

*Правый нижний квадрант.* Худшая ситуация складывается в правом нижнем квадранте, где наблюдается дефицит денег и отрицательное значение спреда доходности. Она требует от менеджеров немедленных и быстрых действий. Если в ходе экспресс-анализа окажется, что компанию нельзя срочно реструктурировать, подразумевается скорейшая продажа части активов компании для получения денег, снижения масштабов функционирования оставшихся активов в целях краткосрочного выживания и изменения знака спреда доходности с отрицательного на положительный. Если развернуть указанным способом данный бизнес нельзя, совет можно дать лишь один: бизнес необходимо продавать немедленно, пока он не затянул в свой водоворот всю компанию. И еще. Ни при каких обстоятельствах этот бизнес нельзя финансировать за счет «лишних» денег, которые обнаружены у структурных подразделений данной компании.

### 12.3.5. Кейс «ИЗТМ»

В настоящее время «Иркутский завод тяжелого машиностроения» (ИЗТМ) является одним из крупнейших действующих машиностроительных заводов с заверненным циклом производства на территории России. Основное направление деятельности этого предприятия — производство продукции индивидуального тяжелого машиностроения. С апреля 2003 г. на завод пришла новая команда молодых менеджеров, цель которых не сводилась к извлечению прибыли. Их интересовали инвестиционные проекты и долгосрочное развитие завода.

В таблице 12.16 приводится аналитический баланс ИЗТМ. Дополняет эту таблицу графическое изображение динамики основных параметров аналитического баланса (рис. 12.39). По мнению финансового директора завода, изменения аналитического баланса носят негативный характер. В подтверждение его позиции динамика структуры аналитического баланса демонстрирует рост запасов и дебиторской задолженности. Помимо роста масштабов производства на это обстоятельство повлияли два негативных фактора. Отсутствие системной политики управления запасами привело к излишкам запасов по материалам, а целенаправленная политика заказчиков, стремящихся максимально отдалить время расчетов, — к росту дебиторской задолженности. Компенсировать рост запасов и дебиторской задолженности увеличением кредиторской задолженности не удалось: поставщики начали проводить агрессивную политику отгрузки после частичной предоплаты. Кроме того, за рассматриваемый период в результате раздела произошло снижение объема фиксированных активов, приобретенных за счет собственного капитала. Одновременно появились активы, приобретенные с привлечением краткосрочных займов. Все это, по мнению финансового директора, негативно сказалось на общей

структуре аналитического баланса завода. Его мнение подтвердилось при проведении вертикального анализа баланса, позволившего определить его общий размер и качество (табл. 12.17). Изменения в структуре активов коснулись в первую очередь статей рабочего капитала. Кроме того, за рассматриваемый период происходило выбытие и ввод фиксированных активов. В среднем доля фиксированных активов сократилась с 67 до 58%.

ТАБЛИЦА 12.16

## Аналитический баланс

Активы	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.04.2006	30.09.2006
<b>Деньги</b>	<b>4,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,5</b>	<b>1,0</b>
<b>Операционные активы, в том числе</b>	<b>165,1</b>	<b>306,4</b>	<b>267,6</b>	<b>262,9</b>	<b>283,5</b>
Дебиторская задолженность	70,5	95,2	104,7	94,4	103,6
Запасы	64,9	132,2	163,0	166,7	166,2
Фин. вложения	29,7	79,0	0	1,8	13,6
<b>Фиксированные активы</b>	<b>350,1</b>	<b>387,1</b>	<b>419,5</b>	<b>400,7</b>	<b>397,8</b>
<b>Итого</b>	<b>519,4</b>	<b>694,4</b>	<b>689,9</b>	<b>668,1</b>	<b>682,3</b>
<b>Обязательства и собственный капитал</b>					
<b>Краткосрочный долг</b>	<b>10,0</b>	<b>71,7</b>	<b>120,5</b>	<b>139,0</b>	<b>164,0</b>
<b>Операционные обязательства, в том числе</b>	<b>125,6</b>	<b>180,4</b>	<b>187,2</b>	<b>174,9</b>	<b>167,2</b>
Кредиторская задолженность	125,6	180,4	187,2	174,9	167,2
<b>Долгосрочное финансирование (долгосрочный долг плюс собственный капитал), в том числе</b>	<b>383,8</b>	<b>442,2</b>	<b>382,3</b>	<b>354,2</b>	<b>351,1</b>
Уставный капитал	374,6	378,7	316,7	303,7	303,4
Добавочный капитал	0	40,7	45,7	41,2	42,5
Нераспределенная прибыль	9,2	22,9	19,9	9,3	5,2
<b>Итого</b>	<b>519,4</b>	<b>694,4</b>	<b>689,9</b>	<b>668,1</b>	<b>682,4</b>

