends/> (дата обращения: 21.12.2024).
5. Дивиденды Северсталь CHMF // Т-банк. URL: <https://www.tbank.ru/invest/stocks/CHMF/dividends/> (дата обращения: 21.12.2024).
6. Индекс МосБиржи (ММББ) (IMOEX) // investing.ru. URL: <https://ru.investing.com/indices/mcx> (дата обращения: 21.12.2024).

7. Ключевые результаты // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/about/digital-transformation/results/> (дата обращения: 21.12.2024).
8. Контрагент ММК // СПАРК. URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card/#/company/84194C48978C4BB4A57460BE73271018/518> (дата обращения: 21.12.2024).
9. Корпоративное управление ПАО «ММК» // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/about/corporate-governance/> (дата обращения: 21.12.2024).
10. Кредитные рейтинги // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/investor/info-for-investors/credit-ratings/> (дата обращения: 21.12.2024).
11. Кредиты для бизнеса в Москве // сравни. URL: <https://www.sravni.ru/biznes-kredity/?nozalog=nozalog> (дата обращения: 21.12.2024).
12. Кривая бескупонной доходности государственных облигаций // Банк России URL: https://cbr.ru/hd_base/zcys_params/ (дата обращения: 21.12.2024).
13. Курс доллара к рублю // investing.ru. URL: <https://ru.investing.com/currencies/usd-rub> (дата обращения: 21.12.2024).
14. ММК (MAGN) капитализация МСФО (годовые значения) // smart-lab. URL: https://smart-lab.ru/q/MAGN/MSFO/market_cap (дата обращения: 21.12.2024).
15. ММК под ударом. Санкции закрыли западные рынки для российских металлургов // ФИНАМ. URL: <https://www.finam.ru/publications/item/mmk-pod-udarom-sankcii-zakryli-zapadnye-rynki-dlya-rossiyskix-metallurgov-20220803-171000/> (дата обращения: 21.12.2024).
16. ММК подумает о выкупе акций // Коммерсант. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/1034449> (дата обращения: 21.12.2024).
17. Об изменении структуры владения акциями ПАО «ММК» // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/press-center/news/ob-izmenenii-struktury-vladieniya-aktsiyami-pao-mmk-/> (дата обращения: 21.12.2024).
18. Облигации НЛМК // Т-банк. URL: <https://www.tbank.ru/invest/bonds/RU000A107EL8/> (дата обращения: 21.12.2024).
19. Отчет ММК за IV квартал. Лучшее, конечно, впереди // БКС Экспресс. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/mmk-otchitalsia-za-iv-kvartal> (дата обращения: 21.12.2024).
20. Охрана атмосферного воздуха ПАО «ММК» // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/sustainability/ecology/protection-of-air-resources/> (дата обращения: 21.12.2024).
21. ПАО «ММК» разместит на платформе Сбера цифровые финансовые активы (ЦФА) на 500 млн рублей // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/press-center/news/pao-mmk-razmestit-na-platforme-sbera-tsifrovye-finansovye-aktivy-tsfa-na-500-mln-rublej/> (дата обращения: 21.12.2024).

22. Проверка контрагента ПАО «ММК» // Т-Банк. URL: <https://www.tbank.ru/business/contractor/legal/1027402166835/> (дата обращения: 21.12.2024).
23. Публичное акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат», Корпоративная облигация (RU000A105H64) // Московская биржа. URL: https://www.moex.com/ru/issue.aspx?code=RU000A105H64#/bond_2_1 (дата обращения: 21.12.2024).
24. Рыночная капитализация // Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s26> (дата обращения: 21.12.2024).
25. «Северсталь» выкупит свои акции на 66 миллиардов рублей // Lenta.ru. URL: <https://lenta.ru/news/2012/02/29/severstal/> (дата обращения: 21.12.2024).
26. «Северсталь» объявляет о начале программы по выкупу акций // Северсталь. URL: <https://severstal.com/rus/media/archive/2008-09-16-severstal-obyavlyayet-o-nachale-programmy-po-vykupu-aktsiy/> (дата обращения: 21.12.2024).
27. Совладельцы // СПАРК. URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card#/company/84194C48978C4BB4A57460BE73271018/202> (дата обращения: 21.12.2024).
28. Стратегия ПАО «ММК» // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/about/strategy/> (дата обращения: 21.12.2024).
29. Устойчивое развитие // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/sustainability/> (дата обращения: 21.12.2024).
30. Устав публичного акционерного общества «Магнитогорский металлургический комбинат» // ММК. URL: <https://mmk.ru/upload/iblock/2fa/k0seeka7g1en3qd8fa8iq9dn1unqwbpg/Tekst-ustava-MMK-s-uchetom-VOSA-25-02-2019.pdf> (дата обращения: 21.12.2024).
31. Участие в уставном капитале // СПАРК. URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card#/company/84194C48978C4BB4A57460BE73271018/204/eyJTb3VyY2UiOm51bGwsIkklUGFydGl0aW9uIjpmYWxzZX0=> (дата обращения: 21.12.2024).
32. Федеральная служба государственной статистики // Росстат. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/price> (дата обращения: 21.12.2024).
33. Финансовые результаты Группы ММК за III квартал и 9 месяцев 2024 г. // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/press-center/news/finansovyeyezultaty-gruppy-mmk-za-3-kvartal-i-9-mesyatsev-2024-g/> (дата обращения: 21.12.2024).
34. Финансовые результаты // Северсталь. URL: <https://severstal.com/rus/ir/indicators-reporting/financial-results/> (дата обращения: 21.12.2024).

35. Фьючерс на нефть Brent — Май '25 (LCOK5) // investing.ru. URL: <https://ru.investing.com/commodities/brent-oil> (дата обращения: 21.12.2024).
36. Цифровая трансформация // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/about/digital-transformation/> (дата обращения: 21.12.2024).
37. Экология ПАО «ММК» // ММК. URL: <https://mmk.ru/ru/sustainability/ecology/> (дата обращения: 21.12.2024).

ПРОЕКТ 3

Анализ компании «МТС»

(Публичное акционерное общество
«Мобильные ТелеСистемы»)

Акимов Павел,
Александрова Анна,
Шнарева Мария,

студенты 4-го курса направления «Экономика»
экономического факультета МГУ, г. Москва

Руководитель проекта и преподаватель:
Макарова Светлана Геннадьевна,
к.э.н., доцент кафедры финансов и кредита
экономического факультета МГУ



Ключевая информация о компании:

Основная сфера деятельности – услуги в сфере телекоммуникаций

Выручка – 605,9 млрд рублей

Капитализация – 492, 92 млрд рублей

Коэффициент Долг/EBITDA – 2,34х

Дивиденды за 2023 г. – 67,2 млрд рублей, 34,39 рубля на акцию

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) – 17,93%

Вопрос 1

В настоящий момент ПАО «МТС» (МОЕХ: MTSS) является крупной экосистемой цифровых сервисов. Основным видом деятельности

с момента образования компании является предоставление услуг в области телекоммуникаций. На основании этого факта мы проводим сравнение с другой компанией из этой отрасли — ПАО «Ростелеком» (МОЕХ: RTKM, RTKMP). Обе компании являются экосистемами, и основу их деятельности составляют услуги в области телекоммуникаций. Далее проведем более глубокий анализ, чтобы аргументировать выбор «Ростелекома» в качестве ближайшего конкурента.

С точки зрения рыночных показателей «Ростелеком» превосходит «МТС» по количеству абонентов широкополосного доступа в интернет (далее — ШПД), онлайн-кинотеатра (далее — ОТТ) и фиксированной связи. «МТС» же практически в 2 раза превосходит «Ростелеком» по количеству абонентов мобильной связи. Как можно заметить, компании по рыночным показателям являются довольно близкими конкурентами, также они обе являются лидерами в данной отрасли [34].

Далее сосредоточимся на сравнении компаний по финансовым показателям. Выбор показателей основан на официальной отчетности компаний для инвесторов, а также на показателях, которые стандартно используются для сравнения компаний. Так как обе компании являются публичными и их акции торгуются на бирже, сравнение будет проводиться по показателю капитализации. По показателю капитализации «МТС» превосходит «Ростелеком», что говорит о том, что рыночная стоимость компании выше. Также основным показателем для сравнения является выручка. «Ростелеком» превосходит «МТС» по этому показателю, что может быть связано с тем, что доминирующее положение компания занимает в B2B/G и B2B рынках, а также доминирует по числу абонентов ШПД, платного телевидения, что может приносить ей большую выручку. Показатель OIBDA у «Ростелекома» все еще выше, но стоит заметить, что разница в показателях в абсолютном выражении меньше, что говорит о том, что операционные расходы у «Ростелекома» выше. При этом чистая прибыль «МТС» выше, это значит, что общие расходы компании более оптимизированы. Это подтверждает и значение CAPEX, у «Ростелекома» он выше (он также вырос за последний год), чем у «МТС» (снизился за последний год). Получается, что инвестиции «МТС» приносят компании большую прибыль, чем у «Ростелекома», а значит, денежные средства вкладываются рациональнее. Также стоит рассмотреть показатель чистого долга. У «МТС» он значительно ниже, что говорит о том, что компания более устойчива по своему финансовому положению [1, 6, 11, 12].

В целом нельзя сделать однозначный вывод о том, какая компания лучше или хуже, однако близкие значения операционных и финансовых

показателей, общая отраслевая принадлежность компаний подтверждают правильность выбора «Ростелекома» в качестве ближайшего конкурента «МТС».

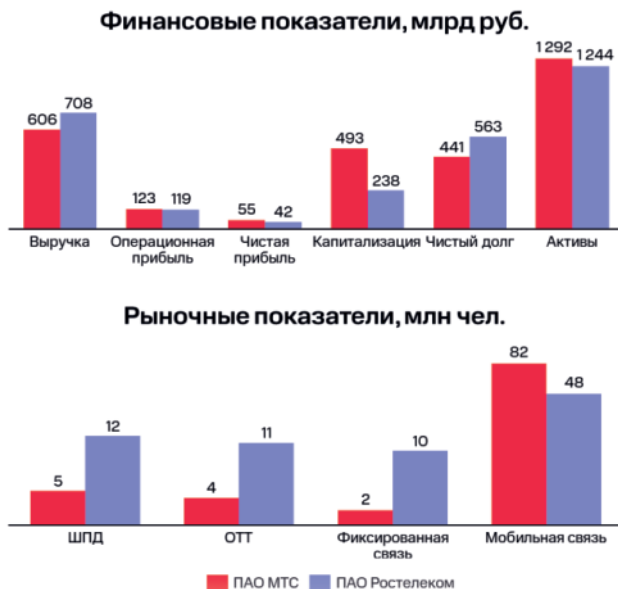


Рис. 1. Ключевые финансовые и рыночные показатели ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком»

Вопрос 2

Основным ОКВЭД компании, по которому она раскрывает финансовую отчетность, является 61.20 Деятельность в области связи на базе беспроводных технологий [35].

Группа выделила следующие отчетные сегменты [6]:

- Телеком
- Финансовые технологии

Анализ выручки. Проанализировав выручку ПАО «МТС» за пятилетний период с 2019 по 2023 г., выделим наиболее важные события и факторы, повлиявшие на ее значение. Одним из самых важных факторов был рост финтех-сегмента бизнеса, который был преимущественно обеспечен ростом розничного кредитного портфеля и комиссионных доходов МТС-

Банка. Иными факторами, повлиявшими на выручку, были: рост доходов от базовых телеком-услуг и сегмента B2B, масштабирование в рекламном бизнесе, успешное восстановление продаж в розничном бизнесе, развитие новых сегментов бизнеса [1–5].

В 2023 г. выручка ПАО «МТС» выросла двузначными темпами — на 13,5%, ключевые направления деятельности данной компании также показывают стабильный рост. Объяснить этот быстрый темп можно ростом финтеха. В рамках своей стратегии «МТС Финтех» развивается как один из ключевых драйверов экосистемы, создавая лучшие цифровые сервисы на розничном рынке финансовых услуг [1, 6].

В иные годы темпы роста были не настолько значительными, но можно выделить 2019 г., поскольку в этом году была принята новая стратегия развития компании, и рост выручки в дальнейшем обусловлен как устойчивым ростом на базовом телекоммуникационном рынке, так и вкладом от смежных направлений, в том числе финансовых услуг, системной интеграции, продаж программного обеспечения [5].

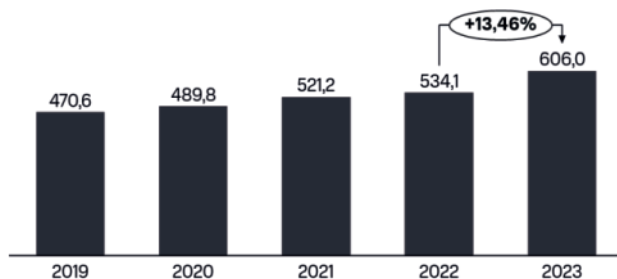


Рис. 2. Выручка ПАО «МТС» за 2019–2023 гг.

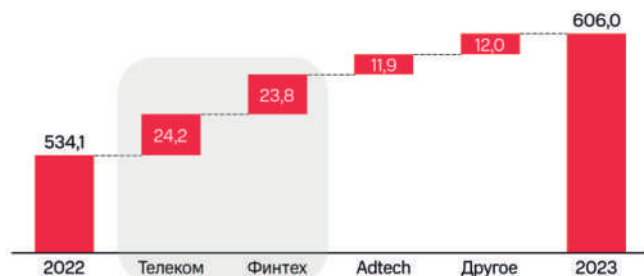


Рис. 3. Прирост выручки ПАО «МТС» по сегментам с 2022 по 2023 г.

Капитализация ПАО «МТС». Так как компания не делала дополнительные выпуски акций за последние пять лет, то количество акций не изменялось и не влияло на капитализацию. Из этого следует, что влияние на изменение рыночной стоимости компании оказывала цена акций. Изначально стоимость компании незначительно выросла в 2020 г., затем мы наблюдаем сильный спад (практически на треть) к 2022 г. С 2022 по 2023 г. замечен незначительный рост [6–10]. Такую динамику можно объяснить дивидендными гэпами. Компания каждый год увеличивала размер дивидендов, что приводило к последующему обесценению акций на размер дивиденда и продолжающемуся спаду цены акции еще примерно полгода до возврата цены акций, которая существовала до выплаты дивиденда [26, 28]. Скорость закрытия гэпа зависит от вероятности выплаты последующего дивиденда, а в случае компании «МТС» она неясна, так как каждый год ее выплаты по дивидендам равны или превосходят величину чистой прибыли. Гэпы закрываются долго, а значит, цена акции на конец года, по которой считается капитализация, ниже, так как дивиденды обычно выплачиваются в середине или в первой половине года.



Рис. 4. Рыночная капитализация ПАО «МТС», млрд руб., за 2019–2023 гг.

Мультипликатор Price to Book (P/B). По динамике показателя P/B у «МТС» видно, что с 2019 г. он значительно снизился, в 2022 г. показатель был отрицательным, что означает, что обязательства у компании превышали ее активы. Это может отталкивать инвесторов в связи с угрозой банкротства. Но в 2023 г. видны сильные улучшения, резкий рост P/B, в этот год активы компании превышают ее обязательства, что снова делает ее привлекательной для инвесторов, снижает их опасения [6 – 10].

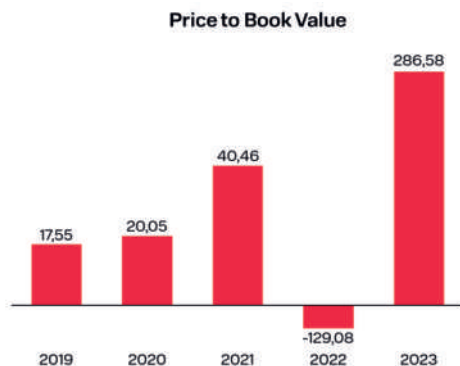


Рис. 5. Значение показателя Р/В ПАО «МТС» за 2019–2023 гг.

Анализ влияния санкций. «МТС» удалось избежать прямого налогообложения санкций, несмотря на включение «материнской» АФК «Система» в SDN-лист со стороны США. Введенные санкции распространяются на саму АФК «Система» и связанные с ней структуры, в которых у компании доля владения превышает 50%. В случае с «МТС» еще в марте 2022 г. АФК «Система» снизила свою эффективную долю владения до 49,94% [25]. Кроме того, правительство Канады ввело санкции против «МТС» [30]. МТС-Банк сообщил о проблемах с конвертацией долларов в рубли для юридических лиц из-за санкций США. Для физических лиц таких проблем не возникло. В кредитной организации работают над возобновлением операций по конвертации для компаний и индивидуальных предпринимателей. Санкции были введены как и против «МТС», так и против ее дочерних организаций, что ограничило деятельность компании за рубежом. Так как доля доходов от такой деятельности в структуре доходов компании невелика, то санкции не нанесли сильного вреда [24].

Основные достижения ПАО «МТС» в области ESG-повестки. В области устойчивого развития и ESG-повестки, в частности, ПАО «МТС» ведет активную работу. Ключевые направления этой деятельности приведены в табл. 1.

Таблица 1

**Основные направления деятельности ПАО «МТС»
в области устойчивого развития [27]**

Забота об окружающей среде	Ответственное ресурсопользование Управление е-отходами Углеродный менеджмент
Развитие цифрового общества	Обеспечение доступных продуктов и сервисов для всех Поддержка цифрового развития сообществ
Ответственность перед сотрудниками	Соблюдение прав человека, инклюзивность и многообразие Достойные и безопасные условия труда Волонтерство и социальная реализация сотрудников

К основным достижениям в области ESG можно отнести следующие [27]:

- введен Стандарт «Управление отходами производства и потребления»;
- разработан проект Стратегии по управлению выбросами парниковых газов и достижению целей по сокращению углеродного следа;
- «МТС» подтвердила соответствие Единой системы комплаенс требованиям ISO 37001:2021 «Системы комплаенс-менеджмента» и ISO 37001:2016 «Система антикоррупционного комплаенс-менеджмента»;
- 620 руководителей «МТС» прошли образовательные программы по теме многообразия, равенства, инклюзивности, в том числе в области соблюдения прав человека;
- в отношении 91% рабочих мест в Корпоративном центре Группы «МТС» и филиалах ПАО «МТС» проведена специальная оценка условий труда;
- 20,7 млн рублей пользователи МТС Cashback списали в пользу благотворительных фондов.

ESG-рейтинги ПАО «МТС» [1]:

- RAEX BBB
- Akm A++
- РСПП А
- Эксперт РА ruAAA
- РБК: ESG-индекс РБК: 1-й уровень
- Forbs: платина

Вопрос 3

В данном разделе мы проанализируем динамику ключевых финансовых показателей ПАО «МТС», а также приведем ее сопоставление с показателями компании-аналога ПАО «Ростелеком».

Анализ чистой прибыли. Анализируя показатель чистой прибыли у «МТС», можно сказать, что, несмотря на самые высокие по отрасли значения, ее динамика является нестабильной, так как заметны резкие изменения. В 2022 г. происходит стремительное снижение, связано это с тем, что произошло увеличение финансовых расходов компании из-за роста курса валют и объема закупок. В 2023 же году виден сильный рост данного показателя, это связано с высокими бизнес-результатами группы: увеличением объема доходов во всех сегментах бизнеса, в том числе финтех-направления. Помимо этого, такое изменение вызвала переоценка финансовых инструментов, превысившая отрицательную переоценку по иностранным валютам. Сравнивая чистую прибыль «МТС» и «Ростелекома», видно, что у «Ростелекома» динамика изменения является более стабильной, наблюдается устойчивый рост [6–10, 12–16].



Рис. 6. ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком»: сопоставление чистой прибыли, млрд руб., за 2019–2023 гг.

Анализ активов. Активы у «МТС» имеют достаточно стабильный рост, они имеют положительную динамику на протяжении исследуемого периода. Этот рост связан с расширением бизнеса и увеличением клиентской базы, также компания активно инвестирует в развитие новых технологий, что также положительно сказывается на ее общих активах. Анализируя финансовую отчетность, можно также отметить стабильный рост и иных показателей, это значит, что компания постоянно растет и укрепляет свои позиции на рынке, что отражается в динамике ее активов. Сравни-

вая «МТС» и «Ростелеком», стоит отметить, что у обеих компаний наблюдается устойчивый рост активов за счет расширения услуг и инвестиций в цифровую инфраструктуру [6–10, 12–16].

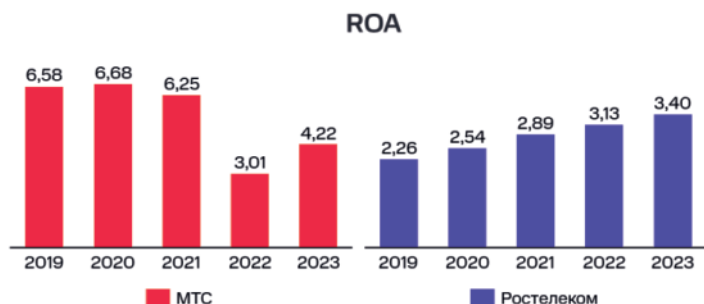


Рис. 7. ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком»: сопоставление активов, млрд руб., за 2019–2023 гг.

Анализ текущей ликвидности. Коэффициент текущей ликвидности показывает способность компании погасить свои текущие обязательства, используя свои текущие активы. Исходя из значений данного коэффициента у «МТС», видно, что компания не справляется и у нее не хватает средств для покрытия своих текущих долгов. Что касается «Ростелекома», то там показатели примерно такие же, но при этом их динамика является отрицательной, то есть там также есть проблема с платежеспособностью в долгосрочной и среднесрочной перспективе.



Рис. 8. ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком»: сопоставление текущей ликвидности за 2019–2023 гг.



*Рис. 10. ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком»:
сопоставление рентабельности активов (ROA) за 2019–2023 гг.*

Анализ маржинальности. Анализируя динамику показателей маржи валовой, операционной и чистой прибыли, можно сказать, что у «МТС» эта динамика по всем показателям нестабильна [6]. Особо заметно резкое изменение в 2023 г., по сравнению с 2022-м происходит рост. Обосновать эти изменения можно тем, что рынок телекоммуникационных услуг и цифровых сервисов характеризуется высоким уровнем конкуренции. Это обычно затрагивает цену и функциональность продуктов. В результате обострившаяся конкуренция имеет сильное влияние на данные показатели. Что касается «Ростелекома», то динамика его показателей более стабильна. Можно заметить более активный рост в первые годы и снижение его темпов в последний год. Связать это можно также с обострившейся конкуренцией на рынке.

На основании сделанных выше выводов видно, что «МТС» достаточно сильно улучшили свои показатели в 2023 г. по сравнению с 2022-м. Поэтому можно прийти к заключению, что компания улучшила эффективность управления своими затратами.

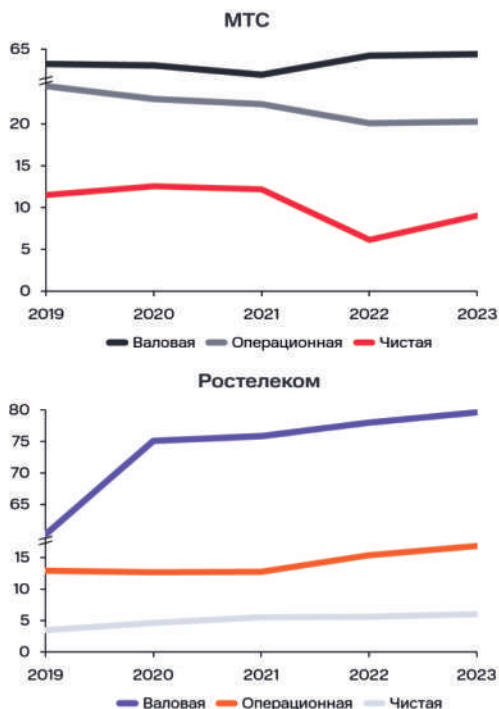


Рис. 11. ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком»: сопоставление маржи валовой, операционной и чистой прибыли за 2019–2023 гг.

Вопрос 4

Действующая система корпоративного управления Группы «МТС» обеспечивает соблюдение прав и законных интересов всех акционеров, устойчивое функционирование и развитие бизнеса в границах экосистемы «МТС» и достижение стратегических целей Группы «МТС». Принимаемые шаги по развитию системы корпоративного управления обеспечивают наиболее эффективное использование инвестиций акционеров и их защиту, помогают развивать цифровую экосистему продуктов «МТС» с учетом взаимосвязанности и преемственности решений, принятых органами управления МТС [1].

Структура органов управления и контроля ПАО «МТС» в 2023 г. отражена на рис. 12.

Совет директоров является ключевым элементом системы корпоративного управления ПАО «МТС», представляя интересы его акционеров посредством организации эффективного управления.

Основные вопросы в ведении совета директоров [1]:

- разработка и анализ общекорпоративной стратегии, контроль над ее реализацией;
- обеспечение контроля и оценка деятельности исполнительных органов и высших должностных лиц Общества;
- повышение капитализации Общества, расширение его рыночных позиций, достижение и сохранение конкурентоспособности Общества;
- сохранение устойчивого финансового положения, увеличение доходов, прибыльности;
- защита прав и законных интересов акционеров Общества.

Общее собрание акционеров — высший орган управления ПАО «МТС». К основной деятельности данного органа можно отнести следующее: обеспечение соблюдения прав акционеров, утверждение годового отчета и бухгалтерской отчетности, распределение прибыли, в том числе выплату дивидендов, избрание ключевых органов управления и контроля компании, принятие решений о реорганизации Общества [1].

У компании «МТС» есть независимые директора, долю которых можно увидеть на рис. 13.



Рис. 13. Доля независимых директоров в ПАО «МТС»

Проанализировав на СПАРКе раздел «Совладельцы», можно выделить компании, которые владеют долями в собственности «МТС» на 2022 г. [35]:

- «Система», ПАО АФК, доля в УК — 31,05%.
- «Система Телеком Активы», ООО, доля в УК — 11,03%.

- «Бастион», ООО, доля в УК – 9,13%.
- «Стрим Диджитал», ООО, доля в УК – 4,37%.
- МГТС, ПАО, доля в УК – 0,27%.

Помимо этого, «МТС» владеет собственностью в 120 компаниях, например, в ООО «Зеленая точка Владивосток», ООО «Зеленая точка Уфа», ООО «Системы Связи», ООО «Коагент Рус», ООО «Стрим Диджитал».

Вопрос 5

Остановимся на рассмотрении стратегии развития ПАО «МТС» и ее взаимосвязи с инвестиционной политикой компании. В настоящий момент компания следует стратегии Customer Lifetime Value 2.0 (CLV 2.0) [1]. Суть стратегии заключается в том, что компания направляет свое внимание на работу по удержанию клиентов и расширению спектра предоставляемых цифровых услуг за счет развития экосистемы цифровых продуктов. Компания нацеливается на увеличение числа экосистемных клиентов и расширение сети компаний-партнеров. За счет использования уже имеющейся информации о клиентах, их предпочтениях и обработки этой информации с помощью ИИ, а также разработки новых инновационных цифровых продуктов компания планирует увеличивать ценность своих услуг в глазах клиентов. Расширения партнерской сети в перспективных областях компания собирается достичь с помощью R&D партнеров, а также сделок M&A.

Еще одним пунктом стратегии компании является работа над позиционированием в глазах инвесторов. «МТС» старается изменить восприятие группы и всех ее бизнес-направлений как единого целого и перейти к принципу «sum of the parts», когда каждое направление является самостоятельным и может отдельно привлекать финансирование, что позволит оптимизировать деятельность всей компании и увеличить скорость развития отдельных ее частей. Таким образом, компания разделяет структуру своей экосистемы на такие части, как ядро, спутники, точки роста и непрофильные активы. Такой вариант развития поможет как сохранить общую целостность компании за счет совместного использования информации о клиентах и поддержания общей идеологии, экосистемного маркетинга и единого управления, так и позволит отдельным ее частям развиваться и иметь полноценную ценность для инвесторов [1].

Инвестиционную политику компании можно назвать успешной. Так, количество экосистемных клиентов возросло на 11,9% (то есть до 15,1 млн), количество участников программы МТС Premium (экосистемная подписка) выросло на 24%, а экосистемная выручка выросла на 20,5% (IV квартал 2023-го по отношению к IV кварталу 2022-го), что соответствует главной стратегической цели группы. Так как стратегия компании сосредоточена на развитии различных бизнес-направлений, выделим самое успешное за последние годы. После телекома, который является основой деятельности компании, «МТС» выделяет направление финтеха. В 2023 г. чистая прибыль направления выросла в 3,8 раза, до 12,5 млрд рублей, что составляет значительную долю в чистой прибыли всей группы. Важной частью направления является МТС-Банк, доходы которого значительны и составили 98 млрд рублей в 2023 г. [1]

Другим успешным проектом является проведение розыгрыша среди клиентов компании, приуроченного к 30-летию компании. Розыгрыш был направлен на рост знания продуктов компании и увеличение лояльности. В результате участники получили в качестве призов подписки на сервисы, встречи со знаменитостями, возможность посетить съемочную площадку KION. Розыгрыш также сопровождался активной рекламной кампанией на ТВ и через другие digital-каналы [1].

Также одним из успешных проектов компании является создание экосистемной подписки МТС Premium. В подписку входят бонусы к услугам связи, скидки на каршеринг и самокаты, а также доступ к сервисам развлечений (музыка и кино). Использование экосистемной подписки дает возможность клиентам попробовать различные продукты компании, не потратив много денег. Рост количества экосистемных клиентов в России в 2023 г. продолжается благодаря разработанным программам МТС Premium (подписка), росту участников программы на 24% год к году и МТС Cashback, отметившему рост числа зарегистрированных пользователей на 26% год к году, различным digital-продуктам, а также росту числа пользователей платформы KION.

Сальдо по инвестиционной деятельности ПАО «МТС» отрицательное (согласно консолидированному отчету компании о движении денежных средств), что говорит о том, что компания развивается за счет инвестиций в покупку других организаций, основных средств и нематериальных активов. С каждым годом отток по инвестиционной деятельности увеличивается, это свидетельствует о том, что компания все больше инвестирует во внешние проекты. В целом развитие «МТС» как экосистемы происходит во многом за счет сделок слияния и поглощения, что объяс-

няет отток по инвестиционной деятельности. Можно заметить, что приобретение основных средств снижается, то есть компания снижает расходы на физические активы и сосредоточивает внимание на нематериальных [6–10].



Рис. 14. Значение инвестиционного денежного потока ПАО «МТС» согласно консолидированной финансовой отчетности за 2019–2023 гг.

Вопрос 6

В данном разделе мы проведем подробный анализ структуры капитала ПАО «МТС». У «МТС» показатель Долг/ Собственный капитал с каждым годом становится все больше. Отметим, что структура капитала определяется на основе рыночной оценки источников, в том числе собственного капитала — по капитализации. Связано это с тем, что в последние годы замечен сильный рост долга у компании, в то время как собственный капитал, наоборот, очень сильно снижается, так как падает цена акций. Из-за этого динамика показателя является положительной. Рост долговой нагрузки у компании связан с ростом краткосрочных кредитов и займов, а также со снижением объемов денег и их эквивалентов на счетах.



Рис. 15. Соотношение Долг/Собственный капитал ПАО «МТС» за 2019–2023 гг.

Операционный и финансовый рычаг. Значение *финансового рычага* в 2022 г. было очень высоким — 17, это значит, что компания активно использует заемные средства для финансирования своей деятельности. Интерпретировать это можно следующим образом: если ЕВІТ вырастет/снизится на 1%, то чистая прибыль вырастет/снизится на 17%. Поскольку значение финансового рычага можно интерпретировать только в рамках одного года, то рассмотрим его значение для компании в следующем году. В 2023 г. видно сильное снижение показателя DFL — 3,4, это значит, что «МТС» значительно повысили показатель собственного капитала, что позволяет им финансировать свою деятельность за счет этих средств. Интерпретировать это можно следующим образом: если ЕВІТ вырастет/снизится на 1%, то чистая прибыль вырастет/снизится на 3,4%.

В течение анализируемых двух лет показатель *операционного рычага* остается стабильным, и он равен 1,3. Это значит, что если выручка вырастет/снизится на 1%, то ЕВІТ (операционная прибыль компании) вырастет/снизится на 1,3%.

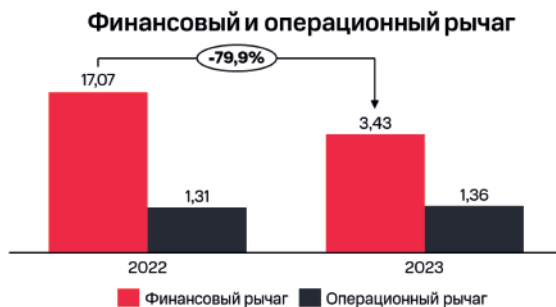


Рис. 16. Операционный и финансовый рычаг ПАО «МТС» в 2022 и 2023 гг.

Кредитные рейтинги ПАО «МТС»:

AKRA

- 2023 AAA
- 2022 нет данных

Expert RA

- 2023 AAA
- 2022 AAA [35]

Залоги по заемному финансированию

Согласно СПАРКу, у компании «МТС» есть залог по заемному финансированию. У данной компании всего два договора, в которых компания выступает залогодержателем, залогодателем является ООО «Дельта Телеком» [35].

Долг/EBITDA и коэффициент покрытия процентов. Показатель Долг/EBITDA характеризует уровень долговой нагрузки компании и показывает срок окупаемости долга по показателю EBITDA. Принято считать, что при стабильном финансовом состоянии организации значение данного коэффициента не должно превышать 3. Если значение коэффициента превышает 4–5, то это означает большую долговую нагрузку и возможную проблему с погашением своих долгов. Показатель Долг/EBITDA у компании «МТС» удовлетворяет этим ограничениям за весь анализируемый период.

Коэффициент покрытия процентов показывает степень защищенности кредитов от невыплаты процентов, демонстрирует, сколько раз в течение отчетного периода компания заработала средств для выплаты процентов по займу. Чем меньше коэффициент покрытия процентов, тем выше кредитное бремя организации и тем выше вероятность наступления банкротства. Коэффициент ниже 1,5 ставит под вопрос возможность организации обслуживать свой долг. Критическим считается коэффициент менее 1, который означает, что приток денежных средств недостаточный для выплаты процентов кредиторам. У «МТС» этот показатель в период с 2021 по 2023 г. находится на уровне 5, что означает устойчивое финансовое состояние компании. На основании этого можно сказать, что компания сможет получить дополнительное долговое финансирование при необходимости, а значит, она сможет продолжить реализацию новых инвестиционных проектов, не беспокоясь о нехватке финансирования. В то же время у «Ростелекома» долговая нагрузка увеличивается, что говорит о растущей зависимости компании от заемных средств.

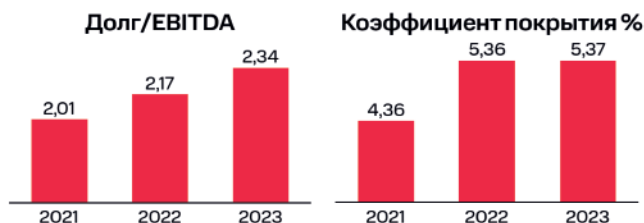


Рис. 17. Показатели Долг/EBITDA и коэффициент покрытия процентов
ПАО «МТС» в 2021–2023 гг.

Краткосрочные источники финансирования. Чтобы ответить на вопрос, стоит ли компании сместиться в сторону краткосрочных источников финансирования, заменяя ими долгосрочные, проанализируем долю долговых обязательств в общих активах компаний. Можно заметить, что долгосрочные обязательства занимают достаточно большую часть и сильно превышают долю краткосрочных кредитов и займов. Из этого можно сделать вывод, что компания «МТС» преимущественно использует долгосрочные источники финансирования.

