

Анализ деятельности ПАО «АФК Система» за период 2011-2016 г. методом эталонной динамики показателей

ПРЕАМБУЛА

Предпосылки применения метода:

Анализ – компас в мире бизнеса.

1. Логика развития диктует ряд простых правил, которым должна подчиняться экономика предприятия. Доходы должны расти быстрее расходов. Чтобы росла производительность труда, объемы продаж и производства должны расти быстрее численности. Рост финансовой устойчивости подразумевает, что собственные средства предприятия растут быстрее заемных. Можно назвать массу других обязательных соотношений, какие-то более очевидные, какие-то менее. Ряд из них называют «золотым правилом» экономики предприятия, подчеркивая тем самым важность и обязательность соблюдения этих правил. Эти связи носят многосторонний и очень разветвленный характер. Однако большинство применяемых методов экономического анализа не учитывают эти связи (показатели рассматриваются по отдельности), тем самым искажая картину происходящего. Компас должен быть исправлен.

2. Традиционные системы анализа ориентированы на большой объем информации. За большим количеством отчетных показателей может затеряться информация о реальном положении дел. Часто достаточно какой-то итоговой оценки, выраженной одним числом, которая отражала бы реальное положение дел по всем сторонам деятельности компании, вместо того чтобы тратить время и силы на анализ большого количества показателей. Чтобы указать правильное направление, компасу достаточно одной стрелки, а не тридцати.

3. При формулировке и определении приоритетности проблем в деятельности компании необходимо ответить на достаточно сложные вопросы: Что же тянет бизнес вниз и не позволяют ему расти? Что требует первоочередного вмешательства? Где необходимо добавить в первую очередь? Есть ли симптомы кризиса и можно ли их выявить на ранней стадии? Ситуация осложняется тем, что результаты анализа могут очень неоднородны и противоречивы. Компас должен показывать направление дальнейшего движения.

Суть метода:

1. С учетом обязательных правил экономики предприятия (например, «золотого» правила) строится эталонная динамика показателей, которая представляет собой набор неравенств, упорядочивающих темпы роста отдельных показателей относительно друг друга (например, темп роста прибыли > темп роста выручки).

2. Фактическая (реальная) динамика может отличаться от эталонной. С помощью математических методов оценивается мера сходства фактической динамики с эталонной. Это число, выраженное в процентах, свертывает множество различных

показателей в один, показывает реальный уровень достигнутых результатов по всем сторонам деятельности, выявляет скрытые негативные тенденции, является общей оценкой экономики предприятия. Кроме того, по этому показателю можно сравнивать предприятия различных отраслей и специфики.

3. Те показатели, которые больше других нарушают эталонный порядок темпов (допускают инверсии), будут характеризовать самые проблемные сферы деятельности предприятия. Показатели можно ранжировать по количеству инверсий, тем самым формируя список проблем с указанием их приоритетности. Причем важно, что это делается на основе формальных критериев, то есть данный метод устраняет субъективизм в оценке результатов анализа.

Более подробно на канале YouTube:

<https://www.youtube.com/channel/UCD2H5qJ8trNdQ4kRc7b-o9w> или сайте

<http://www.freean.ru>.

Принятая аксиоматика:

1. **Любые позитивные изменения** хозяйственных результатов (в производственной, инновационной, инвестиционной, маркетинговой, сбытовой и др. видах деятельности) предприятия **отражаются в улучшении его финансовых результатов**. Поэтому для оценки достигнутых результатов достаточно оценки финансовых показателей по различным сторонам финансовой деятельности (рентабельность, ликвидность, деловая активность, финансовая устойчивость).

2. **Предприятие должно расти сбалансированно**, то есть нельзя уделять внимание какой-то одной стороне деятельности в ущерб другим. Например, нельзя добиваться роста прибыли любой ценой, не обращая внимания на ликвидность, финансовую устойчивость и т.д. Иначе растут риски.