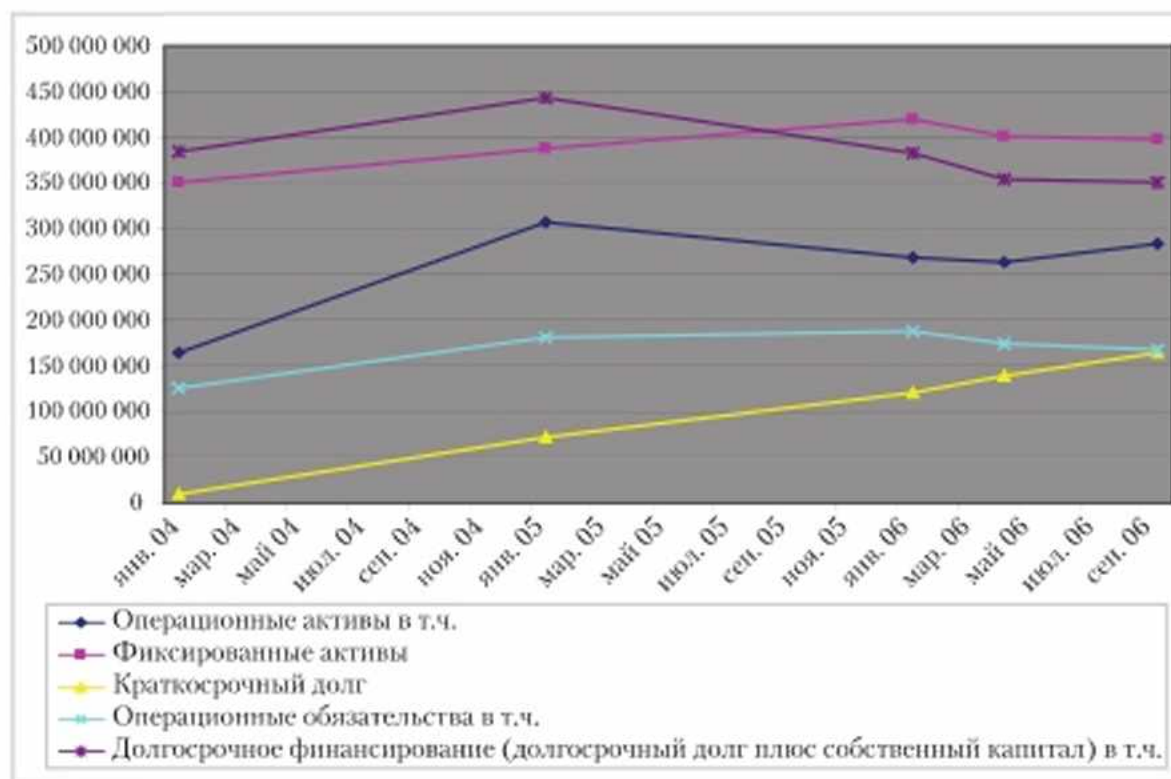


Рис. 12.39. Динамика структуры аналитического баланса

В таблице 12.18 приведен управленческий баланс завода, наглядно демонстрирующий значительные изменения в источниках финансирования. Доля краткосрочного долга увеличилась с 1,93 до 24,04%. Доля долгосрочного финансирования, наоборот, снизилась с 73,9 до 51,46%. Вследствие выбытия активов доля уставного капитала сократилась с 72 до 43%. Изучив внимательно полученные данные, финансовый директор завода предположил, что на заводе складывается ситуация, в рамках которой часть долгосрочных активов финансируется за счет краткосрочных обязательств, а это, по его мнению, непременно должно оказать негативное влияние на ликвидность предприятия (рис. 12.40). Он решил проверить свои предположения и начал рассматривать структуру рабочего капитала и динамику ее изменения с общей динамикой его увеличения с 39 до 116 млн руб. (рис. 12.41). Данное увеличение было вызвано влиянием трех факторов:

- ростом доли дебиторской задолженности с 70 до 103 млн руб.;
- ростом доли запасов с 64 до 166 млн руб.;
- сокращением доли кредиторской задолженности со 180 до 165 млн руб.

ТАБЛИЦА 12.17

## Структура аналитического баланса

Активы	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.04.2006	30.09.2006
Деньги	0,80%	0,13%	0,41%	0,68%	0,15%
Операционные активы, в том числе	31,79%	44,12%	38,79%	39,35%	41,55%
Дебиторская задолженность	13,57%	13,71%	15,17%	14,13%	15,19%
Запасы	12,50%	19,04%	23,62%	24,96%	24,36%
Фин. вложения	5,72%	11,37%	0,00%	0,26%	2,00%
Фиксированные активы	67,41%	55,74%	60,80%	59,98%	58,30%
Итого	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Обязательства и собственный капитал					
Краткосрочный долг	1,93%	10,32%	17,46%	20,81%	24,04%
Операционные обязательства, в том числе	24,18%	25,99%	27,13%	26,18%	24,51%
Кредиторская задолженность	24,18%	25,99%	27,13%	26,18%	24,51%
Долгосрочное финансирование (долгосрочный долг плюс собственный капитал), в том числе	73,90%	63,69%	55,41%	53,01%	51,46%
Уставный капитал	72,12%	54,54%	45,91%	45,45%	44,47%
Добавочный капитал	0,00%	5,86%	6,62%	6,17%	6,23%
Нераспределенная прибыль	1,78%	3,29%	2,89%	1,39%	0,76%
Итого	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

## Структура управленческого баланса

Инвестиционный капитал или чистые активы	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.04.2006	30.09.2006
Деньги	1,05%	0,18%	0,56%	0,92%	0,20%
WCR (Операционные активы минус операционные обяза- тельства)	10,04%	24,50%	16,01%	17,84%	22,57%
Дебиторская задолженность	17,90%	18,53%	20,82%	19,13%	20,12%
Запасы	16,49%	25,72%	32,41%	33,81%	32,27%
Финансовые вложения	7,54%	15,37%	0,00%	0,36%	2,65%
Кредиторская задолженность	(31,89)%	(35,11)%	(37,22)%	(35,46)%	(32,46)%
<b>Фиксированные активы</b>	<b>88,91%</b>	<b>75,32%</b>	<b>83,44%</b>	<b>81,24%</b>	<b>77,23%</b>
<b>Итого</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Вложенный капитал</b>					
Краткосрочный долг	2,54%	13,95%	23,96%	28,19%	31,84%
Долгосрочное финанси- рование (долгосрочный долг плюс собственный капитал) в том числе	97,46%	86,05%	76,04%	71,81%	68,16%
Уставный капитал	95,12%	73,69%	63,00%	61,57%	58,90%
Добавочный капитал	0,00%	7,91%	9,08%	8,35%	8,25%
Нераспределенная прибыль	2,34%	4,45%	3,96%	1,89%	1,01%
<b>Итого</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