Если посмотреть на то, какую долю краткосрочные и долгосрочные обязательства занимают в общей долговой нагрузке, то видно, что доля краткосрочных кредитов с каждым годом растет, но при этом объем долгосрочных кредитов (несмотря на снижение в 2023 г.) все равно превосходит краткосрочные кредиты и займы. Основываясь на годовой отчетности за 2023 г., сама компания «МТС» считает, что долговая нагрузка находится на комфортном уровне и большую часть в ней занимают долгосрочные кредиты и займы [1]. Поэтому можно сказать, что нет необходимости смещать акцент с долгосрочных источников финансирования к краткосрочным.

Проанализировав отчетность 2021 г. и перечень крупных сделок компании, мы пришли к выводу, что практически все кредиты компания привлекает по плавающей ставке, которая равняется ключевой ставке ЦБ или ставке ЦБ + 1–3% [31]. Все облигационные выпуски размещены по фиксированным ставкам [23].



Рис. 18. Отношение краткосрочных и долгосрочных кредитов к активам ПАО «МТС» в 2019–2023 гг.

Структура заемного финансирования

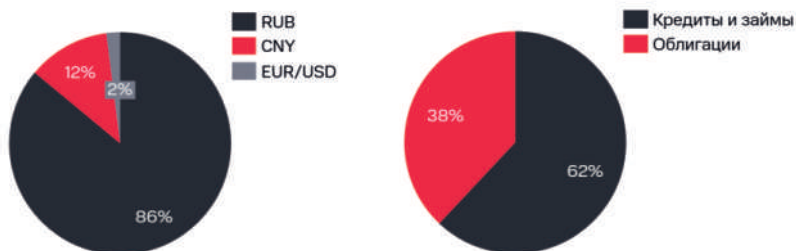


Рис. 19. Структура заемного финансирования по валюте и формам привлечения ПАО «МТС» в 2023 г.

Проценты к уплате с каждым годом растут, что связано с ростом ключевой ставки, к которой привязаны проценты по кредитам, и ростом объема долга. Рост процентов к уплате снижает чистую прибыль, которую получает компания. В связи с тем, что в последние годы ключевая ставка сильно выросла, а большая часть кредитов привязана к ней, это негативно влияет на финансовое состояние компании, так как процентные платежи растут.



Рис. 20. Значение процентов к уплате ПАО «МТС», млрд руб., в 2019–2023 гг.

Основные рассчитанные нами в данном разделе показатели, характеризующие структуру капитала ПАО «МТС», сведены в табл. 2.

Таблица 2

Ключевые показатели структуры капитала ПАО «МТС»

Год	2019	2020	2021	2022	2023
Структура капитала в рыночных ценах	27,03%	37,07%	50,06%	66,81%	74,82%
Финансовый рычаг	-	-	-	17,07	3,42
Операционный рычаг	-	-	-	1,31	1,36
Коэффициент Долг/EBITDA	-	-	2,01	2,17	2,34
Коэффициент покрытия процентов $\left(\frac{EBITDA}{\% \text{ по кредитам}} \right)$	-	-	4,36	5,36	5,37
Отношение краткосрочных кредитов и займов к активам	9,85%	3,41%	10,14%	10,47%	19,39%

Вопрос 7

Совет директоров и руководство «МТС» понимают, что дивидендные выплаты являются неотъемлемой составляющей инвестиционной привлекательности «МТС» и доходности для акционеров [17].

Компания производила выкуп своих акций ежегодно с 2017 по 2021 г. Наблюдается сильный скачок дивиденда на акцию в 2021 г. (значение показателя самое большое за все время). Затем мы наблюдаем снижение показателя в 2022-м и рост в 2023 г. Долю дивидендов в чистой прибыли нельзя назвать стабильной. Выплаты по дивидендам ежегодно превышают значение чистой прибыли и имеют непостоянную динамику [1].

Стоит также отметить одну особенность компании. У «МТС» есть квазиказначейский пакет собственных акций (акции, принадлежащие дочерним предприятиям), который составляет 13,7% от общего их количества на 2022 г. и 6% на 2023 г. Таким образом, реальная сумма для выплаты дивидендов может быть меньше [29].

Компания выпустила только обыкновенные акции, выпусков привилегированных акций не было. В апреле 2024 г. совет директоров утвердил дивидендную политику на 2024—2026 гг., в соответствии с которой целевой показатель дивидендных выплат составляет не менее 35 рублей на одну обыкновенную акцию ПАО «МТС» в течение каждого календарного года. Новая дивидендная политика предусматривает выплату дивидендов один раз в год с возможностью изменения периодичности выплат дивидендов в течение календарного года по рекомендации совета директоров. При определении размера дивидендов совет директоров учитывает ряд факторов, в том числе денежные потоки от операционной деятельности, капитальные затраты и долговую позицию [17].

Если сравнивать дивидендную политику компании с политикой «Ростелекома», то первое отличие в том, что у конкурента, помимо обыкновенных акций, также есть и привилегированные. Выплаты, как и у «МТС», происходят раз в год. Дивиденды по привилегированным акциям согласно политике компании «Ростелеком» не могут быть меньше, чем по обыкновенным. На привилегированные акции приходится 10% чистой прибыли компании по РСБУ. При выплате дивидендов компания также учитывает возможные финансовые риски и старается как поддерживать устойчивость компании, так и удовлетворять желания инвесторов. При расчете выплат «Ростелеком» старается максимизировать кредитные рейтинги рейтинговых агентств, а также поддерживает показатель Чистый долг/OIBDA не выше 3,0. Компания выплачивает дивиденды не менее 5 рублей на одну акцию и при этом как минимум на 5% больше на одну акцию, чем в предыдущий год. Компания стремится к тому, чтобы выплаты не превышали 100% от чистой прибыли по МСФО [17, 18].



Рис. 21. Дивидендные выплаты и выкуп акций ПАО «МТС» в 2019–2023 гг.

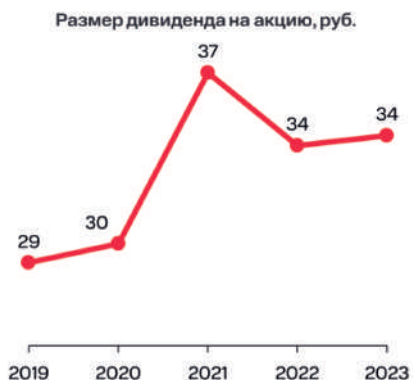


Рис. 22. Дивиденд на акцию ПАО «МТС» в 2019–2023 гг.

Вопрос 8

Для расчета средневзвешенных затрат на капитал (WACC) были использованы источники, соответствующие долгосрочным целям компании. Основной капитал компании «МТС» составляет собственный капитал, представленный обыкновенными акциями, и заемный капитал, который состоит из кредитов, займов и облигаций. Все показатели были взяты по рыночной стоимости.

При расчете WACC были определены доли различных источников финансирования. В результате были получены следующие результаты: собственный капитал 50%, кредиты и займы 35% и облигации 15%. После этого мы рассчитали стоимость каждого из источников финансирования, рассмотрели все выпуски облигаций, находящиеся в обращении компании. У «МТС» все облигации размещены в рублях (всего 13 выпусков облигаций), по каждому выпуску была найдена доходность к погашению [23]. Таким образом, стоимость облигационных займов составила 9,55%. При расчете собственного капитала была использована модель CAPM, данный способ был выбран после анализа статей [32, 33].

Формула расчета:

$$Re = Rf + ERP \cdot \beta,$$

где Rf – безрисковая ставка по ОФЗ за 30 лет; ERP – премия за рыночный риск для России (с учетом инфляционного дифференциала), β – бета-коэффициент для акций компании «МТС».

Мы взяли бета-коэффициент с сайта А. Дамодарана (Damodaran.com) [19] и рассчитали леввереджированное значение по уравнению Хаммады.

$$\beta_u = 0,62 [19];$$

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + \frac{D}{E} \cdot (1 - MTR)};$$

$$\beta_l = 0,99;$$

$$Rf = 11,64\% [22];$$

$$ERP = 11,18\% [19];$$

$$Rinf(rus) = 7,4\% [20];$$

$$Rinf(us) = 3.35\% [21].$$

Стоимость собственного капитала составила 27,04%.

Что касается кредита, то, проанализировав годовой отчет компании, мы решили взять значение средневзвешенной ставки на конец IV квартала 2023 г. (10,8%). На основании данного показателя с учетом доли кредитов и займов в структуре общего долга (62%) мы рассчитали стоимость финансирования кредитов и займов. Стоимость кредитов составила 11,58%.

$$WACC = \left(r_e \cdot \frac{E}{Capital} \right) + \left(r_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{Capital} \right) =$$

$$= 27,04\% \cdot 50,16\% + 9,55\% \cdot (1 - 20\%) \cdot 15,12\% +$$

$$+ 11,58\% \cdot (1 - 20\%) \cdot 34,73\% = 17,93\%.$$

На основании полученных значений был рассчитан WACC для компании «МТС», и он составил **17,93%**.

Список литературы

1. ПАО «МТС». Годовой отчет 2023. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/Annual_Report_2023_rus.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
2. ПАО «МТС». Годовой отчет 2022. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/MTS_Annual_Report_2022-rus.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
3. ПАО «МТС». Годовой отчет 2021. URL: <https://mts.ru/upload/contents/10677/mts-annual-report-2021.pdf> (дата обращения: 17.10.2024).
4. ПАО «МТС». Годовой отчет 2020. URL: <https://mts.ru/upload/contents/10677/Annual%20Report%202020-rus.pdf> (дата обращения: 17.10.2024).
5. ПАО «МТС». Годовой отчет 2019. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/MTS_Annual_Report_2019-rus.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
6. ПАО «МТС». Годовая финансовая консолидированная отчетность 2023. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/mts_ifrs_cons_fs_22_23_r.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
7. ПАО «МТС». Годовая финансовая консолидированная отчетность 2022. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/mts_ifrs_cons_fs_21_22_rus.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
8. ПАО «МТС». Годовая финансовая консолидированная отчетность 2021. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/mts_ifrs_cons_fs_20_21_r.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
9. ПАО «МТС». Годовая финансовая консолидированная отчетность 2020. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/mts_ifrs_cons_fs_19-20-ru.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
10. ПАО «МТС». Годовая финансовая консолидированная отчетность 2019. URL: https://mts.ru/upload/contents/10677/mts_ifrs_cons_fs_18-19-rus.pdf (дата обращения: 17.10.2024).

11. ПАО «Ростелеком». Годовой отчет 2023. URL: https://www.company.rt.ru/ir/agm/files/2023/02_Annual_report_2023_rus_abridged.pdf (дата обращения: 17.10.2024).
12. ПАО «Ростелеком». Финансовая отчетность в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности 2023. URL: https://www.company.rt.ru/ir/results_and_presentations/financials/IFRS/2023/4/ (дата обращения: 17.10.2024).
13. ПАО «Ростелеком». Финансовая отчетность в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности 2022. URL: https://www.company.rt.ru/ir/results_and_presentations/financials/IFRS/2021/4/?ysclid=m3vp8d37cf208867642 (дата обращения: 17.10.2024).
14. ПАО «Ростелеком». Финансовая отчетность в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности 2021. URL: https://www.company.rt.ru/ir/results_and_presentations/financials/IFRS/2021/4/?ysclid=m3vp910vuy846657779 (дата обращения: 17.10.2024).
15. ПАО «Ростелеком». Финансовая отчетность в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности 2020. URL: https://www.company.rt.ru/ir/results_and_presentations/financials/IFRS/2020/4/ (дата обращения: 17.10.2024).
16. ПАО «Ростелеком». Финансовая отчетность 2019. URL: https://www.company.rt.ru/ir/results_and_presentations/financials/IFRS/2019/4/ (дата обращения: 17.10.2024).
17. МТС. Дивиденды. 2023. URL: <https://moskva.mts.ru/about/investoram-i-akcioneram/korporativnoe-upravlenie/dividendi> (дата обращения: 17.10.2024).
18. Ростелеком. Дивиденды. 2023. URL: <https://www.company.rt.ru/ir/dividends/>
19. Сайт Дамодаран. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 17.10.2024).
20. Russian inflation Rates: 1996 to 2024. URL: <https://www.rateinflation.com/inflation-rate/russia-historical-inflation-rate/> (дата обращения: 17.10.2024).
21. American inflation Rates: 1996 to 2024. URL: <https://www.rateinflation.com/inflation-rate/usa-historical-inflation-rate/> (дата обращения: 17.10.2024).
22. ЦБ. Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых). URL: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=27.12.2023&UniDbQuery.To=31.12.2023 (дата обращения: 17.10.2024).
23. Выпуск ценных бумаг. «МТС». URL: <https://moskva.mts.ru/about/investoram-i-akcioneram/rinok-obligaciy/opisanie/obligacii-serii-bo-01> (дата обращения: 17.10.2024).

24. «МТС-Банк» из-за санкций США остановил операции по конвертации долларов для бизнеса. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/486252-mts-bank-iz-za-sankcij-ssa-ostanovil-operacii-po-konvertacii-dollarov-dla-biznesa> (дата обращения: 17.10.2024).
25. Америка ввела санкции против знаменитых российских ИТ-компаний, замглавы Минцифры и хозяев «МТС» // CNews. URL: https://www.cnews.ru/news/top/2023-11-03_amerika_vvela_sanktsii_protiv (дата обращения: 17.10.2024).
26. Акции «МТС» упали на 12% из-за дивидендного гэпа // РБК. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/649be7189a79476a41d915e5> (дата обращения: 17.10.2024).
27. «МТС». ESG и устойчивое развитие. URL: <https://ar2023.mts.ru/wp-content/uploads/2024/08/mts-ar2023-rus-ch5.pdf> (дата обращения: 17.10.2024).
28. Акции «МТС» могут продолжить падение. URL: <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/aktsii-mts-mogut-prodolzhit-padenie/> (дата обращения: 17.10.2024).
29. Дивиденды «МТС». URL: <https://www.dohod.ru/ik/analytics/dividend/mtss> (дата обращения: 17.10.2024).
30. «МТС», «Билайн», «Мерафон» и советник главы «Яндекса» попали под санкции. URL: https://www.cnews.ru/news/top/2023-07-20_mtsbilajnmegaфон_i?ysclid=m88zkir7o2946493547 (дата обращения: 17.10.2024).
31. Приложение 1. Перечень совершенных ПАО «МТС» в 2021 г. сделок, признаваемых в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» крупными сделками и сделками, в совершении которых имела заинтересованность. URL: <https://mts.ru/upload/contents/10677/pr-1-perechen-sovershennyh-sdelok-2021.pdf> (дата обращения: 17.10.2024).
32. Ahern D. The 3 Inputs for the Cost of Equity Formula, 2023. URL: <https://einvestingforbeginners.com/cost-of-equity-formula-daah/> (дата обращения: 17.10.2024).
33. Boyer B., Lim R., Lyons B. Estimating the cost of equity in emerging markets: A case study // American Journal of Management. — 2017. — Т. 17. — №. 2. — Р. 58–64.
34. Обзор: Телеком 2024 // CNews. URL: https://www.cnews.ru/reviews/telekom_2024/articles/rossijskij_telekom-rynok_rastet (дата обращения: 14.10.2024).
35. СПАРК. URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card#/company/7D1A6B8752484018B8CB930D81333786/202> (дата обращения: 17.10.2024).

ПРОЕКТ 4

Анализ компании «Русал»

(МКПАО «ОК Русал», ИНН 3906394938)

Зубова Мария,

Имиева Медина,

Новикова Елизавета,

Тарасова Екатерина,

студенты 4-го курса направления «Экономика»
экономического факультета МГУ, г. Москва

Руководитель проекта и преподаватель:

Логинова Вероника Сергеевна,

главный экономист

Департамента финансовой стабильности Банка России,

ассистент кафедры финансов и кредита экономического факультета МГУ



Ключевая информация о компании:

Основная сфера деятельности – низкокзатратное производство алюминия и глинозема

Выручка – 12 213 млн долл.

Капитализация – 5 762 млн долл.

Коэффициент Долг/EBITDA – 9,96х

Дивиденд за 2023 г. – не выплачивался

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) – 17,2%

О компании:

Основной вид деятельности компании — производство алюминия (24.42 код ОКВЭД).

В тексте будут использованы общепризнанные аббревиатуры, в приложении можно найти расшифровку и детали расчетов, производимых авторами.

Вопрос 1. Анализ конкурентов

Компания является монополистом на российском рынке и крупнейшей на мировом рынке после китайских конкурентов. Наиболее близким конкурентом была выбрана американская компания Alcoa. Обе компании имеют производство и активы во многих странах, занимают относительно равные доли рынка, снижают себестоимость преимущественно за счет вертикальной интеграции, на 80–100% обеспечивают себя бокситами и глиноземом, активно инвестируют в инновационные технологии для повышения эффективности и экологичности производств. Кроме того, компании имеют примерно одинаковую капитализацию [2, 11].

Таблица 1

**Сравнительный анализ ключевых финансовых показателей
ПАО «Русал» и его конкурентов**

Характеристика	Наименование компании				
	Aluminum Corporation of China Limited (CHINALCO)	China Hongqiao Group Limited	RUSAL	Rio Tinto	Alcoa
Объем произв-ва алюминия, млн т	7,10	6,30	3,88	3,30	2,50
Объем реализации алюминия, млн долл. США	-	13 066,53	10 716,00	12 300,00	6 940,00
Доля произв-ва алюминия	10,06%	8,92%	5,50%	4,67%	3,54%
Объем реализации глинозема, млн т	22,00	19,50	5,13	7,30	12,80

Окончание табл. 1

Характеристика	Наименование компании				
	Aluminum Corporation of China Limited (CHINALCO)	China Hongqiao Group Limited	RUSAL	Rio Tinto	Alcoa
Объем реализации глинозема, млн долл. США	-	14 142,38	4 526,00	5 294,33	5 261,00
Доля произв-ва глинозема	15,71%	13,93%	3,66%	5,21%	9,14%
Капитализация, млн долл. США	13 555,12	7 180,00	5 762,07	120794,30	5 996,48
D/E	0,51	0,37	1,33	0,24	0,30
Чистая прибыль, млн долл. США	877,00	1 765,97	282,00	10_110,00	651,00
Рынки сбыта	Китай, Азия, Африка, Латинская Америка	Азиатские страны	Европа, Россия, СНГ, Азия и Северная Америка	Северная Америка и Европа, Азия и Австралия	Северная и Латинская Америка, Австралия, Канада и Европа

Вопрос 2. Выручка, капитализация, санкции и ESG

2.1. Выручка

Анализируя выручку компании за последние пять лет (табл. 2), темп прироста выручки нельзя назвать устойчивым, его среднее значение составляет 8,03%.

Таблица 2

**Выручка и ее динамика для ПАО «Русал», млн долл. США,
за период 2019–2023 гг.**

	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка (млн долл. США)	9 711	8 566	11 994	13 974	12 213
Темп прироста (г/г)		–11,79%	40,02%	16,51%	–12,60%

Доли основных направлений в выручке стабильны на протяжении пяти лет (рис. 1). Существенный рост выручки в 2021 г. был вызван не увеличением объема производства, а ростом мировых цен на алюминий (табл. 3) [7].

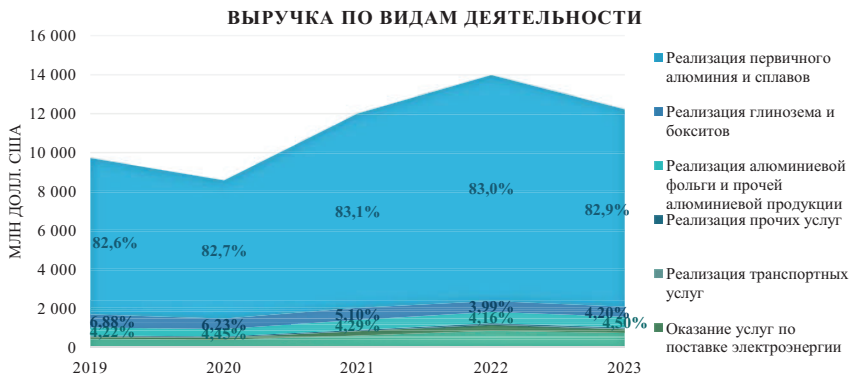


Рис. 1. Доли основных направлений, генерирующих выручку

Таблица 3

Обзор основной выручки ПАО «Русал»

	2019		2020		2021		2022		2023	
	тыс. тонн	Ср. цена реализации (долл. за тонну)	тыс. тонн	Ср. цена реализации (долл. за тонну)	тыс. тонн	Ср. цена реализации (долл. за тонну)	тыс. тонн	Ср. цена реализации (долл. за тонну)	тыс. тонн	Ср. цена реализации (долл. за тонну)
Реализация первичного алюминия и сплавов	4176	1920	3926	1805	3904	2553	3896	2976	4153	2439
Реализация глинозема	1753	379	1729	308	1677	364	1169	470	759	448

Объем реализации алюминия и сплавов в 2023 г. остался на уровне 2019 г. (4,2 млн тонн), при этом существенно сократилось число проданного глинозема (с 1753 тыс. тонн до 759 тыс. тонн) [2]. Драйвером роста выручки является внешний фактор для компании – мировая цена на алюминий, доля реализации которого составляет 83% в выручке. Поэтому выручка компании подвержена значительным колебаниям, следуя за ценой металла.

2.2. Капитализация, балансовая стоимость и новые реалии

В марте 2022 г. МИД Австралии объявил о введении запрета на экспорт глинозема и алюминиевых руд, в том числе бокситов, в Россию. Тогда же санкции поддержали Нидерланды, Южная Корея и Япония. В марте 2023 г. Соединенные Штаты ввели двухсотпроцентную пошлину на российский алюминий.

В апреле 2024 г. США и Великобритания запретили импорт алюминия из России. Кроме того, компания отмечает добровольное введение санкций рядом иностранных контрагентов на поставку оборудования, что увеличивает стоимость инвестиционных проектов «Русала».

Введение санкций привело к дисбалансу спроса и предложения на мировом рынке, вследствие чего мировая цена на алюминий сильно выросла в 2022 г. В 2021 г. рост цен на алюминий был обусловлен ростом цен на газ, из-за чего заводы были неспособны поддерживать полную загрузку производственных мощностей (рис. 2) [7]. Однако уже к 2023 г. мировая цена на алюминий вернулась к допандемийным значениям. Компания не проводила допэмиссию акций с 2015 г., поэтому изменение капитализации напрямую связано с изменением цены акции, на которую влияют мировые цены на алюминий, потеря рынков сбыта, проблемы с поставками. В 2019–2021 гг. капитализация компании превышала балансовую стоимость, однако в 2022–2023 гг. отношение цены акции к чистому акционерному капиталу на одну акцию было меньше единицы [2, 7]. Это отчасти свидетельствует о снижении интереса инвесторов к компании.

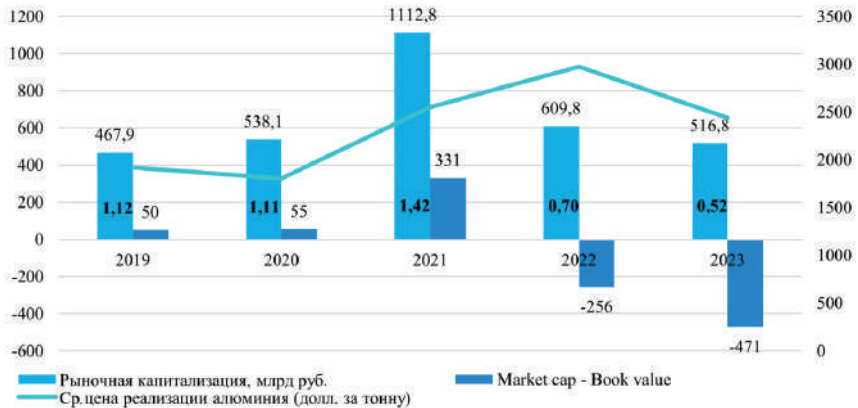


Рис. 2. Превышение капитализации над балансовой стоимостью.
 Авторские расчеты на основе отчетностей компании.
 Цена алюминия отображается по вспомогательной оси.
 Жирным подписано значение P/B

2.3. Устойчивое развитие

«Русал» публикует отчет об устойчивом развитии с 2004 г. В 2023-м компания выделила 12 приоритетных проектов ESG-трансформации [8]. Их координацию осуществляет проектный офис ESG-трансформации. Более 90% продукции «Русала» выпускается с использованием чистой энергии гидроэлектростанций.

С конца 2015 г. «Русал» является участником добровольной международной Инициативы в области устойчивого развития Aluminium Stewardship Initiative. «Русал» выпускает алюминий под брендом ALLOW с 2017 г., при производстве которого используется возобновляемая энергия, произведенная гидроэлектростанциями. Технология позволяет снизить углеродный след в 4–5 раз. Также компания реализует ряд социальных программ: «Устойчивые города «Русала», «Школа городских изменений», «Помогать просто», стипендиальная программа «Русала» и En+ Group.

«Русал» последовательно занимает высокие позиции в ведущих ESG-рейтингах [3, 13]:

- RAEX (дек. 2023). ESG-рейтинг **A**
- В рейтинге CDP Climate (2021) **A**
- EcoVadis (2023). Входит в **8%** лучших мировых поставщиков
- ESG-индекс НКР и РБК (2024) **I уровень («Высокий»)**

Вопрос 3. Динамика основных показателей

3.1. Чистая прибыль и рентабельность собственного капитала (ROE)

Доходы от инвестиций зачастую превышают операционные доходы и являются основным источником формирования прибыли. За рассматриваемый период значения чистой прибыли (ЧП), а также нормализованной чистой прибыли¹ компаний были подвержены колебаниям. Наибольшее значение ЧП «Русала» и Alcoa достигалось в 2021 г. (рис. 3) в связи с ростом цены на алюминий на Лондонской бирже металлов на 38,9% г/г. Для компании «Русал» также имела место благоприятная курсовая разница.

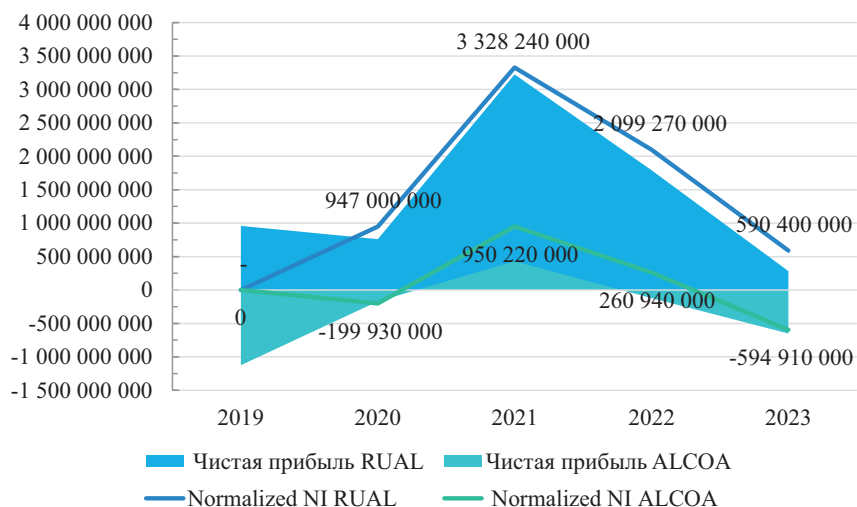


Рис. 3. ЧП и нормализованная ЧП «Русала»

¹ Нормализованная чистая прибыль/убыток за любой период определяется как скорректированная чистая прибыль/убыток плюс эффективная доля компании в прибыли «Норильского никеля». Скорректированная чистая прибыль/убыток за любой период определяется как чистая прибыль/убыток, скорректированная с учетом чистого эффекта инвестиции компании в ГМК «Норильский никель», чистого эффекта производных финансовых инструментов и чистого эффекта от обесценения внеоборотных активов.

Одновременно наблюдалось увеличение себестоимости реализации, обусловленное ростом цен на сырье и электроэнергию, повышением транспортных тарифов. Однако этот рост не превышал темпов роста выручки обеих компаний. Несмотря на введенные санкции, «Русал» демонстрирует положительные значения чистой прибыли и остается лидером по этому показателю.

Последующее резкое снижение чистой прибыли «Русала» объясняется введением санкций рядом стран, приостановкой производства на Николаевском глиноземном заводе, а также укреплением курса рубля, которые в совокупности привели к повышению себестоимости производства алюминия. В 2023 г. компания, наряду с новыми внешними ограничениями, столкнулась со снижением цен на металл: средневзвешенная цена реализации алюминия сократилась на 18%. Однако, несмотря на ряд негативных факторов, компания демонстрирует положительные значения чистой прибыли и остается лидером по этому показателю.

За рассматриваемый период до 2023 г. «Русал» показывал значения показателя рентабельности собственного капитала выше среднеотраслевых, что может свидетельствовать об эффективности использования чистых активов компаний для получения прибыли [14]. В 2023 г. ROE снизился до значения ниже среднеотраслевого¹. В свою очередь, Alcoa демонстрировал отрицательную рентабельность собственного капитала на протяжении практически всего периода.

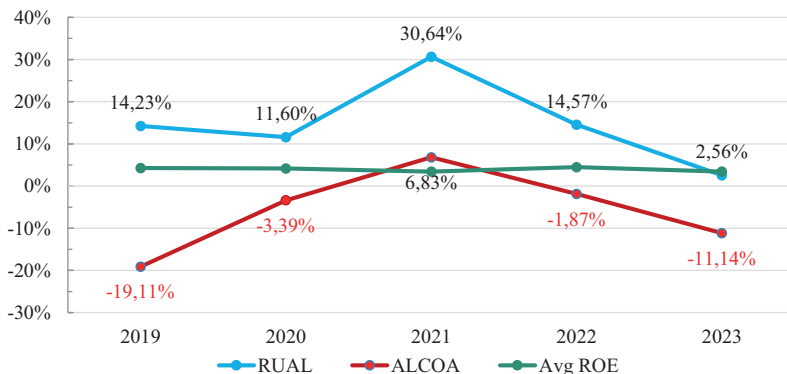


Рис. 4. Сравнение рентабельности собственного капитала «Русала» и Alcoa

¹ Aluminum Industry Management Effectiveness Information and Trends by quarter, ROE, Return On Assets, Return On Investment from 3 Q 2023 to 3 Q 2022 — CSIMarket.

Относительно высокий показатель в 2021 г. может быть связан с тем, что компания на протяжении нескольких лет была убыточной, в результате чего накапливала непокрытый убыток, который значительно сокращает величину собственного капитала и, как следствие, приводит к завышенной оценке рентабельности.

Для лучшего понимания причин существующих различий в результатах воспользуемся трехфакторной моделью Дюпона [12]:

$$\text{ROE} = \text{Return on Sales} \times \text{Asset Turnover Ratio} \times \text{Leverage ratio} =$$

$$= \frac{\text{ЧП}}{\text{Выручка}} \cdot \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \cdot \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}}.$$

Таблица 4

Показатели эффективности использования активов ПАО «Русал» и Alcoa

	RUSAL				ALCOA			
	ROE	Profitability	Efficiency	Leverage	ROE	Profitability	Efficiency	Leverage
2019	14,23%	9,89%	54,51%	264,03%	−19,11%	−10,78%	71,31%	248,57%
2020	11,60%	8,86%	49,29%	265,60%	−3,39%	−1,83%	62,49%	296,25%
2021	30,64%	26,89%	57,37%	198,65%	6,83%	3,53%	80,88%	239,10%
2022	14,57%	12,83%	56,73%	200,14%	−1,87%	−0,99%	84,38%	223,95%
2023	2,56%	2,31%	56,90%	194,84%	−11,14%	−6,17%	74,54%	242,17%

Alcoa имеет в среднем более высокие показатели оборачиваемости активов и финансового рычага (табл. 4). Причем периоды увеличения финансового рычага связаны с ростом долга компании, который не привел к существенному увеличению ее чистой прибыли, улучшению маржи прибыли, из чего можно сделать вывод, что компания, несмотря на эффективность использования активов для получения выручки, сталкивается с проблемами в управлении затратами.

Основным драйвером роста показателя рентабельности собственного капитала в 2021 г. для «Русала» стал рост коэффициента рентабельности продаж по чистой прибыли, также наблюдался заметный рост показателя оборачиваемости активов, что было вызвано ростом выручки (табл. 4). Дальнейшее снижение связано в большей мере с уменьше-

нием чистой прибыли компании, что повлияло на показатель маржи чистой прибыли.

3.2. Сравнение рентабельности активов и коэффициента текущей ликвидности

За рассматриваемый временной период структура активов обеих компаний оставалась относительно неизменной. До 2023 г. наблюдался рост активов «Русала», причем основным его драйвером было увеличение стоимости запасов в результате повышения налога на добычу полезных ископаемых с января 2021 г. и временного введения пошлин на вывоз черных и цветных металлов, а также за счет роста объема запасов из-за введенных санкций в 2022 г.

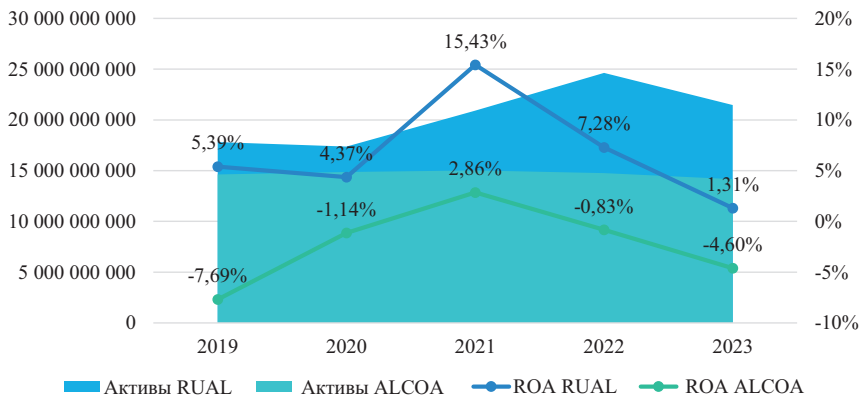


Рис. 5. Динамика активов компаний и их рентабельности

В 2023 г. темп прироста активов был отрицательным: сокращение во многом обусловлено снижением оборотных активов компании в результате ослабления курса национальной валюты и продажи части имевшихся запасов продукции.

До 2021 г. ROA рос одновременно с увеличением стоимости активов компании, свидетельствуя об эффективности использования активов для получения прибыли и о возможностях для расширения бизнеса. Однако далее наблюдалось падение значений показателя, указывающее на снижение эффективности использования ресурсов «Русалом».

Таблица 5

Коэффициенты текущей ликвидности

	2019	2020	2021	2022	2023
ALCOA	1,38	1,64	1,56	1,75	1,45
RUSAL	2,62	2,11	1,84	2,20	2,14

Средневзвешенное значение ROA для «Русала» составило 6,87% в сравнении с 2,23% для компании Alcoa, что подчеркивает относительную финансовую устойчивость первой. Показатель коэффициента рентабельности активов Alcoa, указывающий на убытки от использования активов, может свидетельствовать о проблемах в ее операционной деятельности. Кроме того, Alcoa демонстрирует значительно более низкие темпы роста показателя, с 2022 г. ROA компании вновь становится отрицательным. При сравнении динамики активов двух компаний «Русал» сохраняет лидерство, несмотря на существенное снижение рентабельности активов в 2023 г.

Среднеотраслевое значение показателя текущей ликвидности составляет 1,7 [15]. За рассматриваемый период коэффициенты компаний находятся в оптимальном диапазоне от 1 до 2,5 (табл. 5), незначительно отклонившись от него в 2019 г. для «Русала». Это свидетельствует об их финансовой устойчивости в краткосрочной перспективе.

3.3. Динамика маржи валовой, операционной и чистой прибыли «Русала»

За период с 2019 по 2021 г. компания улучшала эффективность управления затратами, затем «Русал» столкнулся со снижением маржинальности (рис. 6). Это может указывать на необходимость пересмотра стратегий управления затратами и адаптации к изменениям рыночной конъюнктуры.

