

Оценка кредитоспособности предприятия: как «отсеять» потенциального банкрота

| Эмитент | Рейтинг | Защита доходами | Защита активами |
|------------------------------|---------|-----------------|-----------------|
| Наша Ряба | A | A | BVB |
| Укртелеком | BVB | BVB | BB |
| Черноморнефтегаз | BB | BVB | BB |
| Киевстар | BB | BVB | BB |
| Борисполь | BB | BVB | BB |
| Метален | BB | BVB | B |
| Киев-Конти | BB | BVB | B |
| Юго-Западная железная дорога | BB | BB | BB |
| АВК | BB | BB | B |
| Галактон | BB | BB | CCC |
| Галнафтогаз | B | B | BB |
| Областная аптечная ХК | B | B | CCC |
| Титан | CCC | B | CCC |
| Сармат | CCC | CCC | CCC |
| Фанни | CCC | CCC | CCC |

ВВЕДЕНИЕ 2
**КАПИТАЛ – ИСТОЧНИК РАЗВИТИЯ
ПРЕДПРИЯТИЯ 3**

Источники обслуживания и погашения заемного капитала 4

Блок-схема рассмотрения предприятия (в рамках настоящего исследования)..... 5

1. ЗАЩИТА ДОХОДАМИ 6

1.1. Коэффициенты покрытия постоянных расходов и заемного капитала доходами 6

1.2. Показатели рентабельности..... 9

1.3. Показатели реинвестирования и прироста 11

2. ЗАЩИТА АКТИВАМИ 13

2.1. Показатели обеспеченности собственным капиталом..... 13

2.2. Показатели ликвидности..... 14

2.3. Показатели оборачиваемости..... 16

3. ЗАЩИТА БИЗНЕСОМ 19
ВЫВОДЫ..... 20
ОЦЕНКА 21
ЗАКЛЮЧЕНИЕ 22
АКБ «Укрсоцбанк»

Отдел выпуска финансовых инструментов

тел. +38 044 230 32 31

valchyshen@ukrsotsbank.com
www.usb.com.ua
Найман Эрик Леонтьевич

Начальник отдела

Горбань Олег Иванович

Главный специалист

Вальчишен Александр Васильевич

Главный экономист

28 июля 2003 г.

Введение

Цель настоящего исследования – создать эффективную, простую и доступную систему финансового анализа, который позволит произвести количественную оценку финансового состояния предприятия.

Необходимость появления такой методики именно сейчас обусловлена появлением на украинском рынке корпоративных облигаций большого количества эмитентов (в среднем 3-5 ежемесячно). В связи с этим среди появившегося разнообразия инвестору все труднее провести квалифицированный отбор объекта для вложения своих средств.

Критерии выбора каждый инвестор может установить для себя отдельные – в зависимости от собственной склонности к риску и требуемому уровню доходности. В любом случае, однако, каждый инвестор хочет избежать следующих ошибок:

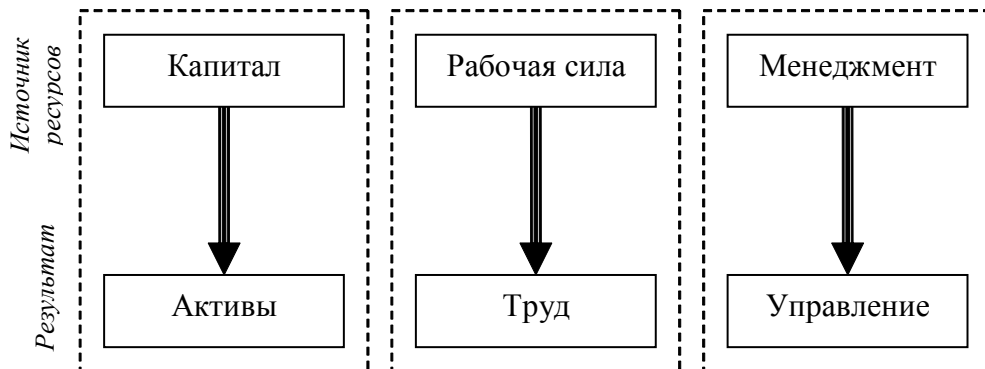
- в первую очередь, инвестировать в предприятие, которое впоследствии откажется выполнять собственные обязательства, т.е. объявит дефолт;
- во вторую очередь, не инвестировать свои деньги в облигации предприятия, которые являются высокодоходными и при этом будет своевременно обслуживаться и погашаться.