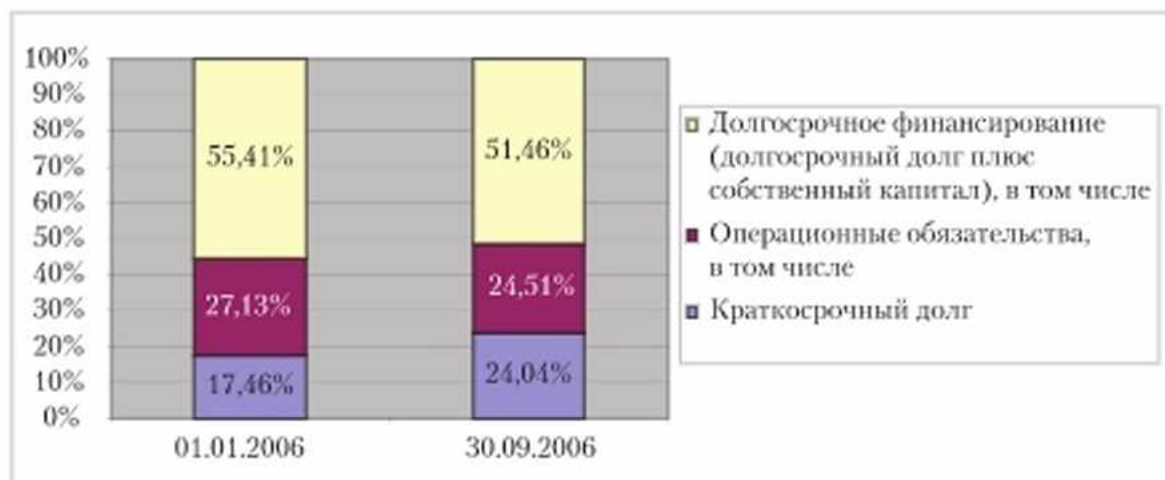


Рис. 12.40. Структура источников финансирования

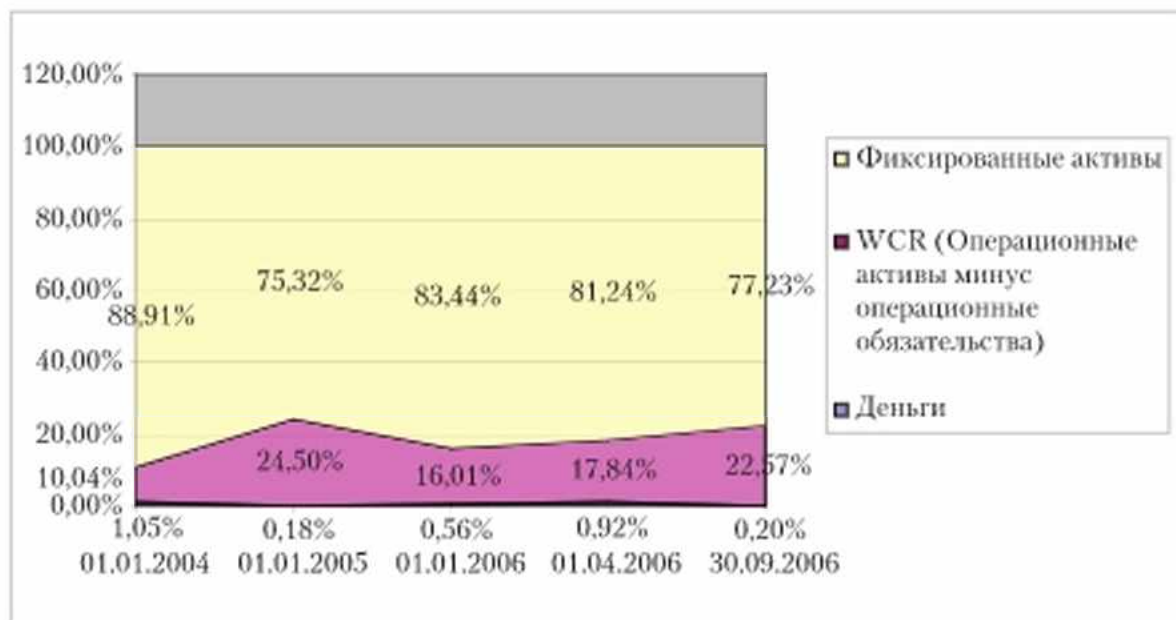


Рис. 12.41. Динамика структуры чистых активов

Динамика фиксированных активов за период показала снижение их доли с 88,9 до 77,2%. Соответственно рост доли потребности в рабочем капитале в структуре чистых активов произошел в диапазоне с 10 до 22,6%. Доля денежных средств составила менее 1% в общем объеме инвестированного капитала.

За рассматриваемый период видоизменилась структура вложенного капитала (рис. 12.42). Финансируя на начальном этапе все за счет собственных средств, руководство завода стало постепенно активно использовать инструменты краткосрочного кредитования. Со временем структура вложенного капитала достигла текущего уровня: долгосрочное финансирование — 68,1%; краткосрочный долг — 31,8%.

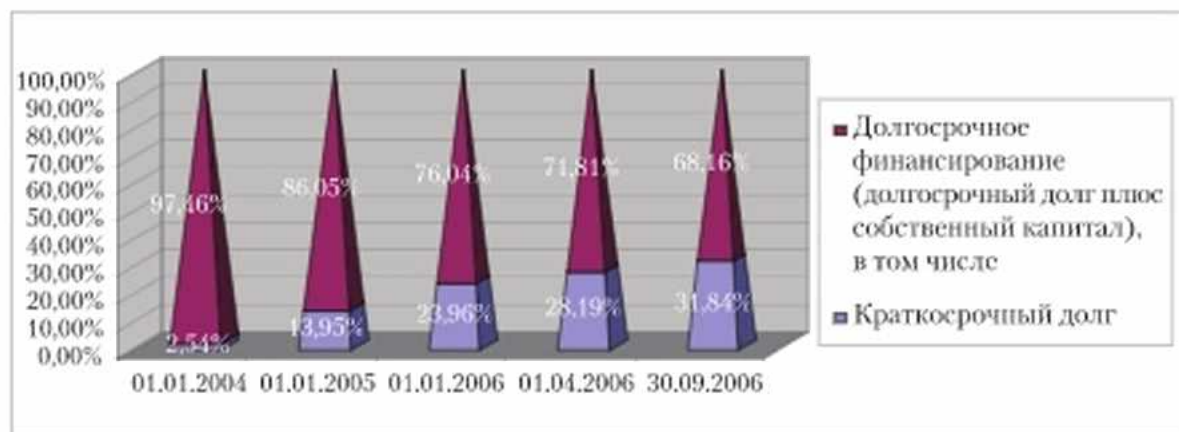


Рис. 12.42. Динамика структуры капитала

Горизонтальный анализ отчета о прибылях и убытках (табл. 12.19) демонстрирует динамику изменения основных статей этого важнейшего аналитического документа. В рассматриваемом периоде завод удвоил свои показатели по объему продаж и чистой прибыли. Значительно увеличилась абсолютная величина операционных расходов. Вертикальный анализ (табл. 12.20) позволил оценить структуру отчета о прибылях и убытках, на основании этой оценки финансовый директор сделал вывод о неэффективной политике управления операционными затратами. Действительно, учитывая темпы роста выручки завода, видно, что операционные расходы росли примерно в такой же пропорции. Следует отметить и рост расходов на обслуживание внешнего долга. В итоге показатели доходности стагнировали на протяжении всего периода. В текущем периоде практически нивелировалось влияние внереализационных доходов. Данные доходы были связаны с реализацией непрофильных активов. Значительно возросла доля процентов, уплачиваемых по кредитам и займам. В целом динамика чистой прибыли оказалась пропорциональна динамике прибыли до уплаты процентов и налогов. Финансовый директор решил, что компании срочно нужно искать рычаги воздействия на операционные расходы. Необходима четкая стратегия управления операционными расходами с выработкой и администрированием ее ключевых параметров. При соотношении постоянных и переменных затрат на заводе примерно 50 : 50, решение этой

задачи выглядит одним из наиболее существенных рычагов повышения доходности.