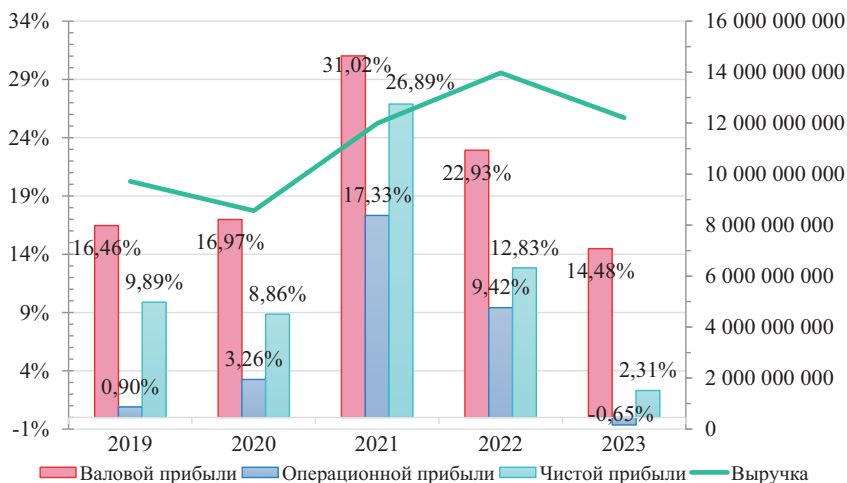


Рис. 6. Маржинальность прибыли «Русала»

Возникшее снижение объясняется следующими факторами.

Валовая маржинальность. В 2022 г. снижение обусловлено ростом себестоимости реализуемой продукции в результате увеличения затрат на сырье, увеличения тарифов на электроэнергию, а также укрепления рубля. В 2023 г., несмотря на снижение закупочных цен на сырье, затрат на электроэнергию в результате ослабления курса рубля, а также роста объема реализованной продукции, показатель продолжил падать из-за снижения мировых цен на металл.

Маржинальность операционной прибыли. Наблюдаемое снижение обусловлено ростом себестоимости продаж на 30,18% г/г в связи с обозначенными ранее факторами, увеличением административных и коммерческих расходов компании на 27,52% г/г и 13% г/г соответственно. Значительное падение в 2023 г. связано со снижением выручки компании на 12,6% г/г, которое не было нивелировано наблюдавшимся снижением себестоимости и административных расходов.

Маржинальность чистой прибыли. Падение связано с существенным снижением чистой прибыли в 2022 и 2023 гг. на 44,4 и 84,27% соответственно в результате действия описанных выше факторов.

Вопрос 4. Система корпоративного управления

Общество стремится соответствовать применимому законодательству РФ, Правилам листинга Московской биржи (акции компании соответствуют 1-му уровню листинга), а также рекомендациям Кодекса корпоративного управления Банка России.

Общее собрание акционеров (ОСА) – высший орган управления Общества, рассматривающий наиболее значимые вопросы. Голосование на ОСА проводится по принципу «одна обыкновенная акция – один голос». На годовом ОСА принимаются следующие решения: избрание совета директоров, ревизионной комиссии; одобрение назначения аудитора Общества, одобрение годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности Общества, распределение прибыли, включая выплату (объявление о выплате) дивидендов. Вопросы, входящие в компетенцию ОСА, перечислены в Уставе и не могут быть переданы на рассмотрение совету директоров или генеральному директору.

Права акционеров компании: право на созыв внеочередного общего собрания акционеров (у акционера появляется такое право, если он(а) владеет более чем 5% акций компании), вынесение вопросов для рассмотрения на общем собрании (для акционеров, владеющих в совокупности не менее 2% голосующих акций Общества).

Совет директоров – это орган управления Общества, состоящий из 13 членов, действующий в соответствии с Уставом Общества и Положением о совете директоров Общества, утвержденным решением внеочередного ОСА 14.12.2023. **Совет директоров осуществляет стратегическое управление компанией**, утверждает внутреннюю политику, контролирует систему управления рисками и осуществляет внутренний контроль. В состав совета директоров «Русала» входят независимые неисполнительные директора, неисполнительные директора и исполнительные директора. Независимые директора также играют особую роль в обеспечении объективности принимаемых решений и контроле над действиями исполнительного органа. При совете действуют профильные комитеты, которые занимаются рассмотрением таких вопросов, как аудит, стратегия, управление рисками и устойчивое развитие. Также «Русал» придерживается стандартов в области устойчивого развития, охраны окружающей среды, соблюдения прав человека и антикоррупционной политики. Эти принципы регулируются корпоративными кодексами и внутренними нормативными документами.

На конец 2023 г. **структура акционеров компании** следующая: *МКПАО «ЭН+ ГРУП»* (доля в уставном капитале 56,88%) и *МКООО «СУАЛ ПАР-ТНЕРС»* (доля в УК 25,52%), *free-float* составляет 17,6% [2].

По заявлению компании за 2023 г., *ПАО «ГМК «Норильский никель»* (доля участия — 26,39%), *Queensland Alumina Limited* (20%), *Проект БЭМО* (50%) — ассоциированные компании, которые оказали наиболее значительное влияние на результаты или активы Группы. На 31 декабря 2023 г. доля «Русала» в «РусГидро» составляла эффективные 9,7% (номинальные 9,6%) от капитала получателя инвестиций.

Вопрос 5. Стратегия развития компании

Основная часть производства компании приходится на первичный алюминий, глинозем и фольгу. Компания планирует увеличить с 40 до 60% долю продукции с высокой добавленной стоимостью представленной алюминиевыми листами, слитками, катанками и другим.

Стратегия развития фокусируется на устойчивом развитии, модернизации производств и снижении углеродного следа (на данный момент 90% производства продукции выпускается на электроэнергии ГЭС). Ключевыми направлениями стратегии являются повышение энергоэффективности, внедрение современных технологий в алюминиевое производство и активное участие в инициативах по защите климата. Компания также активно реализует проекты по улучшению условий жизни в регионах, где расположены ее предприятия. Целью компании является достижение к 2035 г. 100% соответствия нормативным требованиям применимого законодательства и полной экологической открытости. Инвестиционная политика «Русала» поддерживает выполнение этой стратегии за счет финансирования проектов по экологически чистому производству алюминия и модернизации мощностей. Например, компания продвигает использование технологии инертного анода, которая позволяет значительно сократить выбросы углерода при производстве алюминия. Для испытания технологии компания создала промышленное производство инертных анодов. 21 ноября 2024 г. появилась новость о том, что компания впервые в истории применила технологию инертных анодов. Эти усилия помогают компании не только снизить экологический след, но и укрепить свои конкурентные позиции на мировом рынке, где экологические стандарты становятся все более строгими (за 2023 г. 217,2 млн долл. направлено на реализацию природоохранных меропри-

ятий, на 12,9% сократились прямые удельные выбросы парниковых газов на алюминиевых заводах по сравнению с уровнем 2014 г.). Крупный проект компании по производству низкоуглеродного алюминия ALLOW ориентирован на создание алюминиевых сплавов с улучшенными характеристиками, что открывает новые возможности в автомобильной и авиационной отраслях.

Таблица 6

Инвестиционная активность «Русала»

	2019	2020	2021	2022	2023
Чистый отток/приток денежных средств от инвестиционной деятельности	246	128	490	472	(1 030)
Приобретение ОС	(811)	(877)	(1 164)	(1 202)	(1 022)

Отрицательное сальдо от инвестиционной деятельности в 2023 г. объясняется отсутствием дивидендов, полученных от ассоциированных компаний и совместных предприятий.

Можно увидеть значительные затраты, связанные закупкой основных средств и модернизацией мощностей, что свидетельствует о приверженности компании к долгосрочным инвестициям в устойчивое развитие. Например, «Русал» в конце 2023 г. сообщал, что компания планирует потратить 100 млрд рублей на экологическую модернизацию завода в Красноярске [2]. По проекту, рассчитанному до 2029 г., более половины действующих корпусов демонтируют, взамен построят корпуса электролиза с технологией обожженного анода.

Среди наиболее успешных проектов компании можно выделить те, которые направлены на производство алюминия с низким уровнем выбросов. Например, проект низкоуглеродного алюминия ALLOW ориентирован на создание алюминиевых сплавов с улучшенными характеристиками, что открывает новые возможности в автомобильной и авиационной отраслях, а в этом году компания применила технологию инертных анодов. Внедрение данной современной технологии в производственный процесс позволит полностью исключить выбросы парниковых газов и полиароматических углеводородов. При этом эксплуатационные расходы сократятся на 10% за счет уменьшения потребления анодов, а капиталовложения в новые проекты — более чем на 30% [2, 3].

Вопрос 6. Структура капитала компании

Рейтинги компании не менялись на протяжении 2022–2023 гг. и имели стабильный прогноз: агентство ССХR – AAA, агентство АКRA – A+(RU), агентство «Эксперт РА» – ruA+ [17]. При этом в 2022 г. рейтинговое агентство «Эксперт РА» отозвало без подтверждения кредитные рейтинги облигациям «Русал Братск» (являющейся 100%-ной дочерней компанией ОК «Русал»). Отзыв кредитных рейтингов облигаций произведен в связи с окончанием срока действия рейтингов и отсутствием информации для применения действующей методологии. Ранее у облигаций действовали рейтинги на уровне ruA+.

У компании есть один залог по заемному финансированию, который скрыт по распоряжению правительства.

В 2021 г. компания досрочно погасила 27 млрд рублей долгосрочного кредита, который обеспечен акциями ПАО «ГМК «Норильский никель»» и был привлечен в Сбербанке в 2010 г. [7]. Дата окончательного погашения кредита – декабрь 2027 г. В 2023 г. долг в виде привлеченных кредитов и займов снизился по сравнению с предыдущим годом на 1 млрд долл., но из-за сильного снижения цены одной акции показатель D/E в рыночных ценах возрос (рис. 7). В 2023 г. операционная прибыль «Русала» была отрицательной. При снижении объема продаж по итогам 2024 г. прибыль будет падать более быстрыми темпами (на 19,9% при снижении выручки на 1%) из-за высокой доли постоянных расходов. Ожидается, что чистая прибыль (EPS) возрастет на 0,17% в следующем периоде, если EBIT возрастет на 1%. Другим, альтернативным способом расчета финансового рычага является расчет $DFL = ROE - ROA$. За 2023 г. этот показатель составил 1,25%.

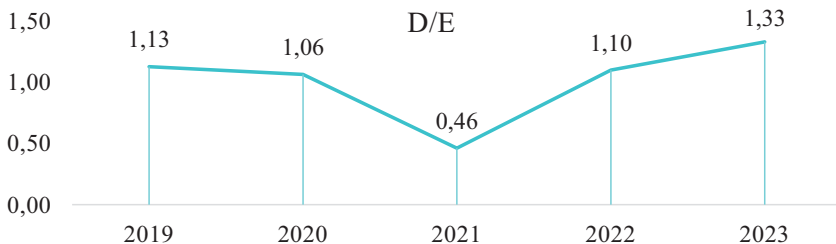


Рис. 7. Структура капитала компании в рыночных ценах.
Оценка компанией долга по справедливой стоимости

Значение финансового рычага (рис. 8) положительное, значит, фирма может взять еще кредит. При сохранении текущих показателей это позволит увеличить прибыль.

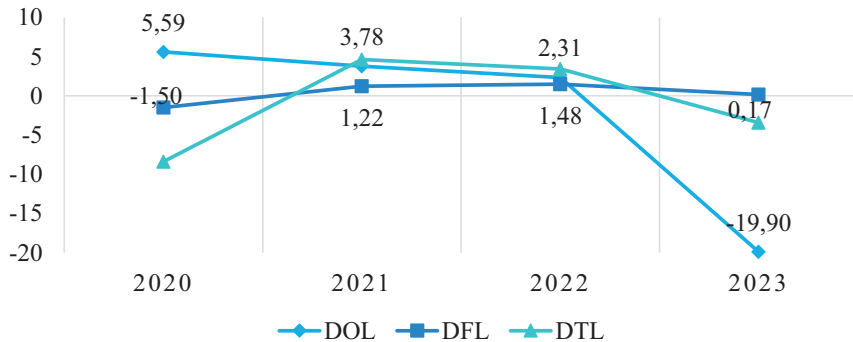


Рис. 8. Финансовый, операционный и общий рычаги «Русала»

В 2021 г. сильно выросла доля краткосрочных обязательств (табл. 7). Доля краткосрочных источников финансирования в общем объеме финансирования на конец 2023 г. составила 25% [2]. Рефинансирование по текущим ставкам может привести к существенному росту процентных расходов и снижению маржинальности прибыли, в 2023 г. мы видим снижение показателя покрытия процентов (ICR). При этом сдерживающим фактом роста процентных расходов является тот факт, что почти весь долг номинирован в иностранной валюте (97,84%).

Таблица 7

Основные показатели долга компании «Русал»

	2019	2020	2021	2022	2023
Консолидированная скорректированная EBITDA, млн долл.	966	871	2893	2028	786
Долг (D), млн долл.	8179,00	7466,00	6337,00	9388,00	7830,00
D/EBITDA	8,47	8,57	2,19	4,63	9,96
Net Debt	6398	5237	4353	6192	5743
Net Debt/EBITDA	6,62	6,01	1,50	3,05	7,31

Окончание табл. 7

	2019	2020	2021	2022	2023
CL/LTD	7,12%	6,51%	32,05%	36,86%	33,32%
Current debt/Assets	8,74%	7,83%	18,39%	25,18%	24,75%
ICR	1,75	1,87	7,61	4,74	2,07
Industry average Interest Coverage	7,47	5,62	10,55	13,63	3
CL/TD	6,6%	6,1%	24,3%	26,9%	25,0%
CL/A	0,03x	0,03x	0,07x	0,10x	0,09x
TD/A	0,46x	0,43x	0,30x	0,38x	0,36x
D/E в рыночных ценах	1,13	1,06	0,46	1,10	1,33

Отношение краткосрочных обязательств к активам выросло до 0,1 в 2022 г. с 0,03 в 2019 г. [6]. Однако компания привлекает незначительное число краткосрочных кредитов и займов в рублях, выбирая более выгодные ставки по юаневым, долларовым облигациям и кредитам. Компания не выпускает рублевые облигации, но имеет кредит на 18,7 млрд рублей под плавающую ставку: ключевая ставка Банка России + 3,15% годовых. Из-за значительного падения показателя EBITDA отношение долга (TD) к EBITDA сильно выросло с 4,66 в 2022 г. до 10,01 в 2023-м. Расходы на проценты составили 380 млн долл. при EBITDA 786 млн долл. Для Alcoa при EBITDA 734 млн долл. за 2023 г. процентные расходы составили 107, то есть более чем в три раза ниже при сопоставимом показателе EBITDA. При этом «Русал» погасил значительную часть долга из денежных средств, сократив показатель TD на 17% за 2023 г. [2]. 2085 млн долл. денежных средств на конец 2023 г. на балансе компании позволяют говорить об ее устойчивости и возможности выполнять свои обязательства перед кредиторами, а также реализовывать инвестиционные программы. Долг компании представлен на 77,74% кредитами и облигациями с фиксированной ставкой.

Долг «Русала» на 31.12.2023

Кредитная линия / кредитор	Основная сумма долга	График погашения	Стоимость
Предэкспортное финансирование	367 млн долл.	До ноября 2024 г., погашение равными ежеквартальными платежами, начиная с января 2022 г.	3-м Срок SOFR плюс Спред корректировки ставки плюс 1,7–2,1% годовых
Российские банки	10,7 млрд юаней	Январь 2026 г., единовременное погашение в конце срока	3,75% – LPR 1Y + 2,75% годовых
	15,8 млрд юаней	Декабрь 2027 г., равные ежеквартальные выплаты, начиная с марта 2024 г.	4,75% годовых
	18,7 млрд рублей	Декабрь 2035 г., ежеквартальные выплаты	Ключевая ставка Банка России плюс 3,15% годовых
Облигации	23,5 млрд юаней	10 траншей, последнее погашение в июле 2027 г., единовременное погашение в дату погашения	3,75% – 6,7% годовых

Несмотря на рост долговой нагрузки, компания сохраняет достаточную денежную позицию на счетах, в связи с чем АКРА высоко оценивает ликвидность компании, оставляя кредитный рейтинг на уровне ruA+, отмечая также сильный бизнес-профиль компании.

Вопрос 7. Дивидендная политика компании

В 2022 г. «Русал» после пятилетнего перерыва возобновил выплату дивидендов, распределив по итогам первого полугодия по 0,02 долл. на акцию в полном соответствии с дивидендной политикой, которая предусматривает выплату 15% ковенантной EBITDA, включающей прибыль от алюминиевого бизнеса и дивиденды от доли в «Норникеле». Выплаты осуществляются при условии кредитных соглашений и прочих ограни-

чений Группы (которые могут действовать в тот или иной момент времени), а также финансовой ликвидности Общества. Решение о выплате дивидендов Общество может принимать ежеквартально [5].

В период до 2017 г. дивиденды выплачивались ежегодно. Далее выплаты дивидендов не было до 2022 г. С 2022 г. компания не выплачивала дивиденды. Компания не проводила выкуп своих акций на рынке, но, согласно последним новостям, совет директоров на собрании 8 октября 2024 г. рассмотрел возможность выкупа акций на сумму до 15 млрд рублей.

Дивидендная политика корпорации Alcoa направлена на обеспечение ценности для своих акционеров путем сбалансированного получения денежных доходов и реинвестирования в целях роста [9]. Компания выплачивает ежеквартальные денежные дивиденды (стабильно 0,1 долл. на акцию с октября 2021 года) [10]. Выплаты соответствуют усилиям Alcoa по поддержанию финансовой дисциплины при одновременном инвестировании в устойчивое развитие и операционные улучшения, у Alcoa нет принятой дивидендной политики, компания ежеквартально оценивает свою способность выплачивать дивиденды на основе финансовых показателей, рыночных условий и стратегических приоритетов. В октябре 2021 г. компания объявила о программе обратного выкупа акций на сумму 500 млн долл. одновременно с введением ежеквартальных дивидендов [10]. Эти инициативы стали частью стратегии Alcoa по возврату капитала акционерам на фоне улучшения финансовых результатов. За третий квартал 2021 г. компания показала сильный рост выручки и прибыли благодаря высоким ценам на алюминий и глинозем [10].

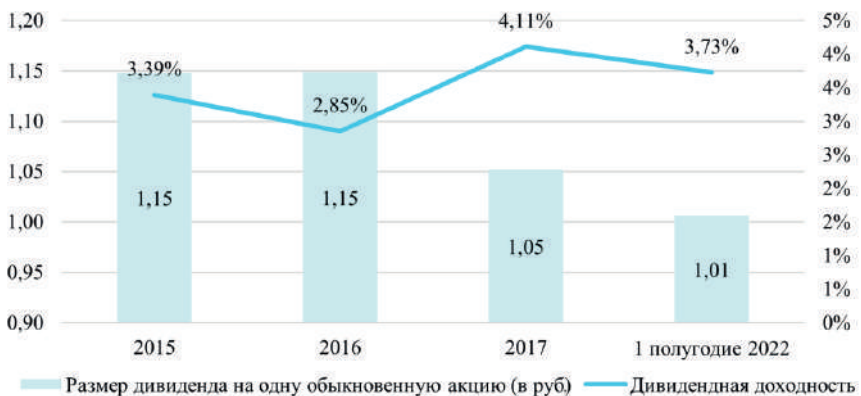


Рис. 9. Дивиденды «Русала» с листинга на Московской бирже [16]

Вопрос 8. Расчет средневзвешенных затрат на капитал

Основные источники финансирования компании включают собственный и заемный капитал, представленный долгосрочными и краткосрочными кредитами и займами, а также облигациями. Эти источники используются для реализации стратегических целей компании. Краткосрочные кредиты и займы учитываются нами в структуре капитала исходя из предположения об их регулярном использовании «Русалом», так как они составляют значительный объем финансирования компании (33,3% на 2023 г.).

Для определения удельного веса каждого источника в WACC используется их рыночная оценка, поскольку она отражает текущее состояние компании с позиции рынка. Для облигаций наиболее точную оценку затрат заемного капитала позволяет получить оценка доходности к погашению данной ценной бумаги. По состоянию на 31 декабря 2023 г. «Русал» имел в обращении 12 серий ценных бумаг, четыре из которых были размещены посредством закрытой подписки-облигации серии 001PC-. В связи с отсутствием данных о рыночной цене этих облигаций оценка затрат по ним была произведена с использованием их номинальной стоимости. Также в обращении компании находились облигации серии БО-05 и БО-06, по которым установлена возможность досрочного выкупа эмитентом. Для них нами рассчитывался показатель доходности к погашению, но для облигаций с офертой держателя (УТР), что позволяет учитывать вероятность реализации инвестором права досрочного предъявления облигаций к выкупу, что особенно важно в условиях нестабильной рыночной конъюнктуры. Для оставшихся облигаций расчет затрат производился с помощью УТМ с учетом текущей рыночной цены долговых обязательств. Стоит отметить запись в отчетности компании об обращении на рассматриваемую дату еврооблигаций, которые были досрочно погашены по требованию держателей, но продолжают учитываться в рыночной стоимости заемного капитала ввиду неполной выплаты задолженности по ним со стороны «Русала». Для расчета стоимости кредитов мы определили средневзвешенную величину по ставкам, под которые они были предоставлены. Процентная ставка для кредитов с плавающим процентом рассчитывалась как средневзвешенная сумма по числу дней, в течение которых действовали соответствующие ставки в 2023 г. Для рублевого кредита № 11 из-за отсутствия информации о значении фиксированной ставки величина была определена по средневзвешенным процентным ставкам по кредитам на срок свыше 1 года в рублях, предо-

ставленным кредитными организациями нефинансовым организациям, занимающимся добычей полезных ископаемых и обрабатывающей промышленностью (разделы ОКВЭД2).

Таблица 9

Расчет WACC

Структура капитала	
Долг / (Долг+Капитал)	57,04%
Капитал / (Долг+Капитал)	42,96%
Стоимость акционерного капитала	26,39%
Расчет стоимости заемного капитала	
Облигации (долл.)	9,07%
Займы (долл.)	8,75%
Вес, займы	43,99%
Вес, облигации	13,05%
Налоговая ставка	20,00%
Посленалоговая взвешенная стоимость заемного капитала (долл.)	4,10%
Посленалоговая взвешенная стоимость заемного капитала (руб.)	5,89%
WACC	17,22%

Для определения стоимости собственного капитала использовалась модель CAPM, так как акции компании торгуются на бирже более девяти лет. Модель Гордона в данном случае не применима, так как темп роста дивидендов компании не является стабильным. Для расчета использовались данные иностранного рынка, так как российские данные имеют краткую историю, а российский рынок отличается высокой волатильностью, что снижает точность оценки параметров модели. В качестве безрисковой ставки мы взяли ставку по 10-летним казначейским облигациям США из-за низкой вероятности объявления дефолта правительством. Значение 5-летнего нелеверджированного бета-коэффициента для «Русала» мы скорректировали по формуле Хамады, премия за рыночный риск для США была взята с сайта Дамодарана. Дополнительно нами учитывалась премия за страновой риск (CRP), после всех расчетов итоговая стоимость собственного капитала была переведена в национальную валюту [4].

Однако с 2022 г. ставка по американским облигациям перестала быть безрисковой в связи с ограничениями биржи, поэтому в табл. 10 мы также проводим расчет WACC по российским данным по методике Воронова и Раменской (2023) [1].

Для расчета стоимости собственного капитала нами также использовалась модель CAPM, а для расчета стоимости заемного капитала авторы предлагают формулу $R_d = R_f + Z$, где Z – дефолтный спред. Дефолтный спред компании служит индикатором риска невозврата заемных средств кредитору. При этом показатель Z оказывается ниже ERP, поскольку возврат заемных средств не зависит напрямую от финансовых результатов компании и, как правило, обеспечен гарантиями и залогами. Вследствие этого вероятность невыполнения компанией обязательств по кредиту оказывается значительно ниже, чем у ERP. Таким образом, можно заключить, что рискованные надбавки по заемным средствам ниже, чем по собственным. Это объясняет, почему стоимость заемного капитала всегда оказывается ниже стоимости собственного.

Таблица 10

Расчет WACC по российским данным

Наименование показателя	Комментарий (источник информации)	Значение
Макроэкономические параметры доходности		
Ожидаемая безрисковая доходность (R_f)	10-летние ОФЗ	11,86%
Премия за рыночный (корпоративный) риск (ERP)	Спред доходности MCFTR и RGBITR	5,75%
Параметры компании и проекта		
Доля собственного капитала в финансировании проекта (w_e)	Планируемые параметры финансирования проекта	42,96%
Доля заемного капитала в финансировании проекта (w_d)	Планируемые параметры финансирования проекта	57,04%
Дефолтный спред (Z)	По экономике в среднем	2,05%
Ставка налога на прибыль	Налоговый кодекс РФ	20,00%
Коэффициент Бета безрычаговый (β_U)	Сопоставимые компании фондового рынка РФ	1,27%
Отношение долг/собственный капитал компании (D/E)	Финансовая отчетность компании	1,33%

Окончание табл. 10

Наименование показателя	Комментарий (источник информации)	Значение
Коэффициент Бета рычаговый (β_L)	Корректировка на долговую нагрузку компании	2,62%
Коэффициент Бета рычаговый отраслевой (β_L)	Металлы и добыча	
Стоимость собственного капитала компании (R_e)	Модель CAPM	26,92%
Стоимость заемного капитала (R_d)	$= R_f + Z$	13,91%
Средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$)	Модель $WACC$	17,91%

Мы отмечаем одинаковый полученный результат в расчетах $WACC$ (с разницей в шесть десятых), однако подчеркиваем, что первый вариант предполагает работу со структурой долга компании и рассматривается нами как более корректный.

Список литературы

1. Воронов Д. С., Раменская Л. А. Оценка стоимости капитала и ставки дисконтирования на базе российской финансовой статистики // Journal of New Economy. 2023. Т. 24. № 1. С. 50–80.
2. Годовые отчеты // Официальный сайт компании «Русал». URL: <https://rusal.ru> (дата обращения: 24.11.2024).
3. МКПАО «ОК Русал». URL: <https://esg-disclosure.ru> (дата обращения: 24.11.2024).
4. Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежедневно // Банк России. URL: <https://cbr.ru> (дата обращения: 24.11.2024).
5. Положение о дивидендной политике МКПАО «ОК Русал». URL: <https://rusal.ru> (дата обращения: 24.11.2024).
6. Пресс-релиз: «Русал». Итоги 2022 года. URL: <https://rusal.ru> (дата обращения: 24.11.2024).
7. «Русал» объявляет операционные результаты четвертого квартала и 2021 года: пресс-релиз, 2022.
8. Устойчивое развитие. URL: <https://rusal.ru> (дата обращения: 24.11.2024).
9. Alcoa Corporation – Resources – FAQs. URL: <https://investors.alcoa.com> (дата обращения: 24.11.2024).

- 10. Alcoa Investor Presentation, Nov. 2021. URL: <https://investors.alcoa.com> (дата обращения: 24.11.2024).
- 11. Alcoa Investor Presentation, Nov. 2022. URL: <https://investors.alcoa.com> (дата обращения: 24.11.2024).
- 12. Dupont Analysis. URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/dupontanalysis.asp> (дата обращения: 24.11.2024).
- 13. ESG-рэнкинг российских компаний // RAEX. URL: <https://raex-rr.com> (дата обращения: 24.11.2024).
- 14. Financial Ratios for Aluminum Industry. URL: <https://www.readyratios.com/sec/industry/3334/> (дата обращения: 24.11.2024).
- 15. Management Effectiveness in the Industry. URL: https://csimarket.com/Industry/industry_ManagementEffectiveness.php?ind=104&hist=8 (дата обращения: 24.11.2024).
- 16. RUAL — Московская биржа | Рынки // Официальный сайт Московской биржи. URL: <https://moex.com> (дата обращения: 24.11.2024).
- 17. Rusal Sustainability Report 2022. URL: <https://akm.ru> (дата обращения: 24.11.2024).

Приложение

Обозначения, использованные в работе, и способ их расчета

Сокращение	Обозначение	Способ расчета
D	Общий платный долг	Справедливая стоимость кредитов и облигаций, компания производит расчет самостоятельно
CL	Текущий платный долг	Краткосрочные источники финансирования, рассчитанные по справедливой стоимости
A	Активы	Использовались данные баланса из отчетности компании
EBITDA скорр.	Прибыль компании до вычета процента по кредитам, налога на прибыль и амортизации по основным нематериальным активам	Сегментная EBITDA + Амортизация, не распределенная между сегментами — Расходы, не распределенные между сегментами
ICR	Коэффициент покрытия процентов	Отношение скорректированной EBITDA к процентам к уплате

Окончание прил.

Сокращение	Обозначение	Способ расчета
Net Debt	Чистый долг	Долг компании за вычетом денежных средств и их эквивалентов
DOL	Операционный рычаг	Отношение разницы выручки и переменных расходов к операционной прибыли. К переменным расходам нами были отнесены: себестоимость глинозема, бокситов; затраты на приобретение первичного алюминия; затраты на электроэнергию; изменения в готовой продукции; прочие расходы; транспортные расходы; упаковочные материалы; расходы на персонал (из себестоимости); таможенные пошлины
DFL	Финансовый рычаг	Отношение операционной прибыли к операционной прибыли за вычетом процентных расходов (у компании нет привилегированных акций)
DTL	Общий рычаг	Произведение операционного и финансового рычагов

ПРОЕКТ 5

Анализ компании «Татнефть»

им. В. Д. Шашина

(Публичное акционерное общество

«Татнефть» им. В. Д. Шашина, ИНН 1644003838)

Гавриш Борис,

Ларионов Сергей,

Матевосова Анастасия,

Паламарчук Светлана,

студенты 4-го курса бакалавриата

направления «Экономика»

экономического факультета МГУ, г. Москва

Руководитель проекта и преподаватель:

Макарова Светлана Геннадьевна

к.э.н., доцент кафедры финансов и кредита

экономического факультета МГУ



Ключевая информация о компании:

Основная сфера деятельности – добыча нефти и нефтяного газа

Выручка – 1 589,1 млрд рублей

Капитализация – 1 559,7 млрд рублей

Коэффициент Долг/EBITDA – 0,308х

Дивиденд за 2023 г. – 87,88 рубля/акцию

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) – 19,26%

Введение

Представляем вашему вниманию аналитический отчет для компании ПАО «Татнефть» имени В. Д. Шашина. В рамках настоящей работы будут рассмотрены различные аспекты функционирования компании, рассчитан и проанализирован широкий набор финансовых показателей на основе МСФО отчетности. В работе будет осуществлена оценка динамики ключевых показателей ПАО «Татнефть» в сопоставлении с компаниями-аналогами.

Вопрос 1

Прежде всего, необходимо проанализировать отрасль, в которой функционирует ПАО «Татнефть», и определить для нее компанию-аналог. ПАО «Татнефть» является одной из крупнейших нефтегазовых компаний в России, а ее основным видом деятельности является добыча нефти и нефтяного газа. Так как данная отрасль довольно специфична, а положение в ней во многом зависит от страны, в особенности в условиях санкционного давления, то отраслевая и страновая принадлежность будут критериями, в соответствии с которыми изначально будет ограничен круг потенциальных компаний-аналогов. Поэтому далее будут рассматриваться российские компании нефтегазовой отрасли, имеющие форму публичного акционерного общества. При выделении потенциальных компаний-аналогов учитывается также вид деятельности в нефтегазовой отрасли. Так, например, из рассмотрения исключены следующие компании, которые не занимаются добычей нефти или газа: ПАО «Транснефть», занимающаяся транспортировкой нефти и нефтепродуктов по трубопроводам, ПАО «РН-Западная Сибирь», приоритетные виды деятельности которой в настоящее время – деятельность библиотек и архивов, покупка и продажа имущества, а также ПАО «Нижнекамскнефтехим», которая занимается производством нефтепродуктов и нефтехимией. Кроме того, из набора анализируемых компаний исключены ПАО «ННК-Варьеганнефтегаз» и ПАО «Удмуртнефть» им. В. И. Кудинова, являющиеся дочерними компаниями «Роснефти» в силу того, что по размерам они гораздо меньше «Татнефти». Также из рассмотрения исключено ПАО «СН-МНГ», являющееся дочерним предприятием «Славнефти», существенно уступающим по размерам «Татнефти». Таким образом, в набор рассматриваемых потенциальных компаний-аналогов

ПАО «Татнефть» входят следующие десять ПАО: «Роснефть», «Лукойл», «Башнефть», «Сургутнефтегаз», «Газпром нефть», «Новатэк», «РуссНефть», «Газпром», «ЯТЭК», «Славнефть».

Сопоставление компаний производится на основе сформированного набора из 40 ключевых показателей для анализируемых компаний, включая ПАО «Татнефть», на 2023 г. (см. прил. 1). Первая группа показателей отражает абсолютный размер компании по различным параметрам: капитализации, объемам выручки, операционной и чистой прибыли, размерам активов, собственного капитала, обязательств, чистого долга, показателю общей стоимости компании. Также в набор включены показатели в расчете на одну акцию: EPS и DPS. Набор показателей содержит различные рассчитанные нами рыночные мультипликаторы, на основе которых обычно осуществляется сравнение компаний: доходные мультипликаторы (P/E, P/S, EV/EBITDA, EV/EBIT), балансовый мультипликатор P/BV, мультипликаторы долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA, D/E), мультипликаторы рентабельности (ROE, ROA) и маржинальности (для операционной прибыли, EBITDA и чистой прибыли), коэффициент текущей ликвидности. Также учитываются совокупные среднегодовые темпы прироста выручки за пять лет, периоды погашения кредиторской и дебиторской задолженности, период оборота запасов. В набор включены различные показатели, характеризующие акции компании, не учтенные ранее: коэффициент free-float, уровень листинга обыкновенных акций, доля привилегированных акций в УК. Помимо финансовых показателей, в набор включены также следующие показатели: количество дополнительных видов деятельности, характеризующее степень диверсификации бизнеса, эффективная доля государства, а также специфические для отрасли показатели (объемы добычи нефти и газа, запасы нефти и рассчитанный показатель обеспеченности компании запасами нефти). Затем для обеспечения соизмеримости признаков была осуществлена стандартизация показателей. Так как государственное участие влияет на объемы государственной поддержки, субсидий и в конечном счете на устойчивость компании [1], то вес показателя эффективной доли государства был увеличен посредством умножения на 8 в силу его важности. В полученном 40-мерном признаковом пространстве было вычислено евклидово расстояние от рассматриваемых компаний до ПАО «Татнефть».

Таблица 1

**Значение евклидова расстояния в 40-мерном признаковом пространстве
от компаний отрасли до ПАО «Татнефть»**

ПАО	Тикер	Расстояние до ПАО «Татнефть»
Газпром нефть	SIBN	7,60
Славнефть	SLAV	8,75
Башнефть	BANE	9,33
Роснефть	ROSN	10,07
Новатэк	NVTK	11,66
Сургутнефтегаз	SNGS	13,27
РуссНефть	RNFT	13,62
Газпром	GAZP	13,65
Лукойл	LKOH	14,37
ЯТЭК	YAKG	14,59

В результате определена ближайшая к ПАО «Татнефть» компания – ПАО «Газпром нефть», которая и была выбрана в качестве компании-аналога для ПАО «Татнефть».

Вопрос 2

Согласно ЕГРЮЛ, основной вид деятельности компании по ОКВЭД – добыча сырой нефти и нефтяного (попутного) газа (код ОКВЭД – 06.10).

Вначале проанализируем динамику выручки ПАО «Татнефть» за период 2019–2023 гг., попутно разбив ее по видам деятельности.