Ошибка первого и второго рода является типичной для любого инвестора. Более того, они неизбежны, если вы, конечно же, будете инвестировать. В то же время, если количество таких ошибок будет значительным, то рано или поздно вы потеряете свои или доверенные вам в управление деньги. Хотя, когда речь идет о корпоративных облигациях, инвесторов интересует все же избежание ошибки первого рода – покупка облигации, которая не будет погашена.

В любом случае, предложенная ниже методика оценки кредитоспособности предприятия адаптирована к специфике украинской финансовой отчетности и является квалифицированным инструментом для принятия инвестиционного решения.

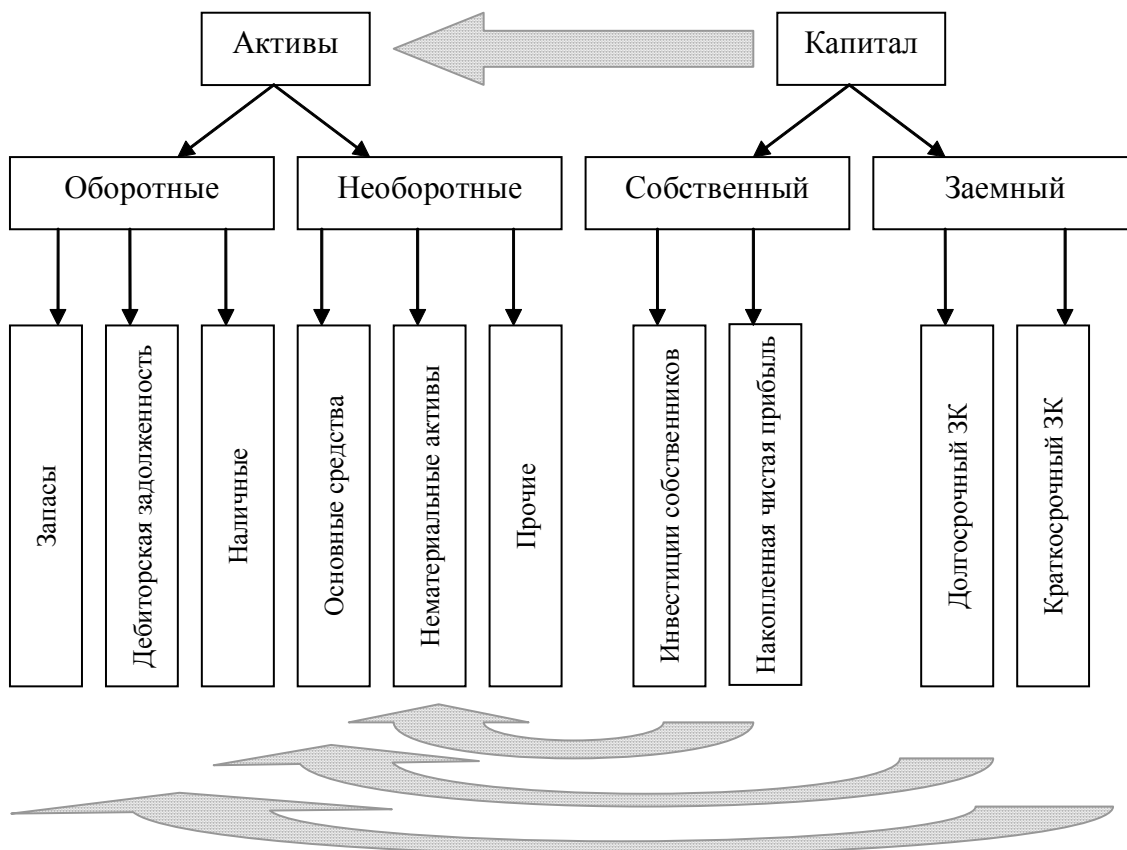
Капитал – источник развития предприятия

Каждое предприятие представляет из себя сплав трех составляющих:



Здесь мы рассмотрим только первую составляющую бизнеса предприятия: капитал и активы.

Итак, капитал является источником для появления активов у предприятия. Капитал может быть заемным и собственным, а активы – оборотными и необоротными. В свою очередь, заемный капитал может быть краткосрочным и долгосрочным, а собственный – инвестициями акционеров, собственников, а также накопленной чистой прибыли. Оборотные активы могут быть запасами, дебиторской задолженностью, а также наличными средствами. Необоротные активы могут быть основными средствами, нематериальными активами и прочими необоротными активами.



Как правило, за счет собственного капитала формируются необоротные активы и часть оборотных активов, а основным источником оборотных активов является заемный капитал.