3. **Улучшение финансовых результатов ведет к росту рыночной стоимости предприятия** (один из основных постулатов фундаментального анализа). Причем этот рост не мгновенный, а постепенный с временным лагом от полугода до года (после публикации финансовой отчетности). Крупные инвесторы, ориентирующиеся в принятии инвестиционных решений на фундаментальный анализ, во избежание резкого роста котировок не могут вкладывать в акции предприятия единовременно.

4. **Устранение первоочередных проблем ведет к существенному улучшению финансового состояния предприятия.**

Принятая классификация:

Значение показателя результативности	Уровень финансовой деятельности	Характеристика финансовой деятельности
90-100%	Высший	Максимально позитивная оценка достигнутых результатов; менеджеры – профессионалы высочайшего уровня, сумевшие обеспечить сбалансированный рост; развитию предприятия в ближайшем будущем ничего не угрожает; высокая способность соответствовать ожиданиям инвесторов; рыночная стоимость близка к максимальной; вероятность банкротства близка к нулю; серьезных проблем нет, необходимо поддерживать достигнутый уровень.
80-89,9%	Очень высокий	Менеджеры организовали эффективный финансовый контроль за всеми сторонами финансовой деятельности фирмы; управление финансами отвечает интересам как акционеров, так и кредиторов; квалификация менеджеров не вызывает сомнений; сбалансированный рост; рынок положительно оценивает развитие организации; вероятность банкротства практически отсутствует, тем не менее необходимо стремиться к полному совпадению с эталонной динамикой показателей, что должно привести к дальнейшему росту рыночной стоимости.
70-79,9%	Высокий	Усилия менеджеров направлены на достижение заявленных целей; положительная оценка, как акционеров, так и кредиторов, при условии наличия плана по улучшению ситуации; финансовый контроль обеспечивается на должном уровне; устойчивый долгосрочный курс развития; вероятность банкротства низкая; рост рыночной стоимости ожидается лучше рынка; необходимы незначительные корректировки в динамике отдельных показателей.
60-69,9%	Выше среднего	Усилия менеджеров направлены на достижение поставленных целей, но существуют факторы, препятствующие этому; со стороны акционеров и кредиторов вероятны требования по улучшению ситуации; финансовый контроль обеспечивается на достаточном для продолжения роста уровне; наличие предпосылок для устойчивого долгосрочного курса развития; ожидаемый рост рыночной стоимости на уровне рынка, но при приближении к эталонной динамике можно ожидать более высокого роста; существует незначительная вероятность банкротства при непринятии мер по исправлению ситуации; необходимы корректировки в динамике отдельных