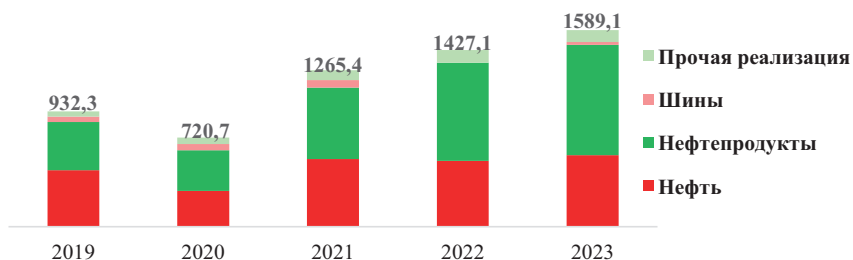


Рис. 1. Выручка ПАО «Татнефть» по видам деятельности, млрд руб.

В 2020 г. объемы выручки снизились в результате сокращения мирового спроса на нефть и нефтепродукты в период пандемии COVID-19, а также развала сделки ОПЕК+ [2]. Однако уже в 2021 г. спрос начал восстанавливаться. Основными факторами роста выручки после 2020 г. являлись повышение цен реализации сырой нефти, рост объемов продаж нефтепродуктов и повышение цен реализации нефтепродуктов [3]. Один из факторов, повлиявших на рост объемов продаж нефтепродуктов, — модернизация дочернего предприятия «Танеко» в 2021 г. и наращивание объемов производства нефтепродуктов на нем [3].

Наличие привилегированных акций является отличительной особенностью компании ПАО «Татнефть». Считается, что привилегированные акции относятся к смешанному финансированию, так как они обладают чертами как заемного капитала, так и собственного капитала (потенциально могут стать голосующими). Однако в рамках данной работы привилегированные акции будут классифицироваться, скорее, как источник долгового финансирования, поскольку они требуют постоянных фиксированных выплат и изначально являются неголосующими. По этой причине капитализация и собственный капитал компании будут включать в себя только обыкновенные акции. Итак, капитализация ПАО «Татнефть» и цена обыкновенных акций компании на конец года характеризуются динамикой, как показано на рис. 2 и 3 соответственно.



Рис. 2. Рыночная капитализация ПАО «Татнефть», млрд руб.

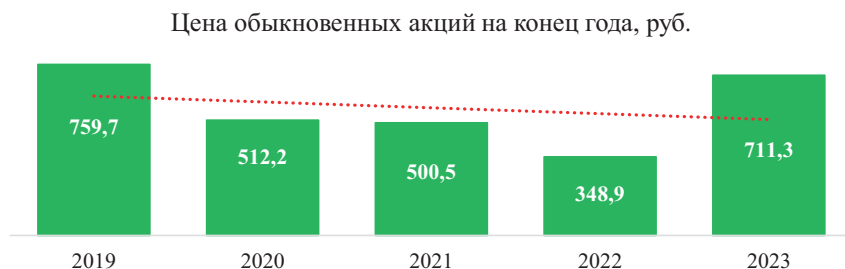


Рис. 3. Цена одной обыкновенной акции ПАО «Татнефть», руб.

Постепенное падение рыночной капитализации вплоть до 2022 г. и последующий двукратный скачок в 2023 г. объясняются колебаниями цен обыкновенных акций при неизменном количестве акций в обращении. Низкие показатели капитализации в 2020–2022 гг. следует связывать с нефтяным кризисом 2020 г., когда вслед за снижением спроса на нефть на фоне пандемии и значительного увеличения со стороны США предложения углеводородного сырья случился обвал цен на нефть, а также разрыв российского соглашения с ОПЕК, за которым последовала ценовая война с Саудовской Аравией [4]. В 2020 г. выручка от продажи российской сырой нефти за рубеж составила 72,3 млрд долл., упав на 40,8% по сравнению с 2019 г. В свою очередь, выручка от экспорта нефтепродуктов также просела, закрепившись на отметке 45,3 млрд долл., что соответствует снижению на 32,3% относительно предыдущего года [5]. Ослабления курса рубля относительно доллара в 2020 г. по сравнению с 2019 г. (71,94 руб. за долл. в 2020-м и 64,73 руб. за долл. в 2019-м [6]) было недостаточно

для того, чтобы скомпенсировать описанное сокращение экспорта сырой нефти и нефтепродуктов. Падение капитализации в 2022 г. (на фоне повышения выручки) объясняется общим падением фондового рынка России в связи с геополитической ситуацией. Другими словами, к снижению цен акций привели геополитические риски, создавшие неопределенность для инвесторов. С улучшением мировой ситуации, связанной с возрождением экономической активности после пандемии, и восстановлением цен на нефть компании удалось вплотную приблизиться к показателю капитализации пятилетней давности.

Таблица 2

Рыночная капитализация ПАО «Татнефть» за период 2019–2023 гг.

	2019	2020	2021	2022	2023
Цена об. акций, руб.	759,7	512,2	500,5	348,9	711,3
Кол-во об. акций в обращении, тыс. шт.	2 178 690,7	2 178 690,7	2 178 690,7	2 178 690,7	2 178 690,7
Рыноч. капитализация, млрд руб.	1655,15	1115,93	1090,43	760,15	1549,7

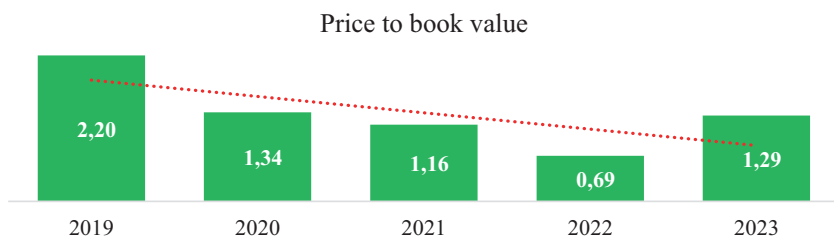


Рис. 4. Значение P/B для ПАО «Татнефть» за период 2019–2023 гг.

Отношение рыночной стоимости капитала компании к балансовой повторяет динамику рыночной капитализации, заметно проседая в 2020–2022 гг. по уже указанным причинам. Особенно тревожным для инвесторов и руководства компании выглядит PBV в 2022 г., значение которого свидетельствует о том, что рынок оценивает стоимость компании ниже ее балансовой стоимости.

В 2022–2023 гг. вся нефтегазовая отрасль России оказалась под сильным санкционным давлением со стороны стран Запада. Санкции включали введение эмбарго и установление ценового потолка на российскую

нефть и нефтепродукты со стороны ЕС [7, 8, 9], ограничения на поставки оборудования и запрет на инвестиции в совместные проекты [10]. Однако введенный ЕС потолок цен оказался неэффективным [11]. Санкционные ограничения привели к росту мировых цен на нефть, а российским нефтяным компаниям удалось перенаправить значительную часть экспорта в дружественные страны [12], наиболее сильно нарастив поставки в Индию и Китай [13]. Совместные усилия российского правительства и нефтегазовых компаний по преодолению санкционного давления, поиску новых партнеров, возможностей по страхованию, транспортировке и совершению финансовых операций позволили снизить риски и неопределенность. В результате это привело к постепенному снижению дисконта на российскую нефть и росту цен на нее. Отмечается, что за счет исключения из санкционных пакетов поставок по трубопроводу «Дружба» санкции в меньшей степени коснулись ПАО «Татнефть» и ПАО «Газпром нефть» [14]. Однако в шестом пакете ЕС ввел ограничения против шинного бизнеса «Татнефти», из-за угрозы которых «Татнефть» продала свой шинный бизнес в июне 2022 г. [15] Конечно, санкции являются вызовом для финансового благополучия и устойчивости компании, однако «Татнефть» продемонстрировала, что может успешно справляться с санкционным давлением. Под воздействием внешних событий и давления ПАО «Татнефть» не изменило долгосрочных целей относительно роста стоимости компании, но переключилась в своей деятельности с «вектора прироста нефтедобычи» на наращивание нефтепереработки и развитие нефтехимии, направляя большую часть инвестиций в эту сферу [16]. Так, ПАО «Татнефть» постепенно увеличивает долю собственной переработки нефти с 45% в 2021 г. [17] до 57 и 61% в 2022 и 2023 гг. соответственно [18], повышает глубину переработки [19, 20] и наращивает объемы выпуска светлых нефтепродуктов [20].

В целях обеспечения устойчивого развития ПАО «Татнефть» осуществляет деятельность по следующим направлениям [21]:

- 1) поддержка местных сообществ и содействие социальному развитию;
- 2) создание условий для эффективного труда и развития человеческого потенциала;
- 3) минимизация воздействия на окружающую среду;
- 4) переход к низкоуглеродной экономике и развитие технологий;
- 5) совершенствование практик корпоративного управления, обеспечения безопасности и управления ESG-рисками, в том числе в цепочке поставок.

Среди наиболее известных проектов «Татнефти» в области ESG — «Посланники ЦУР Татнефти», «Зеленый офис» и проекты CCUS. Достижения ПАО «Татнефть» в области ESG отмечались неоднократно. Так, в 2023 г. компания вошла в топ-3 ESG-рэнкинга [22], а также была удостоена награды международного медиаконкурса «Энергия пера» за развитие ESG-проектов и их популяризацию [23].

На ноябрь 2023 г. ПАО «Татнефть» занимает 3-ю позицию в ESG-рэнкинге RAEX и имеет ESG-рейтинг AA [24]. Индекс РСПП «Вектор устойчивого развития» для ПАО «Татнефть» находится на уровне В [25]. В 2022 г. компания стала первой в отраслевом рейтинге экологической открытости нефтегазовых компаний от WWF России и группы «Креон» [26]. По итогам 2022 г. компания была признана лидером рэнкинга нефтегазовых компаний с точки зрения интеграции климатической повестки АКРА [26, 27].

Вопрос 3

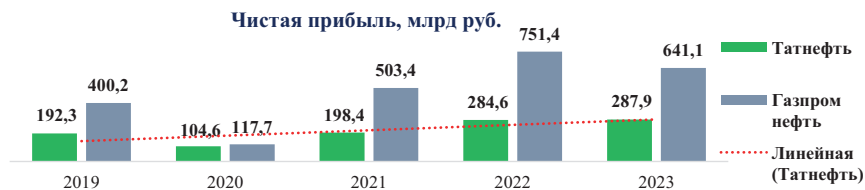


Рис. 5. ПАО «Татнефть» и «Газпром нефть»: сопоставление чистой прибыли, млрд руб. за 2019–2023 гг.

Чистая прибыль «Татнефти» показала отрицательную динамику лишь в 2020 г. в связи с нефтяным кризисом: сокращение примерно на 45%. В последующие годы компания отличилась стабильным приростом чистой прибыли, хотя в 2023 г. увеличение было едва заметным. Чистая прибыль «Газпром нефти» в целом имеет схожую динамику, но в 2023 г. продемонстрировала почти 15%-ное снижение. Компания объясняет годовую динамику прибыли «изменением макроэкономических параметров, повышением тарифов естественных монополий и ростом налоговой нагрузки» [28]. При этом «Татнефти», как и компании-аналогу, тоже не удалось продемонстрировать уверенный прирост чистой прибыли: он составил чуть более 1%. Относительно более низкая волатильность

чистой прибыли «Татнефти» свидетельствует о стабильном финансовом положении компании и ее способности противостоять рыночным колебаниям. Вместе с тем в отдельные успешные годы «Газпром нефть» достигает чистой прибыли, более чем в 2 раза превышающей чистую прибыль «Татнефти», что прежде всего связано с сокращением ее операционных расходов, то есть их эффективным управлением.

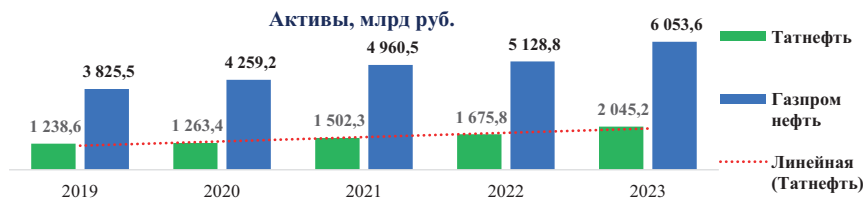


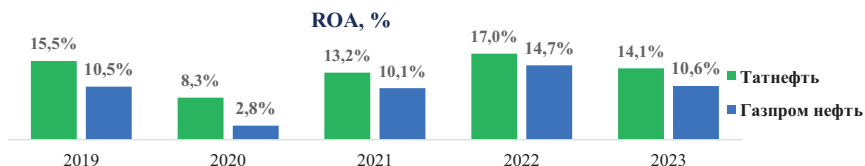
Рис. 6. ПАО «Татнефть» и «Газпром нефть»: сопоставление активов, млрд руб. за 2019–2023 гг.

У «Газпром нефти» из года в год примерно в 3 раза больше активов, чем у «Татнефти». Вероятно, такое превышение связано с тем, что «Газпром нефть» добывает нефть в труднодоступных точках, требующих серьезных вложений, например, на арктическом шельфе — месторождении «Приразломное», единственном месторождении в Арктике, которое разрабатывается в условиях замерзающего моря [29]. Обе рассматриваемые компании демонстрируют рост активов на протяжении всего периода, но с разными темпами из года в год. Например, прирост активов у «Татнефти» в 2020 г. составил только 2%, а в 2023 г. — уже 22,04%. У «Газпром нефти» рекордный прирост активов, как и у «Татнефти», наблюдается в 2023 г.: 18,03%. Причем если у «Газпром нефти» это объясняется приростом основных средств и денежных средств, то у «Татнефти» — приростом основных средств и товарно-материальных запасов при снижении денежных средств в 2 раза по сравнению с 2022 г. Стабильный рост активов (с оговоркой, что в отчетности отражается реальное положение дел фирм) является положительным сигналом и свидетельствует о здоровье и перспективах компаний.



*Рис. 7. ПАО «Татнефть» и «Газпром нефть»:
сопоставление текущей ликвидности за 2019–2023 гг.*

Анализируемые компании с 2019 по 2023 г. характеризуются коэффициентом ликвидности, не превосходящим 1, за исключением 2019 г. для «Газпром нефти» и 2022 г. для «Татнефти». При этом динамика текущей ликвидности «Татнефти» в целом положительная (без учета 2023 г.), а «Газпром нефти» — отрицательная. Дело в том, что у «Татнефти» повышение оборотных активов из года в год сопряжено либо с незначительным ростом краткосрочных обязательств, либо и вовсе с их сокращением. В случае «Газпром нефти» наблюдается рост краткосрочных кредитов и займов, который не нивелируется увеличением оборотных активов. Значение коэффициента текущей ликвидности меньше 1 в рамках нефтегазовой отрасли объясняется ее высокой капиталоемкостью, поэтому нельзя сказать, что полученный результат свидетельствует о серьезных финансовых проблемах.



*Рис. 8. ПАО «Татнефть» и «Газпром нефть»: сопоставление рентабельности активов,
%, за 2019–2023 гг.*

Рентабельность активов (ROA) «Татнефти» относительно стабильнее по сравнению с «Газпром нефтью», испытывающей заметное сокращение ROA в 2020 г. Более того, по данному показателю «Татнефть» уверенно превосходит своего конкурента во все годы, демонстрируя способность эффективно использовать свои активы для роста и генерации прибыли.

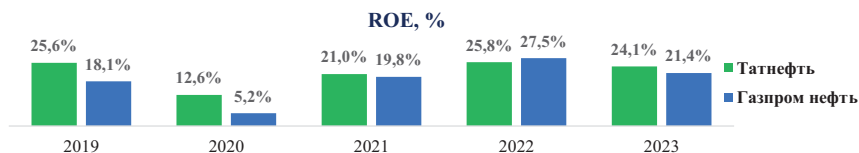


Рис. 9. ПАО «Татнефть» и «Газпром нефть»: сопоставление рентабельности собственного капитала, %, за 2019–2023 гг.

По рентабельности собственного капитала компании имеют параллельную динамику с пиком в 2022 г. Согласно разложению ROE в рамках 3-факторной модели Дюпона (см. прил. 2) основным источником колебаний ROE является финансовый рычаг (отношение активов к собственному капиталу).

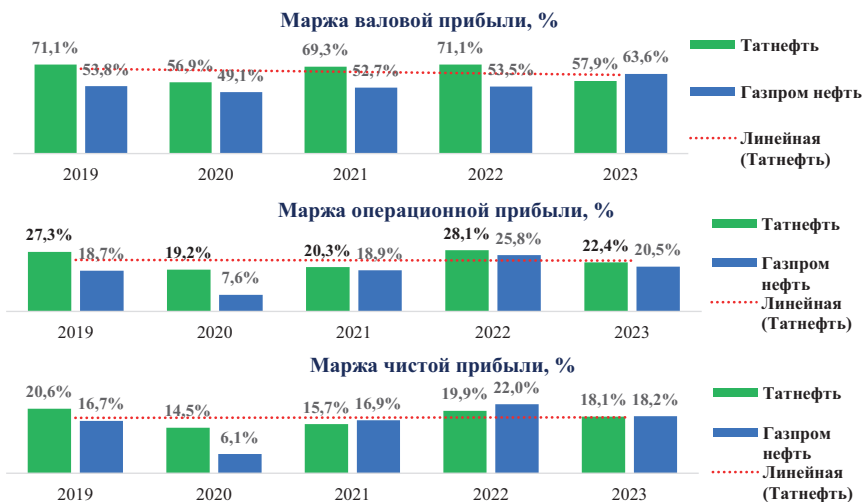


Рис. 10. ПАО «Татнефть» и «Газпром нефть»: сопоставление маржи валовой, операционной и чистой прибыли, %, за 2019–2023 гг.

Маржа валовой, операционной и чистой прибыли анализируемых компаний показывают схожую динамику в рассматриваемый период с заметным падением в 2020 г.: особенно выделяется низкая маржа операционной и чистой прибыли «Газпром нефти». В 2022 г. «Татнефти» удалось выйти на уровень своих высоких показателей 2020 г., однако результат не получилось сохранить в 2023-м, когда произошло сокращение всех трех показателей. Отрицательная динамика рассматриваемых показателей

в 2023 г. связана в первую очередь с повышением себестоимости продукции, а именно с ростом расходов на добычу нефти, переработку, реализацию, вознаграждения работников, фонд оплаты труда и транспорт. Итак, вряд ли можно сказать, что «Татнефть» улучшила эффективность управления затратами за пять лет, так как наблюдается сокращение маржи по всем трем видам прибыли в 2023 г. по сравнению с 2019 г. На момент 2023 г. обе компании показывают очень близкие значения маржи для каждого вида прибыли, а значит, находятся примерно в одинаковом положении.

Вопрос 4

В соответствии с Кодексом корпоративного управления ПАО «Татнефть» система принятия управленческих решений компании должна основываться на таких принципах, как «обеспечение законных интересов акционеров», «разграничение полномочий и определение ответственности органов управления и исполнительных органов», «функционирование высокопрофессионального и эффективного совета директоров, включающего достаточное количество независимых директоров», «поддержание безупречной деловой репутации» и «информационная открытость» [30].

Совет директоров во главе с председателем (сейчас — Р. Н. Минниханов [31]) обладает ключевыми полномочиями по стратегическому руководству компанией, определяя приоритетные направления деятельности [30]. Кроме того, в ведении совета директоров находятся следующие вопросы [32]:

- 1) система управления рисками и внутренний контроль;
- 2) повестка дня для общего собрания акционеров;
- 3) дивидендная политика (включая рекомендации общему собранию акционеров о размере и порядке выплаты дивидендов);
- 4) основные принципы информационной политики;
- 5) решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций;
- 6) размещение облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг;
- 7) контроль деятельности исполнительных органов компании.

Для более глубокой проработки основных вопросов созданы профильные комитеты: по аудиту, по назначениям и вознаграждениям, по корпоративному управлению и иные, которые занимаются конкретными аспектами управления и готовят рекомендации для совета директоров [30]. Таким образом, широкий спектр полномочий и наличие профильных

комитетов обеспечивают совету директоров возможности для достижения цели, заключающейся в увеличении прибыли компании и обеспечении ее устойчивого финансово-экономического состояния.

Для обеспечения дополнительного уровня объективности и контроля в состав совета директоров избирается не менее трех независимых директоров [30]. Сейчас ими являются управляющий директор компании G Petroconsulting Ltd. Ласло Гереч, директор Института экономики и организации промышленного производства Сибирского отделения РАН Валерий Крюков и управляющий партнер компании BVM Capital Partners Юрий Левин [31].

Общее собрание акционеров является высшим органом управления ПАО «Татнефть» и имеет кворум, если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности более 50% голосов размещенных голосующих акций. Кроме годового общего собрания, могут созываться внеочередные общие собрания по инициативе совета директоров. К ведению общего собрания относятся следующие вопросы:

- 1) изменения в Уставе и его утверждение в новой редакции;
- 2) реорганизация или ликвидация компании;
- 3) избрание членов совета директоров и досрочное прекращение их полномочий;
- 4) количество, номинал, типы объявленных акций и прав по ним;
- 5) изменение уставного капитала;
- 6) назначение аудиторской организации компании;
- 7) утверждение годового отчета, годовой финансовой отчетности, распределение прибыли (включая выплату дивидендов);
- 8) решение об участии в объединениях коммерческих организаций;
- 9) дробление и консолидация акций [32].

Кроме того, в компании функционирует Ревизионная комиссия, контролирующая финансово-хозяйственную деятельность, и исполнительные органы, обеспечивающие оперативное управление: генеральный директор (сейчас – Н. У. Маганов [33]) и Правление [30].

Крупнейший акционер ПАО «Татнефть» – Правительство Республики Татарстан в лице ОАО «Связьинвестнефтехим» (27,23% от уставного капитала и 29% голосующих акций; «золотая акция»). При этом 34% голосующих акций компании принадлежат Республике Татарстан. Остальные акционеры владеют долями меньше 5%. Так, вторым по величине акционером является кипрская фирма Vamolero Holdings Co. Limited, владеющая 2,88% акций нефтекомпании [34]. Структура акционерного капитала отражена на диаграмме (рис. 11).



Рис. 11. Структура акционерного капитала ПАО «Татнефть» в 2023 г.

ПАО «Татнефть» отличается формированием большого числа дочерних предприятий со 100%-ным участием в их уставном капитале, среди которых: Бугульминский механический завод, банк «Зенит» и нефтеперерабатывающее предприятие АО «Танеко» [34]. В 2023 г. была ликвидирована дочерняя трейдинговая компания Tatneft Europe AG со штаб-квартирой в Швейцарии [35]. При этом в II квартале 2023 г. в рамках расширения рынков сбыта Группа приобрела акции турецкой компании Aytemiz Akaryakıt Dağıtım A. Ş. и получила контроль, став единственным участником общества. Цена приобретения: 27 326 млн рублей [36].

Вопрос 5

Стратегия развития компании «Татнефть» опирается на видение, закрепленное в интегрированном годовом отчете 2023 г. [37]: «Быть устойчивой высокодоходной компанией, ответственно и эффективно производить энергию и перспективные продукты, развивая текущие и создавая новые бизнесы на основе инноваций и низкоуглеродных решений, с заботой о людях, природе и общем будущем». Для претворения видения в жизнь компания реализует проекты в следующих целях:

- **Развитие технологий.** Компания планирует достичь 100%-ного технологического суверенитета, который позволит нивелировать риски, сопряженные с импортными поставками [37]. Также компания собирается внедрять инновационные ИТ-решения по всей цепочке создания стоимости.

- **Повышение эффективности.** «Татнефть» планирует повышать глубину переработки нефти, обновлять существующие технологические комплексы и строить новые с учетом передовых разработок, а также повышать качество корпоративного управления.
- **Диверсификация бизнеса.** В планах компании довести долю нетопливных бизнесов до 20% в операционной прибыли к 2030 г. [37]. Для этого будет развиваться нефтегазохимия, продукты в области композитных материалов, биотехнологии.
- **ESG-трансформация.** В рамках этой парадигмы «Татнефть» интегрирует принципы устойчивого развития во все бизнес-процессы, а также развивает человеческий капитал и социальную инфраструктуру. Компания планирует снизить выбросы парниковых газов на 30% в 2030 г. и достичь углеродной нейтральности к 2050 г. в части контролируемых выбросов парниковых газов [37].

Инвестиционная политика компании согласована с ее целями развития и поэтому способна обеспечить их достижение. Для вывода собственной технологической базы на новый уровень «Татнефть» направляет значительные инвестиции в инновационную деятельность, развивает научно-исследовательский кластер, в рамках которого трудятся порядка 2600 человек. Инвестиции в инновации составили 12,6 млрд рублей в 2023 г., из которых почти половина связана с внедрением разработанных технологий, то есть затраты дадут положительный эффект на EBIT уже в кратко- и среднесрочном периоде. Однако инвестиции в проекты, направленные на повышение технологического суверенитета, составили лишь 2,2% от общей величины инвестиций в инновационную деятельность в 2023 г., что делает достижение цели в 100% технологического суверенитета в ближайшем будущем нереалистичным, учитывая масштабность и сложность подобной трансформации компании в современном мире [37].

Также компания активно вкладывается в рост эффективности существующей инфраструктуры, обеспечивает повышение отдачи от инвестиций в инновации. Климатическая стратегия является ключевым элементом вложений «Татнефти»: уже более 10 проектов были зарегистрированы в Российском реестре углеродных единиц [38, 39], что говорит о высоких экологических стандартах, соблюдаемых при планировании инвестиций. Это свидетельствует о том, что компания коммерциализирует свой ESG-переход, тем самым нивелируя негативное влияние на финансовые показатели. В рамках программы по диверсификации бизнеса «Тат-

нефть» в 2023 г. вернулась к производству шин, для чего закладывает завод по производству полимерной серы [40], также в планах наращивание производства стеклопластиковых труб [41].

Одним из самых успешных проектов компании «Татнефть» можно считать нефтеперерабатывающее предприятие «ТАНЕКО» в Нижнекамске, строительство которого было начато в 2005 г. и которое стало первым подобным проектом на постсоветском пространстве. По состоянию на конец 2023 г. суммарные инвестиции в комплекс достигли 580 млрд рублей, введено в эксплуатацию 35 технологических установок. За 2023 г. переработано 17,1 млн тонн нефти, выход светлых нефтепродуктов составил 82%, а глубина переработки — 99,4%, что делает завод одним из флагманских НПЗ в России [42, 43].

Также стоит отметить приобретенный в 2021 г. завод «Экопэт», который является единственным в России и крупнейшим в Европе предприятием по производству ПЭТФ (сырье для ПЭТ-бутылок) [44]. Это вложение способно дать синергетический эффект с остальным бизнесом «Татнефти»: компания планирует вложить 91 млрд рублей в завод терефталевой кислоты (требующейся при производстве ПЭТФ) на базе НПЗ «ТАНЕКО» [45]. Оба проекта демонстрируют устойчивый рост, при этом чистая прибыль завода «Экопэт» в 2023 г. составила 900 млн рублей, а НПЗ «ТАНЕКО» — 26,21 млрд рублей [34].

Инвестиционная активность компании стабильно растет на рассматриваемом временном интервале, при этом снижение объема денежных средств, использованных в инвестиционной деятельности, в 2022 г. на 32% вызвано возвратом денежных средств с депозитов и отказом от значительных новых размещений, и оно не связано с менее интенсивными вложениями в бизнес (которые, напротив, выросли на 35%). В 2023 г. можно наблюдать рекордный прирост инвестиций в приобретение основных средств: на 63 млрд рублей в абсолютном выражении. По информации «Татнефти», вложения в основные средства связаны со строительством комплекса «ТАНЕКО», строительством скважин, обустройством месторождений и развитием нефтехимического бизнеса [3].



Рис. 12. Инвестиционная деятельность ПАО «Татнефть» за 2019–2023 гг.

Вопрос 6

Перейдем к анализу структуры капитала ПАО «Татнефть». Поскольку компания является публичной, то рыночная оценка собственного капитала — это капитализация на 31 декабря соответствующего года. Долг делится на облигационный заем, кредиты и привилегированные акции (см. обоснование в п. 2). Оценка кредита берется по балансовой стоимости, а стоимость привилегированных акций — по рыночной. Для анализа достаточно использовать балансовую оценку облигационного займа, учитывая, что в отчетах МСФО отражаются также облигации дочерних компаний, при этом материнская компания ПАО «Татнефть» погасила свой последний облигационный долг в 2022 г. Ценные бумаги, эмитированные единственной дочерней компанией — банком «Зенит», имеют низкую ликвидность, а также волатильны, что делает их рыночную цену ненадежной. Объем этих облигаций мал (<5% кап. структуры). Показатель Долг/Собственный капитал мал и снижается на протяжении рассматриваемого отрезка времени. Такая динамика объясняется тем, что «Татнефть» предпочитает финансировать проекты за счет собственного капитала, а не за счет заемных средств, выплачивая при этом значительную часть прибыли в виде дивидендов (см. раздел 7). Поэтому знаменатель показателя Долг/Собственный капитал растет медленно при относительно небольшом и постоянном числителе. Ключевые показатели, характеризующие структуру капитала компании ПАО «Татнефть», отражены в табл. 3.

Таблица 3

**Ключевые показатели, характеризующие структуру капитала
ПАО «Татнефть» за период 2019–2023 гг.**

Год	2019	2020	2021	2022	2023
Структура капитала в рыночн. ценах $\left(\frac{\text{Долг}}{\text{Собств. капитал}} \right)$	9,03%	9,38%	9,16%	8,52%	8,21%
Финансовый рычаг	-	-	-	1,09	1,02
Операционный рычаг	-	-	-	1,49	1,59
Коэффициент Долг/EBITDA	-	-	0,337	0,136	0,308
Коэффициент покрытия процентов $\frac{EBITDA}{\% \text{ по кредитам}}$	-	-	34,51	58,63	17,53
Отношение краткоср. кредитов и займов к активам	1,58%	0,87%	1,50%	0,16%	0,24%
Коэффициент Чистый долг/EBITDA	-	-	-0,116	-0,323	-0,148

Финансовый и операционный рычаги рассчитаны на основе показателей отчетности 2022 и 2023 гг. Значение операционного рычага для того или иного года зависит от классификации расходов на постоянные и переменные. В отчетности не представлено готовой классификации расходов по типам, поэтому мы провели самостоятельное разделение издержек. Привилегированные дивиденды взяты с сайта компании [46]. Операционный рычаг можно интерпретировать так, что если выручка вырастет (снизится) на 1%, то операционная прибыль вырастет (снизится) на 1,59% или на 1,49% в 2023 и 2022 гг. соответственно. Если операционная прибыль вырастет (снизится) на 1%, то чистая прибыль вырастет (снизится) на 1,02% или на 1,09% в 2023 и 2022 гг. соответственно. То есть компания имеет существенный запас прочности на случай изменения рыночной конъюнктуры в негативную сторону, что позволяет говорить о стабильности ее ключевых показателей. Это особенно важно, учитывая отраслевую специфику компании и высокую волатильность на рынке нефти, которая определяется геополитическими факторами. Переход к низкоуглеродному производству в развитых странах может снизить в долгосрочном и средне-

срочном периодах спрос на основную продукцию компании, поскольку география сбыта компании такова, что 40% выручки приходится на экспортные продажи [47, 48].

Кредитный рейтинг по Expert RA: ruAAA (максимальная кредитоспособность) неизменен в течение 2022–2023 гг. [49]. Рейтинг по АКРА отсутствует. У компании «Татнефть» на данный момент нет заложенного имущества по заемному финансированию.

Средний показатель Чистый долг/EBITDA по 156 крупнейшим российским компаниям составляет 2,46 [50]. Для компании «Татнефть» данный показатель является отрицательным и равен $-0,15$ (при этом Долг/EBITDA = 0,3 в 2023 г.), то есть компания имеет крайне низкий риск дефолта. На это указывает и высокий коэффициент покрытия процентов — 17,53 в 2023 г.

Как следует из предыдущих расчетов и анализа, долг, а следовательно, и краткосрочный долг играют незначительную роль в формировании активов компании. Мы рассчитали показатель «Отношение краткосрочных кредитов и займов к активам» и убедились, что его значение близко к нулю, при этом его динамика неоднозначна. Финансирование неоперационной деятельности (инвестиций) для такой компании, как «Татнефть», означает разведку новых месторождений и их обустройство для добычи, что предполагает крупные капиталовложения, сроки окупаемости которых составляют от 5,5 до 17 лет [51]. Для подобных проектов предпочтительнее долгосрочные займы (более года) согласно «золотому правилу» управления активами. Однако, поскольку компания является вертикально интегрированной, то, например, строительство очередной АЗС не требует большого количества времени и может быть осуществлено в короткие сроки. Как правило, стоимость обслуживания краткосрочного долга ниже, чем долгосрочного, следовательно, для подобных проектов компания может прибегнуть к краткосрочному займу.

Компания имеет сложную структуру долгового портфеля. В нее входят банковские кредиты, облигации, госсубсидии, векселя и субординированные займы как дочерних производственных предприятий, так и дочернего банка «Зенит». Стоит отметить, что кредиты в иностранной валюте имеют привязку к LIBOR (+1,1, +1,25 или +1,5%), либо к ключевой ставке. Кредиты в иностранной валюте являются преимущественно долгосрочными. Например, последним из подробной отчетности 2021 г. (после начала СВО перестали писать подробно о кредитных соглашениях в валюте) упоминается соглашение на 55 млн евро 2013 г. на срок 10 лет, то есть срок погашения — 2023 г. По облигационным, рублевым кредитным займам,

а также для дивидендов по привилегированным акциям ставка является фиксированной. Изменение объема процентных платежей по долгу практически не приводит к изменению чистой прибыли — на данный показатель оказывают влияние другие существенные факторы, описанные выше.

Таким образом, у компании существует значительный потенциал заимствования, поскольку показатели, рассчитанные в рамках анализа структуры капитала, указывают на способность компании обеспечивать обслуживание долга даже в условиях высоких процентных ставок в экономике. Например, можно привлекать кредиты со ставкой, привязанной к ключевой ставке, поскольку, по прогнозам ЦБ РФ, к 2026 г. ожидается возвращение к цели по инфляции и можно ожидать смягчения кредитных условий.

Вопрос 7

«Татнефть» выплачивает дивиденды три раза в год: по итогам шести месяцев, девяти месяцев и по итогам года [52]. Стоит отметить, что дивиденд по обыкновенным акциям компании не гарантирован, при этом владельцы привилегированных акций имеют право на получение ежегодного фиксированного дивиденда, составляющего 100% от номинальной стоимости привилегированной акции, если иное решение не принято общим собранием акционеров [53]. Однако при нормальной экономической конъюнктуре дивиденды по этим двум видам акций равны, так как номинал привилегированных акций значительно ниже размера дивиденда, выплачиваемого компанией за период. Так, за период с 2019 по 2023 г. между двумя типами акций дивидендные выплаты не совпали только по итогам 2019 г., когда по привилегированным акциям был утвержден минимальный дивиденд в размере 1 рубля на акцию (номинал), а по обыкновенным акциям компания приняла решение не платить. При этом привилегированные акции характеризуются несколько более высокой дивидендной доходностью (10,9% в среднем с 2019 по 2023 г. против 10,5%, см. прил. 3).

В последние годы «Татнефть» не проводила значительные выкупы собственных акций, последняя крупная сделка состоялась в апреле 2016 г., когда «Группа выкупила 20 млн собственных акций у связанной с российскими правительственными учреждениями и государственными организациями компании на сумму 7168 млн рублей» [54]. Говоря о выкупе акций с рынка, представители компании в 2021 г. заявляли о возможности создания программы buy-back, однако она так и не была запущена [55].



Рис. 13. Дивидендные выплаты ПАО «Татнефть» за 2019–2023 гг.

