УДК 336.76

И. Прутов
Ernst&Young
отдел сопровождения сделок
директор
Igor.Prutov@ru.ey.com

Ю. Гусев
Ernst&Young
отдел сопровождения сделок
старший консультант
Yuri.Gusev@ru.ey.com

Е. Хрусталев
Ernst&Young
отдел сопровождения сделок
партнер
Evgeni.Khrustalev@ru.ey.com

Финансовая модель оборотного капитала

Авторы раскрывают основные требования к модели оборотного капитала, ключевые аспекты подготовки спецификации и технического задания, процедуру разработки модели

The authors reveal the basic model requirements of working capital, the key aspects of the preparation of the specifications and technical specifications, the procedure for the development of the model

Ключевые слова: финансовая модель, период прогнозирования, шаг прогнозирования, формат прогнозной отчетности, ключевые показатели деятельности, анализ чувствительности, сценарный анализ
Keywords: the financial model, the period of forecasting, forecasting step, the format of the forward-looking statements, key performance indicators, sensitivity analysis, scenario analysis

В последние годы несколько крупных российских металлургических компаний (Полиметалл, Евраз, Северсталь, Полюс Золото, Русал, Петропавловск) разместили акции на зарубежных биржах. Основными мотивами для получения листинга на зарубежных торговых площадках являются повышение ликвидности ценных бумаг, доступ к международным финансовым ресурсам, возможность продемонстрировать устойчивость финансового положения и перспективы развития. Дополнительные преимущества могут быть достигнуты крупными компаниями при включении их акций в расчет биржевого индекса, что определяет рост спроса на ценные бумаги со стороны институциональных инвесторов, и, следовательно, рост капитализации компании.

Одним из этапов подготовки компании к размещению акций на Лондонской (*LSE*), Австралийской (*ASX*), Нью-Йоркской (*NYSE*) и других биржах является подготовка документов, показывающих достаточность оборотного капитала. В зависимости от требований торговой площадки это может быть как отдельный отчет (*Working Capital Report*), так и раздел в проспекте эмиссии. Основная задачай подобного документа – показать потенциальным инвесторам, что компания обладает достаточными средствами, чтобы вести операционную деятельность в краткосрочной перспективе. Документ должен показывать краткосрочный прогноз денежных потоков, содержать анализ допущений и рисков.

Как правило, для подготовки такого документа необходимо подготовить или скоррек-

тировать существующую финансовую модель. А если компания планирует размещение на Лондонской бирже, требование подготовки специализированной финансовой модели для отчета об оборотном капитале является обязательным. Специалисты Лондонской биржи также подчеркивают, что заблаговременная подготовка качественной финансовой модели может сэкономить время и ресурсы во время наиболее напряженной финальной стадии процесса размещения.

В *EY* мы неоднократно занимались подготовкой и анализом финансовых моделей оборотного капитала российских металлургических компаний. По нашему опыту, подготовка подобного рода финансовой модели требует значительных ресурсов, для минимизации которых особое внимание необходимо уделить подготовке спецификации модели и технического задания на ее разработку.

Требования к модели оборотного капитала

Требования к модели оборотного капитала различаются в зависимости от биржи и категории листинга (обычный, премиальный и т.д.). Наиболее подробно описаны требования Лондонской фондовой биржи (*LSE*).

- Шаг прогнозирования – 1 месяц.
- Период прогнозирования – минимум 18 месяцев после даты листинга.
- Модель должна быть основана на прозрачной структуре входящих данных и расчетов с возможностью проведения анализа чувствительности по ключевым входящим параметрам.
- Модель должна предоставлять возможность для сценарного анализа.
- Структура модели должна включать 3 формы прогнозной финансовой отчетности: отчет о прибылях и убытках, баланс, отчет о движении денежных средств.
- Модель должна включать расчет ковенантов, требуемых коммерческими банками при кредитовании компании.

Требования других бирж обычно носят более общий характер и состоят в необходимости показать достаточность оборотных средств компании в краткосрочной перспективе. Однако, по нашему мнению, требования Лондонской биржи могут рассматриваться как *best practice* при размещении на любых торговых площадках, так как они отражают общую при размещении на всех биржах цель финансовой модели оборотного капитала – убедить инвесторов в достаточности оборотных средств, платежеспособности в краткосрочной перспективе, а также готовности компании реагировать на негативные внешние условия.

Для российских компаний в качестве требования можно отметить необходимость построения в модели прогнозной финансовой отчетности в соответствии со стандартами, принятыми на зарубежных площадках (например, МСФО или общепринятые стандарты США). В этом случае прогнозы будут более понятны зарубежным инвесторам и будут сопоставимы с фактическими показателями, указанными в других документах или разделах проспекта эмиссии.