Таким образом, мы можем выделить эти две цели долгового заимствования:

- в необоротные активы - инвестиционная цель, результатом которой является приращение активов и/или доходов;
- пополнение оборотных средств, результатом которой является «затыкание дыры» в бюджете.

В то же время, общепризнано, что заемный капитал приносит пользу акционерам, если является более дешевым источником появления активов, нежели акционерный капитал. Таким образом, если средства акционеров обходятся дороже заемного капитала, то предприятию и его акционерам выгодно брать в долг и развиваться за счет заемного капитала. Одним из методов оценки, выгодно или нет развиваться предприятию за счет заемного капитала является сравнение, увеличится ли рентабельность собственного капитала или нет в результате заимствования.

Источники обслуживания и погашения заемного капитала

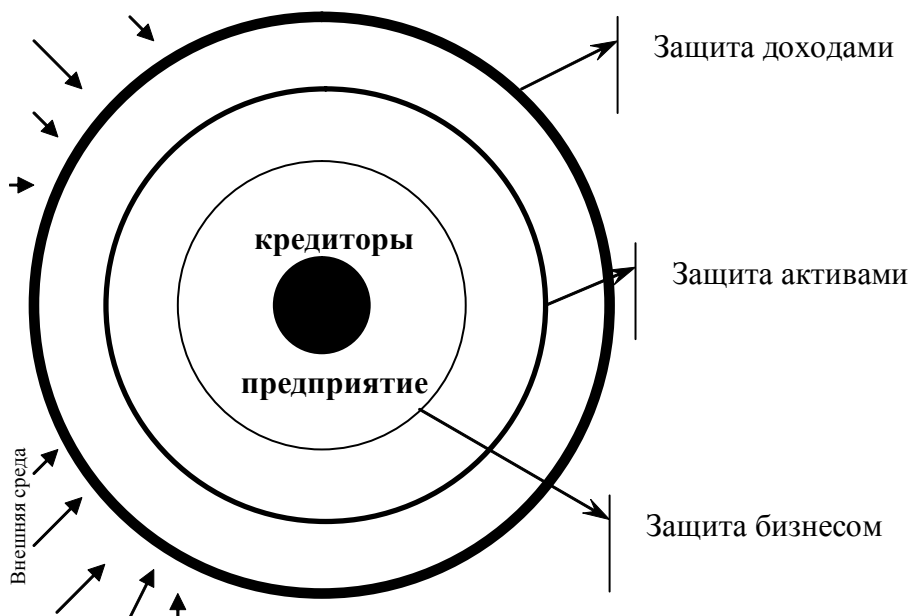
Основные источники возврата заемного капитала и его обслуживания:

- за счет текущей деятельности (получения доходов, EBIT, EBITDA и чистой прибыли);
- за счет продажи собственности (реализации активов);
- за счет других (поручительства и т.п.).

С точки зрения и акционеров и кредиторов предприятия правильнее, если заемный капитал погашается за счет текущей деятельности, а не реализации активов и тем более не за счет других. Причем очень важно, чтобы реализация активов, если она произошла, не нанесла ущерб деятельности предприятия.

Таким образом, можно выделить три круга защиты кредиторов:

- защита доходами;
- защита активами;
- защита бизнесом.



Соответственно «на крепость» проверяются:

- прибыльность предприятия и эффективность использования активов;
- достаточность активов для обслуживания и погашения заемного капитала;
- характеристики макроэкономической динамики страны, отрасли и микроэкономики самого предприятия.

Перед началом проведения комплексной оценки кредитоспособности предприятия отметим следующие важные моменты.

Во-первых, если оценивается планируемый выпуск облигаций, то необходимо во многом опираться на прогнозы финансовой отчетности по трем возможным сценариям: пессимистическому, оптимистическому и ожидаемому.

Во-вторых, если оценивается уже действующий выпуск облигаций, то в первую очередь оценивается фактическая финансовая отчетность.