ТАБЛИЦА 12.19

## Отчет о прибылях и убытках

	2003 г.	2004 г.	2005 г.	9 мес. 2006 г.	2006 г. проект
Объем продаж (Sales)	213,9	427,2	520,3	366,4	488,5
Себестоимость реализованной продукции, услуг (COGS- cost of goods sold)	122,2	222,4	270,7	179,1	238,8
Валовая прибыль (Gross profit)	91,7	204,8	249,6	187,2	249,7
Операционные расходы (Operatoin cost)	83,6	196,4	237,4	154,9	206,5
Внереализационные доходы/ расходы	12,1	36,8	34,7	13,0	17,3
Операционная прибыль (EBIT)	20,2	45,2	46,9	45,4	60,5
Проценты за кредит (Interests-I)	0,25	5,1	13,9	14,2	19,0
Прибыль до налогообложения (EBT)	20,0	40,1	33,0	31,1	41,5
Налоги (Taxes-T)	2,3	7,2	9,6	6,4	8,5
Чистая прибыль (NOPAT, EAT)	17,7	32,9	23,5	24,8	33,0
Выплаченные дивиденды (Div)	6,3	10,0	3,5	19,5	26,0
Прочее распределение чистой прибыли (проект Управление, приобретение долей других организаций, раздел бизнеса)	2,1	0,7	0	0	-
Нераспределенная прибыль	9,2	22,9	19,9	5,2	6,9

ТАБЛИЦА 12.20

## Отчет о прибылях и убытках

	2003 г.	2004 г.	2005 г.	9 мес. 2006 г.	2006 г. проект
Объем продаж (Sales)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Себестоимость реализованной продукции, услуг (COGS-cost of goods sold)	57,12%	52,06%	52,03%	48,89%	48,89%
Валовая прибыль (Gross profit)	42,88%	47,94%	47,97%	51,11%	51,11%
Операционные расходы (Operatoin cost)	39,10%	45,97%	45,63%	42,27%	42,27%
Внерезализационные доходы/ расходы	5,66%	8,61%	6,67%	3,55%	3,55%
Операционная прибыль (EBIT)	9,45%	10,58%	9,02%	12,38%	12,38%
Проценты за кредит (Interests-I)	0,12%	1,19%	2,67%	3,89%	3,89%
Прибыль до налогообложения (EBT)	9,33%	9,39%	6,35%	8,49%	8,49%
Налоги (Taxes-T)	1,06%	1,68%	1,84%	1,73%	1,73%
Чистая прибыль (NOPAT, EAT)	8,27%	7,71%	4,51%	6,76%	6,76%
Выплаченные дивиденды (Div)	2,97%	2,34%	0,68%	5,34%	5,34%
Прочее распределение чистой прибыли (проект Управление, приобретение долей др. Организаций, раздел бизнеса)	0,99%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
Нераспределенная прибыль	4,31%	5,35%	3,83%	1,42%	1,42%

На рисунке 12.43 дана динамика темпа роста выручки. В рассматриваемом периоде она имела отрицательный характер. Более того, в 2006 г. значение ежегодного темпа прироста стало отрицательным (-6,12%). Вызвано это конкретными обстоятельствами. Дело в том, что на заводе

в 2006 г. были реализованы проекты по оптимизации производственных мощностей, что, несомненно, сказалось на объеме произведенной продукции и на выручке.

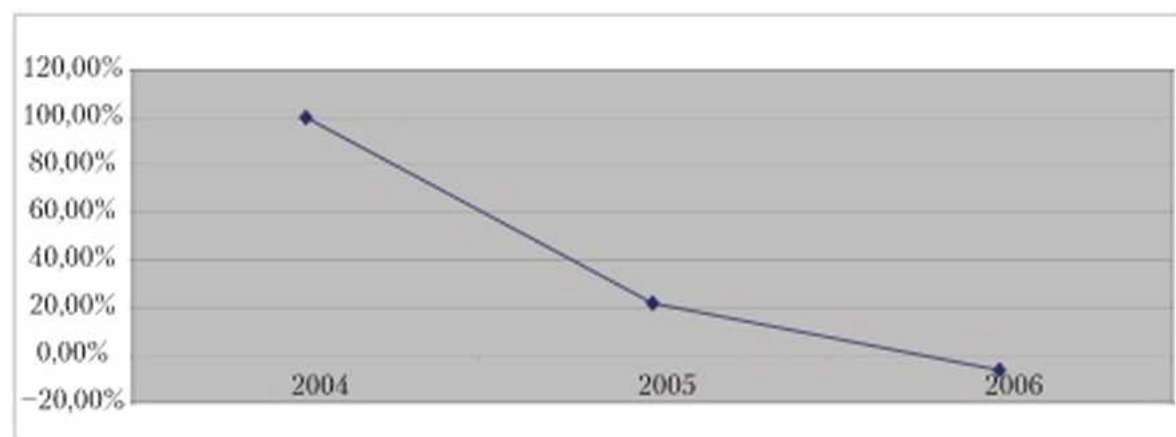


Рис. 12.43. Темп роста выручки

Комплексная оценка ликвидности (за исключением нетрадиционных характеристик ликвидности) приведена в табл. 12.21, а на рис. 12.44 дано графическое изображение операционного и конверсионного циклов. В ходе оценки циклов выявились негативные тенденции 2006 г. В итоге удалось обозначить точки необходимого контроля со стороны менеджмента завода. В частности, налицо увеличение периода оборачиваемости запасов на 37 дней. Не спасает ситуацию снижение коллекционного периода на четыре дня. По совокупности факторов все это привело к увеличению конверсионного цикла на 33 дня по сравнению с 2004 г.

ТАБЛИЦА 12.21

Ключевые показатели — индикаторы сравнительной оценки

	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.04.2006	30.09.2006	01.01.2007
Acid ratio (коэффициент мгновенной ликвидности)	0,03	0,01	0,01	0,03	0,01	0,006
Quick Ratio (коэффициент быстрой лик- видности)	0,83	0,97	0,57	0,58	0,71	0,707

	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.04.2006	30.09.2006	01.01.2007
Current Ratio (коэффициент текущей ликвидности)	1,31	1,70	1,43	1,50	1,70	1,695
Денежный конверсионный цикл	314,27	298,34	293,16			331,519
Оборачиваемость дебиторской задолженности	3,03	4,49	4,97			4,714
Коллекционный период	120,29	81,36	73,44			77,436
Оборачиваемость запасов	1,88	1,68	1,66			1,437
Период оборачиваемости запасов	194	217	220			254,082
Оборачиваемость кредиторской задолженности	0,97	1,23	1,45			1,428



Рис. 12.44. Операционный и конверсионный циклы (2004–2006 гг.)

На формирование потребности в рабочем капитале компании оказывают непосредственное влияние дебиторская и кредиторская задолженности. Увеличение оборачиваемости дебиторской задолженности воспринимается как свидетельство о повышении ликвидности, хотя большее влияние на рост потребности в рабочем капитале оказал все-таки рост объема продаж. Коэффициенты ликвидности испытывают сезонные колебания, что можно объяснить длительным операционным циклом. Однако в целом сами коэффициенты демонстрируют стабильные усредненные значения по периодам. Сам же текущий коэффициент близок к 2.

В таблице 12.22 даны коэффициенты операционной эффективности. Обращает на себя внимание снижение валовой прибыли. Называются две причины такого явления. Конкуренция в машиностроении не позволяет завышать цены на продукцию. Кроме того, себестоимость реализованной продукции постоянно растет вследствие непрерывного удорожания материалов. Оборачиваемость активов увеличивается в первую очередь за счет роста объема продаж. Подобная ситуация складывается и по оборачиваемости совокупных активов, хотя на рост данного показателя оказывает влияние бóльшая величины рабочего капитала.