Дивидендная политика ПАО «Татнефть» характеризуется стабильностью, а спад выплат 2020 г. связан со значительным внешним шоком. В период 2020–2023 гг. выплаты дивидендов по обыкновенным акциям росли высокими темпами, что делает их хорошим выбором для дивидендной части портфеля акций. При этом доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов, претерпевала изменения в последние годы, однако даже на самом низком уровне составляла порядка 50%.

У компании есть утвержденное «Положение о дивидендной политике», в котором дивиденды закреплены как один из ключевых показателей инвестиционной привлекательности компании «Татнефть» [53]. Поэтому в данном положении закреплены условия выплаты дивидендов, ориентированные на обеспечение интересов инвестора. Выплаты производятся при наличии положительной прибыли компании, которая рассчитывается как максимальная величина из прибыли по МСФО или РСБУ. Целевой объем средств, выделяемых на выплаты по дивидендам, составляет не менее 50% от прибыли за соответствующий период. Более того, на дивидендные выплаты могут быть направлены все свободные денежные средства, оставшиеся после финансирования инвестиционных программ, исполнения обязательств и выделения резервов, необходимых для продолжения хозяйственной деятельности компании.

ПАО «Газпром нефть», в свою очередь, выплачивает дивиденды по акциям два раза в год [56]. Это происходит в первый раз по итогам полугодия или же девяти месяцев отчетного года, а во второй раз — по итогам отчетного года. В свободном обращении находится всего 4,32% акций компании, остальные являются собственностью ПАО «Газпром» [56]. Также стоит отметить, что из-за низкой доли free-float акции ПАО «Газпром нефть» не входят в индекс Мосбиржи. В связи с такой низкой долей акций в свободном обращении программы выкупа акций являются нецелесообразными для компании и ею не осуществляются. Напротив, в конце 2020 г. менеджмент компании заяв-

лял, что рассматривается перспектива вывода на рынок большей доли акций компании [57].



Рис. 14. Дивидендные выплаты ПАО «Газпром нефть» за 2019–2023 гг.

Дивиденды компании после снижения в 2020 г. восстановились и даже превысили предыдущий уровень, демонстрируя устойчивый рост. После того как в 2019 г. на дивиденды было направлено 45% чистой прибыли по МСФО, в последующие годы компания стала направлять большую часть прибыли на дивиденды, в 2023 г. этот показатель достиг 76%. «Газпром нефть» также имеет утвержденное положение о дивидендной политике [58]. По сравнению с ПАО «Татнефть» важность выплаты дивидендов для компании в нем обозначена менее явно, однако целевой уровень установлен на уровне 50% от чистой прибыли по МСФО с учетом ряда корректировок (таких как курсовая разница, убыток от обесценения, целевые средства для инвестиций). Принятие решения о выплате дивидендов возможно в конце любого из четырех кварталов.

Сопоставляя дивидендную политику компаний, отметим, что вложение средств в ПАО «Татнефть» предоставляет более определенные гарантии выплат дивидендов, а также подчеркивает их важность в стратегии развития компании. В то же время исторические данные о дивидендных доходностях по обыкновенным акциям компаний за период с 2019 по 2023 г. демонстрируют схожесть выплат двух компаний: средний показатель составил 10,7% для ПАО «Газпром нефть» и 10,5% для ПАО «Татнефть» (см. прил. 4). Таким образом, в случае если инвестор преследует своей целью получение доходов от дивидендов, то инвестиции в эти компании в равной степени привлекательны. Однако необходимо принимать во внимание, что большой пакет акций «Газпрома» в структуре собственности «Газпром нефти» несет риски недоучета интересов миноритарных акционеров при принятии решений о дивидендных выплатах.

Вопрос 8

В данном разделе раскроем методы, использованные нами при расчете средневзвешенных затрат на капитал (WACC) для ПАО «Татнефть». Данные анализируются на конец 2023 г. Первым шагом в рамках расчета WACC является идентификация компонент, которые будут включены в расчет. Одним из принципов отбора составляющих стоимости капитала является существенная доля используемого в расчетах источника финансирования. ПАО «Татнефть» минимально использует заемное финансирование, по состоянию на 31 декабря 2023 г. кредиты и займы составляли только 1,5% от стоимости собственного капитала, поэтому данный источник не включается в расчет WACC. Согласно принятому на практике критерию о включении в состав WACC источников, которые занимают более 5% в общем объеме финансирования, мы не будем использовать долг компании в дальнейших расчетах в силу его низкой доли. Таким образом, в качестве источников финансирования компании мы рассматриваем собственный капитал и привилегированные акции с долями 93,69 и 6,31% соответственно (по рыночной оценке, на конец 2023 г.). Такая структура компании на рассматриваемом временном интервале 2019–2023 гг. оставалась стабильной, и мы можем обоснованно считать, что она сохранится для будущих проектов ПАО «Татнефть». Соответственно, считаем WACC по формуле:

$$WACC = \left(r_e \cdot \frac{E}{Capital} \right) + \left(r_p \cdot \frac{PS}{Capital} \right).$$

Теперь рассмотрим каждый из источников по отдельности. Требуемая доходность по привилегированным акциям рассчитывается разными способами в зависимости от того, ожидается ли рост дивиденда в будущем или нет. Опираясь на исторические данные, компания регулярно повышает дивиденды по привилегированным акциям, при этом их размер в соответствии с «Положением о дивидендной политике» привязан к величине чистой прибыли. В связи с этим в качестве ожидаемого темпа прироста дивидендов берем средний темп прироста прибыли за последние пять лет (2019 г. — докризисный, поэтому искажения не происходит), он составляет 10,61%. Так как расчет производим на конец 2023 г., то берем стоимость привилегированных акций на этот момент — 708 рублей, а также ожидаемый дивиденд за 2024 г.: 81,45 рубля — и применяем следующую формулу:

$$r_p = \frac{DPS_{2024}}{P_{2023}} + g.$$

В результате требуемая доходность по привилегированным акциям составляет 22,12%.

Перейдем к расчету стоимости собственного капитала (r_e), вычисление которой осуществляется по формуле CAPM.

Одним из классических подходов при расчете стоимости собственного капитала является использование в качестве безрисковой ставки доходности казначейских облигаций США и дальнейшая корректировка на страновой и валютный риски:

$$r_e = R_f + \beta \cdot ERP + SizeRP + SpecificRP + CurrencyRP.$$

В качестве безрисковой ставки используется доходность 10-летних казначейских облигаций США (U. S. T-bonds) по данным ФРС США [59], рассчитанная как средняя величина их рыночной YTM за декабрь 2023 г., которая составляет 4,02%. Стоит отметить, что средняя доходность к погашению (YTM) за декабрь 2023 г. вместо YTM на 29 декабря 2023 г. используется для того, чтобы избежать риска резких колебаний.

Для расчета беты (β) используется метод компаний-аналогов. Выбор компаний-аналогов для «Татнефти» осуществляется в соответствии с результатами расчетов расстояний от выделенных компаний до ПАО «Татнефть», проведенных в пункте 1. По результатам данных расчетов (см. табл. 1) видно, что ближайшими компаниями являются следующие пять компаний: ПАО «Газпром нефть», ПАО «Славнефть», ПАО «Башнефть», ПАО «Роснефть» и ПАО «Новатэк». После «Новатэка» наблюдается существенный разрыв в расстоянии компаний до «Татнефти», и оставшиеся пять компаний расположены на приблизительно одинаковом расстоянии, но отдалены от нее. Поэтому при выборе группы компаний-аналогов граница была проведена по «Новатэку», и она стала наиболее удаленной компанией, включенной в группу компаний-аналогов. Это деление является оптимальным, так как позволяет соблюсти требования относительно количества компаний, необходимых для расчета беты методом компаний-аналогов, и учитывает удаленность компаний от «Татнефти» в признаковом пространстве. Однако «Славнефть» — единственная из рассматриваемых изначально компаний, по которой нет данных о регулярных биржевых торгах, поэтому она исключается из рассмотрения. Итого остается четыре ближайшие к «Татнефти» компании-аналога: ПАО «Газпром нефть», ПАО «Башнефть», ПАО «Роснефть», ПАО «Нова-

тэк». Расчет бет для каждой из них осуществляется на основе еженедельных данных за классический 5-летний период 2019–2023 гг. по формуле

коэффициента наклона в регрессии: $\beta = \frac{Cov(r_s, r_m)}{Var(r_m)}$, где r_s — доходность

акций компании-аналога, рассчитанная по цене закрытия на конец недели [60, 61, 62, 63]; r_m — доходность рыночного индекса, рассчитанная по цене закрытия на конец недели. В качестве рыночного прокси используем S&P500 [64], так как локальные индексы недостаточно диверсифицированы. В результате долговая бета для «Татнефти» составила 0,399. Этот результат может считаться устойчивым, несмотря на высокую волатильность российского рынка акций, поскольку получен путем агрегации данных о нескольких компаниях отрасли, поэтому специфические шоки отдельных компаний сглажены.

Премия за рыночный риск (*ERP*) составляет 11,8% согласно рыночной экспертизе (Damodaran): Equity Risk Premium [65] для России на конец 2023 г. Стоит отметить, что к этому моменту оценка премии за рыночный риск в России, по оценкам западного аналитика перестала носить спекулятивно высокий характер (как это было в середине 2023 г. со значением 18,2% [66]), поэтому она может быть использована в расчетах.

Премия за размер компании (*SizeRP*) берется на основе значений по децилям, предложенных Duff & Phelps 2020. Для этого капитализация ПАО «Татнефть» на 29 декабря 2023 г. переводится в доллары по официальному курсу на эту дату [67] и сопоставляется с границами децилей Duff & Phelps, в результате чего берется премия за размер, равная 0,45%. Премия за специфический риск (*SpecificRP*) берется равной 2% на основе мнений аналитиков [68], что является довольно стандартным значением премии за специфический риск, которая обычно составляет от 1 до 3%.

Премия за валютный риск (*CurrencyRP*) рассчитывается как разность доходности к погашению 10-летних ОФЗ [69] и доходности к погашению государственных 10-летних долларовых еврооблигаций Минфина России [70]. Стоит отметить, что вновь для того, чтобы избежать риска резких колебаний, используется средняя доходность к погашению за декабрь 2023 г. вместо УТМ на 29 декабря 2023 г. В результате премия за валютный риск составила 6,45%.

Согласно данному подходу, стоимость собственного капитала ПАО «Татнефть» равна 18,08%, а значение WACC для ПАО «Татнефть» составляет 18,34%.

Однако в условиях характерной для рассматриваемого временного периода обособленности российского финансового рынка от американского предпочтительнее оценивать стоимость собственного капитала, опираясь исключительно на российский рынок:

$$r_e = R_f + \beta \cdot ERP + SizeRP + SpecificRP$$

В этом альтернативном подходе в качестве безрисковой ставки используется доходность к погашению 10-летних ОФЗ, а в качестве рыночного прокси при расчете бет – индекс Мосбиржи (IMOEX) [71]. Оценка стоимости собственного капитала с опорой исключительно на российский рынок равна 19,07%, а WACC составляет 19,26%.

В целом оценки WACC, полученные двумя способами, схожи. Однако для рассматриваемого временного периода стоит все-таки отдать предпочтение второму способу оценки стоимости собственного капитала на основе только российского рынка, согласно которому WACC для ПАО «Татнефть» составляет 19,26%.

Список литературы

1. Долгих С. И., Потанин Б. С. Влияние государственного управления на эффективность российских фирм // Проблемы прогнозирования. 2023. № 1(196). С. 90–103. DOI: 10.47711/0868-6351-196-90-103
2. Обзор мировых энергетических рынков: рынок нефти, январь 2021 г. Центр макроэкономических исследований НИФИ Минфина России. URL: https://www.nifi.ru/images/FILES/energo/2021/oilmarket_january_2021.pdf (дата обращения: 10.03.2025).
3. Анализ руководством компании финансового состояния и результатов деятельности за годы, закончившиеся 31 декабря 2023 и 2022 гг.; за годы, закончившиеся 31 декабря 2022 и 2021 гг.; и за годы, закончившиеся 31 декабря 2021 и 2020 гг. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/65f44dc9e56ab839192064.pdf>, <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/64171c26274c0450977340.pdf>, <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/623030f628004167110376.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
4. Герасимчук З. В., Синицын И. Б., Ктрян А. Г. Нефтяной кризис 2020 года: причины, последствия и пути решения // Journal of Economy and Business. 2022. Vol. 5–1 (87).
5. РБК: Экономика, 08.02. 2021: «Выручка от экспорта российской нефти в 2020-м упала на 40%». URL: <https://www.rbc.ru/economics/08/02/2021/60213c8a9a79470bc3c75a39> (дата обращения: 10.03.2025).

6. Интерфакс: Экономика, 14.01.2021: «Реальный эффективный курс рубля в 2020 году снизился на 14%». URL: <https://www.interfax.ru/amp/745185> (дата обращения: 10.03.2025).
7. РИА Новости, 05.12.2022: «Нефтяное эмбарго и ценовой потолок: что это значит для России и Европы». URL: <https://ria.ru/20221205/embargo-1835993283.html> (дата обращения: 10.03.2025).
8. РБК: Война санкций, 04.02.2023: «Последствия введения эмбарго на российские нефтепродукты». URL: <https://www.rbc.ru/business/04/02/2023/63db6d69a79477ac5a41d99> (дата обращения: 10.03.2025).
9. РБК: Война санкций, 02.12.2022: «Последствия введения потолка цен на российскую нефть». URL: <https://www.rbc.ru/business/02/12/2022/637dd9519a7947da0e7dd7b5> (дата обращения: 10.03.2025).
10. ТЭК России в условиях санкционных ограничений // Аналитический центр при Правительстве РФ. Энергетические тренды. Выпуск № 106, март 2022. URL: <https://ac.gov.ru/uploads/2-Publications/energo106.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
11. ТАСС: Мировые цены на нефть, 03.10.2023: «Новак назвал неэффективным потолок цен на российскую нефть». URL: <https://tass.ru/ekonomika/18898867> (дата обращения: 10.03.2025).
12. РБК: Война санкций, 10.02.2023: «Россия перенаправила в дружественные страны почти четверть экспорта». URL: <https://www.rbc.ru/economics/10/02/2023/63e2411a9a794730042580a5> (дата обращения: 10.03.2025).
13. РБК: Война санкций, 27.12.2023: «Новак оценил долю поставок российской нефти в Европу». URL: <https://www.rbc.ru/business/27/12/2023/658ba2729a79477536657b7e> (дата обращения: 10.03.2025).
14. Forbes: Инвестиции, 27.10.2022: «Под потолком цен и вблизи эмбарго: что будет с акциями российских нефтяных компаний». URL: <https://www.forbes.ru/investicii/480296-pod-potolkom-cen-i-vblizi-embargo-cto-budet-s-akciami-rossijskih-neftnyh-kompanij> (дата обращения: 10.03.2025).
15. РБК: Татарстан, 14.05.2022: ««Татнефть» продала шинный бизнес». URL: <https://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/627f54b09a79474e9cc8f43b> (дата обращения: 10.03.2025).
16. РБК: Татарстан, 12.07.2022: «Маганов: «Татнефть» не меняла долгосрочные цели из-за санкций». URL: <https://rt.rbc.ru/tatarstan/12/07/2022/62cd45a59a7947140c2c9132> (дата обращения: 10.03.2025).
17. ПАО «Татнефть». Анализ руководством компании финансового состояния и результатов деятельности за годы, закончившиеся 31 декабря 2023 и 2022 гг. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/65f44dc9e56ab839192064.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).

18. ПАО «Татнефть». Анализ руководством компании финансового состояния и результатов деятельности за годы, закончившиеся 31 декабря 2022 и 2021 гг. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/64171c26274c0450977340.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
19. ПАО «Татнефть», пресс-центр, 21.06.2021: ««ТАНЕКО» повышает технологическую гибкость нефтепереработки». URL: <https://www.tatneft.ru/news/4672> (дата обращения: 10.03.2025).
20. ПАО «Татнефть»: Отчет эмитента ценных бумаг за 12 месяцев 2023 г. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/661530ad09a5a940164762.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
21. Политика ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина в области устойчивого развития и взаимодействия с заинтересованными сторонами, Альметьевск, 2022. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/6290be1929efe102954147.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
22. ПАО «Татнефть», пресс-центр, 10.10.2023: ««Татнефть» — среди лидеров ESG-рэнкинга». URL: <https://www.tatneft.ru/news/5141> (дата обращения: 10.03.2025).
23. ПАО «Татнефть», пресс-центр, 11.10.2023: «ESG-повестка «Татнефти» — через энергию пера!». URL: <https://www.tatneft.ru/news/5143> (дата обращения: 10.03.2025).
24. RAEX, 01.11.2023: ESG-рэнкинг российских компаний RAEX (ноябрь 2023 года). URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/ESG_rating_companies/2023.11/ (дата обращения: 10.03.2025).
25. РСПП: Компании, вошедшие в индексы РСПП по устойчивому развитию (ESG-индексы). URL: https://rspp.ru/upload/content/242/zyin6mfuo00qqipt1q5ekna5j8ambq4q/Indeksy-RSPP_v02.pdf (дата обращения: 10.03.2025).
26. ESG-рейтинги ПАО «Татнефть». URL: https://www.tatneft.ru/sustainable_development/ratings (дата обращения: 10.03.2025).
27. ПАО «Татнефть»: Рейтинги: позиции в ESG-рейтингах. URL: <https://www.tatneft.ru/news/5072> (дата обращения: 10.03.2025).
28. Интерфакс: Экономика, 14.03.2024: «Прибыль «Газпром нефти» по МСФО в 2023 году снизилась на 14,7%». URL: <https://www.interfax.ru/business/950473> (дата обращения: 10.03.2025).
29. Газпромбанк Инвестиции: обзор компаний: «Обзор «Газпром нефть»: эффективная нефтегазовая компания». URL: <https://gazprombank.investments/blog/reviews/gazprom-neft/> (дата обращения: 10.03.2025).
30. Кодекс корпоративного управления ПАО «Татнефть» имени В. Д. Шашина, Альметьевск, 2022. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/623dad39df79e207871283.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).

31. ТАСС, 26.07.2022: «Глава Татарстана Минниханов вновь возглавил Совет директоров «Татнефти»». URL: <https://tass.ru/ekonomika/15313487/amp> (дата обращения: 10.03.2025).
32. Устав ПАО «Татнефть» имени В.Д. Шашина. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/64c3c3c5d28f0682774361.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
33. ПАО «Татнефть»: История группы «Татнефть», руководители компании. URL: <https://old.tatneft.ru/o-kompanii/istoriya-gruppi-tatneft/rukovoditeli-kompanii?lang=ru> (дата обращения: 10.03.2025).
34. СПАРК. URL: <https://spark-interfax.ru/> (дата обращения: 10.03.2025).
35. Реальное время: Промышленность, 16.01.2023: «Татнефть» закрыла штаб-квартиру в Цуге: экспорт нефти по морю остановлен». URL: <https://m.realnoevremya.ru/articles/270802-tatneft-likvidirovala-tatneft-europe-ag-i-tatneft-explora-ag> (дата обращения: 10.03.2025).
36. ПАО «Татнефть», 31.12.2023: Финансовая отчетность по МСФО 2023. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/65f44db534be0895805001.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
37. ПАО «Татнефть»: Интегрированный годовой отчет 2023 «Энергия жизни». URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/667d6dafd035a633648981.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
38. Интерфакс: Экономика, 09.02.2024: «Татнефть» зарегистрировала два проекта в реестре углеродных единиц». URL: <https://www.interfax.ru/business/945451> (дата обращения: 10.03.2025).
39. ПАО «Татнефть», пресс-центр, 24.06.2024: «В активе «Татнефти» 10 климатических проектов». URL: <https://www.tatneft.ru/news/5202> (дата обращения: 10.03.2025).
40. Нефтегаз Про (NEFTEGAZPRO.RU — сайт о строящихся объектах). Заводы: ««Татнефть» построит новый завод по выпуску полимерной серы в Альметьевске». URL: <https://neftegazpro.ru/zavody/tatneft-postroit-novyi-zavod-po-vypusku-polimernoi-sery-v-almetevske> (дата обращения: 10.03.2025).
41. Поли Про (Poly&Pro), 02.03.2022: «Татнефть» нарастит производство стеклопластиковых труб». URL: https://polyprofi.ru/news/tatneft_narastit_proizvodstvo_stekloplastikovykh_trub.html [дата обращения: 10.03.2025].
42. Онлайн-журнал «Энергия+»: «Топ-5 самых-самых нефтеперерабатывающих заводов в России и мире». URL: <https://e-plus.media/arctice/top-5-samyh-samyh-neftepererabatyvayushhih-zavodov-v-rossii-i-mire/> (дата обращения: 10.03.2025).

43. Министерство финансов Республики Татарстан: «Рустам Минниханов: «ТАНЕКО» имеет стратегическое значение для экономики страны». URL: <https://minfin.tatarstan.ru/index.htm/news/2266631.htm> (дата обращения: 10.03.2025).
44. ТАСС, 08.06.2021: «Татнефть» купила крупнейшего в России производителя сырья для выпуска бутылок и упаковки». URL: <https://tass.ru/ekonomika/11598669> (дата обращения: 10.03.2025).
45. Интерфакс: Экономика, 13.10.2023: ««Татнефть» вложит 91 млрд руб. в строительство завода терефталевой кислоты». URL: <https://www.interfax.ru/business/925832> (дата обращения: 10.03.2025).
46. ПАО «Татнефть»: История дивидендных выплат. URL: <https://www.tatneft.ru/dividends/history> (дата обращения: 10.03.2025).
47. World Bank Group & ESMAP: «Достижение углеродной нейтральности к 2060 году: Безопасное и устойчивое энергетическое будущее стран Европы и Центральной Азии». URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022124142022825/pdf/P1777441575b3b0d41b5fa19e4f1d761211.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
48. Газпромбанк Инвестиции: обзор компаний, 08.01.2024: ««Татнефть»: ставка на нефтепереработку и дивиденды». URL: <https://gazprombank.investments/blog/reviews/tatneft/> (дата обращения: 10.03.2025).
49. РА Эксперт: рейтинговые действия, 27.03.2024: ««Эксперт РА» подтвердил кредитный рейтинг ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина на уровне ruAAA». URL: <https://raexpert.ru/releases/2024/mar27b> (дата обращения: 10.03.2025).
50. Блог Smart-lab: Показатель Долг/EBITDA по 256 российским компаниям. URL: https://smart-lab.ru/q/shares_fundamental3/?sector_id%5B%5D=1§or_id%5B%5D=2§or_id%5B%5D=14§or_id%5B%5D=3§or_id%5B%5D=21§or_id%5B%5D=22§or_id%5B%5D=23§or_id%5B%5D=18§or_id%5B%5D=17§or_id%5B%5D=24§or_id%5B%5D=4§or_id%5B%5D=19§or_id%5B%5D=20§or_id%5B%5D=5§or_id%5B%5D=13§or_id%5B%5D=26§or_id%5B%5D=27§or_id%5B%5D=6§or_id%5B%5D=25§or_id%5B%5D=15§or_id%5B%5D=28§or_id%5B%5D=29§or_id%5B%5D=16§or_id%5B%5D=7§or_id%5B%5D=8§or_id%5B%5D=9&field=debt_ebitda&year=2023&quarter=-1 (дата обращения: 19.11.2024).
51. Henrik Wachtmeister, Mikael Höök. Investment and production dynamics of conventional oil and unconventional tight oil: Implications for oil markets and climate strategies // Energy and Climate Change. 2020. Volume 1.

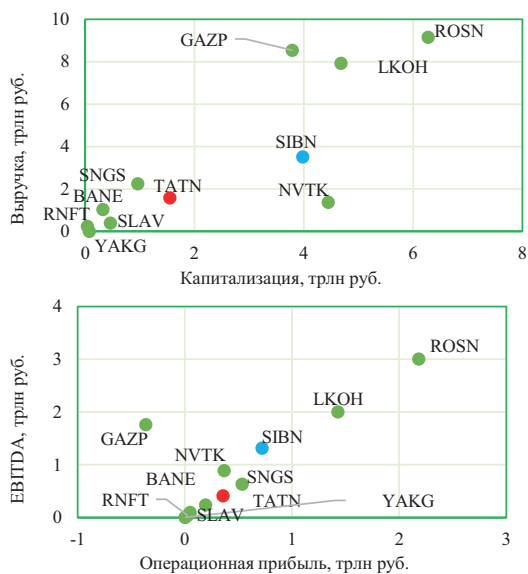
52. УК «Доход»: дивиденды, анализ дивидендных выплат ПАО «Татнефть». URL: <https://www.dohod.ru/ik/analytics/dividend/tatn> (дата обращения: 19.11.2024).
53. ПАО «Татнефть»: Положение о дивидендной политике ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина (в редакции от 29.09.2022). URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/6335a64392c95604946169.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
54. ПАО «Татнефть»: Консолидированная финансовая отчетность «Татнефти» по МСФО за 2016 год. URL: <https://www.tatneft.ru/uploads/publications/5f997af5700e1215010377.pdf> (дата обращения: 10.03.2025).
55. ТАСС: Экономика, 20.04.2021: «Татнефть» может рассмотреть buy back как постоянную программу». URL: <https://tass.ru/ekonomika/11197243> (дата обращения: 10.03.2025).
56. УК «Доход»: дивиденды, анализ дивидендных выплат ПАО «Газпром нефть». URL: <https://www.dohod.ru/ik/analytics/dividend/sibn> (дата обращения: 10.03.2025).
57. ТАСС, 01.12.2020: ««Газпром» сообщил, что может продать часть акций «Газпром нефти» на рынок». URL: <https://tass.ru/ekonomika/10142365> (дата обращения: 10.03.2025).
58. ПАО «Газпром нефть», 29.12.2020: Положение о дивидендной политике ПАО «Газпром нефть». URL: https://ir.gazprom-neft.ru/upload/1/Polozhenie-o-dividendnoy-politike-_utv.-29.12.2020_.pdf (дата обращения: 10.03.2025).
59. Federal Reserve Economic Data федерального резервного банка Сент-Луиса: «Market Yield on U. S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis». Retrieved March 10, 2025, from <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>
60. Московская биржа: Итоги торгов с 01.01.2019 по 29.12.2023 Газпром нефть / SIBN. URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/#/mode=instrument&secid=SIBN&boardgroupid=57&mode_type=history&date_from=2019-01-01&date_till=2023-12-29 (дата обращения: 10.03.2025).
61. Московская биржа: Итоги торгов с 01.01.2019 по 29.12.2023 Башнефть ао / BANE. URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/#/mode=instrument&secid=BANE&boardgroupid=57&mode_type=history&date_from=2019-01-01&date_till=2023-12-29 (дата обращения: 10.03.2025).
62. Московская биржа: Итоги торгов с 01.01.2019 по 29.12.2023 Роснефть / ROSN. URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/#/mode=instrument&secid=ROSN&boardgroupid=57&mode_type=history&date_from=2019-01-01&date_till=2023-12-29 (дата обращения: 10.03.2025).

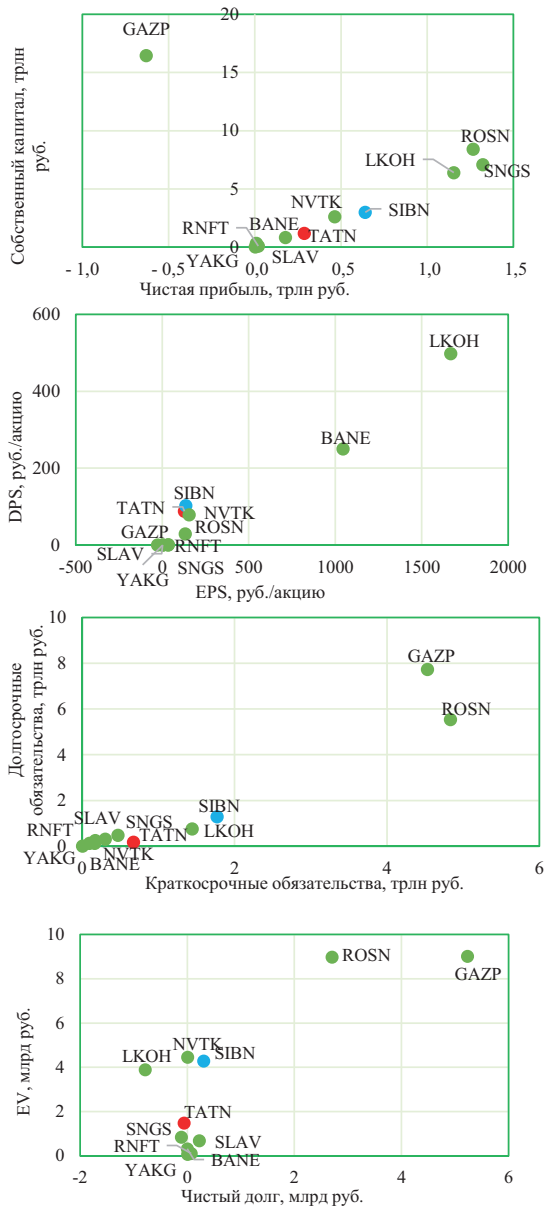
63. Московская биржа: Итоги торгов с 01.01.2019 по 29.12.2023 Новатэк ао / NVTK. URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/#/mode=instrument&seid=NVTK&boardgroupid=57&mode_type=history&date_from=2019-01-01&date_till=2023-12-29 (дата обращения: 10.03.2025).
64. NASDAQ: S&P 500 (SPX) Historical Data. Retrieved March 10, 2025, from https://www.nasdaq.com/market-activity/index/spx/historical?page=15&rows_per_page=100&timeline=y10
65. Damodaran: «Country Default Spreads and Risk Premiums». Retrieved November 21, 2024, from https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
66. Damodaran: «Country Default Spreads and Risk Premiums». Retrieved March 10, 2025, from https://web.archive.org/web/20230817075056/https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
67. Банк России: Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежедневно, 29.12.2023. URL: https://cbr.ru/currency_base/daily/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.To=29.12.2023 (дата обращения: 10.03.2025).
68. Блог Smart-lab. URL: <https://smart-lab.ru/blog/1079289.php> (дата обращения: 10.03.2025).
69. Московская биржа: облигация федерального займа (SU26244RMFS2). URL: <https://www.moex.com/ru/issue.aspx?board=TQOB&code=SU26244RMFS2> (дата обращения: 10.03.2025).
70. Московская биржа: Министерство финансов Российской Федерации, еврооблигация (RU000A1006S9). URL: https://www.moex.com/ru/issue.aspx?code=RU000A1006S9#/bond_4 (дата обращения: 10.03.2025).
71. Московская биржа: Индекс Мосбиржи (IMOEX), архив значений. URL <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/archive?from=2025-02-10&till=2025-03-10&sort=TRADEDATE&order=desc> (дата обращения: 10.03.2025).