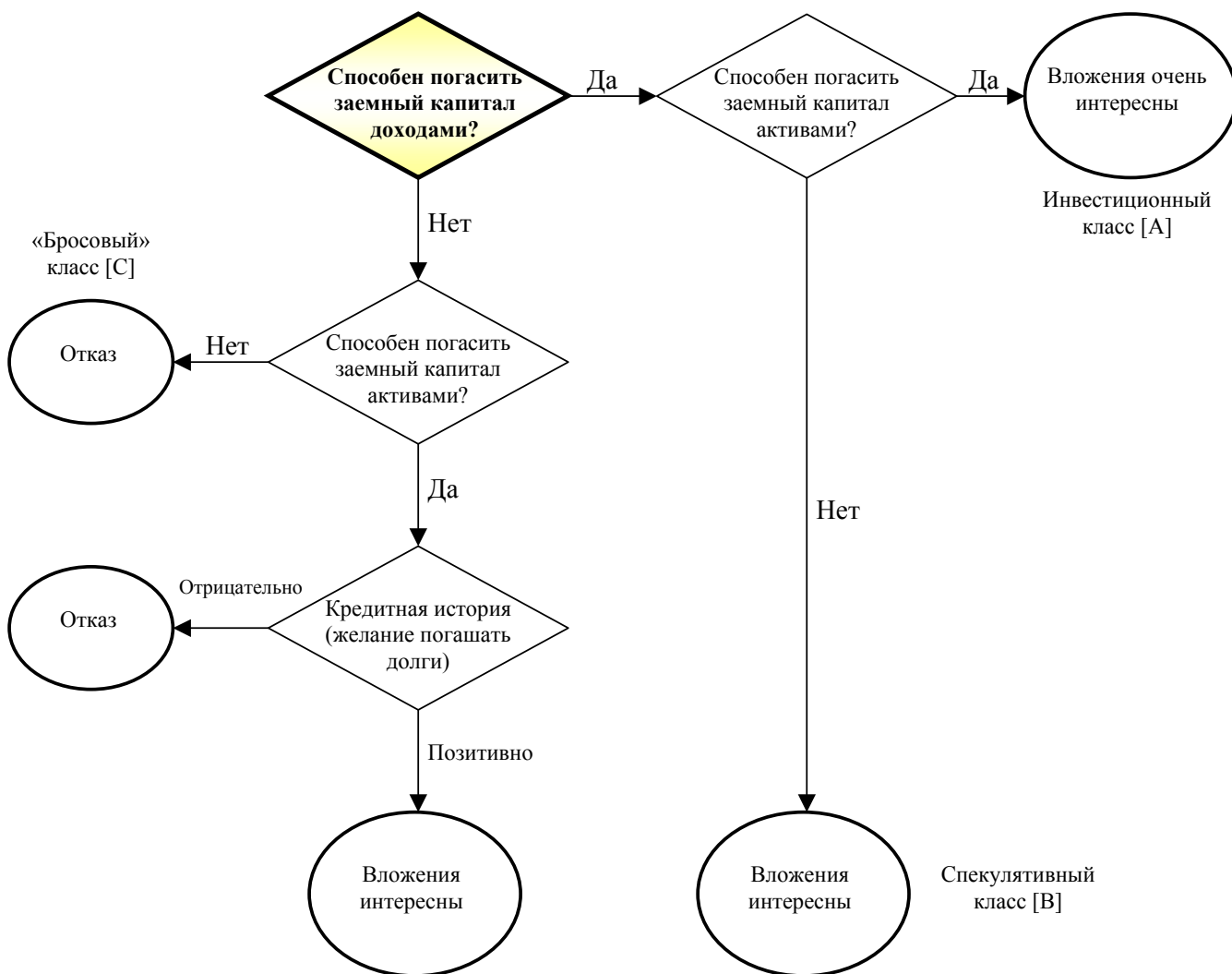
В-третьих, по дочерним компаниям производится как оценка самого эмитента, так и консолидированная оценка отчетности всего холдинга. При этом особое внимание следует уделить исключению из отчетности взаимных денежных потоков и задолженностей.

В-четвертых, при оценке квартальных показателей необходимо удалять сезонные факторы, беря в расчет данные за последние 12 месяцев. Например, при оценке кредитоспособности предприятия за 1-й квартал 2003 года производится следующее вычисление чистого дохода (ЧД) за последние 12 месяцев:

$$\text{ЧД за 12 мес.} = \text{ЧД за 1-й квартал 2003 года} + \text{ЧД за весь 2002 год} - \text{ЧД за 1-й квартал 2002 года}$$

В-пятых, рекомендуется оценивать не только статику последних финансовых показателей, но и их динамику за 3-5 лет.

Блок-схема рассмотрения предприятия (в рамках настоящего исследования)



1. Защита доходами

1.1. Коэффициенты покрытия постоянных расходов и заемного капитала доходами

При расчете показателей защиты доходами в числителе в качестве показателя прибыли могут использоваться значения следующих отчетных показателей: Чистой прибыли, EBITDA, EBIT или величины кэш-флоу (CF). В Украине рекомендуется использовать EBITDA или CF (при анализе годовых отчетов), которые учитывают интерес украинских предприятий к оптимизации условий налогообложения, эфемерности сумм амортизации, а также с учетом возможностей предприятия по выплате финансовых затрат.