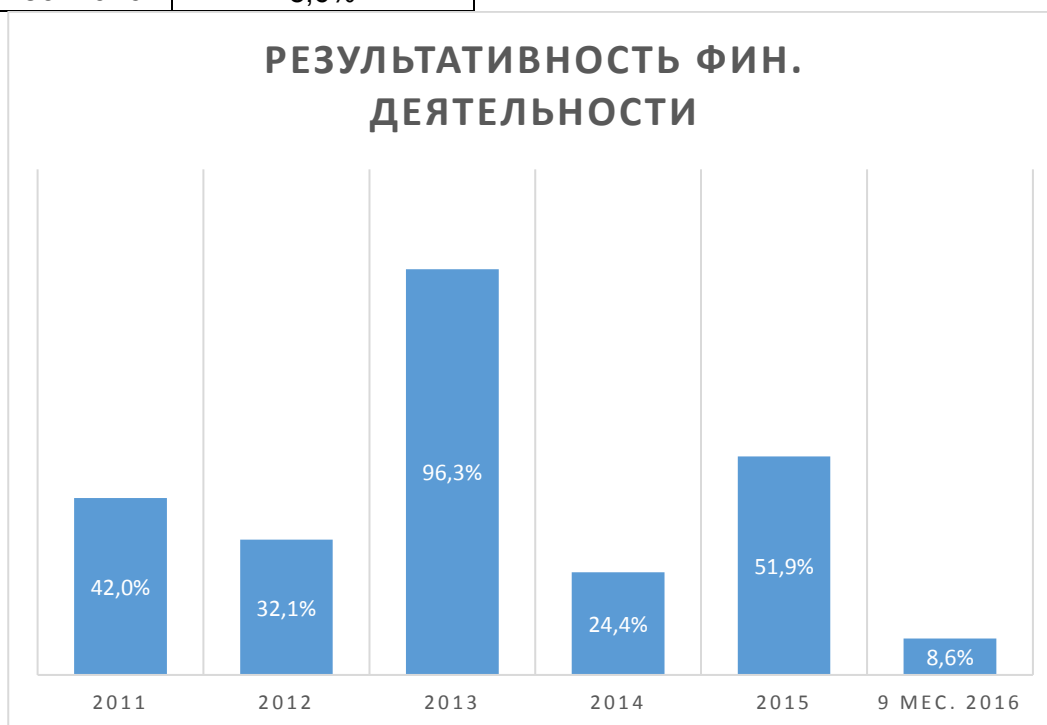
		показателей.
50-59,9%	Средний	Достигнутый уровень позволяет функционировать предприятию без значительных проблем, но и без существенного роста; при сохранении подобных тенденций существуют предпосылки для смены менеджмента, который не может вывести предприятие на привлекательный для инвесторов уровень; сохраняются предпосылки для успешного стратегического развития организации, для реализации которых требуются существенные усилия; финансовое состояние неустойчиво, поэтому необходимо устранить несколько главных узких мест в управлении финансами; рост рыночной стоимости на уровне рынка без явных перспектив его ускорения; банкротство возможно, но не в ближайшей перспективе.
40-49,9%	Ниже среднего	Со стороны менеджеров в целом организован финансовый контроль, что способствует соблюдению некоторых ключевых показателей деятельности; присутствует понимание содержания финансовой деятельности и эталонного направления развития, однако есть основания недовольству со стороны акционеров и кредиторов; вероятны попытки смены менеджмента; управление текущей деятельностью превалирует над стратегическим развитием; ожидаемый рост рыночной стоимости ниже рынка; вероятность банкротства ниже среднего; необходимо продолжить работу по совершенствованию финансовой деятельности и достижению эталонной динамики развития.
30-39,9%	Низкий	Менеджеры могут обеспечить финансовый контроль лишь по отдельным показателям; есть серьезные основания для смены менеджмента; реактивный стиль управления, стратегическому развитию уделяется незначительное внимание; вероятность банкротства средняя; ожидаемый рост рыночной стоимости близок к нулю; необходимо усилить внимание к управлению теми процессами финансовой деятельности, которые ранее не были охвачены менеджерским контролем
20-29,9%	Очень низкий	Эталонные значения достигаются по небольшому ряду показателей; действия менеджеров носят бессистемный и некомплексный характер; недовольство акционеров и кредиторов результатами предприятия, которое может привести к смене менеджмента; вероятно снижение рыночной стоимости; вероятность банкротства выше среднего; стратегическое развитие отсутствует, все силы уходят на устранение постоянно возникающих текущих проблем; необходимы срочные меры по устранению ключевых проблем.

10-19,9%	Неудовлетворительный	Менеджерам не хватает квалификации достигать поставленных целей или они это делают умышленно; сотрудничество с акционерами и кредиторами отсутствует; вероятно серьезное снижение рыночной стоимости; восстановление роста и стратегическое развитие возможны только при приложении сверхусилий; высока вероятность банкротства; необходимо предпринимать самые радикальные меры.
----------	----------------------	---

АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

1. Расчет достигнутого уровня финансовых результатов ПАО «АФК Система» методом эталонной динамики показателей за период 2011-9 мес. 2016г.г.