ТАБЛИЦА 12.22

## Коэффициенты операционной эффективности

Коэффициенты операционной эффективности	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006
Оборачиваемость совокупных активов	0,41	0,62	0,75
Оборачиваемость фиксированных активов	0,61	1,10	1,24
Коэффициенты операционной доходности	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006
Валовая норма прибыли (GMP)	42,88%	47,94%	47,97%
Операционная норма прибыли (OIM)	9,45%	10,58%	9,02%
Чистая норма прибыли (NPM)	8,27%	7,71%	4,51%
Доход на собственный капитал	4,61%	7,45%	6,14%

Расчет стандартного отклонения, представленный в табл. 12.23, дает возможность определить деловые риски предприятия, связанные с возможностью отклонения фактических значений параметров от предполагаемых прогнозов. Наибольшее отклонение от запланированных величин показывает чистая прибыль. Это связано с высоким уровнем отклонения в прогнозировании затрат предприятия. Стандартное отклонение по выручке находится на уровне 14% и, по мнению финансового директора, может считаться приемлемым с точки зрения деловых рисков.

ТАБЛИЦА 12.23

Расчет стандартного отклонения

	2004	2005	2006	Средняя
S	427,2	520,3	488,5	478,6
EBIT	45,2	46,9	60,5	50,9
NOPAT	32,9	23,5	33,0	29,8

Стандартное отклонение		
S	67,0	14%
EBIT	11,8	23%
NOPAT	7,8	26%

Для оценки финансовых и операционных рисков были рассчитаны коэффициенты (результаты расчетов приведены в табл. 12.24), которые показали невысокий уровень финансового риска. За период произошло резкое падение коэффициента покрытия. Предприятие в состоянии содержать свои краткосрочные обязательства за счет прибыли, но уже в 2006 г. покрытие достигло критической отметки. Ситуация с операционным риском, который оценивается уровнем операционного левериджа, приближается к критической, поскольку величина постоянных расходов возросла до 86%. Данное обстоятельство вынуждает предприятие находиться в жестких условиях по маржинальной доходности. Этот фактор, полагает финансовый директор завода, служит ограничителем эффективной деятельности.

ТАБЛИЦА 12.24





Коэффициенты финансового риска

Финансовый риск	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.04.2006	30.09.2006
D/E	0,03	0,16	0,32	0,39	0,47
Козфф. совокупного долга	0,03	0,14	0,24	0,28	0,32
Покрытие процента	79,23	8,87	3,38		3,18
	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	
Операционный леверидж	0,68	0,88	0,88	0,86	

Четыре показателя доходности приведены в табл. 12.25. Несмотря на стабильный рост доходности инвестированного капитала, два других ключевых показателя — норма чистой прибыли и доходность собственного капитала — показали за период отрицательную динамику. Это связано с ростом налоговой нагрузки и нагрузки по обслуживанию краткосрочного долга. Данная ситуация служит наглядным примером того, что в своей деятельности предприятие не должно ограничиваться одним показателем в диагностике. Необходимо использовать систему связанных между собой показателей, которую предлагает модель Дюпона.

ТАБЛИЦА 12.25

Динамика доходности собственного капитала, %

Показатели	2003 г.	2004 г.	2005 г.
ROE 	4,61	7,45	6,14
ROIC 	5,13	8,80	9,33
NI/Sales 	8,27	7,71	4,51
Sales/Assets 	0,41	0,62	0,75

Модель Дюпона, использованная для факторного анализа совокупной доходности предприятия, приводится на рис. 12.45. Исследование этой схемы начинается с разделения факторов, влияющих на доходность собственного капитала, на две группы:

- факторы, приводящие к росту доходности собственного капитала;
- факторы, приводящие к снижению доходности собственного капитала.

Фактором роста *ROE* в рассматриваемом периоде можно рассматривать финансовый леверидж. Именно благодаря увеличению этого показателя удалось сдержать падение *ROE* до еще более удручающей величины. Абсолютное значение приращения *ROE* только за счет множителя финансового левериджа (*FLM* — Financial Leverage Multiply) с 1,157 до 1,8 равно 2,19%. Без влияния данного фактора значение *ROE* составило бы 3,95%. Добиться подобного роста *FLM* предприятию удалось за счет изменения структуры финансирования. Произошло снижение доли собственного капитала с 63,6 до 51,46% при увеличении краткосрочного заимствования с 10,32 до 17,46%.

Фактором снижения *ROE* стала доходность продаж (*ROS*). Несмотря на значительный рост выручки, данный показатель продемонстрировал отрицательную динамику с 8,27 до 4,51% и явился причиной падения *ROE*.

Главными факторами, повлиявшими на снижение *ROE*, стали доходность продаж и проценты по краткосрочным обязательствам. Доходность продаж снизилась по отношению к уровню 2003 г. Проценты за кредит выросли по отношению к 2003 г. на 1,55%.

Трехфакторная модель Дюпона позволила оценить влияние ключевых факторов на формирование итоговой величины *ROE*. Однако для того чтобы использовать результаты факторной диагностики при подготовке финансовой стратегии, необходимо воспользоваться пятикомпонентной декомпозицией модели Дюпона, изображенной на рис. 12.46. Из схемы следует, что главным фактором роста *ROE* является доходность инвестированного капитала (*ROIC*). С 2003 г. данный показатель прибавил 4,2%. Рассматривая причины такого роста, становится очевидным: основным фактором стал показатель оборачиваемости инвестированного капитала, который, в свою очередь, напрямую зависит от объема продаж. Второй фактор, оказывающий влияние на *ROIC*, — норма операционной прибыли, оставшаяся на уровне 2003 г. и даже несколько снизившаяся. Виной тому стали возросшие операционные расходы. На увеличение *ROE* также оказал влияние коэффициент финансовой структуры, выросший вследствие роста величины инвестированного капитала (прежде всего за счет заемных средств) и стабилизации величины собственного капитала на уровне 2003 г. на 29%.