Коэффициент покрытия заемного капитала чистыми доходами является наиболее известным показателем, который дает возможность в первом приближении оценить долговую нагрузку на эмитента и применяется при рассмотрении вопроса об инвестировании не только в корпоративные долги, но и в муниципальные и государственные облигации:

$$\text{Коэффициент покрытия ЗК} = \text{ЧД} / \text{ЗК} \quad (1.1.1)$$

Нормативные значения коэффициента покрытия ПР:

- меньше 0.6 - высокая вероятность дефолта;
- от 0.6 до 1 - могут быть проблемы с обслуживанием задолженности;
- от 1 до 2 - могут быть проблемы с обслуживанием текущей задолженности;
- свыше 2 - предприятие инвестиционной категории.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .93 | 1.39 | 1.16 | 4 |
| Укртелеком | 2.01 | 2.41 | | 6 |
| Борисполь | 4.24 | 3.17 | | 7 |
| Киев-Контин | 3.61 | 4.49 | | 7 |
| Сармат | 1.22 | .85 | .62 | 3 |
| Метален | 6.43 | 2.91 | | 6 |
| АВК | 4.72 | 4.93 | | 7 |
| Юго-Западная железная дорога | 5.02 | 6.51 | 6.48 | 7 |
| Галнафтогаз | .00 | .65 | .61 | 3 |
| Галактон | | 6.26 | 5.01 | 7 |
| Наша Ряба | 1.26 | 9.83 | | 7 |
| Титан | | 1.75 | 1.90 | 5 |
| Черноморнефтегаз | | 3.97 | 4.88 | 7 |
| Фанни | .36 | 1.56 | | 5 |
| Областная аптечная ХК | 5.45 | 5.28 | | 7 |

Коэффициент покрытия постоянных расходов прибылью определяет способность предприятия обслуживать свою текущую деятельность:

$$\text{Коэффициент покрытия ПР} = (\text{Прибыль} + \text{ПР}) / \text{ПР} \quad (1.1.2)$$

Нормативные значения коэффициента покрытия ПР:

- больше 3 – очень хорошее предприятие;
- от 2 до 3 – хорошее предприятие;
- от 1.5 до 2 – стабильное предприятие;
- от 1 до 1.5 – слабое предприятие;
- менее 1 – на грани банкротства.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | 1.40 | 2.18 | 2.20 | 5 |
| Укртелеком | 1.63 | 1.87 | | 4 |
| Борисполь | 1.77 | 1.92 | | 4 |
| Киев-Контин | 1.48 | 1.47 | | 3 |
| Сармат | 1.15 | 1.11 | 1.13 | 3 |
| Метален | 1.36 | 1.25 | | 3 |
| АВК | 1.11 | 1.11 | | 3 |
| Юго-Западная железная дорога | 1.17 | 1.14 | 1.16 | 3 |
| Галнафтогаз | 1.18 | 1.21 | 1.29 | 3 |
| Галактон | 1.14 | 1.13 | | 3 |
| Наша Ряба | 1.04 | 1.33 | | 3 |
| Титан | | 1.21 | 1.22 | 3 |
| Черноморнефтегаз | | 1.63 | 1.63 | 4 |
| Фанни | 1.66 | 1.01 | | 2 |

| | | | | |
|-----------------------|------|------|--|---|
| Областная аптечная ХК | 1.36 | 1.29 | | 3 |
|-----------------------|------|------|--|---|

Коэффициент покрытия постоянных расходов доходами:

Коэффициент достаточности доходов = ЧД / ПР

(1.1.3)

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|-------|-------|---------|---------|
| Киевстар | 1.38 | 2.05 | 2.07 | 6 |
| Укртелеком | 1.51 | 1.75 | | 5 |
| Борисполь | 1.59 | 1.85 | | 5 |
| Киев-Кonti | 1.23 | 1.29 | | 4 |
| Сармат | 1.03 | .98 | .97 | 3 |
| Метален | 1.37 | 1.21 | | 4 |
| АВК | 1.07 | 1.09 | | 4 |
| Юго-Западная железная дорога | 1.12 | 1.13 | 1.14 | 4 |
| Галнафтогаз | .00 | .81 | .87 | 2 |
| Галактон | | 1.16 | 1.15 | 4 |
| Наша Ряба | | 1.02 | 1.20 | 4 |
| Титан | | 1.13 | 1.06 | 4 |
| Черноморнефтегаз | | 2.22 | 2.16 | 6 |
| Фанни | 1.63 | 1.25 | | 4 |
| Областная аптечная ХК | 20.22 | 18.43 | | 7 |

Обслуживание долга, коэффициент покрытия процентных расходов (финансовых затрат):

Покрытие процентных расходов = EBITDA / ФЗ

(1.1.4)

Инвестиционный норматив: больше 5, для транспортных компаний больше 3. Отношение в самые плохие годы не должно снижаться ниже 2.