Год	Результативность финансовой деятельности
2011	42,0%
2012	32,1%
2013	96,3%
2014	24,4%
2015	51,9%
9 мес. 2016	8,6%



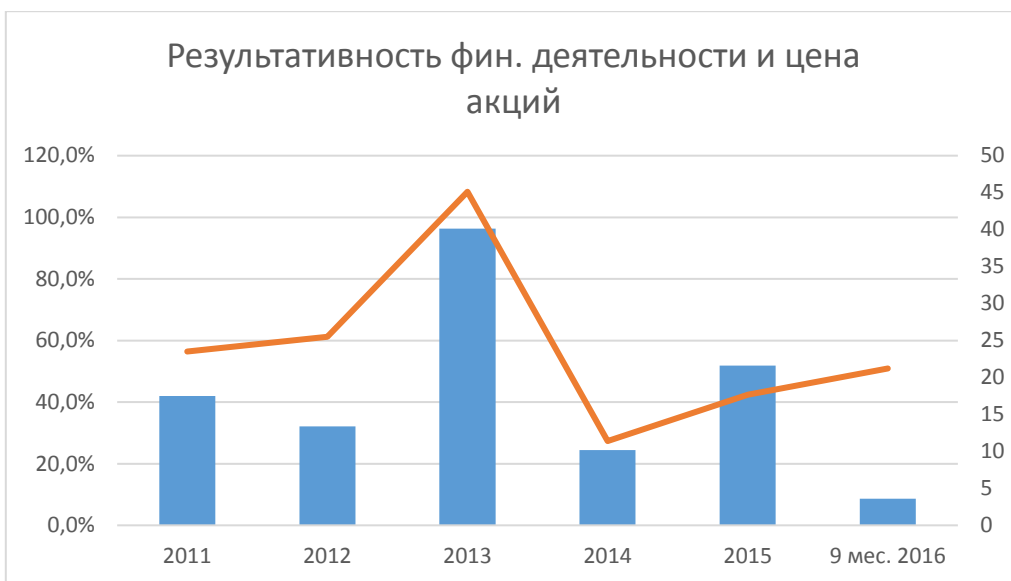
В 2011 и 2012 г. результативность финансовой деятельности находилась на уровне ниже среднего и низком уровне. В 2013 году был достигнут очень высокий результат

(см. [классификацию](#)). Однако в 2014 г. финансовое состояние «Системы» сломала история с «Башнефтью». Последствия этого до сих пор оказывают влияние на результаты деятельности. В 2015 г. менеджментом предприятия была проделана неплохая работа по ликвидации последствий потери «Башнефти», удалось вывести результативность с очень низкого (2014 г.) на средний уровень с перспективами дальнейшего улучшения. Средний уровень характеризуется: позволяет функционировать предприятию без значительных проблем, но и без существенного роста; при сохранении подобных тенденций существуют предпосылки для смены менеджмента, который не может вывести предприятие на привлекательный для инвесторов уровень (необходимо смотреть результаты по итогам 2016 г.); сохраняются предпосылки для успешного стратегического развития организации, для реализации которых требуются существенные усилия; финансовое состояние неустойчиво, поэтому необходимо устранить несколько главных узких мест в управлении финансами; рост рыночной стоимости на уровне рынка без явных перспектив его ускорения; банкротство возможно, но не в ближайшей перспективе.

За 9 мес. 2016 года достигнутый неудовлетворительный результат (8,6%) не показателен. Специфика деятельности финансовых компаний в том, что их основные финансовые результаты формируются в конце года. Поэтому основным ориентиром для оценки перспектив «АФК Система» являются результаты 2015 г. Финансовые результаты «АФК Система» выглядят [средними](#). Метод эталонной динамики позволяет выявить скрытые тенденции. Чтобы определить: справился ли менеджмент предприятия с последствиями потери «Башнефти» необходимо дождаться публикации финансовой отчетности по итогам 2016 г. Но пока вывод таков: **финансовые результаты «АФК Система» по итогам 2015 г. средние.**

2. Сопоставление результативности финансовой деятельности и изменения рыночной стоимости акций.