Основным результатом финансовой модели оборотного капитала должен быть остаток денежных средств и *headroom* на конец каждого прогнозного месяца. *Headroom* представляет остаток денежных средств плюс доступные заемные средства, которые компания может привлечь у кредиторов. Определение доступности может варьироваться. Например, согласно требованиям Лондонской биржи, доступность заемных средств должна быть подтверждена договорами об открытии кредитной линии, а также выполнением действующих ковенантов.

Дополнительные требования могут зависеть от специфики компании и отрасли, конкретной ситуации. Поэтому целесообразно перед началом разработки финансовой модели согласовать требования с аудиторами, банкирами и прочими консультантами по сделке, а также отразить эти требования в спецификации модели.

Спецификация и техническое задание

Подготовка финансовой модели в соответствии с описанными требованиями может потребовать от компании выделения значительных ресурсов, особенно если речь идет о размещении акций крупной компании. При этом компания может опираться как на собственные ресурсы, так и на внешних консультантов. Однако в любом случае для оптимизации ресурсов рекомендуется заранее подготовить детальную спецификацию и, в случае привлечения внешних консультантов, техническое задание на разработку модели.

Подготовка спецификации позволяет сэкономить внутренние ресурсы компании даже при аутсорсинге работ по созданию модели, т.к. подготовка финансовой модели требует сбора и анализа значительного объема исходной информации (финансовая отчетность, бюджеты, прогнозы и т.д.). С одной стороны, на этапе разработки спецификации определяется объем и детализация исходной информации исходя из требований к модели. С другой, требования к модели должны быть составле-

ны исходя из доступной информации и ресурсов компании.

Исходя из требований к модели оборотного капитала, в спецификации или техническом задании необходимо определить следующие основные параметры модели:

- период прогнозирования;
- шаг прогнозирования;
- формат прогнозной отчетности;
- ключевые показатели деятельности;
- параметры анализа чувствительности;
- параметры сценарного анализа.

Период прогнозирования. В соответствии с требованиями биржи прогнозный период в финансовой модели оборотного капитала должен покрывать 12–18 месяцев от даты размещения. Поскольку модель подготавливается заранее, то прогнозный период в модели будет начинаться до предполагаемой даты размещения. Кроме того, необходимо учесть, что предполагаемая дата размещения может быть перенесена на более поздний срок. Таким образом, обычно период прогнозирования в финансовой модели выбирают более продолжительным.

Шаг прогнозирования, как правило, определяется как 1 месяц в соответствии с требованиями биржи. На этапе подготовки спецификации технического задания рекомендуется проанализировать наличие помесячных прогнозов на период более 1 года. Если данные в готовом виде отсутствуют, рекомендуется заранее определить, кто (компания или консультанты) и каким образом подготовит требуемую информацию. Например, для модели добывающей компании помесячный прогноз добычи может быть подготовлен специалистами компании, а прогноз расходов – консультантами, исходя из анализа исторических данных о распределении затрат по месяцам.

Формат прогнозной отчетности. Прогнозная отчетность в модели оборотного капитала должна быть максимально приближенной к зарубежным стандартам (например, МСФО, общепринятым стандартам США и др.). Построение прогнозной отчетности по международным стандартам необходимо, чтобы обеспечить возможность сопоставления прогнозных данных с историческими, а также возможность контроля исполнения прогнозов на основе отчетности.

Если в компании бюджет строится по российским стандартам, рекомендуется на этапе подготовки спецификации модели проанализировать основные расхождения и согласовать, какие корректировки бюджета следует делать в модели. Например, моделирование некоторых категорий резервов может быть излишним, учитывая, что основным результатом модели оборотного капитала является движение и остаток денежных средств. В то же время необходимо уделить внимание расчету финансовых ковенантов, в частности вопросам расчетов размера долга и процентных расходов по различным стандартам (дисконтирование задолженности, учет обязательств по лизингу, пенсионных обязательств и др.).

Ключевые показатели деятельности. Требования бирж не содержат необходимости расчета каких-либо ключевых показателей деятельности. Как правило, ключевые показатели деятельности необходимы для презентации финансовой модели высшему руководству компании в рамках утверждения результатов модели, а также прочим пользователям: аудиторам, банкирам, инвесторам и т.д. Поэтому перечень ключевых показателей деятельности рекомендуется определить внутри компании и согласовать с основными консультантами.