Ниже приведены средние значения этого показателя, рассчитанные для предприятий, имеющих соответствующий кредитный рейтинг, присвоенный рейтинговым агентством Standard & Poor's (медиана за 1992-94 гг.)

| Категория рейтинга | AAA | AA | A | BBB | BB | B |
|--------------------|-------|-------|------|------|------|------|
| Среднее значение | 22.63 | 12.82 | 8.00 | 4.82 | 3.50 | 1.90 |

Здесь, чем выше процентная ставка (возникающая, например, при удлинении долга), тем хуже норматив покрытия процентных расходов. Таким образом, с одной стороны, удлинение обязательств положительно сказывается на ликвидности предприятия, но, с другой стороны, негативно влияет на покрытие процентных расходов.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|-------|--------|---------|---------|
| Киевстар | 61.32 | 10.12 | 9.45 | 6 |
| Укртелеком | 22.0 | 26.60 | | 7 |
| Борисполь | 3.85 | 7.15 | | 5 |
| Киев-Кonti | 20.26 | 12.66 | | 7 |
| Сармат | 3.90 | 2.13 | 1.94 | 2 |
| Метален | 66.83 | 14.73 | | 7 |
| АВК | 6.87 | 7.16 | | 5 |
| Юго-Западная железная дорога | 10.91 | 12.48 | 13.33 | 7 |
| Галнафтогаз | .50 | 7.66 | 5.78 | 5 |
| Галактон | | 12.53 | 12.27 | 7 |
| Наша Ряба | | | 279.45 | 7 |
| Титан | | 4.00 | 3.89 | 4 |
| Черноморнефтегаз | | 273.84 | 290.47 | 7 |
| Фанни | | | | - |
| Областная аптечная ХК | 2.44 | 1.38 | | 2 |

Коэффициент покрытия обслуживания заемного капитала:

Покрытие обслуживания ЗК = Прибыль / (КЗК + Годовой фонд погашения ДЗК + ФЗ) (1.1.5)

где

Годовой фонд погашения ДЗК – берется по отдельной справке, полученной от предприятия. Если эта цифра неизвестна, то берется [ДЗК / 2].

Норматив: больше 2, а в самые плохие годы – не менее 1.

Покрытие обслуживания заемного капитала более точно отражает способность предприятия обслуживать обязательства, в том числе платные, за счет текущей деятельности, нежели коэффициент покрытия процентных расходов. Более того, в этом случае удлинение долга, как правило, уже оказывает положительное влияние не только на ликвидность предприятия, но и на покрытие обслуживания заемного капитала, так как переносит долговую нагрузку с ближайших периодов на более отдаленные. В то же время, если вы покупаете долгосрочные обязательства предприятия, то необходимо оценить ожидаемую долговую нагрузку на EBITDA на протяжении всего периода действующего обязательства.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .29 | 1.02 | .96 | 3 |
| Укртелеком | 1.13 | 1.58 | | 5 |
| Борисполь | 1.34 | 1.29 | | 4 |
| Киев-Кonti | 1.31 | 1.45 | | 4 |
| Сармат | .18 | .11 | .09 | 1 |
| Метален | 1.78 | .65 | | 2 |
| АВК | .49 | .51 | | 2 |
| Юго-Западная железная дорога | .78 | .92 | 1.05 | 4 |
| Галнафтогаз | .01 | .25 | .27 | 1 |
| Галактон | | .76 | .63 | 2 |
| Наша Ряба | | .05 | 2.68 | 7 |
| Титан | | .30 | .36 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 1.15 | 1.45 | 4 |
| Фанни | .15 | .02 | | 1 |
| Областная аптечная ХК | .09 | .08 | | 1 |

Достаточность прибыли для покрытия ЗК:

$$\text{Достаточность прибыли} = \text{ЕВITDA} / \text{ЗК} \quad (1.1.6)$$

Норматив: больше 2.