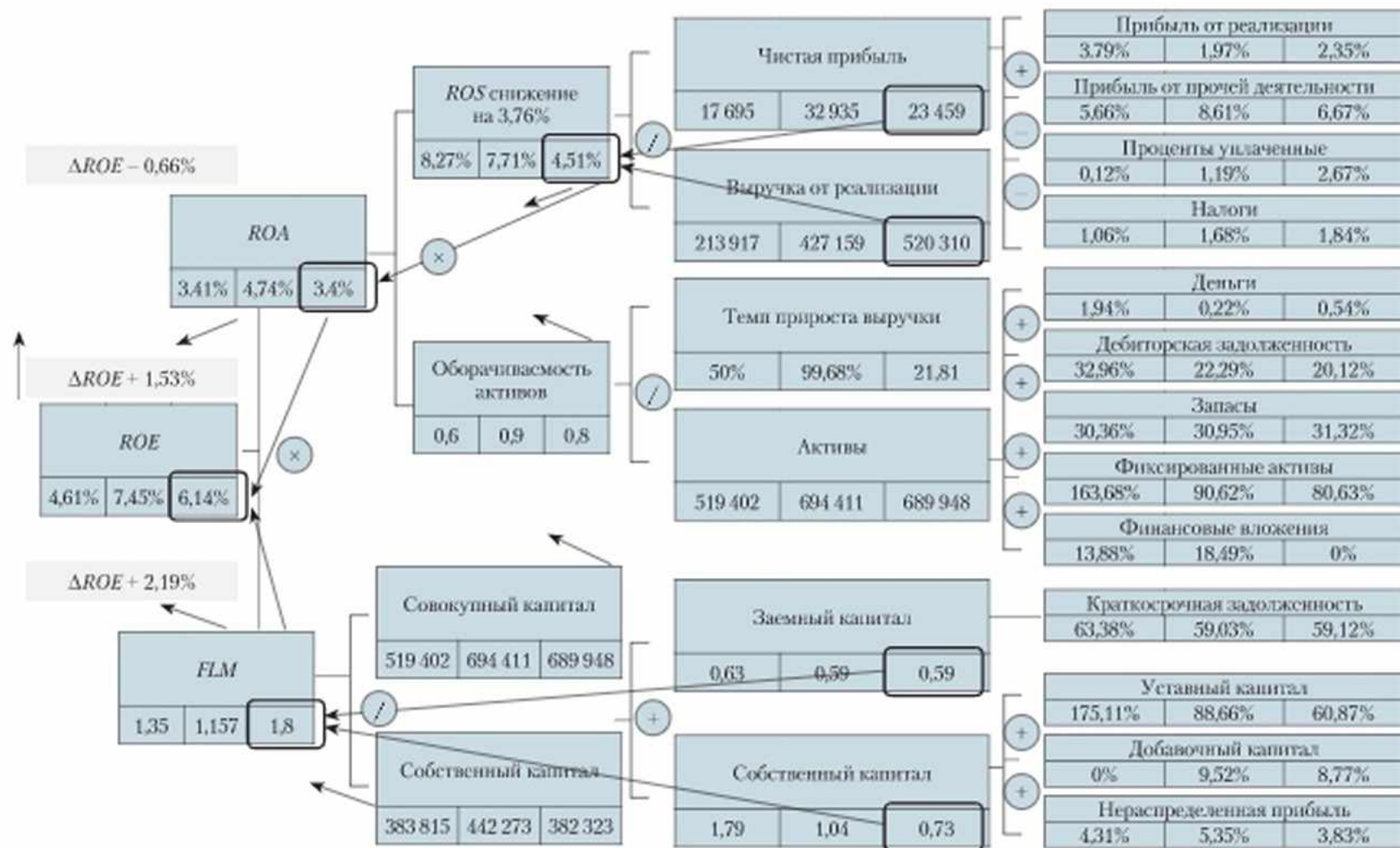


Рис. 12.45. Модель Дюпона

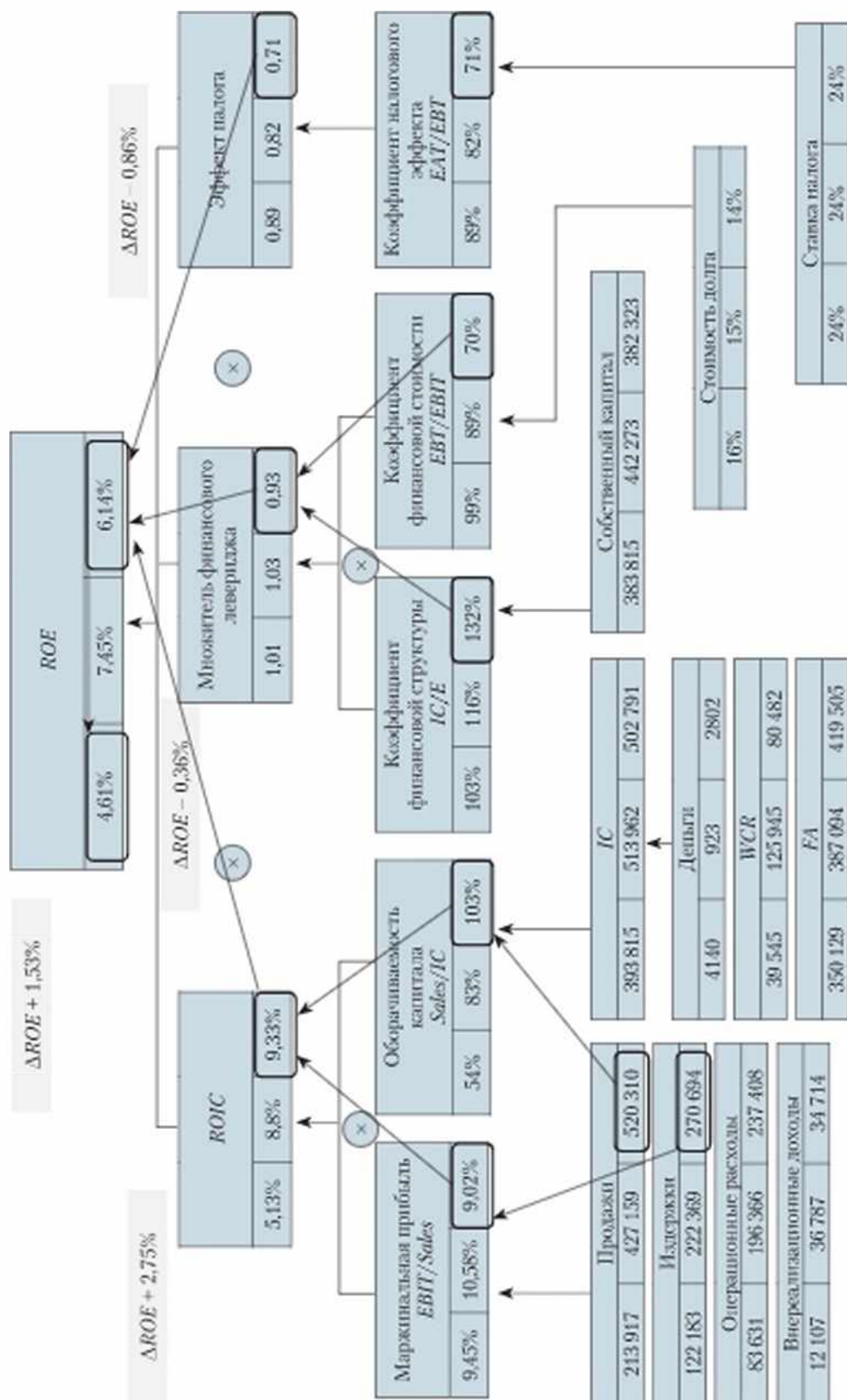


Рис. 12.46. Пятикомпонентная декомпозиция ROE

Среди факторов снижения *ROE* сразу бросается в глаза множитель финансового левериджа и эффект налога. В итоге негативные процессы в формировании *ROE* сводятся к двум вопросам: к увеличению процентной нагрузки вследствие привлечения краткосрочных займов и к увеличению налоговых отчислений по налогу на прибыль и аналогичных платежей. Не стоит забывать: отрицательным фактором в период с 2005 по 2006 г. была норма операционной прибыли, которая снизилась по отношению к 2005 г. на 1,56%, что повлекло за собой снижение *ROE*.