Год	Рыночная стоимость акции, руб.
2011	23,5
2012	25,49
2013	45,12
2014	11,4
2015	17,65
9 мес. 2016	21,2



Учитывая временной [лаг](#) (полгода-год), стоимость акций ПАО «АФК «Система» слабо коррелирует с результатами финансовой деятельности. С 2011 по 2013 г. стоимость акций росла при ухудшении результатов финансовой деятельности. После опубликования отчетности 2014 года наблюдается рост стоимости, хотя результативность значительно снизилась. Получается, что **рынок предвосхищает результаты деятельности «АФК Система»**. Однако начиная с 2015 г. корреляция наблюдается: улучшение результатов 2015 г. нашло отражение в росте стоимости в 2016 г. Для выявления дальнейших тенденций и проверки гипотезы о предвосхищении необходимо дождаться финансовых результатов 2016 г.

3. Ключевые проблемы ПАО «АФК Система», влияющие на результативность финансовой деятельности.

Ключевые проблемы рассчитаны методом эталонной динамики показателей ([п.3](#), раздел: «Суть метода»). Расчет показал, что основными проблемами ПАО «АФК Система», оказывающими наибольшее влияние на результативность финансовой деятельности, на рост и развитие предприятия, а значит и на изменение рыночной стоимости акций являются:

Период анализа	Приоритетность проблем		
	1	2	3
Период 2011-2016 г.г.	Финансовый рычаг	Рентабельность активов	Коэффициент задолженности
Три года (2014-2016)	Покрытие процентов	Финансовый рычаг	Коэффициент задолженности
В 2016 г.	Финансовый рычаг	Коэффициент задолженности	Оборачиваемость кредиторской задолженности

1. Одной из главных проблем финансовой деятельности ПАО «АФК Система» на протяжении всего периода является рост финансового рычага. Финансовый рычаг – это соотношение собственных и заемных средств. С позиции финансовой устойчивости (независимости от внешних источников финансирования) желателен более быстрый рост собственных средств за счет нераспределенной прибыли. В противном случае, с каждым новым займом предприятие становится уязвимее для стороннего поглощения. Причем негативно не само по себе наличие заемных средств, а их более быстрый рост по сравнению с собственными источниками. ПАО «АФК Система» становится все более зависимым от кредиторов.

2. Продолжением проблемы финансового рычага является проблема роста коэффициента задолженности. Доля долгов в структуре активов ПАО «АФК Система» растет, растет зависимость от кредиторов. При сохранении тенденции будет расти риск утраты акционерами управления над предприятием.

3. За три последних года у «АФК Система» наблюдается проблема уменьшения источников покрытия процентов. Прибыль до выплаты процентов и налогов снижается, а сумма процентов по займам растет. Экстраполируя эту тенденцию в будущее, можно увидеть ситуацию, когда сумма процентов по займам перекроет сумму прибыли. Это сигнал не только для акционеров, но и для кредиторов, которые в этой тенденции видят риски обслуживания долга «Системой», а значит этот риск они будут закладывать в стоимость предоставляемых средств.

4. Отметим еще одну проблему, которая наметилась в 2016 г. - проблема оборачиваемости кредиторской задолженности. Правда, как мы говорили выше, этот год не показательный для финансовой компании, необходимо дождаться его завершения, прежде чем делать окончательные выводы. Поэтому говорим об этой проблеме достаточно осторожно. Предприятие увеличивает, задерживает сроки расчетов с поставщиками за поставленную на условиях отсрочки платежа продукцию, может быть даже не платит вовремя. Но это негативная ситуация, закон о банкротстве ограничивает сроки исполнения требований по оплате задолженности. Кроме того, регулярно задерживая оплату, предприятие рискует растерять добросовестных поставщиков и приобрести недобросовестных.

Итак, **основной проблемой** в финансовых результатах ПАО «АФК Система» является **рост долга** без адекватной отдачи.

Подробнее о показателях их сути, формулах расчета и интерпретации смотрите видеоролики на канале <https://www.youtube.com/channel/UCD2H5qJ8trNdQ4kRc7b-o9w>.

4. Перспективы и риски роста результативности финансовой деятельности ПАО «АФК Система».