Ниже приведены средние значения этого показателя, рассчитанные для предприятий, имеющих соответствующий кредитный рейтинг, присвоенный рейтинговым агентством Standard & Poor's (медиана за 1992-94 гг.)

| Категория рейтинга | AAA | AA | A | BBB | BB | B |
|--------------------|------|------|------|------|------|-----|
| Среднее значение | 97.5 | 68.5 | 43.8 | 29.9 | 17.1 | 9.9 |

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .27 | .80 | .68 | 2 |
| Укртелеком | .84 | 1.19 | | 4 |
| Борисполь | 2.04 | 1.57 | | 5 |
| Киев-Кonti | 1.40 | 1.64 | | 5 |
| Сармат | .17 | .10 | .08 | 1 |
| Метален | 1.70 | .60 | | 2 |
| АВК | .47 | .50 | | 2 |
| Юго-Западная железная дорога | .75 | .79 | .88 | 3 |
| Галнафтогаз | .01 | .17 | .20 | 1 |
| Галактон | | .76 | .56 | 2 |
| Наша Ряба | | .05 | 2.70 | 7 |
| Титан | | .09 | .11 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 1.13 | 1.43 | 4 |
| Фанни | .15 | .02 | | 1 |
| Областная аптечная ХК | .10 | .08 | | 1 |

Достаточность денежного потока для покрытия ЗК:

$$\text{Достаточность денежного потока} = \text{CF} / \text{ЗК} \quad (1.1.7)$$

Норматив: больше 40%.

| Эмитент | 2001, % | 2002, % | 1 кв 03, % | Рейтинг |
|------------------------------|---------|---------|------------|---------|
| Киевстар | 8.4% | 12.8% | 7.0% | 1 |
| Укртелеком | | | | - |
| Борисполь | | | | - |
| Киев-Кonti | | | | - |
| Сармат | | | | - |
| Метален | | | | - |
| АВК | | | | - |
| Юго-Западная железная дорога | | | | - |
| Галнафтогаз | | | | - |
| Галактон | | | | - |
| Наша Ряба | | | | - |
| Титан | | | | - |

| | | | | |
|-----------------------|--|-------|-------|---|
| Черноморнефтегаз | | 61.8% | 76.3% | 6 |
| Фанни | | | | - |
| Областная аптечная ХК | | | | - |

Среднее значение по подгруппе «Покрытие постоянных расходов и заемного капитала доходами» (без учета показателей 1.1.7)

| Эмитент | Сумма баллов | Средний балл |
|------------------------------|--------------|--------------|
| Киевстар | 26 | 4.33 |
| Укртелеком | 31 | 5.17 |
| Борисполь | 30 | 5.00 |
| Киев-Кonti | 30 | 5.00 |
| Сармат | 13 | 2.17 |
| Метален | 24 | 4.00 |
| АВК | 23 | 3.83 |
| Юго-Западная железная дорога | 28 | 4.67 |
| Галнафтогаз | 15 | 2.50 |
| Галактон | 25 | 4.17 |
| Наша Ряба | 35 | 5.83 |
| Титан | 18 | 3.00 |
| Черноморнефтегаз | 32 | 5.33 |
| Фанни | 14 | 2.80 |
| Областная аптечная ХК | 21 | 3.50 |

1.2. Показатели рентабельности

Показатели рентабельности показывают способность предприятия генерировать прибыль.

Рентабельность инвестиций (ROI):

$$\text{ROI} = \text{Прибыль} / \text{Средние за период (ДЗК + СК)} \quad (1.2.1)$$

| Эмитент | 2001, % | 2002, % | 1 кв 03, % | Рейтинг |
|------------------------------|---------|---------|------------|---------|
| Киевстар | 41.70 | 76.05 | 47.42 | 7 |
| Укртелеком | 19.87 | 27.02 | | 7 |
| Борисполь | 17.23 | 23.66 | | 6 |
| Киев-Кonti | 581.52 | 557.80 | | 7 |
| Сармат | 9.18 | 8.73 | 7.44 | 4 |
| Метален | 41.87 | 31.63 | | 7 |
| АВК | 26.02 | 26.88 | | 7 |
| Юго-Западная железная дорога | 8.27 | 12.38 | 9.24 | 4 |
| Галнафтогаз | .16 | 9.60 | 6.23 | 3 |
| Галактон | | 45.49 | 38.94 | 7 |
| Наша Ряба | | 2.02 | 36.33 | 7 |
| Титан | | 8.92 | 8.89 | 4 |
| Черноморнефтегаз | | 10.96 | 11.13 | 5 |
| Фанни | 13.71 | 6.52 | | 3 |
| Областная аптечная ХК | 15.44 | 14.36 | | 5 |