Расчеты модели темпов устойчивого роста (модель *SGR*), приведенные в табл. 12.26, свидетельствуют, что в 2006 г. стратегический спред темпов роста оказался отрицательным. Сравнивая фактический темп роста продаж с устойчивым ростом, необходимо вспомнить: отрицательное значение прироста продаж в 2006 г. было вызвано в большей степени внешними факторами, чем состоянием дел в отрасли. В связи с этим вполне оправданным является, что предприятие осуществляет свою деятельность в условиях значительного превышения темпов фактического роста над устойчивым. Объясняется это следующим: в последние годы предприятие переживало бурный рост, который заметно замедляется и будет замедляться в перспективе по мере продвижения предприятия по жизненному циклу, а на этом пути неизбежно возникает предел возможностей, либо по мере насыщения рынка.

ТАБЛИЦА 12.26

*SGR* 2003—2006, %

	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Норма накопления ( <i>b</i> )	52,15	69,42	84,97	21,05
Устойчивый рост <i>SGR</i>	2,40	5,17	5,21	1,98
<i>G</i> продаж		99,68	21,81	(6,12)
<i>G</i> – <i>SGR</i>		94,51	16,59	(8,10)

Экономическая прибыль (*EVA*) (табл. 12.27), несмотря на отрицательные значения, демонстрирует положительную динамику на протяжении всего периода наблюдения. Финансовый директор завода убежден: ему удастся сохранить положительный тренд в прогнозном периоде и выйти в конце концов на положительные значения экономической прибыли. Он считает необходимым попытаться выделить ключевые факторы воздействия на экономическую прибыль и через систему конкретных мер попытаться ее максимизировать.

ТАБЛИЦА 12.27

EVA 2003—2006, %

	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Безрисковая ставка доходности	4,21	4,21	4,21	4,21
Рыночная премия за риск	13,35	13,35	13,35	13,35
Коэффициент систематического риска	0,83	0,83	0,83	0,83
Доп. премии за риск	7	6	5	5
Требуемый уровень доходности	22,29	21,29	20,29	20,29
Стоимость долга	16,00	15,00	14,00	12,30
Соотношение $D/E$	0,03	0,16	0,32	0,47
заемный капитал	2,54	13,95	23,96	31,84
собственный капитал	97,46	86,05	76,04	68,16
Налог на прибыль	24	24	24	24
WACC	22,03	19,91	17,98	16,81
$EVA = IC(ROIC - WACC)$	(66,6)	(57,1)	(43,5)	(37,6)
Прирост EVA		9,4	13,7	5,9

При построении матрицы финансовых стратегий использовались стратегический спред темпов роста, факторы которого представлены на рис. 12.47, и спред доходности (порядок его расчета приведен в табл. 12.28). Сама же матрица финансовых стратегий изображена на рис. 12.48.

Попадание завода в левый нижний квадрант матрицы необходимо, по мнению финансового директора завода, рассматривать как своего рода отклонение от общего хода событий, которое, по его предположениям, должно было быть компенсировано в 2007 г. Положение предприятия в правом нижнем квадранте характеризуется сложной финансовой ситуацией, при которой спред доходности имеет отрицательную величину, а для сближения фактических и устойчивых темпов роста нужны большие финансовые вливания. Выходом в данной ситуации может стать реструктуризация завода и в крайнем случае — его ликвидация или продажа. По итогам позиционирования компании в 2006 г. (левый нижний квадрант) становится очевидным, что менеджмент за-

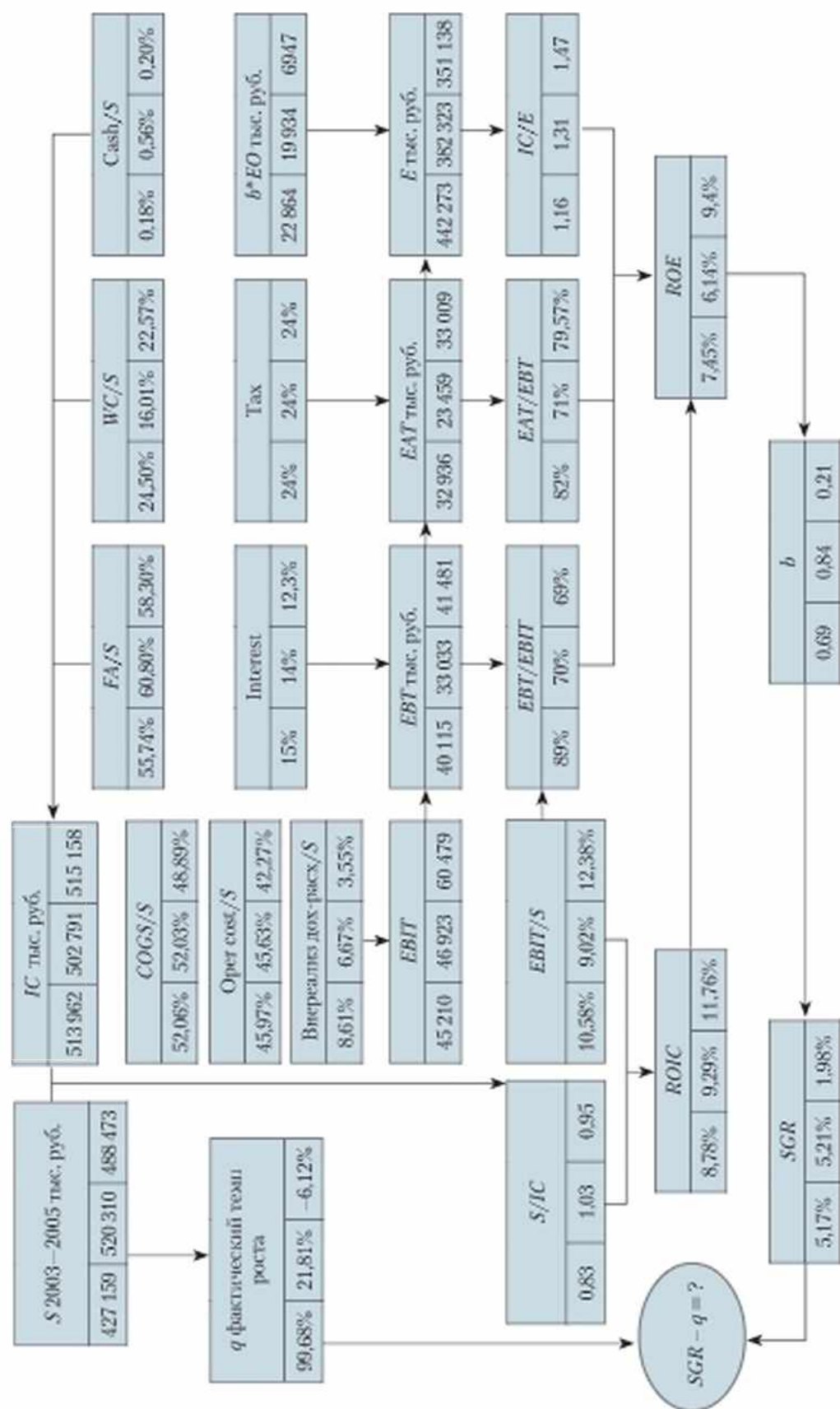


Рис. 12.47. Факторы стратегического спреда темпов роста (2004–2006 гг.)