Перспективы, то что ожидать от результатов ПАО «АФК Система», характеризуются средним значением показателя результативности за ряд предшествующих периодов. Не даром в статистике среднее значение называют эмпирическим математическим ожиданием, то есть ожидаемом в следующем периоде результатом. Среднее значение показателя результативности за 6 лет составило 42,5% (уровень [ниже среднего](#)). Однако за последние три года ситуация значительно ухудшилась. Среднее значение показателя результативности за три года составила 28,3 (уровень [очень низкий](#)).

Если тенденция сохранится, то вероятно нас ждет снижение роста рыночной стоимости. Все силы предприятия уходят на устранение последствий потери активов; необходимы срочные меры по устранению ключевых проблем. У предприятия неясные перспективы развития. У акционеров и кредиторов есть основания быть недовольными менеджментом предприятия. Однако окончательные выводы можно будет сделать после публикации отчетности за 2016 г., когда прояснится вопрос – как предприятие справляется с ухудшением финансовой ситуации, связанной с потерей активов. Если удастся преодолеть наметившуюся тенденцию, появятся перспективы роста предприятия и стоимости его акций.

Устойчивость роста характеризуется показателем коэффициента вариации. У ПАО «АФК Система» он составил 64,8%. Чем ниже этот показатель, тем устойчивее рост показателя, тем меньше рисков изменения тенденции. 64,8% это очень высокий показатель риска, то есть наблюдаемый в 2015 г. рост показателя результативности является сильно неустойчивым. Поэтому на текущий момент вероятность дальнейшего роста финансовой результативности ПАО «АФК Система» невысокая.

В итоге имеем:

1. Текущий уровень финансовой деятельности ПАО «АФК Система» [средний](#) с зарождающейся тенденцией к снижению этого уровня.
2. Основными проблемами финансовой деятельности ПАО «АФК Система» являются проблемы с ростом долга. Предприятие привлекает займы, которые не обеспечивают адекватной отдачи. В свою очередь, это вызывает рост сроков оплаты счетов кредиторов, увеличиваются кредитные риски, что не может не оказывать влияния на стоимость акций предприятия.

3. Ожидается либо рост рыночной стоимости на уровне ниже рынка, либо снижение стоимости при высоком уровне риска.

Для полноты картины и принятия взвешенного инвестиционного решения следует **сравнить** показатели среднего и коэффициента вариации **с показателями других предприятий**, причем не обязательно одной отрасли или сопоставимом по размеру. В случае формирования портфеля ценных бумаг следует рассчитать эти показатели в отношении большого числа компаний.

Для этого можно самостоятельно воспользоваться страницей <http://www.freean.ru/Forms/form.php> или заказать аналитический обзор любых российских или иностранных предприятий по почте andrew.tonkih@gmail.com.

Страницей <http://www.freean.ru/Forms/form.php> можно также воспользоваться для анализа деятельности любого предприятия методом эталонной динамики.

У нас имеются данные по результатам анализа трех предприятий. Рассмотрим их по отношению друг к другу:

№ п/п	Предприятие	Ожидаемая результативность	Место по результативности	Ожидаемый риск	Место по риску	Сумма мест	Итоговое место
1	ПАО "Селигдар"	51,9%	1	45,4%	1	2	1
2	ПАО "ММК"	47,4%	2	51,1%	2	4	2
3	ПАО "АФК Система"	42,5%	3	64,8%	3	6	3

Три предприятия из разных отраслей. Рассчитана ожидаемая финансовая результативность (средняя за 5 лет) методом эталонной динамики показателей, а также ожидаемый риск. Предприятия ранжированы (определены места) как по ожидаемой результативности (в порядке убывания), так и по риску (в порядке возрастания). Сумма мест представляет из себя совокупный, итоговый результат по результативности и риску. Лучшее из трех предприятий: «Селигдар», далее «ММК», в конце «АФК Система». Согласно методу эталонной динамики лучшим предприятием их трех представленных по показателям является ПАО «Селигдар». Согласно принятой аксиоматике оно является также лучшим и для инвестирования.

База данных по некоторым крупным российским предприятиям представлена на http://www.freean.ru/User_DB/database_fin.php?.