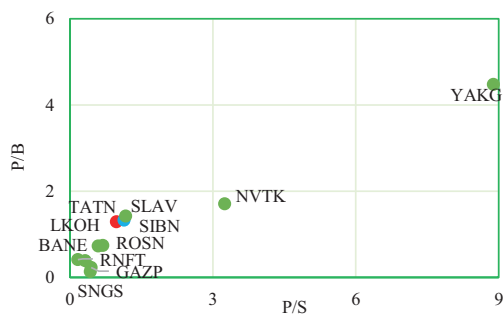
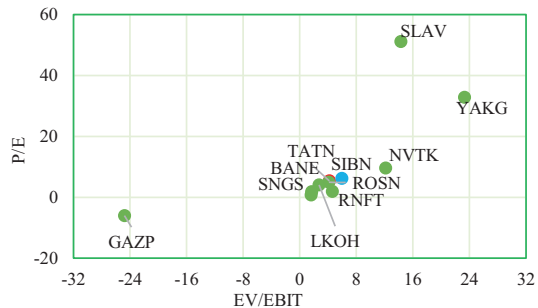
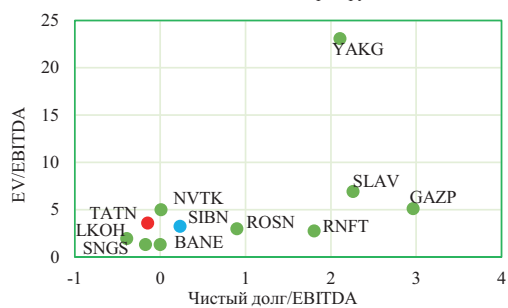
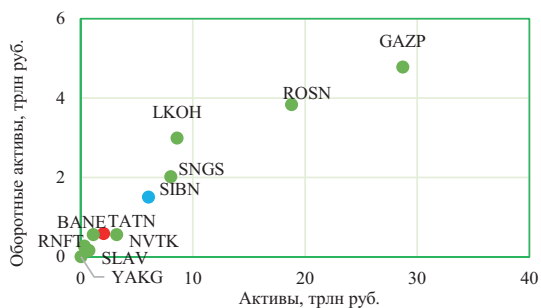
ПРИЛОЖЕНИЯ

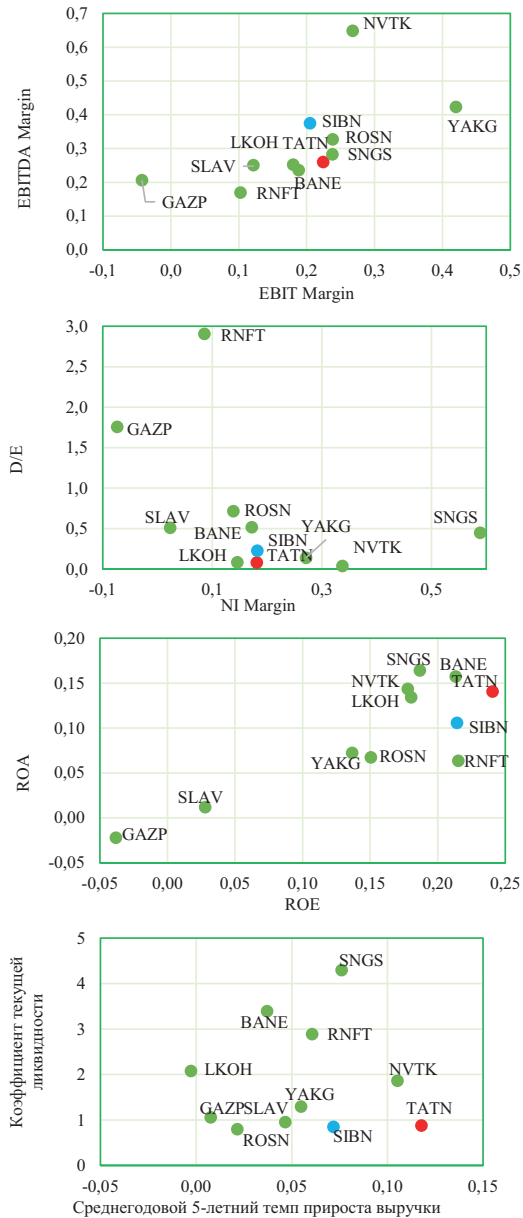
Приложение 1

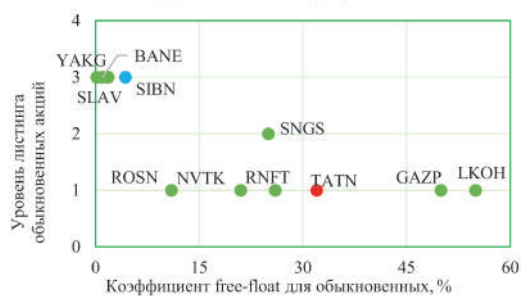
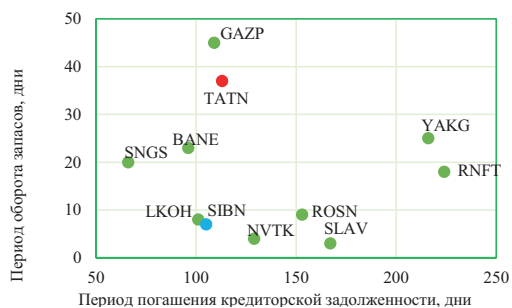
Набор показателей для сопоставления
потенциальных компаний-аналогов с ПАО «Татнефть»

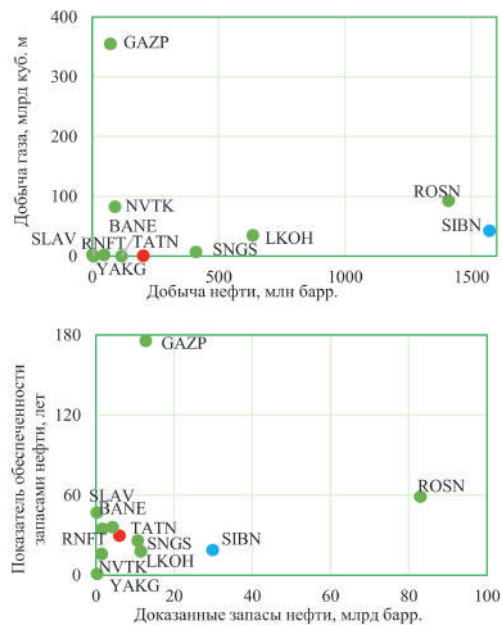












Приложение 2

Разложение ROE ПАО «Татнефть»
по трехфакторной модели Дюпона

	2019	2020	2021	2022	2023
ROE	25,58%	12,58%	21,04%	25,77%	24,05%
ROS	20,63%	14,51%	15,68%	19,94%	18,12%
Оборачиваемость активов	75,27%	57,04%	84,23%	85,16%	77,70%
Финансовый рычаг (активы/СК)	164,72%	151,96%	159,27%	151,76%	170,86%

Приложение 3

Годовые дивидендные выплаты по акциям компании «Татнефть»

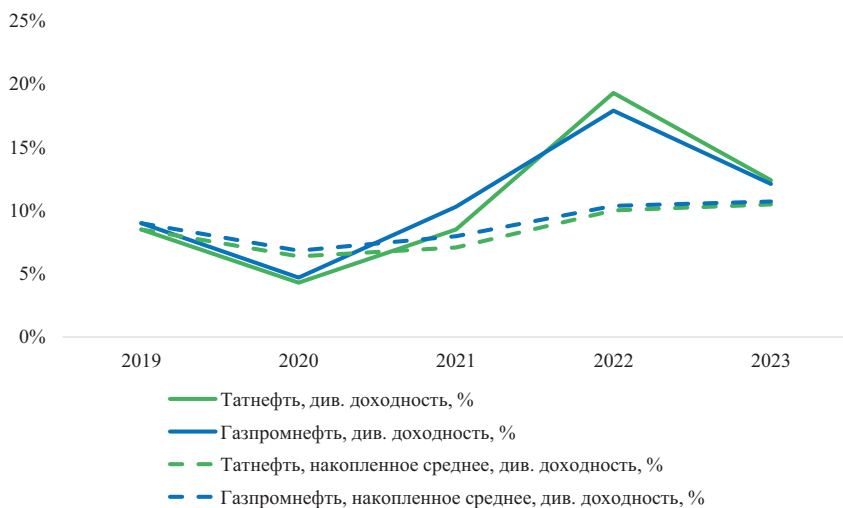
	2019	2020	2021	2022	2023
Дивиденд, обыкновенные акции, руб./акция	64,47	22,24	42,64	67,28	87,88
Див. доход, обыкновенные акции, %	8,5	4,3	8,5	19,3	12,4
Дивиденд, обыкновенные акции, руб./акция	65,47	22,24	42,64	67,28	87,88
Див. доход, привилегированные акции, %	8,9	4,7	9,3	19,7	12,4

Сравнение среднегодовых доходностей

Накопленный итог, обыкновенные акции, %	8,5	13,2	22,8	46,5	64,6
Накопленное среднее, обыкновенные акции, %	8,5	6,4	7,1	10,0	10,5
Накопленный итог, привилегированные акции, %	8,9	14,0	24,6	49,2	67,7
Накопленное среднее, привилегированные акции, %	8,9	6,8	7,6	10,5	10,9

Приложение 4

Дивидендные доходности обыкновенных акций ПАО «Татнефть» и ПАО «Газпромнефть»



ПРОЕКТ 6

Анализ компании «ФосАгро»

(Публичное акционерное общество
«ФосАгро», ИНН 7736216869)

**Абдыкадырова Бермет,
Абрамова Валентина,
Вдовин Алексей,
Клотченко Сергей,**

студенты 4-го курса бакалавриата
направления «Экономика»
экономического факультета МГУ, г. Москва

Руководитель проекта и преподаватель:

Короткова Яна Игоревна,
к.э.н., инженер первой категории отдела проектов,
ассистент кафедры финансов и кредита
экономического факультета МГУ

Ключевая информация о компании:

Основная сфера деятельности – производство удобрений
и азотных соединений

Выручка – 440 304 млн рублей

Капитализация – 853 017 млн рублей

Коэффициент Долг/EBITDA – 2,04

Дивиденд за 2023 г. – 1020 рублей

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) – 25,20%



Вопрос 1

В качестве ближайшего конкурента ПАО «ФосАгро» можно рассмотреть ПАО «Акрон». На это есть две причины: во-первых, обе публичные компании являются вертикально интегрированными химическими холдингами с полным циклом производства от добычи сырья до конечных продуктов; во-вторых, обе компании специализируются на производстве фосфорсодержащих минеральных удобрений и являются ведущими производителями комплексных удобрений внутри страны.

Несмотря на схожесть отраслевой спецификации, компании-аналоги в нашем случае имеют различную структуру финансирования («ФосАгро»: 28% — собственный капитал, 72% — заемный капитал; «Акрон»: 59% — собственный капитал, 41% — заемный капитал), несопоставимые показатели выручки и прибыли («ФосАгро» — чистая прибыль 86 млрд рублей, выручка 440 млрд рублей; «Акрон» — чистая прибыль 36 млрд рублей, выручка 179 млрд рублей). При этом показатели рентабельности компаний очень близки («ФосАгро» — 19,55%, «Акрон» — 20,11%), как и структура их активов («ФосАгро»: 69% — внеоборотные, 31% — оборотные активы; «Акрон»: 61% — внеоборотные, 39% — оборотные активы) [7, 15], что свидетельствует о схожести бизнес-модели прямых конкурентов. Следовательно, компании можно рассматривать как аналоги.

Таблица 1

Сопоставление ключевых показателей ПАО «ФосАгро» и ПАО «Акрон» по состоянию на 31.12.2023 (млн руб.)

	Собственный капитал	Заемный капитал	Выручка	Чистая прибыль	Рентабельность	ВНА	ОА
ПАО «ФосАгро»	28%	72%	440 000	86 000	19,55%	69%	31%
ПАО «Акрон»	59%	41%	179 000	36 000	20,11%	61%	39%

Комментарии: ВНА — внеоборотные активы, ОА — оборотные активы.

Вопрос 2

Согласно ЕГРЮЛ [14], основной вид деятельности ПАО «ФосАгро» — 64.20 Деятельность холдинговых компаний. В связи с чем в рамках рассмотрения ПАО «ФосАгро» как компании на рынке производства удобрений будем полагаться на основной вид деятельности АО «АПАТИТ», дочерней компании ПАО «ФосАгро», — 20.15 Производство удобрений и азотных соединений. Дополнительными видами деятельности АО «АПАТИТ» также являются 07.29.33 Обогащение нефелин-апатитовых руд; 08.91 Добыча минерального сырья для химической промышленности и производства минеральных удобрений; 20.13 Производство прочих основных неорганических химических веществ и др.

Таким образом, основным видом деятельности ПАО «ФосАгро» является инвестиционная деятельность, а Группа осуществляет свою производственную и коммерческую деятельность в четырех основных направлениях: производство и реализация азотных, фосфорсодержащих двойных и тройных удобрений, кормовых фосфатов, а также химического сырья. Основными рынками являются внутренний рынок минеральных удобрений и апатитового концентрата и внешний рынок минеральных удобрений, кормовых фосфатов и сырья для их производства, в первую очередь стран — импортеров агрохимической продукции.

Выручка. Динамика выручки в целом сохраняет положительную тенденцию. Значительный скачок произошел в 2021 г. и был вызван ростом общих продаж удобрений, связанным с высоким уровнем спроса на ключевых рынках сбыта компании (включая сокращение производства азотных удобрений в Европе в конце 2021 г.) и ростом цен. Так, мировые цены на основные виды фосфорных удобрений в течение IV квартала 2021 г. продолжали расти, обновив максимальные значения за последнюю декаду; мировые цены на азотные удобрения также обновили свои рекордно высокие значения, что было вызвано энергетическим кризисом и рекордным ростом цен на природный газ в Европе [8].

Самый большой показатель выручки в рассматриваемом периоде пришелся на 2022 г.: выручка за 12 месяцев 2022 г. выросла на 35,4% и составила 569,5 млрд рублей (8,3 млрд долл.). Данный рост связан с увеличением производства минеральных удобрений и прочей продукции химического комплекса на 4,6% (из-за эффективной работы новых производств, запущенных в рамках реализации комплексной программы долгосрочного развития компании, и расширения линейки производимой продукции) и, следовательно, с увеличением общих продаж продук-

ции компании на 6,4% (более 11 млн тонн, что является рекордным показателем за всю историю компании). Также на значительный рост повлиял высокий спрос на удобрения на российском и глобальных рынках, включающий более высокий средний уровень цен реализации на мировых рынках и изменение структуры реализуемой продукции компании в пользу высокомаржинальных видов удобрений, пользующихся высоким спросом у аграриев.



Рис. 1. Динамика выручки ПАО «ФосАгро» в 2019–2023 гг. (млн руб.)

В 2023 г. произошло снижение относительно показателей 2022 г., показатели вернулись примерно на уровень 2021 г.: выручка за 12 месяцев 2023 г. составила 440,3 млрд рублей (5,23 млрд долл.), снизившись на 22,7% к уровню предыдущего года на фоне коррекции цен на удобрения на мировых рынках в 2023 г. (стабилизации мировых цен на удобрения после их роста до исторически рекордных значений в 2022 г.). Также с 1 января 2023 г. введены таможенные пошлины на экспорт минеральных удобрений, которые рассматриваются Группой как дополнительный сбор и признаются в качестве логистических расходов в составе себестоимости реализованной продукции.

Капитализация и показатель PBV (Price to Book Value). В рассматриваемом периоде капитализация ПАО «ФосАгро» год от года растет: учитывая, что при этом количество акций остается неизменным, растет цена акций. Особенно большой скачок произошел в 2021 г. (на 86%), который был связан с ростом спроса на удобрения на мировом и российском рынках и увеличением масштабов производства и продаж.

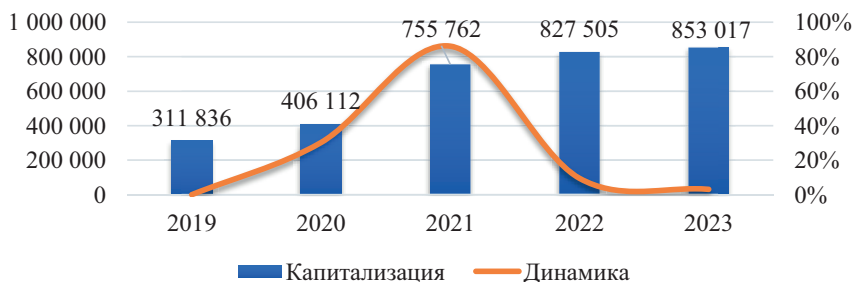


Рис. 2. Динамика капитализации ПАО «ФосАгро» в 2019–2023 гг. (млн руб.)

Показатель PBV рассчитывается как отношение рыночной стоимости (капитализации) компании к балансовой стоимости ее собственного капитала за вычетом величины нематериальных активов. Значения показателя PBV также растут существенными темпами, рыночная капитализация значительно превышает балансовую стоимость собственного капитала компании. В 2023 г. величина PBV превысила 5, то есть акции компании можно считать существенно переоцененными (однако стоит скорректировать данный показатель с учетом отрасли). Небольшое снижение значения показателя PBV в 2022 г. объясняется возросшей нестабильностью на отечественном и мировом рынках, связанной в том числе с геополитической напряженностью.

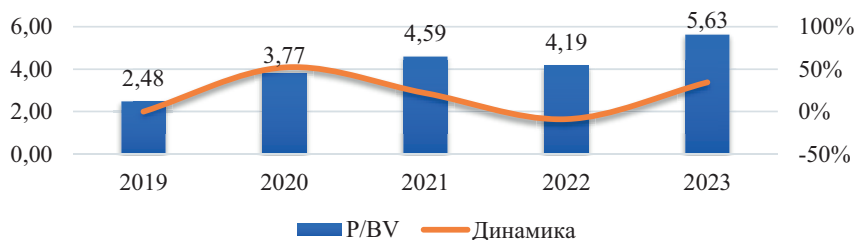


Рис. 3. Динамика показателя PBV ПАО «ФосАгро» в 2019–2023 гг. (млн руб.)

Санкции [6]. В марте 2022 г. США вывели из-под санкций российские удобрения, приравняв их к товарам первой необходимости для предотвращения дефицита необходимой для сельского хозяйства химической продукции. В апреле 2022 г. в рамках очередного пакета санкций Европейский союз ограничил импорт удобрений из России. В июле 2022 г. США выдали генеральную лицензию для разрешения связанных с удо-

блениями операций с Россией и приняли решение отказаться от введения пошлины на азотные удобрения из России. Также 22 июля 2022 г. состоялось подписание зерновой сделки и был заключен Меморандум о взаимопонимании между Россией и секретариатом ООН о содействии продвижению российских продуктов питания и удобрений на мировые рынки. В сентябре 2022 г. Европейская комиссия выпустила разъяснение, позволяющее европейским компаниям оказывать услуги по транспортировке и страхованию минеральных удобрений из России в третьи страны.

С 1 января 2023 г. Россия ввела пошлины на все виды минеральных удобрений сроком до конца 2023 г. В декабре 2023 г. Министерство торговли США повысило ставку компенсационной пошлины на импорт фосфорных удобрений компании с 9,19 до 28,50%.

Кроме того, чтобы избежать дефицита на внутреннем рынке и сдерживать рост цен на продовольствие в условиях подорожания газа, с 1 декабря 2021 г. в России были введены ограничения на экспорт азотных и сложных удобрений. В ноябре 2023 г. действие квот продлено до 31 мая 2024 г. Таким образом, с 1 октября 2023 г. по 31 декабря 2024 г. действовали следующие ставки таможенных пошлин, в зависимости от курса доллара США к рублю, устанавливаемого Центральным банком РФ:

- по азотным удобрениям — 7% от таможенной стоимости, но не менее 1100 рублей за тонну, при среднем за месяц мониторинга курсе доллара США менее 80 рублей, или 10% от таможенной стоимости, но не менее 1100 рублей за тонну, при среднем за месяц мониторинга курсе доллара США более 80 рублей;
- по фосфорным и сложным удобрениям — 7% от таможенной стоимости, но не менее 2100 рублей за тонну, при среднем за месяц мониторинга курсе доллара США менее 80 рублей, или 10% от таможенной стоимости, но не менее 2100 рублей за тонну, при среднем за месяц мониторинга курсе доллара США более 80 рублей.

Что касается внутреннего рынка цен, то фиксация цен на минеральные удобрения была продлена на весь 2023 г. на уровне 2022 г. Впервые фиксация была установлена в декабре 2021 г. с целью сохранения для отечественных аграриев доступности минеральных удобрений. Позднее мера была продлена до конца мая 2024 г. Таким образом, на данный момент фиксация «замороженных» с осени 2022 г. цен на удобрения в РФ продлена до мая 2025 г., однако производители попросили Минпромторг рассмотреть возможность индексировать их на 15% с января [20].

Группа преимущественно осуществляет свою деятельность в Российской Федерации, поэтому на деятельность компании оказывают негативное воздействие геополитическая напряженность, высокая волатильность валютных курсов, международные санкции и ограничения, связанные с потолком цен и эмбарго на российские нефть и газ (который является сырьем для производства удобрений), ограничения доступа к рынкам евро и долларов США, международной системе SWIFT.

ESG [11]. Система управления устойчивым развитием в компании базируется на комплексе внутренних и внешних драйверов. Внутренними драйверами являются миссия и ценности компании: «Забота о плодородии земли для процветания жизни» (так, «ФосАгро» — один из мировых лидеров в области обеспечения глобальной продовольственной безопасности). К внешним драйверам относятся ожидания заинтересованных сторон, требования международного сообщества относительно уровня зрелости системы управления аспектами устойчивого развития в компании.

«ФосАгро» способствует достижению 11 целей устойчивого развития ООН. В 2015 г. ООН приняла программу устойчивого развития, состоящую из 17 глобальных целей; являясь одним из мировых лидеров в своей отрасли, Группа «ФосАгро» активно участвует в международных проектах, нацеленных на достижение целей в области устойчивого развития, которые заявлены в Повестке ООН в области устойчивого развития на период до 2030 г. В 11 целей входят: ликвидация голода; хорошее здоровье и благополучие; качественное образование; чистая вода и санитария; достойная работа и экономический рост; индустриализация, инновации, инфраструктура; устойчивые города и населенные пункты; ответственное потребление и производство; борьба с изменением климата; сохранение экосистем суши; партнерство в интересах устойчивого развития.

«ФосАгро» является членом Глобального договора ООН (цель которого создать ответственный бизнес, который будет осуществлять свою деятельность в соответствии с целями в области устойчивого развития) и активно участвует в обсуждении актуальной международной повестки.

«ФосАгро» — одна из двух российских компаний, которая получила статус Global Compact LEAD за приверженность Глобальному договору ООН и его десяти принципам в области ответственного ведения бизнеса, прав человека, трудовых отношений, охраны окружающей среды и борьбы с коррупцией [24]. Впервые статус LEAD был присвоен компании в 2019 г. В 2021 г. ООН подтвердила «ФосАгро» статус компании — лидера Глобального договора.

В 2023 г. компания поддержала Открытый призыв бизнеса к сохранению водных ресурсов под эгидой ООН. «ФосАгро» — единственный российский участник инициативы, направленной на достижение цели устойчивого развития ООН № 6 «Обеспечение наличия и рационального использования водных ресурсов и санитарии для всех».

В декабре 2021 г. Международная ассоциация производителей удобрений подтвердила компании «ФосАгро» статус чемпиона отрасли за ответственный и устойчивый подход к производственной деятельности.

Совместно с Продовольственной и сельскохозяйственной организацией ООН (FAO), которая возглавляет и координирует международные усилия по борьбе с голодом, «ФосАгро» реализует проект по устойчивому развитию сельского хозяйства. С 2018 г. «ФосАгро» принимает участие в Глобальном почвенном партнерстве FAO, на площадке которого обсуждаются актуальные вопросы, в том числе о снижении загрязнения почв, и проходит обмен опытом по надлежащему использованию удобрений. Специалисты «ФосАгро» приняли участие в разработке Международного кодекса поведения в вопросах управления удобрениями, который рекомендует правительствам установить лимиты на содержание тяжелых металлов, при превышении которых ограничивается применение удобрений из-за высокой вероятности загрязнения почвы.

К 2024 г. взнос «ФосАгро» в реализацию программы «Зеленая химия для жизни» составил 2,5 млн долл. Программа представляет собой научно-образовательный проект, реализуемый по инициативе UNESCO при поддержке IUPAC, в рамках которого предоставляются гранты молодым ученым, работающим над применением передовых химических технологий в таких областях, как охрана окружающей среды, рациональное использование природных ресурсов и вторичная переработка отходов.

К аспектам устойчивого развития компании относятся:

1) Экология. Охрана окружающей среды — один из приоритетов компании на всех стадиях жизненного цикла продукции. Приоритетные направления экологической стратегии, закрепленные до 2025 г.: снижение негативного воздействия на окружающую среду, сохранение естественных экологических систем, постоянное развитие экологического менеджмента.

Стратегические цели (к 2025 г.):

- снижение удельных выбросов загрязняющих веществ на 23,7%;
- снижение удельных объемов сброса сточных вод на 31%;
- увеличение доли отходов на утилизацию до 40%;
- снижение удельного забора воды на 29%.

2) Социальная ответственность. Компания заботится о сотрудниках, реализует ключевые проекты в сфере образования, медицины, молодежной политики, поддержки детского и профессионального спорта.

Стратегические цели (к 2025 г.):

- увеличить показатель удовлетворенности и лояльности работников до 65% к 2025 г. от уровня 2019 г. (с 60%);
- увеличить среднегодовое количество часов обучения на одного работника на 50% — до 123 с целью повышения эффективности работы;
- снизить производственный травматизм на 10% ежегодно;
- снизить количество инцидентов на 10% ежегодно.

3) Корпоративное управление. Компания формирует эффективную и прозрачную структуру управления, основанного на равноправии акционеров, ответственности и подконтрольности каждого органа управления, лидерстве и независимости совета директоров; культуру, нетерпимую к любым проявлениям коррупции и дискриминации.

Основные принципы Кодекса корпоративного управления компании:

- подотчетность;
- равноправие;
- прозрачность;
- ответственность.

По состоянию на декабрь 2023 г. «ФосАгро», получив оценку AA по итоговому сводному ESG-рейтингу, заняла 2-е место в общем рейтинге российских компаний с лучшими корпоративными практиками в области ESG, составленном независимым агентством RAEX, наряду с такими компаниями, как Сбербанк, «Татнефть», «Полиметалл», и стала лидером в подотрасли «Агрохимикаты». Отдельно по ключевым факторам компания получила следующие оценки: E – AA, S – AA, G – AAA, став, таким образом, одним из лидеров общего рейтинга по показателю качества корпоративного управления и лидером по всем направлениям в своей подотрасли [22].

Компания также получила следующие оценки в рейтингах [16]:

- ESG-индексы РСПП (2023): «Ответственность и открытость» – А, «Вектор устойчивого развития» – А (высшие оценки);
- ESG-индекс НКР (2023): I (высшая оценка);
- ESG-рэнкинг НРА (2023): 2;
- рейтинг оценки компаний по раскрытию информации об интеграции ЦУР ООН (2022) [17]: А (высшая оценка);
- MSCI (2021): А;

- SUSTAINALYTICS (2021): 22,8 (шкала рейтинга отражает уровень ESG-рисков компании по шкале от 100 до 0, чем ниже значение, тем лучше компания управляет вопросами устойчивого развития);
- CDP (2021): Climate change – B; Water security – C;
- S&P Global (2021): 46.

Вопрос 3

ПАО «ФосАгро» демонстрирует более стабильный и заметный рост чистой прибыли в отличие от ПАО «Акрон», у которого наблюдаются более резкие колебания, особенно в 2020 г.

Активы. ПАО «ФосАгро» значительно опережает ПАО «Акрон» по величине совокупных активов, что свидетельствует о большем размере «ФосАгро» и потенциально большем влиянии на рынок. Вместе с тем стоит отметить, что активы ПАО «Акрон» растут интенсивнее, чем активы ПАО «ФосАгро».

Текущая ликвидность. ПАО «Акрон» имеет лучшие показатели текущей ликвидности, что указывает на более высокую способность оплачивать краткосрочные обязательства. Ликвидность активов ПАО «ФосАгро» в последние годы значительно снизилась, что может указывать на проблемы с оборотными средствами.

Маржа валовая. Динамика валовой маржи у компаний схожа, но значения маржи у ПАО «ФосАгро» стабильно ниже, чем у ПАО «Акрон». Это вызвано сравнительно высокой себестоимостью продукции «ФосАгро».

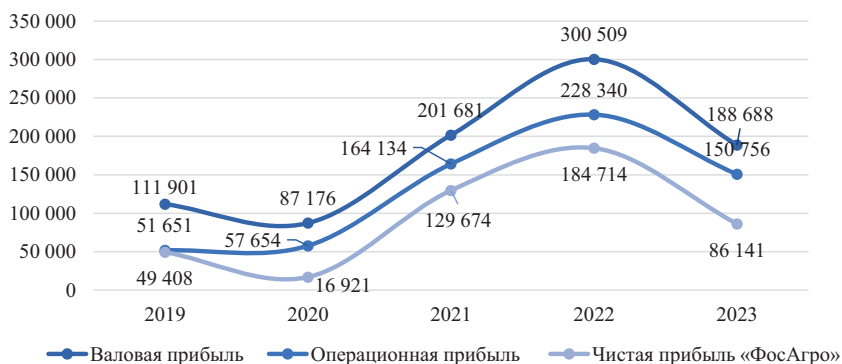


Рис. 4. Динамика показателей прибыли ПАО «ФосАгро» в 2019–2023 гг. (млн руб.)

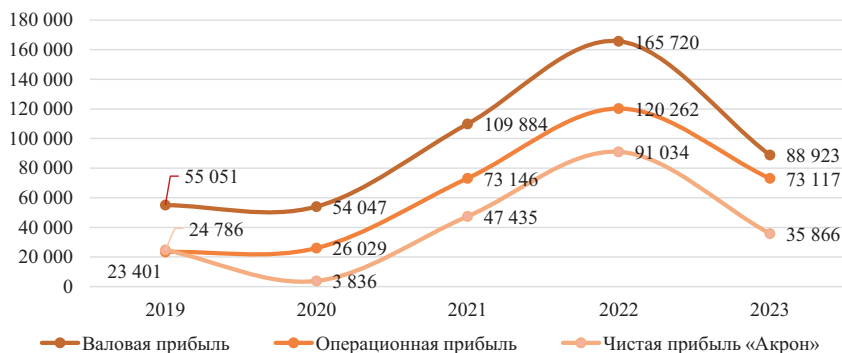


Рис. 5. Динамика показателей прибыли ПАО «Акрон» в 2019–2023 гг. (млн руб.)

Операционная прибыль. У обеих компаний схожая динамика операционной прибыли. Разница в абсолютных значениях операционной прибыли ПАО «ФосАгро» и ПАО «Акрон» соответствует различиям в размерах компаний. За рассматриваемый период ПАО «ФосАгро» продемонстрировало хорошие показатели прибыли, маржи, ROE, ROA. Учитывая довольно стабильный рост компании, можно сказать, что ПАО «ФосАгро» улучшило управление затратами. ПАО «ФосАгро» находится в более выгодном положении по сравнению с ПАО «Акрон», демонстрируя более устойчивый рост и стабильность показателей прибыли. Кроме того, ПАО «ФосАгро» занимает большую долю рынка, имеет больший размер, поэтому более устойчиво к колебаниям на рынках.

При сравнении показателей рентабельности необходимо учесть, что долговая нагрузка ПАО «ФосАгро» намного выше, чем у ПАО «Акрон» (доля заемного капитала в структуре пассивов компаний составляет 72 и 41% соответственно). Это, несомненно, оказывает благоприятное воздействие на рентабельность собственного капитала ПАО «ФосАгро». ROE ПАО «ФосАгро» демонстрирует более высокий и стабильный рост в сравнении с ПАО «Акрон». Рентабельность совокупных активов, ROA, также выше у ПАО «ФосАгро» (благодаря большей величине прибыли), что в очередной раз подчеркивает эффективность бизнес-модели компании.

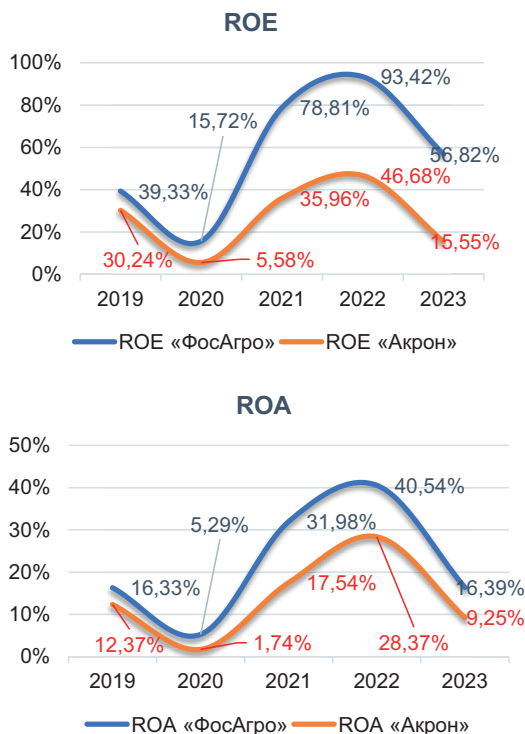


Рис. 6. Динамика показателей ROE и ROA ПАО «ФосАгро» и ПАО «Акрон» в 2019–2023 гг.

Вопрос 4

Структура корпоративного управления включает в себя органы управления и комитеты совета директоров Общества [2]:

- общее собрание акционеров – высший орган управления Общества, через который акционеры реализуют свое право на участие в управлении Обществом;
- совет директоров – орган управления, отвечающий за разработку стратегии Общества, общее руководство его деятельностью и контроль деятельности исполнительных органов;
- единоличный исполнительный орган (генеральный директор) и коллегиальный исполнительный орган (правление) – органы

управления, осуществляющие руководство текущей деятельностью Общества и реализующие стратегию, определенную советом директоров и акционерами Общества;

- комитеты совета директоров, обеспечивающие эффективное осуществление функций совета директоров, предварительно рассматривающие наиболее важные вопросы деятельности Общества и подготавливающие рекомендации совету директоров для принятия решений по вопросам, относящимся к его компетенции.

Для реализации целей деятельности совет директоров в пределах своей компетенции решает задачи и осуществляет следующие функции [13]:

- определяет основные ориентиры деятельности Общества на долгосрочную перспективу, оценивает и утверждает ключевые показатели деятельности и основные бизнес-цели Общества, оценивает и одобряет стратегию и бизнес-планы по основным видам деятельности Общества;
- формирует эффективные исполнительные органы Общества и обеспечивает действенный контроль за их деятельностью;
- принимает решения по долгосрочным планам и программам развития Общества с учетом требований промышленной, технологической и экологической безопасности;
- определяет принципы и подходы к организации системы управления рисками и внутреннего контроля в Обществе;
- проводит оценку результатов деятельности Общества и его органов;
- определяет политику Общества по вознаграждению и (или) возмещению расходов (компенсаций) членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников Общества;
- играет ключевую роль в предупреждении, выявлении и урегулировании внутренних конфликтов между органами, акционерами и работниками Общества, в том числе обеспечивает возможность получить эффективную защиту для всех акционеров Общества в случае нарушения их прав;
- осуществляет контроль за надлежащей организацией и эффективным функционированием системы раскрытия Обществом информации, а также за обеспечением доступа акционеров к информации Общества;
- осуществляет контроль за практикой корпоративного управления в Обществе.

Общество стремится к тому, чтобы в состав совета директоров входило достаточное количество независимых директоров — лиц, каждое из которых обладает достаточной самостоятельностью для формирования собственной позиции и способно выносить объективные суждения, независимые от влияния исполнительных органов Общества, отдельных групп акционеров или иных заинтересованных лиц, а также достаточной степенью профессионализма и опыта.

Общее собрание акционеров является высшим органом управления Общества [21]. Компетенция общего собрания акционеров определяется Уставом Общества и законодательством Российской Федерации. На годовом общем собрании акционеров решаются вопросы об избрании Совета директоров Общества, ревизионной комиссии (ревизора) Общества, утверждении аудитора Общества, об утверждении годового отчета, годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности Общества, а также могут решаться иные вопросы, отнесенные к компетенции общего собрания акционеров.

По данным СПАРКа, совладельцами ПАО «ФосАгро» являются: МКОО «АДОРАБЕЛЛА» (доля в УК — 23,35%), МКОО «ХЛОДВИГ ЭНТЕРПРАЙЗЕС» (20,31%), Литвиненко Татьяна Петровна (20,6%), Рыбников Михаил Константинович (0,024%; генеральный директор), Иванов Виктор Петрович (0,0013%; член совета директоров) [19]. К дочерним компаниям ПАО «ФосАгро» относятся АО «АПАТИТ», ООО «ФОСАГРО-РЕГИОН», ООО «ФОСАГРО-СЕРВИС», ООО «СМАРТ БАЛК», ООО «ТОРГОВЫЙ ДОМ «ФОСАГРО» и другие [18].

Вопрос 5

Принципы Стратегии-2025, принятой советом директоров ПАО «ФосАгро» в 2019 г., основаны на инновационности, вертикальной интеграции и цифровизации. Особенностью Стратегии является глубокая интеграция принципов устойчивого развития во все стратегические направления [9].

Стратегические направления и стратегические цели компании включают [9]:

1. Операционную эффективность и рост производства:
- а. Расширение мощностей:
 - производство апатитового концентрата — 11,1 млн т;
 - переработка апатитового концентрата — 8,6 млн т;

- производство минеральных удобрений и кормовых фосфатов — 11,6 млн т.
- б. Рост обеспеченности собственными ресурсами.
- с. Повышение операционной эффективности.
- 2. Развитие продаж на приоритетных рынках:
- а. Расширение на премиальных рынках:
 - увеличение объема продаж до 3,7 млн т в России и странах СНГ и 3,5 млн т в странах Америки;
 - увеличение количества дистрибуционно-логистических центров.
- б. Увеличение доли продаж премиальных марок удобрений: рост доли комплексных удобрений в общем объеме продукции до 43,1%.
- 3. Повышение эффективности логистики:
- а. Обеспечение ритмичности производства и сбыта: увеличение пропускной способности железнодорожной инфраструктуры основных производственных площадок — 28,3 млн т в год.
- б. Сокращение удельных транспортных издержек.
- с. Развитие портовой инфраструктуры.

Основные риски [9]:

1. Недостижение целевых показателей инвестиционных проектов.
2. Риск промышленной безопасности, охраны труда и окружающей среды.
3. Несоответствие численности и квалификации персонала потребностям компании.
4. Производственный риск (негативные события технического/промышленного характера, приводящие к сбоям в производственном процессе).
5. Введение зарубежными странами санкций в отношении компаний Группы.
6. Кредитный риск (финансовые потери, вызванные неспособностью покупателей, коммерческих подрядчиков и других финансовых контрагентов выполнить свои финансовые обязательства).
7. Процентный риск (рост плавающих процентных ставок может привести к увеличению расходов на обслуживание долга и повлиять на финансовый результат).

Инвестиционную политику компании [9] можно считать успешной и эффективной, поскольку:

- число центров дистрибуции выросло до 34, емкость хранения превысила 860 тыс. т, в том числе возросла емкость хранения

для жидких удобрений до 85 тыс. т — рекордного для России значения;

- расширились продажи эффективных и экологичных удобрений: в 2023 г. выручка компании от продажи удобрений, разработанных в течение последних пяти лет, составила более 19,5 млрд рублей, или 5,4% от общей выручки;
- повысилась эффективность логистики: были приобретены инновационные вагоны, которые характеризуются повышенной грузоподъемностью и увеличенным межремонтным пробегом, что также снижает удельное негативное воздействие на окружающую среду. При этом общий грузооборот в 2023 г. составил 29,3 млн т — на 1,0% выше, чем в 2022 г.;
- улучшились значения ESG-рейтингов: MSCI — с BB (2019 г.) до A (2021 г.), SUSTAINALYTICS — с 45,3 (2019 г.) до 29,3 (2022 г.).