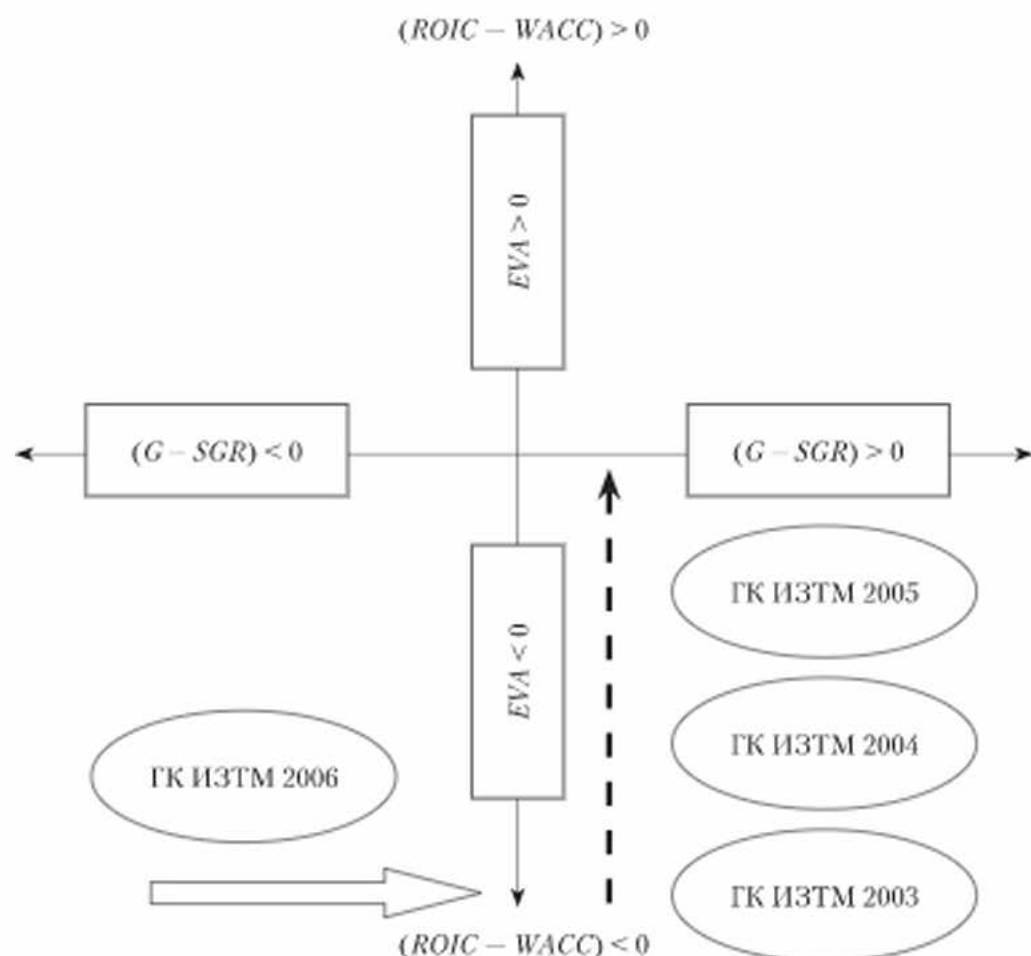


Рис. 12.48. Матрица финансовых стратегий

вода избрал первый путь. Дальнейший ход событий потребует от финансового директора реализации весьма конкретного набора стратегий, которые могли бы привести завод в верхнюю половину матрицы финансовых стратегий. Он предложил следующий набор финансовых стратегий:

- привлечение дополнительного финансирования за счет кредитных ресурсов;
- определение нормы накопления на уровне 30%;
- вывод из структуры предприятия непрофильных активов;
- контроль и регламентация операционных издержек;
- контроль и хеджирование рисков.

## ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ К КЕЙСУ «ИЗТМ»

1. Оцените эффективность финансовой стратегии, которую предложил финансовый директор ИЗТМ. Могли бы вы сделать более конструктивные предложения по выходу завода из кризиса?
2. Проведите сравнительный анализ оперативной и стратегической ликвидности завода. Укажите противоречия, если они существуют, и предложите алгоритм их решения.
3. Систематизируйте решения финансового директора, которые он принимал в ходе финансовой диагностики. Согласны ли вы с ними?
4. Какова структура источников финансирования потребности завода в рабочем капитале? Нужны ли изменения в финансовой политике в прогнозный период?

## РЕЗЮМЕ



Как перейти от аналитической деятельности к диагнозу проблем? Как придать финансовому анализу целевую ориентацию, преобразовав его из важнейшего инструмента проверки качества финансовых документов и финансовых отчетов в основательную опору для финансовой диагностики, суть которой сводится к оценке качества финансовых решений, принимаемых руководством компании?

О структурных элементах и новой версии финансового анализа, которая в конечном итоге приводит к финансовой диагностике и комплексной оценке деятельности компании, идет речь в пятой главе учебника. Этапы финансовой диагностики охватывают определение общего размера и качества финансовых документов; оценку ликвидности компании: оперативной и стратегической; определение операционной доходности и эффективности; анализ и оценка рисков; моделирование совокупной доходности; анализ и прогнозирование динамики развития (оценка потенциала роста). Помимо изменения общего контура аналитической деятельности финансовая диагностика предлагает целый ряд новых технологий, повышающих действенность и результативность финансового анализа. Среди них формирование кластеров компаний-аналогов; новые подходы к оценке внутренней оперативной ликвидности; управление рисками вместо концепции финансовой устойчивости; факторный анализ доходности и, наконец, финансовая диагностика финансовой политики с использованием модели темпов устойчивого роста. Эта модель приводит к концепции устойчивого роста, оценке оптимальных темпов развития компаний и, что самое главное, к формированию финансовых стратегий и пониманию природы их происхождения в зависимости от основных параметров операционной и финансовой деятельности. Корпоративная финансовая стратегия, ее составные элементы и измерители, связь корпоративной и финансо-