Анализ чувствительности. В рамках анализа чувствительности определяются отклонения в величине остатка денежных средств или *headroom* при изменении одного или нескольких ключевых исходных параметров. При этом возможность проведения анализа чувствительности может быть ограничена недостаточной детализацией расчетов или информации в финансовой модели. Поэтому необходимо на этапе подготовки спецификации и технического задания определить, какие параметры будут участвовать в анализе чувствительности, как это повлияет на детализацию расчетов, а также – какие исходные данные необходимо подготовить.

Например, для компании добывающего сектора важным исходным параметром являются курсы валют. При этом для проведения анализа чувствительности по величине курса, в расчете себестоимости должны быть выделены расходы на импортное оборудование и материалы, что следует отметить в техническом задании. А при планировании собственных ресурсов следует учесть необходимость подготовки данных по закупкам импортных товаров, если они отсутствуют в готовом виде.

Сценарный анализ. В рамках сценарного анализа, как правило, строятся пессимистичные сценарии по основным допущениям, например, по ценам реализации или по реализации инвестиционных проектов. Важность проработки сценарного анализа на этапе подготовки спецификации определяется теми же факторами, что и важность проработки анализа чувствительности.

Помимо пессимистичных сценариев уже на этапе спецификации финансовой модели рекомендуется предусмотреть меры, которые позволят нивелировать их воздействие. Если при определенном негативном сценарии остаток денежных средств или *headroom* становится отрицательным, потенциальным инвесторам важно понимать, за счет каких средств будет покрыт возникающий дефицит денежных средств. Например, это может быть снижение дивидендов, досрочных выплат по кредитам, сокращение вознаграждений руководству, сокращение инвестиционной программы. В последнем случае модель должна учитывать влияние сокращения инвестиционной программы на операционные показатели – например, снижение объемов добычи при переносе сроков запуска обогатительной фабрики или сокращения программы бурения.

Процедура подготовки модели

В рамках подготовки модели оборотного капитала можно выделить несколько этапов.

1. Формирование рабочей группы и назначение ответственных в компании.
2. Согласование требований к модели.
3. Подготовка спецификации и технического задания.
4. Выбор подрядчика (если планируется привлечение консультантов).
5. Подготовка исходных данных.
6. Подготовка модели оборотного капитала.
7. Согласование модели оборотного капитала.
8. Подготовка документа/отчета о достаточности оборотного капитала.

Ключевой в планировании работ по подготовке модели оборотного капитала является дата подготовки проспекта эмиссии, которая в свою очередь определяется планируемой датой размещения акций. При планировании необходимо учитывать, что подготовка отчета о достаточности оборотного капитала может занять до 2–3 недель после согласования модели. Подготовка финансовой модели для крупной компании может составить до 1,5–2 месяцев при наличии всех исходных данных.

Если модель подготовлена основательно, то далее она может использоваться для других целей, таких как подготовка бюджета. В нашей практике клиент (крупнейшая в России золотодобывающая компания) принял такое решение, поскольку модель позволяла не только рассчитать денежные потоки по дочерним компаниям, но и провести консолидацию прогнозной финансовой отчетности и максимально приблизить прогнозные цифры к требованиям МСФО.

Национальная ассоциация по экспертизе недр (НП НАЭН) предлагает проведение корпоративных семинаров для сотрудников компаний-недропользователей

НАЭН
НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ ПО ЭКСПЕРТИЗЕ НЕДР

С 2012 г. открыто направление по проведению информационно-обучающих семинаров непосредственно по месту расположения компаний с привлечением территориальных отделений «Общества экспертов России по недропользованию» (ОЭРН).

Цель семинаров:

Повысить профессиональный уровень специалистов в соответствии с современными требованиями регулирующих органов, инновациями и практикой в области геолого-экономической оценки и освоения месторождений полезных ископаемых.

Для участия в корпоративных семинарах привлекаются ведущие эксперты и специалисты ОЭРН, государственных структур, проектных организаций, научно-исследовательских институтов и консалтинговых компаний.

Корпоративные семинары предусматривают проведение обучения для сотрудников конкретного предприятия по целевой программе, разработанной специально под запросы компании. Для повышения эффективности обучения для слушателей готовятся методические пособия и сборники тезисов по программам семинаров.

При поддержке ОЭРН

При участии ФБУ «ГКЗ»

Информационная поддержка
Научно-технический журнал «Недропользование XXI век»

НЕДРОПОЛЬЗОВАНИЕ XXI

Контакты:
+ 7 (495) 640-42-72
www.naen.ru / info@naen.ru