Наиболее успешные проекты компании [10]:

- Проект «Внедрение системы проверки и прогнозирования состояния контрагентов АО «Апатит». Срок реализации проекта — с января 2022 г. по декабрь 2023 г. В полном объеме были достигнуты цели проекта: внедрение информационной системы проверки и прогнозирования состояния контрагентов, создание условий для снижения вероятности реализации рисков взаимодействия с неблагонадежными контрагентами за счет внедрения автоматических процедур рейтингования и прогнозирования состояния контрагентов, оптимизация операционных показателей по процессам проверки и оценки контрагентов, выбора контрагентов, предоставления документов контролирующим органам. Экономический эффект составил 80,4 млн рублей.
- Проект «Повышение эффективности работы структурных подразделений АО «Апатит» и его филиалов в 2023 г.». Срок реализации проекта — январь — декабрь 2023 г. Были достигнуты цели проекта: увеличение объемов переработки апатитового концентрата и выпуска аммофоса; снижение сквозных потерь апатитового концентрата; повышение товарного извлечения апатитового концентрата. Экономический эффект проекта в 2023 г. был оценен в 1593,6 млн рублей.
- Проект «Перевооружение Главного ствола № 1 Кировского рудника». Срок реализации проекта — 2018–2020 гг. Цели проекта (восстановление работоспособности Главного ствола № 1 с целью увеличения рудовыдачных мощностей, оптимизация транспортной

схемы) были достигнуты, поскольку производительность рудника выросла до 3 млн т руды в год.

Компания вела разработку стратегии развития до 2030 г., однако из-за роста степени неопределенности после событий 2022 г. это потребовало больше времени, чем ожидалось.

Приобретение основных средств (ОС) и нематериальных активов (НМА) занимает наибольшую долю в структуре инвестиционной деятельности компании [7].

Таблица 2

**Отчет о движении денежных средств ПАО «ФосАгро»
в 2019–2023 гг. (млн руб.)**

	2019	2020	2021	2022	2023
Чистые денежные средства, использованные для инвестиционной деятельности	(8 773)	(41 219)	(48 368)	(98 986)	(64 078)
Приобретение основных средств и нематериальных активов	(42 656)	(40 878)	(47 951)	(63 021)	(64 232)
Доля ОС и НМА к чистым денежным средствам, использованным для инвестиционной деятельности	486,22%	99,17%	99,14%	63,67%	100,24%

Вопрос 6

Анализ структуры капитала ПАО «ФосАгро» в рыночных ценах за 2019–2023 гг. свидетельствует о снижении доли долгового финансирования компании: убывающую динамику демонстрирует отношение долга к собственному капиталу.



Рис. 7. Динамика показателя Долг/Собственный капитал ПАО «ФосАгро» в 2019–2023 гг.

Операционный и финансовый рычаги. Значения показателя эффекта финансового рычага (DFL) за период 2019–2023 гг. практически не менялись, оставаясь на низких уровнях 1,02–1,08. Это свидетельствует о возможностях компании быстро наращивать рентабельность собственного капитала за счет низких процентных расходов. Значения показателя эффекта операционного рычага (DOL) снизились на 40% (с 2,58 в 2019 г. до 1,55 в 2023 г.). Это свидетельствует о снижении уровня операционного риска (колебания выручки меньше влияют на рентабельность продаж и, соответственно, на прибыль) и о повышении финансовой устойчивости компании.

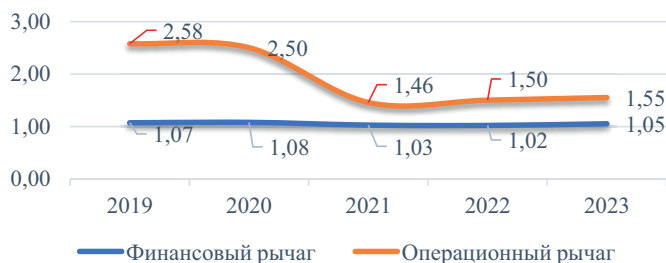


Рис. 8. Динамика значений показателей операционного и финансового рычагов ПАО «ФосАгро» в 2019–2023 гг.

Кредитные рейтинги. Хорошее положение дел компании и отсутствие залогов по заемному финансированию за период 2019–2023 гг., несомненно, сказались на кредитном рейтинге эмитента. Два ведущих российских рейтинговых агентства АКРА и Expert RA впервые оценили кредитный рейтинг ПАО «ФосАгро» в 2023 г. Компания получила наивысший рейтинг из возможных от обоих рейтинговых агентств: AAA (стабильный прогноз) от АКРА [4] и AAA от Expert RA [5].

Показатели долговой нагрузки. За рассматриваемый период значение показателя Долг/ЕВITDA демонстрировало разнонаправленную динамику, сначала снижаясь с 2,34 (2019 г.) до 1 (2022 г.), а затем вновь возрастая до 2,04 в 2023 г. В то же время коэффициент покрытия процентов по кредитам вел себя кардинальным противоположным образом, сначала возрастая с 21,86 (2019 г.) до 61,07 (2022 г.), а затем снижаясь до 25,5 в 2023 г. Совокупность показателей долговой нагрузки компании свидетельствует о ее способности нарастить долговое финансирование вплоть до значений мультипликатора Долг/ЕВITDA в 3,5–4,5х (на этих значениях возникают проблемы с привлечением банковского

долгового финансирования). Сопоставляя данные по долговой нагрузке ПАО «ФосАгро» с компанией-аналогом ПАО «Акрон», можно заключить, что значения мультипликаторов на 2023 г. чуть лучше у компании-аналога:

- Долг/ЕВITDA: значение для ПАО «Акрон» – 1,51, для ПАО «ФосАгро» – 2,04;
- ЕВITDA / Проценты по кредитам: значение для ПАО «Акрон» – 18,6, для ПАО «ФосАгро» – 25,5.

Вместе с тем такая разница не является существенной из-за разной структуры финансирования деятельности компаний, о чем ранее упоминалось в пункте 1.

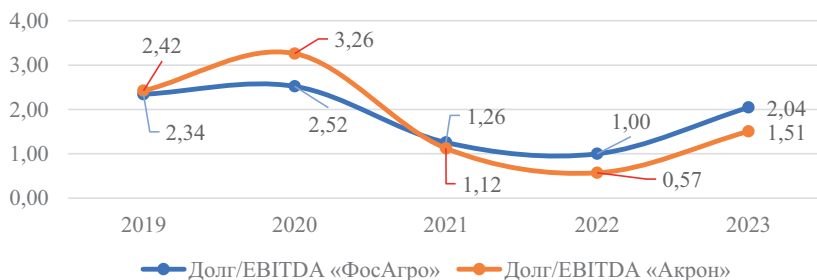


Рис. 9. Динамика показателя Долг/ЕВITDA ПАО «ФосАгро» и ПАО «Акрон» в 2019–2023 гг.

Несмотря на финансирование деятельности ПАО «ФосАгро» по большей части за счет заемного капитала, доля краткосрочных кредитов и займов компании остается на приемлемом уровне в 12–16% в 2019–2023 гг. Для сравнения, значения этого показателя у ПАО «Акрон», финансируемого по большей части за счет собственного капитала, находятся на уровне 17–24%. Можно заключить, что ПАО «ФосАгро» делает значительно больший акцент на привлечении долгосрочных, а не краткосрочных источников финансирования, чем сопоставимая компания. Это свидетельствует об отсутствии острой необходимости уменьшать долю краткосрочных кредитов и займов в структуре баланса ПАО «ФосАгро».

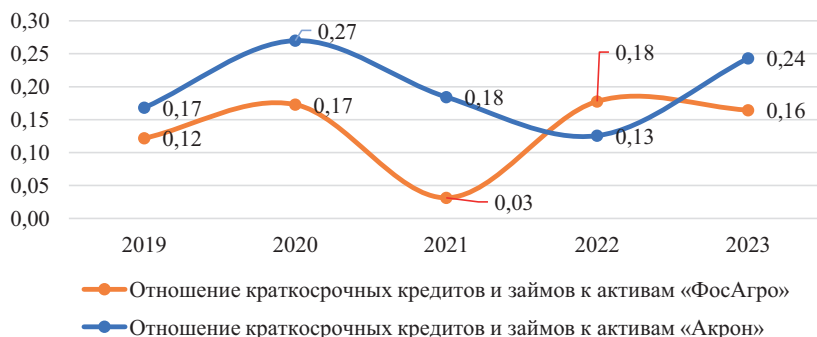


Рис. 10. Отношение краткосрочных кредитов и займов к активам: сравнение ПАО «ФосАгро» и ПАО «Акрон», 2019–2023 гг.

ПАО «ФосАгро» привлекает заемное финансирование главным образом в рублях. Вместе с тем на конец 2023 г. у компании имелись действующие юаневые и долларовые облигации, на них приходилось 2,05 и 6,58% от валюты баланса соответственно. По действующим облигациям компании установлена фиксированная процентная ставка, исключение составляют только облигации в юанях. Для юаневых облигаций серии RU000A1063Z5, выпущенных в объеме 2 млрд юаней, установлены следующие плавающие выплаты: 1 купон – 4,85% годовых, 2–12 купонов – $LPR\ 1Y + 1,2\%$, где $LPR\ 1Y$ – ставка Loan Prime Rate (LPR) сроком на 1 год, установленная и действующая в пятый рабочий день до даты начала i -го купонного периода.

Динамика соотношения процентов, уплаченных по обязательствам с плавающей и фиксированной ставками, для долгосрочных и краткосрочных обязательств имела разнонаправленный характер. Если соотношение процентов, уплаченных по долгосрочным обязательствам с плавающей и фиксированной ставками, резко сократилось с 0,1 в 2020 г. до 0,02 в 2021 г. и затем стремительно возросло с 0,02 в 2022 г. до 0,23 в 2023 г., то по краткосрочным обязательствам, наоборот, показало резкий подъем с 0,04 в 2020 г. до 0,95 в 2021 г. и резкий спад до 0,08 в 2022 г.

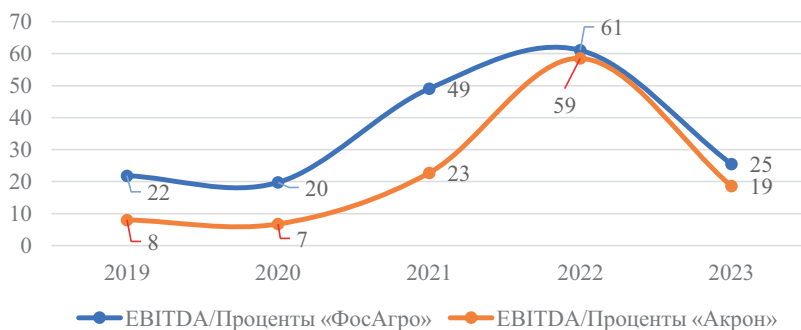


Рис. 11. Динамика коэффициента покрытия процентов ПАО «ФосАгро» и ПАО «Акрон» в 2019–2023 гг.

Степень влияния долга с плавающей процентной ставкой на вышеупомянутые изменения была велика в период 2020–2021 гг., а в 2021–2023 гг. ключевую роль в изменениях играл долг с фиксированной процентной ставкой, что было во многом обусловлено кризисным периодом для российской экономики.

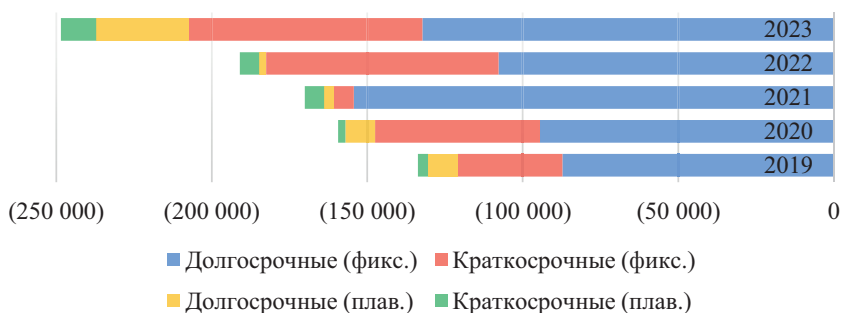


Рис. 12. Структура заемного финансирования ПАО «ФосАгро» в 2019–2023 гг.

Вопрос 7

На графике дивидендов на одну акцию (рис. 13) можно наблюдать не только восходящий тренд для дивиденда на акцию ПАО «ФосАгро» и нисходящий — для его конкурентов, ПАО «Акрон», но и увеличение разрыва в выплатах между компаниями в процентах от стоимости акций

начиная с III квартала 2022 г. Именно в этот период ПАО «ФосАгро» выплатило наибольший дивиденд в размере 11,05% от стоимости акции.

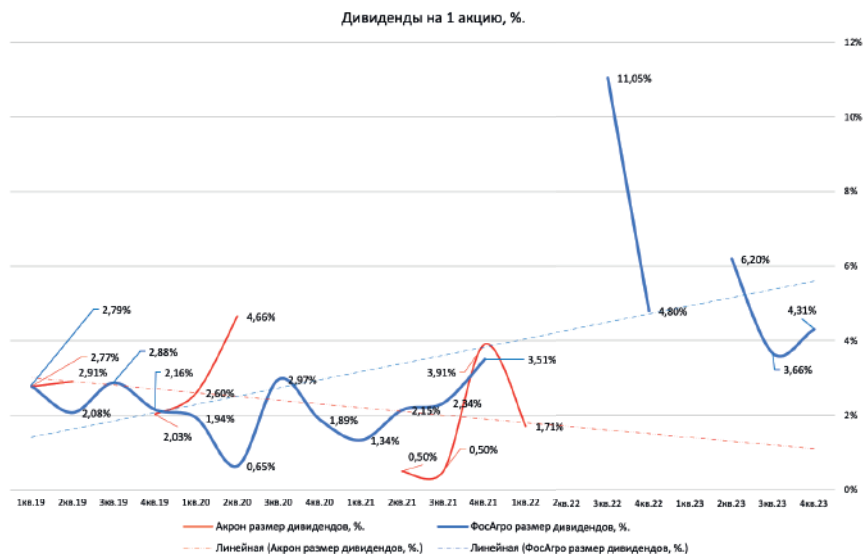


Рис. 13. Динамика величины дивиденда на акцию ПАО «ФосАгро» и ПАО «Акрон» в 2019–2023 гг.

ПАО «ФосАгро» не выкупило свои акции с рынка в отличие от ПАО «Акрон», совершившего выкуп акций в количестве 3 и 6% от общего объема торгов за IV квартал 2021 г. и первое полугодие 2022 г. соответственно (эти события совпали с наиболее активными выплатами дивидендов).

Текущая дивидендная политика ПАО «ФосАгро» была утверждена в 2019 г. [12] В ней компания обещает выплачивать определенный размер дивидендов в зависимости от значения показателя Чистый долг/ЕВITDA:

- свыше 75% от свободного денежного потока (FCF), если Чистый долг/ЕВITDA компании будет меньше 1х;
- 50–75% от FCF, если Чистый долг/ЕВITDA компании будет от 1х до 1,5х;
- меньше 50% от FCF, если Чистый долг/ЕВITDA компании будет больше 1,5х.

Минимальный размер дивидендов ПАО «ФосАгро» установлен на уровне 50% от скорректированной чистой прибыли, что свидетель-

стствует о выплате стабильной доли прибыли на дивиденды. Исторически дивиденды компании выплачивались по кварталам, однако с начала 2022 г. данная тенденция нарушилась из-за слабых финансовых показателей компании. На сегодняшний день ПАО «ФосАгро» продолжает осуществлять поквартальные выплаты, стабильность которых была окончательно восстановлена со II квартала 2023 г.

Дивидендная политика ПАО «Акрон» [3] несущественно отличается от конкурентов, однако компания направляет на выплату дивидендов все же чуть меньше средств — не менее 30% от чистой прибыли (за 2019—2023 гг. коэффициент выплат от чистой прибыли находился в среднем на уровне 49%). При этом ПАО «Акрон» не платит дивиденды поквартально, но стремится делать это не менее двух раз за финансовый год.

Вопрос 8

Для расчета средневзвешенных затрат на капитал (WACC) ПАО «ФосАгро» были использованы источники финансирования компании, за счет которых происходит осуществление ее инвестиционных проектов. Источники финансирования компании включают собственный капитал и заемные средства (облигации, долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы). Привилегированных акций компания не имеет. Задолженность по аренде не включена в анализ, так как на ее долю приходится менее 0,5% стоимости источников финансирования. Краткосрочные кредиты и займы были включены в расчет, поскольку они занимают значительную долю (около 35%) в общих кредитах и займах, а также на протяжении последних нескольких лет они активно используются компанией на постоянной основе. Компания выпускает облигации как с фиксированным, так и с плавающим купоном. При расчетах по облигациям с плавающим купоном использовались данные по состоянию на 29.12.2023, поскольку расчеты проводятся на конец 2023 г. Собственный капитал оценивался по рыночной стоимости обыкновенных акций компании (853 016,5 млн руб.), для чего были учтены количество акций — 129,5 млн штук, и котировка акций на Московской бирже (на 31.12.2023) — 6587 рублей. Для расчета параметров по кредитам и займам использовались их балансовая стоимость, а также сведения Банка России о величине процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям [1].

Для расчета WACC на первом шаге была определена доля каждого источника финансирования в общей структуре, были получены следующие

значения: собственный капитал — 69,54%; облигации — 10,23%; долгосрочные кредиты — 13,18%; краткосрочные кредиты и займы — 7,05%.

Далее рассчитывалась стоимость источников финансирования. По данным Банка России, в декабре 2023 г. средневзвешенная процентная ставка по кредитам, предоставленным нефинансовым организациям на срок свыше 1 года, составляла 14,09%, на срок до 1 года — 16,11%. Компания выпускает облигации как в российской, так и в иностранной валюте. Для каждого из облигационных выпусков ПАО «ФосАгро» на информационном портале CBonds была найдена доходность к погашению (YTM), доходность облигаций, номинированных в иностранной валюте, была переведена в рубли с помощью сопоставления темпов инфляции.

Для расчета требуемой доходности собственного капитала была использована модель CAPM. Она широко применяется для расчета доходности собственного капитала, поскольку учитывает систематический риск (с помощью бета-коэффициента), который связан с отраслевым риском, что позволяет более точно оценить стоимость собственного капитала. Кроме того, модель оценивает реальную стоимость собственного капитала, исключая временные несоответствия, так как рассчитывается в рыночных ценах. Величина требуемой доходности собственного капитала, по нашим подсчетам, составила 31,61%.

Таблица 3

Параметры, использованные при расчете требуемой доходности собственного капитала ПАО «ФосАгро» по состоянию на конец 2023 г.

Темп инфляции в США, %	3,35
Темп инфляции в России, %	7,42
Темп инфляции в КНР, %	0,20
Отраслевой бета-коэффициент (по данным А. Дамодарана [23] для отрасли Chemical (Specialty))	0,94
Премия за рыночный риск (ERP), в долларах США (по данным А. Дамодарана [23])	11,18
Премия за рыночный риск (ERP), в рублях (по данным А. Дамодарана [23])	15,56
Лeverидж компании, D/E	0,438
Бета-коэффициент компании с учетом долга (расчет авторов с помощью уравнения Р. Хамады)	1,2693
Безрисковая доходность (ставка по 10-летним государственным бескупонным облигациям, данные Банка России)	11,86

Таблица 4

**Расчет средневзвешенных затрат ПАО «ФосАгро»
по состоянию на конец 2023 г.**

Вид финансирования	Сумма, млн руб.	Доля, %	Ставка, %	*
Собственный капитал	853 017	69,54	31,61	21,98
Облигации RUB	19 589	1,60	9,98	0,13
Облигации CNY	25 190	2,05	13,21	0,22
Облигации USD 1	42 408	3,46	9,64	0,27
Облигации USD 2	38 255	3,12	8,67	0,22
Долгосрочный кредит	161 710	13,18	14,09	1,49
Краткосрочный кредит	86 429	7,05	16,11	0,91
Итого	1 226 598	100,00		25,20

Таким образом, средневзвешенные затраты на капитал (WACC) ПАО «ФосАгро» на конец 2023 г., по нашим подсчетам, составляют 25,20%.

Список литературы

1. Банк России. Процентные ставки по кредитам и депозитам и структура кредитов и депозитов по срочности. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/ (дата обращения: 01.03.2025).
2. Кодекс корпоративного управления публичного акционерного общества «ФосАгро». URL: https://cdn.phosagro.ru/upload/docs/corporate_governance_code.pdf (дата обращения: 01.03.2025).
3. ПАО «Акрон». Дивиденды. URL: <https://www.acron.ru/investors/acron-shareholders/dividends/> (дата обращения: 01.03.2025).
4. ПАО «ФосАгро» (28.03.2023). «ФосАгро» впервые получила кредитный рейтинг АКРА: наивысший уровень «AAA» (RU) со стабильным прогнозом. URL: <https://www.phosagro.ru/press/company/fosagro-vpervye-poluchila-kreditnyy-reyting-akra-naivysshiy-uroven-aaa-ru-so-stabilnym-prognozom-280323/> (дата обращения: 01.03.2025).
5. ПАО «ФосАгро» (30.03.2023). «ФосАгро» впервые получила кредитный рейтинг «Эксперт РА»: наивысший уровень «AAA» (RU) со стабиль-

- ным прогнозом. URL: <https://www.phosagro.ru/press/company/fosagro-vpervye-poluchila-kreditnyy-reyting-ekspert-ra-naivysshiy-uroven-aaa-ru-so-stabilnym-prognoz/> (дата обращения: 01.03.2025).
6. ПАО «ФосАгро». Годовые отчеты и отчеты об устойчивом развитии. URL: <https://www.phosagro.ru/investors/reports/year/> (дата обращения: 01.03.2025).
 7. ПАО «ФосАгро». Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности и Аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2023 года. URL: <https://cdn.phosagro.ru/upload/iblock/947/12lqaaog0dexe3l35thyd0tuohmkberb.pdf> (дата обращения: 01.03.2025).
 8. ПАО «ФосАгро». Отчеты и результаты. Операционные и финансовые результаты. URL: https://www.phosagro.ru/investors/reports_and_results/ (дата обращения: 01.03.2025).
 9. ПАО «ФосАгро». Стратегический отчет, 2022. URL: https://ar2022.phosagro.ru/pdf/ar/ru/strategic-report_strategy.pdf (дата обращения: 01.03.2025).
 10. ПАО «ФосАгро». Стратегия-2025. URL: <https://ar2023.phosagro.ru/strategic-report/strategy-2025> (дата обращения: 01.03.2025).
 11. ПАО «ФосАгро». Устойчивое развитие. URL: <https://www.phosagro.ru/sustainability/> (дата обращения: 01.03.2025).
 12. Положение о дивидендной политике публичного акционерного общества «ФосАгро». URL: https://cdn.phosagro.ru/upload/docs/Dividend_policy_statement.pdf (дата обращения: 01.03.2025).
 13. Положение о Совете директоров публичного акционерного общества «ФосАгро». URL: https://cdn.phosagro.ru/upload/docs/board_of_directors-2709.pdf (дата обращения: 01.03.2025).
 14. Предоставление сведений из ЕГРЮЛ/ЕГРИП в электронном виде. [дата обращения: 01.03.2025]. Доступ по ссылке: <https://egrul.nalog.ru/index.html>
 15. Публичное акционерное общество «АКРОН». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2023 года, и аудиторское заключение независимых аудиторов. URL: https://www.acron.ru/upload/iblock/0c1/oxkfx7rk92akaasoux48ayx7gkkbkzoy/Acron_IFRS_2023_RUS_final_full_web.pdf (дата обращения: 01.03.2025).
 16. Российский союз промышленников и предпринимателей. Индексы РСПП в области устойчивого развития — 2023 (ESG-индексы) «Ответственность и открытость» и «Вектор устойчивого развития». Результаты оценки компаний по раскрытию информации об интеграции ЦУР ООН. 2023. URL: https://rspp.ru/upload/content/822/zg3v2bu9s8vofeeottbbvf79s71trdi/Prezentatsiya_ESG_indeksy_-2023_fin.pdf (дата обращения: 01.03.2025).

17. Российский союз промышленников и предпринимателей. Результаты оценки компаний по раскрытию информации об интеграции ЦУР ООН. 2022. URL: https://rspp.ru/upload/iblock/de0/zy056ef1m7umf2vom2x5d0xgb9bava26/SHarabayko_Pastukhova_RSPP_Reyting-TSUR-2022_14.12_upd.pdf (дата обращения: 01.03.2025).
18. СПАРК. ПАО «ФосАгро». Анализ владения. URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card/#/company/105848CD0E0C4F1C82468CA0A3C1A1D7/230> (дата обращения: 01.03.2025).
19. СПАРК. ПАО «ФосАгро». Совладельцы. URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card#/company/105848CD0E0C4F1C82468CA0A3C1A1D7/202> (дата обращения: 01.03.2025).
20. ТАСС. (2024, 13 ноября). Минпромторг попросили об индексации с января внутренних цен на удобрения. URL: <https://tass.ru/ekonomika/22387213> (дата обращения: 01.03.2025).
21. Текст Положения об общем собрании акционеров публичного акционерного общества «ФосАгро». URL: https://cdn.phosagro.ru/upload/docs/Regulation_on_the_General_Meeting_of_Shareholders_rus.pdf (дата обращения: 01.03.2025).
22. RAEX (01.12.2023). ESG-рэнкинг российских компаний (декабрь 2023 года). URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/ESG_rating_companies/2023.12/ (дата обращения: 01.03.2025).
23. Damodaran ONLINE. Retrieved March 1, 2025, from: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
24. United Nations Global Impact. Company PJSC PhosAgro. Retrieved March 1, 2025, from: <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/participants/134167-PJSC-PhosAgro>

ПРОЕКТ 7

Анализ компании «Яндекс»

(International Public Joint-Stock Company
YANDEX, ИНН 3900019850)

Вуколова Анна,

Граубергер Карен,

Логвинская Виктория,

Яровая Таисия,

студенты 4-го курса бакалавриата

направления «Экономика»

экономического факультета МГУ, г. Москва

Руководитель проекта и преподаватель:

Лисичкина Александра Алексеевна,

магистр экономики, инженер первой категории

кафедры статистики экономического факультета МГУ



Ключевая информация о компании на конец 2023 г.:

Основная сфера деятельности – холдинг в отрасли

«ИТ-сервисы и программное обеспечение»

Выручка – 8921,2 млн долл.

Капитализация – 7023,70 млн долл. (по нашим расчетам)

Коэффициент Долг/EBITDA – 2,03

Дивиденд за 2023 г. – не выплачивался

Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) – 14,7%

Вопрос 1

Анализ деятельности компании

В начале нашей работы нужно сделать несколько важных оговорок. Во-первых, компания, которую мы рассматриваем, — нидерландское юридическое лицо; голландская компания, которая действовала в России в соответствии с законодательством РФ, но акционеры которой были зарубежными. Эта компания существовала до начала 2024 г., когда ее активы были переданы в Россию, а доли во владении перераспределены и сформировались два новых юридических лица: МКПАО «Яндекс», зарегистрированное в Калининграде, и Nebius Group, которая осталась в Нидерландах и будет развиваться там. Так как мы будем анализировать отчетность по МСФО (или US GAAP) [1], а там есть очень важный «принцип продолжающейся деятельности», то в нашей работе (в основном в расчетах) мы будем предполагать, что вышеописанной сделки не произошло и что рассматриваемая нами нидерландская компания Yandex N. V. до сих пор существует и будет существовать в обозримом будущем.

Во-вторых, довольно серьезным препятствием для актуального анализа является тот факт, что в основном акции компании торговались на американской бирже NASDAQ, а в феврале 2022 г. их оборот там был запрещен [1]. Вследствие этого мы делаем следующее допущение: для расчета капитализации компании в 2022 и 2023 гг. мы берем последнюю известную цену акций на 25.02.2022. Так как эта цена была довольно сильно занижена, то мы считаем, что наша оценка будет уместна как самая низкая из возможных (ведь даже если бы компания продолжала торговаться на бирже, вряд ли иностранные инвесторы оценивали бы ее выше из-за деятельности в России).

Что касается санкций: напрямую компания под них не попала, но в 2022 г. на основателя компании Аркадия Воложа были наложены санкции Евросоюза [1]. Однако в целом политическая ситуация сильно повлияла на компанию: помимо остановки торгов акциями на бирже также возникали большие сложности с денежными переводами, сотрудничеством с партнерами; наблюдался большой риск санкций на других управляющих и на саму компанию. Поэтому и было принято решение о продаже бизнеса в Россию.

У компании «Яндекс» в России много разных сервисов в разных сферах деятельности [9]. Поэтому в современных условиях компанию можно

назвать «цифровой экосистемой». Таких полифункциональных холдингов в России выделяют всего четыре: «Яндекс», VK Group, Сбер и «МТС» [11]. Мы считаем, что искать компанию-аналог стоит именно среди этих экосистем, так как другие компании будут несопоставимы с «Яндексом» по спектру предоставляемых услуг и по объему операций. «Сбер» — компания, основанная на банковской деятельности, и может привлекать финансирование другими способами, и, хотя «Яндекс» уже вводит некоторые банковские услуги, ввиду изначального устройства сравнивать эти две компании было бы не совсем корректно. «МТС» — компания, специализирующаяся на услугах связи, и количество предлагаемых услуг существенно ниже. А вот у ВК похожий каталог сервисов [10]. Подробный сравнительный анализ имеющихся услуг у «Яндекса» и ВК представлен в *приложении*.

Таким образом, с точки зрения спектра предоставляемых услуг ВК выступает наилучшей компанией-аналогом среди экосистем.

Вопрос 2

Анализ выручки, капитализация и PBV

В данном пункте все расчеты проводятся в долларах как валюте обращения акций.

Анализируемая компания оперирует как холдинг в отрасли «ИТ-сервисы и программное обеспечение». По ОКВЭД: 64.20 Деятельность холдинговых компаний [8].

Выручка росла весь рассматриваемый период (2019–2023 гг.) и особенно сильно выросла в 2021–2022 гг.¹ В основном это происходило за счет роста выручки от услуг (например, сыграла роль онлайн-реклама (хотя ее доля в выручке постепенно снижалась), сервисы «Яндекс Еда» и «Яндекс Такси»), и продажи товаров («Яндекс Лавка», «Яндекс Маркет»). В целом, согласно годовым отчетам, увеличение выручки происходило в связи со стремительным развитием различных сегментов бизнеса, ростом популярности его сервисов.

¹ Здесь и далее источник данных о результатах деятельности — отчетность компании [1] и [2].

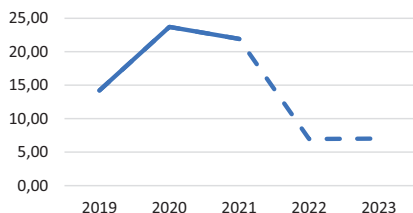


Рис. 1. Капитализация компании
(млрд долл.,
рассчитана в соответствии с п. 1)

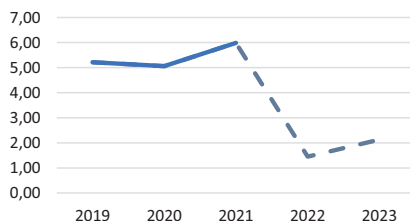


Рис. 2. Динамика показателя
Price-to-Book Value

В первые три анализируемых года коэффициент PBV колебался возле 5, что говорит о том, что компания оценивалась дорого, акционеры «переплачивали» за акции примерно в 5 раз. В последние два года ввиду политических событий показатель сильно упал, и хотя делать выводы по данному промежутку не совсем корректно, но даже при такой низкой рыночной цене акций (относительно прошлой) компания все еще оценивается дорого.

Стратегия устойчивого развития

В рамках стратегии устойчивого развития компания выделяет несколько сфер: качество жизни, развитие людей и бизнес-среды, этика и добросовестность, экологическая эффективность. В рамках каждой из сфер компания выделяет основные приоритеты в контексте целей устойчивого развития. Целями компании являются обеспечение высокого уровня сервисов для всех пользователей, гарантия безопасности пользования и защищенности персональных данных, организация образовательных программ, развитие социальных инициатив и системной благотворительности, предоставление комфортных условий сотрудникам для труда и профессионального развития, а также внедрение энергоэффективных технологий, минимизация отходов от упаковки и мониторинг углеродного следа.

За 2023 г. в рамках системной благотворительности с помощью сервиса округления стоимости пользователи перевели 271,8 млн рублей, которые были распределены между НКО в рамках проекта компании «Помощь рядом». В компании действует программа страхования курьеров и водителей, для них же внедрена программа льготного питания

в «Яндекс Лавке». Количество человек, воспользовавшихся бесплатными образовательными программами, превысило 6 млн. В рамках экологической составляющей сокращено количество дополнительной упаковки заказов в «Яндекс Маркете», доля перерабатываемой упаковки достигла 97%, а пакеты в «Лавке» стало возможно сдать на переработку, вернув их курьеру [12].

В ноябре 2024 г. «Яндекс» занял 56-ю строчку ESG-рэнкинга компаний рейтингового агентства «Эксперт РА» (E-66, S-46, G-58) [13].

Вопрос 3

Анализ динамики чистой прибыли

При проведении сравнительного анализа Yandex N. V. и VK Group мы исследуем динамику для «Яндекса» не только в долларах, но и в рублях для возможности сопоставления результатов.

Выявить тренд в динамике чистой прибыли невозможно: в 2019, 2020, 2022 и 2023 гг. наблюдается чистая прибыль, но в 2021-м — чистый убыток, связанный с большим количеством инвестиций в активно развивающиеся направления, в частности сервисы доставки еды и электронной коммерции [14]. В 2022 г. чрезвычайно высокий рост чистой прибыли дали постоянные инвестиции в развитие рекламных технологий и продуктов (особенно в сегменте электронной коммерции), которые в рамках изменившейся конкурентной среды позволили увеличить рыночную долю компании. *График «Динамика изменения чистой прибыли» приведен далее.*

Анализ динамики активов

Предпосылки для роста ключевых показателей создает положительная динамика активов у компаний за весь рассматриваемый период. Наблюдаемое незначительное сокращение активов у «Яндекса» в 2021 г. связано с сильным увеличением износа и амортизации [15] (в 2020 г. компания купила «Маркет» с его нематериальными активами, активно наращивала складские мощности и оборудование для e-commerce бизнеса, строила дата-центры [16]).

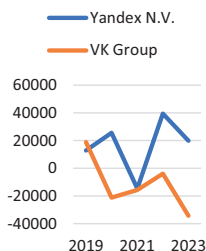


Рис. 3. Динамика изменения чистой прибыли, млн руб.



Рис. 4. Динамика изменения активов Yandex N. V., млн руб.



Рис. 5. Динамика изменения активов VK Group, млн руб.

Анализ текущей ликвидности

Нормативное значение коэффициента текущей ликвидности для холдинговых компаний согласно АКРА — от 1 до 1,25 [31]. При анализе коэффициента текущей ликвидности Yandex N. V. видно, что в 2019–2020 гг. наблюдается существенное превышение нормативного значения, что отражает высокий запас прочности по ковенантам в кредитных соглашениях и наличие диверсифицированных источников финансирования. Однако также это свидетельствует о неэффективности финансовых вложений и затоваривании складов. С 2020 г. наблюдается динамика снижения коэффициента со значения 4,71 (2020 г.) до 0,89 (2023 г.), наиболее близкое значение к нормативному было в 2022 г. (1,28). 2023 г. характеризуется низкой ликвидностью, то есть наблюдаются пиковые периоды погашения долга в краткосрочной перспективе, существует зависимость от банковского финансирования. Если сравнивать с динамикой коэффициента текущей ликвидности у VK Group, то стоит отметить, что за рассматриваемый период коэффициенты текущей ликвидности были «лучше» у Yandex N. V., однако если тренд коэффициента текущей ликвидности у Yandex N. V. нисходящий, то у VK Group восходящий (исключение 2021 г. — снижение оборотных активов (денежных средств) и увеличение краткосрочных обязательств может быть связано с попыткой стабилизировать цену акций в связи со сменой акционеров и главы компании Mail.ru Group → VK Group). *Графики динамики текущей ликвидности приведены далее.*

Анализ рентабельности капитала и рентабельности активов

При подсчете рентабельности активов была использована упрощенная формула без учета процентов к уплате, так как невозможно провести правильную корректировку на налог. Если посчитать ставку налога, то она варьируется от 35 до 50%, что связано с тем, что компания выступает налогоплательщиком в обеих странах: и в России, и в Нидерландах, — и выделить налогооблагаемую базу отдельно по каждой стране не представляется возможным.

При анализе рентабельности собственного капитала необходимо сразу сказать, что мы не рассматриваем периоды, в которых ROE отрицательная, так как в случае с Yandex N. V. отрицательное значение ROE в 2021 г. связано с результатом улучшения бизнеса путем его реструктуризации. Значения ROE для Yandex N. V. варьируются от 5,96% (2019 г.) до 11,67% (2022 г.), в 2023 г. составляет 6,70%, что свидетельствует о довольно хорошей финансовой устойчивости и возможности приумножить вложенный капитал. Однако значения рентабельности собственного капитала в большей части ниже нормативных значений для развитых стран (10–12%) и России (выше 20%) [33], то есть напрашивается сомнение насчет того, стоит ли инвесторам вкладываться в эту компанию. Сравнить динамику рентабельности капитала Yandex N. V. и VK Group кажется неверным, так как в течение всего периода, кроме 2019 г., ROE VK Group принимала отрицательные значения. Если анализировать рентабельность активов (также не смотрим отрицательные значения), то в Yandex N. V. этот показатель колебался в диапазоне 2,53% (2023 г.) — 6,40% (2022 г.), сейчас присутствует некий спад (в 2019 и 2020 гг. 4,40 и 4,95% соответственно). Диапазон приемлемых значений ROA в России — от 2 до 8% [32] (компания на протяжении рассматриваемого периода соответствует этому требованию), а оптимальным считается значение, близкое к 5%, чего компания достигает в 2019, 2020 и 2022 гг. Однако, если учитывать отраслевую специфику (деятельность, связанную с информационными технологиями и программным обеспечением: 12–15%), то компания недостаточно хорошо использует свои активы. В этом плане анализировать динамику VK Group невозможно, так как с 2020 по 2023 г. значения рентабельности активов отрицательны, то есть были сделаны большие вложения, которые пока что не начали приносить доход.

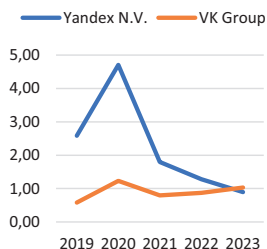


Рис. 6. Динамика изменения коэффициента текущей ликвидности

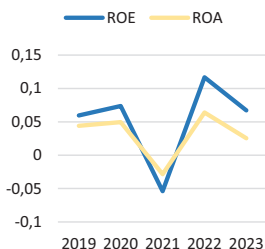


Рис. 7. Динамика изменения рентабельности капитала и активов Yandex N. V.

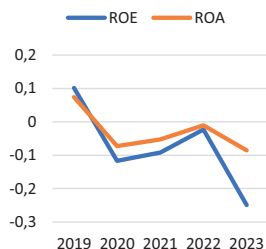


Рис. 8. Динамика изменения рентабельности капитала и активов VK Group

Анализ маржи

Все годы, в которых наблюдается отрицательное значение маржи, необходимо рассматривать отдельно, они не включаются в общем случае в тренд. У Yandex N. V. заметна динамика постепенного снижения (за исключением 2021 г.) валовой маржи с 68,19% (2019 г.) до 55% (2023 г.), что связано с более медленным темпом роста выручки в сравнении с темпом роста себестоимости. Маржа операционной прибыли также снижалась в рассматриваемый период (в 2021 г. наблюдается отрицательное значение) с 14,08 до 2,54% (2022 г.), однако в 2023 г. отмечается рост до 3,56%. Операционная маржа чистой прибыли также имеет скорее нисходящий тренд, хотя рост в 2020 г. и был с 7,31 до 11,68%, тем не менее в 2023 г. показатель равен 2,48%. Эти низкие показатели демонстрируют недостаточную устойчивость бизнес-модели компании и отсутствие у нее возможности генерировать стабильную прибыль. У VK Group ситуация немного иная: несмотря на рост маржи операционной прибыли (с 61,21 до 83,33%), которая и так высока, компания несет убытки, что показывают отрицательные значения маржи чистой прибыли с 2020 по 2023 г.

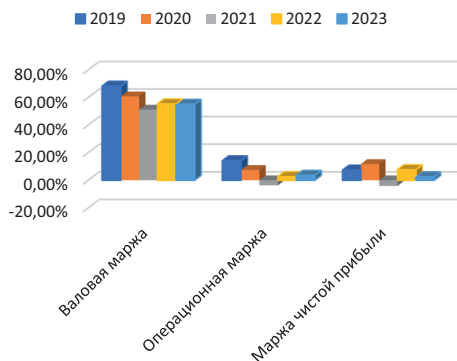


Рис. 9. Динамика изменения маржи валовой, операционной и чистой прибыли Yandex N. V.



Рис. 10. Динамика изменения маржи операционной и чистой прибыли VK Group

Вопрос 4

Система корпоративного управления

Yandex N. V.

На СПАРКе представлены данные на 26.12.2023, и полноценным владельцем компании является Nebius Group. По состоянию на 30 сентября 2022 г. структура акционеров «Яндекса» выглядела так [18]:

1. Семейный траст Аркадия Воложа владел 8,5% акционерного капитала группы и 45,1% голосов.
2. Топ-менеджеры и сотрудники владели 3,2% акционерного капитала и 6,6% голосов.
3. Другие акционеры владели 0,7% акционерного капитала и 2% голосов.
4. Оставшиеся 87,6% акционерного капитала были в свободном обращении, и на эту часть приходилось 46,3% голосов.

Вопросы в ведении акционеров и совета директоров, типы акций (А и Б) у Yandex N. V. (на 2022 г.) были такими же, как и сейчас у МКПАО «Яндекс» [34].

МКПАО «Яндекс».

В ведении Общего собрания акционеров находятся вопросы [17, приложение А (с. 55)]:

- 1) о внесении изменений в Устав;
- 2) о любых изменениях уставного капитала;
- 3) об утверждении годовой отчетности;
- 4) о реорганизации Общества;
- 5) об одобрении сделок Группы и др.

В ведении совета директоров находятся вопросы [17, приложение Б (с. 67)]:

- 1) о назначении/увольнении генерального директора;
- 2) об утверждении дивидендной политики;
- 3) о программе мотивации сотрудников;
- 4) о созыве собраний;
- 5) об открытии филиалов и др.

Уставный капитал разделен на обыкновенные акции, одну привилегированную акцию типа А и одну привилегированную акцию типа Б. Акция типа А дает право участвовать в Общем собрании и прекращать полномочия членов совета директоров. Акция типа Б имеет такие же права, как и «А», но еще и выдвигать кандидата на должность генерального директора и давать согласие на досрочное прекращение его полномочий. Более детально: Устав, раздел 7 (с. 10,11) [17].

Независимые директора в компании [19]: Андрей Бетин, Александр Ивлев, Алексей Яковицкий, Евгений Якушкин, Светлана Ячевская.

Актуальная структура собственников МКПАО «Яндекс» выглядит так [20]: основные акционеры – 81%, ООО «Яндекс.Технологии» – 3,7%, акции в свободном обращении – 15,3%.

В «основных акционерах» прячется ЗПИФ «Консорциум. Первый», организованный специально под сделку по продаже российской части компании [21]. Распределение долей в ЗПИФе также представлено в *приложении*.

Доли в других компаниях: МКПАО «Яндекс» — это группа компаний, которая объединяет много бизнесов [22], как мы уже писали, это экосистема.

Вопрос 5

Стратегия развития компании

В приоритете у «Яндекса» технологическое развитие и расширение и усовершенствование линейки предоставляемых услуг и сервисов. В поисковых и информационных сервисах ключевыми направлениями развития являются рекламные технологии и решения, продукты для среднего и малого бизнеса. Компания стремится внедрять генеративные нейросети в свои продукты и сервисы. В направлении «Райдтех» (Такси, Драйв, Самокаты) приоритетом компании является качество сервиса для пользователей и водителей, в связи с чем ведется работа над эффективностью платформ, оптимизацией маршрутов и времени подачи. В 2024–2025 гг. одним из приоритетных направлений будет «Плюс» и развлекательные сервисы. Компания объявила, что вложит в креативную индустрию более 100 млрд рублей. Важны инвестиции именно в оригинальный контент, создаваемый продюсерским центром «Плюс Студия».

В виртуальный ассистент Алиса была внедрена нейросеть YandexGPT, а сам ассистент добавлен во многие сервисы компании. «Яндекс» совершенствует умные колонки, ТВ-станции и другие устройства умного дома.

Также компания разрабатывает автономный транспорт и является одним из мировых лидеров в этой сфере. Компания стремится к автоматизации доставки для сервисов с помощью роботов-доставщиков. Яндекс развивается в финтехе: дебетовая карта «Пэй», сервис оплаты покупок частями «Сплит» [9].

Наиболее успешными проектами компании мы считаем «Яндекс Лавку» и Алису (в том числе устройства умного дома). «Яндекс Лавка» — сервис экспресс-доставки продуктов, появившийся в 2019 г. Голосовой помощник Алиса, внедренный в умные колонки и сервисы «Яндекса», — самый популярный в России.

Таблица 1

Денежные потоки от инвестиционной деятельности, млн долл.

Год	2019	2020	2021	2022	2023
Покупка ОС и НМА	−260,5	−332,3	−600,6	−718,6	−1010,6
Сальдо	−623,2	−1623,6	296	−323,3	−1192,4

Отрицательное сальдо говорит об интенсивной инвестиционной деятельности компании. Расходы на закупку основных средств и нематериальных активов увеличивались на протяжении периода. В 2022 и 2023 гг. эти расходы были основной частью инвестиционных вложений компании. Это объясняется большими затратами на разработку и внедрение новых технологий в сервисы компании.

Вопрос 6

Анализ структуры капитала

В данном пункте расчеты проведены в млн долл.

Таблица 2

Анализ структуры капитала

Год	2019	2020	2021	2022	2023
Структура капитала	-	0,05	0,05	0,1	0,22
Финансовый рычаг				1,11	0,85
Операционный рычаг				3,33	2,44
Долг/EBITDA			7,92	1,16	2,03
К-т покрытия процентов	567,11	14,31	2,92	12,98	6,4
Краткосрочные к. и з. к активам	-	-	-	0,03	0,12
<i>NWC (дополнительный расчет)</i>	<i>935,3</i>	<i>3095,5</i>	<i>1196,2</i>	<i>740,6</i>	<i>-409,9</i>

Пояснение: пустые клетки означают, что в задании не требовался анализ этого года, а «-» — нехватка данных для расчета показателя.

- 1) Соотношение Долг/Собственный капитал: для расчета показателя бралась рыночная капитализация, рассчитанная ранее, и балансовая оценка долга (так как рыночной не найти). В 2019 г. нет данных о долговых средствах, а в 2020 и 2021 гг. раскрываются только долгосрочные кредиты и займы, поэтому коэффициент посчитан только по ним. Из-за этого будем рассматривать отдельно 2020–2021 гг.: коэффициент стабильно небольшой, долгосрочных средств привлекается немного в объемах компании. А в последние два года

наблюдается небольшая положительная динамика: это связано с раскрытием краткосрочных обязательств и новыми кредитами на финансирование сделки по продаже бизнеса, а также с падением капитализации в наших расчетах. Однако все еще можно говорить о небольшой степени привлечения долгового капитала.

- 2) Финансовый рычаг: в 2022 г. — близок к единице, что говорит о том, что при росте операционной прибыли на 1% чистая прибыль растет на 1,11%; в 2023 г. — чистая прибыль растет меньше — на 0,85%. Уменьшение финансового рычага могло произойти вследствие увеличения финансового риска из-за новых кредитов, которые взяла компания.

Операционный рычаг: рассчитывался при допущении того, что постоянными расходами компании являлись только амортизация и обесценение гудвилла, так как детализация расходов не раскрывается на нужном уровне. Интерпретация: при росте выручки на 1% операционная прибыль компании растет на 3,33 и 2,44% в 2022 и 2023 гг. соответственно.

- 3) Кредитный рейтинг компании в 2022 и 2023 гг.: AA+(RU) — АКРА и ruAA+ — Expert RA [3].
- 4) О залогах компании Yandex N. V. данных, к сожалению, нет.
- 5) Коэффициент Долг/EBITDA (EBITDA рассчитывалась по отчетности компании как «EBIT + амортизация основных средств и НМА»): показатель в 2022 и 2023 гг. укладывался в нормативное значение — 3, а в 2021 г. был такой большой из-за убытка компании в этом году. Коэффициент покрытия процентов: так как данные отдельно о процентах по кредитам не раскрываются, мы взяли в расчет известные «проценты к выплате». Так как проценты к выплате включают в себя проценты по кредитам, получается, что мы просто считаем нижнюю оценку коэффициента, и если, по нашей оценке, получится все благополучно, то и требуемый коэффициент тоже будет говорить об успешном покрытии процентов. Итак, наш коэффициент все время довольно большой, поэтому делаем вывод, что EBITDA покрывает проценты, которые нужно заплатить, с запасом. По данным показателям можно сказать, что у компании еще много возможностей для дополнительного долгового финансирования: она практически его не использует (относительно своих размеров). Если сравнивать с другими компаниями в отрасли (все еще рассматриваем экосистемы): у VK Group коэффициент долговой нагрузки (D/E) достигает практи-

чески значения 2 [37]; у «МТС» коэффициент большой и очень нестабильный [36]; у «Сбера» значения показателя тоже большие [35]. Поэтому в этом отношении «Яндекс» был в очень благоприятной ситуации в 2022–2023 гг.

- б) Опора на краткосрочные источники финансирования: по коэффициенту «краткосрочные кредиты и займы/активы» можно сделать вывод о том, что компания в 2022–2023 гг. практически не опиралась на краткосрочные заемные средства. Что касается перспективы смещения акцента с краткосрочных на долгосрочные источники финансирования, то тут можно обратиться еще к одному показателю: чистому оборотному капиталу. Практически во все годы (кроме 2023 г., когда и коэффициент КО/А вырос) он был существенно больше 0 — это значит, что оборотные средства финансировались не просто полностью краткосрочными обязательствами, но и по большей части долгосрочными и собственным капиталом. Поэтому можно сделать вывод, что компания и так в основном отдает предпочтение долгосрочным источникам финансирования.
- 7) Заемное финансирование компании было представлено в 2020–2023 гг. кредитами (по 2019 г. информация не раскрывается), а также облигациями сроком с февраля 2020 до марта 2025 г. По поводу кредитов: к сожалению, неизвестно, в какой они валюте изначально были взяты (в отчетности они представлены и в долларах, и в рублях), а также неизвестна ставка по ним, однако мы можем предполагать, что нидерландской компании было выгодно брать кредиты в Нидерландах, ведь и ключевая ставка там ниже, и валютный курс тоже играл положительную роль. По поводу облигаций: в 2022 г. большая часть облигаций была конвертирована в обыкновенные акции. Но часть из них осталась, и по ним компания платит купоны и собирается погасить их в срок. Судя по данным о периодически меняющихся ценах [3], иногда эти облигации на каких-то вторичных рынках перепродаются.

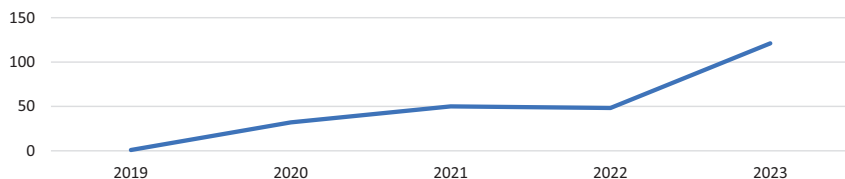


Рис. 11. Динамика процентов к уплате, млн долл.

Таблица 3

Доля процентов к уплате в прибыли

Год	2019	2020	2021	2022	2023
I к выпл./EBIT	0,003	0,146	– (EBIT < 0)	0,257	0,382

За рассматриваемый период влияние процентов к уплате на прибыль увеличилось — согласно годовым отчетам, это связано с новыми кредитами.

Вопрос 7

Дивидендная политика компании

В период с 2019 по 2023 г. дивиденды не выплачивались [23]. Уже новая российская компания «Яндекс» выплатила дивиденды один раз — 20.09.2024 за 6 месяцев 2024 г. После разделения бизнеса на российский и международный компания намерена выплачивать дивиденды раз в полгода. Согласно дивидендной политике, выплаты базируются на чистой прибыли [26].

Подробности о переходе компании в Россию с точки зрения акционеров — в приложении.

Нидерландская компания Nebius Group остается компанией роста и пока не объявляла о выплатах дивидендов, а вот МКПАО «Яндекс» утвердило дивидендную политику [25]. Она основывается на следующих важных принципах:

- 1) Повышение инвестиционной привлекательности компании.
- 2) Принятие экономически взвешенных решений о выплате дивидендов для обеспечения баланса инвестиционных потребностей компании и интересов акционеров компании.
- 3) Обеспечение прозрачности порядка определения размера дивидендов.
- 4) Стремление соответствовать высоким стандартам корпоративного управления.
- 5) Реализуемая компанией дивидендная политика не должна препятствовать развитию операционной и инвестиционной деятельности компании и юридических лиц, находящихся под прямым или косвенным контролем компании.

- 6) Каждый акционер — владелец обыкновенных акций компании имеет право на получение дивидендов с учетом ограничений, предусмотренных действующим законодательством и Уставом.
- 7) Источником выплаты дивидендов является прибыль компании после налогообложения (чистая прибыль) за соответствующий отчетный период, по результатам которого принимается решение о выплате дивидендов, а также нераспределенная прибыль прошлых лет.
- 8) Выплата и размер любых дивидендов будут зависеть от чистой прибыли, полученной за соответствующий отчетный период, и от любых ограничений, предусмотренных действующим законодательством, Уставом, договорами с кредиторами компании (при наличии таковых), а также от потребностей компании в инвестициях, конъюнктуры на рынках капитала и других факторов.

Что касается компании-аналога, VK Group также не выплачивала дивиденды с момента начала торгов в 2020 г. [26], но положения о дивидендной политике у нового «Яндекса» и компании-аналога схожи [26]: Общество выплачивает дивиденды при соблюдении следующих условий:

- 1) наличие у Общества чистой прибыли в отчетном периоде, за который объявляются дивиденды;
- 2) отсутствие договорных и/или законодательных ограничений на выплату дивидендов.

Вопрос 8

Расчет WACC

При расчете средневзвешенных затрат на капитал мы использовали такие источники финансирования, как собственный капитал, отраженный акциями компании, долгосрочные кредиты и займы и облигации. Краткосрочные кредиты и займы не учтены, так как они не используются компанией на постоянной основе (во-первых, они практически не использовались для финансирования активов в анализируемый период (см. п. 6), а во-вторых, согласно годовому отчету за 2023 г., существующие кредиты и займы были взяты под конкретные цели — можно сделать вывод, что не используются постоянно). Также не была учтена существующая привилегированная акция, которая принадлежит некоммерческому фонду общественных интересов (Public Interest Foundation) [1], находящемуся в струк-

туре корпоративного управления компании «Яндекс», так как она не дает никаких привилегий, кроме особого права вето, и по ней дивиденды совпадают с дивидендами по обыкновенным акциям, то есть не платятся.

Начнем с анализа заемного капитала. Долгосрочный долг берется в своей балансовой стоимости по отчетности, так как невозможно найти рыночную оценку. Также в 2023 г. остается часть выпущенных в 2020 г. облигаций номинальным объемом 16,8 млн долл. Объем собственного капитала в рыночной оценке (капитализация) был посчитан в соответствии с рассуждениями, описанными выше: для 2019–2021 гг. это цена акции на конец года, умноженная на количество акций из отчетности компании, а для 2022–2023 гг. используется последняя известная цена (18,94 долл.) [4] на 25.02.2022. Таким образом, оценка собственного капитала составляет 7023,70 млн долл.

Источники финансирования, взятые нами для расчета WACC, и их доли в капитале компании (табл. 4).

Таблица 4

Расчет долей источников финансирования в капитале

	Объем источника финансирования (млн долл.)	Доля источника в капитале
Собственный капитал	7023,70	92,52%
Долгосрочные кредиты	551,2	7,26%
Облигации	16,80	0,22%
Капитал, всего:	7591,70	

Доходность долгосрочного кредита была взята как средняя ставка по кредитам в Нидерландах в 2023 г. — 3,21% [27], в соответствии с п. 6 считаем, что компания брала кредиты именно там. Доходность облигаций на конец 2023 г. была взята с сайта Cbonds [3] и равняется 32,78%.

При расчете доходности акций была использована модель CAPM (модель Гордона невозможно использовать, так как нет дивидендов и компания не является стабильно растущей). За безрисковую ставку была взята средняя доходность за 2023 г. по 10-летним облигациям США (3,88%) [5], так как основной биржей торгов акциями «Яндекса» являлась американская биржа NASDAQ. Премия за рыночный риск была также использована для американской биржи, поэтому составляет 5,5% [6]. Однако мы дополнительно учли страновой риск, который учитывает, что ком-

пания функционирует в России, и он составлял 6,58% по Дамодарану [7] в 2023 г. Логика наших рассуждений по данной модели следующая: так как на американской бирже в основном приобретают акции зарубежные инвесторы, а не российские, то в их глазах акции компании торгуются вместе с другими акциями на американском рынке, поэтому безрисковая доходность для них — как для США. Для размера рыночного риска логика примерно такая же, а вот страновой риск уже нужно учитывать для России, так как инвесторы точно осведомлены о стране функционирования компании. Валютный риск мы не учитываем, так как акции деноминированы в долларах. Более специфические риски мы, к сожалению, учесть не можем ввиду ограниченности доступных данных, но предполагаем, что в наш размер странового риска включены многие факторы, позволяющие хотя бы частично другие виды риска тоже принять во внимание.

Также здесь необходимо сделать оговорку о том, почему мы рассматриваем только американскую биржу. Во-первых, это снова связано с нехваткой данных: акции компании торговались еще на Московской бирже и Санкт-Петербургской, но достать данные с Московской биржи не получилось (в архиве нет такой компании), а в данных Санкт-Петербургской биржи постоянные пропуски в ценах. Во-вторых, все-таки, согласно отчетности, акции компании в основном торговались на NASDAQ, поэтому рассматривать ее довольно логично.

Непосредственно оценки бета-коэффициента для компании в 2023 г. нет, также нет никаких оценок, которые соответствуют компаниям той же отраслевой принадлежности (по Дамодарану), но нам удалось найти леввереджированный бета-коэффициент Nebius Group сейчас — 0,855 [28] (как было описано выше, это компания, которая осталась после полного перехода «Яндекса» в Россию). Мы считаем, что с данным коэффициентом можно работать, так как акции этой компании теперь торгуются на той же бирже, и сфера деятельности соответствует прежней, и руководство осталось тем же; и при этом, так как мы считаем фактически модель для американского рынка, бета-коэффициент нам также нужен сопоставимый с ним. Однако леввереджирован этот коэффициент для другой компании с другой структурой капитала, поэтому сначала мы превратили его в бету без учета долгового капитала, а затем леввереджировали уже для рассматриваемой компании. Итоговая бета: 0,95.

Про налог: как мы писали выше, компания платила налоги и в Нидерландах, и в России, поэтому вопрос о ставке налога достаточно сложен. Для кредитов мы предположили, что они брались только в Нидерландах, поэтому для них ставку налога логично взять 25,8% (нидерландская ставка

налога) [38]. Однако для расчета леввереджированной беты и для части облигаций в WACC мы решили взять фактическую ставку налога (отношение размер налога/ЕВТ), так как там совсем не получится различить страну выплаты налога. Эта фактическая ставка в 2023 г. составила 50%.

Итого расчет доходности собственного капитала по модели CAPM:

$$\begin{aligned}\beta_{l,Yandex} &= \beta_{ul,Nebius} \cdot \left(1 + (1 - t_{\text{фактич}}) \cdot \left(\frac{D}{E} \right)_{Yandex} \right) = \\ &= \frac{\beta_{l,Nebius}}{1 + \left(\frac{D}{E} \right)_{Nebius} \cdot (1 - t_{Neth})} \cdot \left(1 + (1 - t_{\text{фактич}}) \cdot \left(\frac{D}{E} \right)_{Yandex} \right) \\ r_e &= r_f + \beta_{l,Yandex} \cdot MRP + CRP,\end{aligned}$$

где MRP – премия за рыночный риск США, CRP – премия за страновой риск России.

$$WACC = r_e \cdot w_e + r_{\text{долг}} \cdot w_{\text{долг}} \cdot (1 - t_{Neth}) + r_{\text{облиг}} \cdot w_{\text{облиг}} \cdot (1 - t_{\text{фактич}}).$$

Таким образом, доходность собственного капитала составляет 15,66%, а средневзвешенные затраты на капитал – 14,70%.

Список литературы

Данные:

1. Отчетность Yandex N. V. URL: <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1513845> (дата обращения: 24.11.2024).
2. Отчетность VK Group. URL: <https://vk.com/company/ru/investors/results/#annualReports> (дата обращения: 24.11.2024).
3. Данные об акциях и облигациях: Cbonds. URL: <https://cbonds.ru/company/35447/> (дата обращения: 24.11.2024).
4. Данные с биржи NASDAQ. URL: <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nbis/financials> (дата обращения: 24.11.2024).
5. Сайт филиала Federal Reserve Bank. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10> (дата обращения: 24.11.2024).
6. Исследование на портале Statista о премии за рыночный риск. URL: <https://www.statista.com/statistics/664840/average-market-risk-premium-usa/> (дата обращения: 24.11.2024).

7. Сайт ученого Асвата Дамодарана. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 24.11.2024).

8. СПАРК. URL: <https://spark-interfax.ru/> (дата обращения: 24.11.2024).

Интернет-источники:

9. Официальный сайт Яндекса. URL: <https://ir.yandex.ru/> (дата обращения: 24.11.2024).

10. Официальный сайт VK Group. URL: <https://vk.com/company/ru/> (дата обращения: 24.11.2024).

11. РБК. URL: https://www.rbc.ru/technology_and_media/01/02/2022/61f3d76f9a794775ff544309 (дата обращения: 24.11.2024).

12. Повестка в области устойчивого развития Яндекса. URL: <https://sustainability.yandex.ru/agenda> (дата обращения: 24.11.2024).

13. ESG-рэнкинг компаний «Эксперт РА». URL: <https://raex-rr.com/database/contender/10007229/> (дата обращения: 24.11.2024).

14. Т-банк: анализ показателей 2021 года. URL: <https://www.tbank.ru/invest/social/profile/IslamovDenis/38141433-4c0b-4661-badd-d21af09bd47b/?author=profile> (дата обращения: 24.11.2024).

15. Динамика износа и амортизации Яндекса. URL: <https://marketcap.ru/stocks/YNDX/financial-statements/cash-flow/depreciation-amortization> (дата обращения: 24.11.2024).

16. АТОН: экспертиза 2021 год. URL: https://www.aton.ru/reports/yandeks_finansovye_rezultaty_zh_1k21/ (дата обращения: 24.11.2024).

17. Устав группы Яндекса. URL: [https://yastatic.net/s3/ir-docs/prospectus/corporate/%D0%A3%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2_%D0%9C%D0%9A%D0%9F%D0%90%D0%9E_%D0%AF%D0%BD%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81_\(%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B0%D0%BA%D1%86%D0%B8%D1%8F_%E2%84%964\).pdf](https://yastatic.net/s3/ir-docs/prospectus/corporate/%D0%A3%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2_%D0%9C%D0%9A%D0%9F%D0%90%D0%9E_%D0%AF%D0%BD%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81_(%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B0%D0%BA%D1%86%D0%B8%D1%8F_%E2%84%964).pdf) (дата обращения: 24.11.2024).

18. Раздел «Яндекса»: чего ждать инвесторам. URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/yndx-restructuring/> (дата обращения: 24.11.2024).

19. Совет директоров «Яндекса». URL: <https://ir.yandex.ru/corporate-governance/board-of-directors> (дата обращения: 24.11.2024).

20. Структура собственников «Яндекса». URL: <https://ir.yandex.ru/shareholder-structure> (дата обращения: 24.11.2024).

21. Т-банк. Доли в ЗПИФ. URL: <https://journal.tinkoff.ru/whose-ydex/> (дата обращения: 24.11.2024).

22. Ключевые бизнесы «Яндекса». URL: <https://ir.yandex.ru/key-businesses> (дата обращения: 24.11.2024).

23. История дивидендных выплат «Яндекса». URL: <https://ir.yandex.ru/dividends> (дата обращения: 24.11.2024).

24. Forbes. Выкуп акций. URL: <https://www.forbes.ru/investicii/517352-ostatki-po-akcii-cto-nuzno-znat-ob-usloviah-vykupa-bumag-yandex-n-v-u-minoritariyev> (дата обращения: 24.11.2024).
25. Утвержденная дивидендная политика. URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1824654> (дата обращения: 24.11.2024).
26. История дивидендных выплат VK Group. URL: https://corp.vkcdn.ru/media/files/%D0%98%D1%81%D1%82%D0%BE%D1%80%D0%B8%D1%8F_%D0%B4%D0%B8%D0%B2%D0%B8%D0%B4%D0%B5%D0%BD%D0%B4%D0%BD%D1%8B%D1%85_%D0%B2%D1%8B%D0%BF%D0%BB%D0%B0%D1%82.pdf (дата обращения: 24.11.2024).
27. Ставка по кредитам в Нидерландах. URL: https://ycharts.com/indicators/netherlands_long_term_interest_rates (дата обращения: 24.11.2024).
28. Бета-коэффициент Nebius Group. URL: <https://www.investing.com/equities/yandex-nv> (дата обращения: 24.11.2024).
29. Ключевые сервисы Яндекса. URL: <https://ir.yandex.ru/about/ecosystem> (дата обращения: 24.11.2024).
30. Ключевые сервисы VK Group. URL: https://vk.com/vk_ecosystem_services (дата обращения: 24.11.2024).
31. АКРА. Нормативное значение текущей ликвидности для холдинговых компаний. URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/c1d/y6tnjs0ychmt75fzoq5ujqtosknzod2h/20230609_Corporate_Methodology.pdf?ysclid=m3uislzb9n508688157 (дата обращения: 24.11.2024).
32. Рентабельность активов в России по отраслям. URL: <https://www.testfirm.ru/finfactor/roa/?ysclid=m3kkbls2o1480876595> (дата обращения: 24.11.2024).
33. Нормальное значение рентабельности капитала. URL: https://www.audit-it.ru/finanaliz/terms/performance/return_on_equity.html (дата обращения: 24.11.2024).
34. Т-банк. Система корпоративного управления «Яндекса» (2022 год). URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/yndx-restructuring/> (дата обращения: 24.11.2024).
35. Показатели долговой нагрузки Сбера. URL: <https://financemarket.ru/stocks/MOEX/SBER/ratios/debt/> (дата обращения: 24.11.2024).
36. Финансовые показатели «МТС». URL: <https://www.finam.ru/quote/moex/mtss/financial/> (дата обращения: 24.11.2024).
37. Показатели долговой нагрузки VK Group. URL: <https://financemarket.ru/stocks/MOEX/VKCO/ratios/debt/> (дата обращения: 24.11.2024).
38. PWC, Corporate income tax (CIT) rates. URL: <https://taxsummaries.pwc.com/quick-charts/corporate-income-tax-cit-rates#anchor-N> (дата обращения: 24.11.2024).

39. Акционеры Yandex N. V. одобрили продажу бизнеса в России. Что это значит. URL: https://www.rbc.ru/technology_and_media/07/03/2024/65e9bf379a79476f8f54b0ba (дата обращения: 24.11.2024).
40. ЗПИФ «Консорциум.Первый» завершил расчеты по обмену и выкупу акций Yandex N. V. URL: <https://www.interfax.ru/business/970810> (дата обращения: 24.11.2024).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Сравнительный анализ сервисов у «Яндекса» и ВК

Сравнение сервисов «Яндекса» и ВК

	Яндекс	VK Group
Музыка	+ (Яндекс Музыка)	+ (VK Музыка)
Видеосвязь	+ (Яндекс Телемост)	+ (VK Звонки)
Облако	+ (Яндекс Диск)	+ (Облако Mail.ru)
Электронная почта	+ (Яндекс Почта)	+ (Mail.ru)
Сервис знакомств	В разработке	+ (VK Знакомства)
Образование	+ (Яндекс Практикум, Яндекс Образование и т.д.)	+ (Skillbox, Skillfactory, Geekbrains)
Платежи	+ (Яндекс Pay)	+ (VK Pay)
Общая подписка	+ (Яндекс Плюс)	+ (VK Combo, VK ID)
Умная колонка	+ (Алиса)	+ (Капсула и Маруся)
Сервис объявлений	Существовал до 2022 г.	+ (Юла)
Платформа продаж	+ (Яндекс Маркет)	+ (AliExpress Россия)
Игры	+ (Плюс Гейминг)	+ (VK Play)

Другие сервисы Яндекса: Кинопоиск, Афиша, Аренда, Путешествия, Браузер, Еда, Лавка, Переводчик и др.

Источники: официальные сайты «Яндекса» [29] и VK Group [30].

Приложение 2. Распределение долей в ЗПИФе «Консорциум. Первый»

- 1) **«Фонд менеджеров», FMP.** Ему принадлежит 35% ЗПИФа. Пофамильного списка нет. Известно лишь, что среди участников сделки не может быть подсанкционных лиц. Предполагалось, что в фонде будет порядка 50 человек [39]. При этом доля одного акционера не может превышать 5%.
- 2) **Infinity Management.** У него 25%. Это структура Александра Чачавы, основателя венчурного фонда Leta Capital, который инвестирует в интернет-стартапы с российскими корнями.
- 3) **«Аргонавт».** Доля — 15%. Это комбинированный ЗПИФ, принадлежащий «Лукойлу».
- 4) **IT.Elaboration.** Доля аналогична — 15%. Это компания Павла Праса, неизвестного прежде широкой общественности бизнесмена. Самый заметный в числе его активов — центр корпоративного управления «Инфинитум», один из крупнейших российских депозитариев, который управляет коллективными инвестициями.
- 5) **«Меридиан-сервис».** Доля в ЗПИФе — 10%. Это компания Александра Рязанова, он был гендиректором Сургутского газоперерабатывающего завода, заместителем председателя правления «Газпрома» и президентом «Сибнефти», которая впоследствии стала «Газпром нефтью».

При продаже еще 3,7% МКПАО «Яндекс» продали ООО «Яндекс-технологии» — даже до передачи компании ЗПИФу. Эту долю планируется использовать в программе мотивации сотрудников [40].

Приложение 3. Подробности процесса перехода компании в Россию

Летом 2024 г. Nebius Group провел выкуп и обмен акций миноритариев по следующей схеме [24]:

- 1) Те инвесторы, кто покупал акции на СПБ Бирже и Мосбирже, смогли обменять бумаги 1:1 на акции МКПАО «Яндекс», которое теперь объединяет все ключевые сервисы «Яндекса».
- 2) Те, кто покупал акции за рубежом, а затем переводил в Россию, получили предложение на обмен 1:1 — им могли воспользоваться только те, кто перевел бумаги до 7 сентября 2022 г.

- 3) Тем, кто перевел акции с этой даты и до 30 ноября 2023 г., консорциум предложил выкуп с дисконтом 70% к текущей рыночной цене акций на Мосбирже, за 1251,8 рубля.
- 4) Часть инвесторов — те, кто завел акции в российский контур после 30 ноября, — осталась с бумагами Yandex N. V., поскольку ни обмен, ни выкуп им не предложили.

**Сборник
лучших студенческих аналитических проектов
по курсу «Корпоративные финансы»**

Учебно-методическое пособие

ISBN 978-5-907690-94-3



9 785907 690943

Электронное издание сетевого распространения.
13,0 печ. л. Опубликовано 20.11.2025.
Издательство «ЭФ МГУ имени М.В. Ломоносова»;
www.econ.msu.ru; +7 (495) 939-17-15