Рентабельность активов (ROA):

$$\text{ROA} = \text{Прибыль} / \text{Средние за период А} \quad (1.2.2)$$

| Эмитент | 2001, % | 2002, % | 1 кв 03, % | Рейтинг |
|------------------------------|---------|---------|------------|---------|
| Киевстар | 18.43 | 48.95 | 39.27 | 7 |
| Укртелеком | 18.03 | 24.61 | | 6 |
| Борисполь | 13.24 | 13.51 | | 5 |
| Киев-Кonti | 66.30 | 102.47 | | 7 |
| Сармат | 6.38 | 5.66 | 4.41 | 2 |
| Метален | 34.57 | 24.84 | | 6 |
| АВК | 18.00 | 18.76 | | 6 |
| Юго-Западная железная дорога | 2.16 | 3.20 | 3.58 | 1 |
| Галнафтогаз | .14 | 8.72 | 5.50 | 2 |
| Галактон | | 29.24 | 24.47 | 6 |
| Наша Ряба | | 1.42 | 30.88 | 7 |
| Титан | | 7.00 | 7.12 | 3 |
| Черноморнефтегаз | | 9.82 | 9.99 | 4 |
| Фанни | 7.08 | 2.12 | | 1 |
| Областная аптечная ХК | 6.12 | 5.73 | | 2 |

Рентабельность собственного капитала (ROE):

$$\text{ROE} = \text{Прибыль} / \text{Средний за период СК} \quad (1.2.3)$$

| Эмитент | 2001, % | 2002, % | 1 кв 03, % | Рейтинг |
|---------|---------|---------|------------|---------|
|---------|---------|---------|------------|---------|

| | | | | |
|------------------------------|--------|--------|-------|---|
| Киевстар | 60.02 | 129.45 | 81.64 | 7 |
| Укртелеком | 23.12 | 31.18 | | 6 |
| Борисполь | 17.23 | 23.66 | | 5 |
| Киев-Кonti | 581.52 | 557.80 | | 7 |
| Сармат | 10.14 | 10.34 | 10.39 | 3 |
| Метален | 43.40 | 34.19 | | 6 |
| АВК | 29.37 | 29.67 | | 6 |
| Юго-Западная железная дорога | 8.44 | 12.79 | 9.68 | 3 |
| Галнафтогаз | .16 | 11.13 | 7.55 | 2 |
| Галактон | | 49.13 | 45.31 | 6 |
| Наша Ряба | | 2.02 | 36.33 | 6 |
| Титан | | 8.92 | 8.89 | 2 |
| Черноморнефтегаз | | 11.00 | 11.17 | 3 |
| Фанни | 13.71 | 6.52 | | 2 |
| Областная аптечная ХК | 16.83 | 16.40 | | 4 |

Валовая рентабельность:

Валовая рентабельность = ВП / ЧД

(1.2.4)

| Эмитент | 2001, % | 2002, % | 1 кв 03, % | Рейтинг |
|------------------------------|---------|---------|------------|---------|
| Киевстар | 45.64 | 62.05 | 62.34 | 7 |
| Укртелеком | 37.64 | 41.58 | | 7 |
| Борисполь | 32.50 | 31.68 | | 7 |
| Киев-Кonti | 26.64 | 34.47 | | 7 |
| Сармат | 18.83 | 3.98 | 3.06 | 1 |
| Метален | 26.72 | 21.49 | | 6 |
| АВК | 17.46 | 20.39 | | 6 |
| Юго-Западная железная дорога | 11.25 | 13.37 | 15.01 | 6 |
| Галнафтогаз | | 12.96 | 14.78 | 5 |
| Галактон | | 20.41 | 19.94 | 6 |
| Наша Ряба | | 5.66 | 23.93 | 6 |
| Титан | | 20.29 | 22.88 | 6 |
| Черноморнефтегаз | | 28.11 | 27.66 | 7 |
| Фанни | 23.49 | 5.76 | | 2 |
| Областная аптечная ХК | 6.52 | 5.91 | | 2 |

Рентабельность EBITDA:

Рентабельность прибыли = EBITDA / ЧД

(1.2.5)

По сравнению с валовой рентабельностью учитывает административные и прочие расходы, которые у некоторых предприятий имеют очень большое значение.

| Эмитент | 2001, % | 2002, % | 1 кв 03, % | Рейтинг |
|------------------------------|---------|---------|------------|---------|
| Киевстар | 28.69 | 57.31 | 58.10 | 7 |
| Укртелеком | 41.71 | 49.52 | | 7 |
| Борисполь | 48.23 | 49.60 | | 7 |
| Киев-Кonti | 38.83 | 36.46 | | 6 |
| Сармат | 14.12 | 11.63 | 12.90 | 3 |
| Метален | 26.42 | 20.51 | | 5 |
| АВК | 9.94 | 10.21 | | 3 |
| Юго-Западная железная дорога | 15.04 | 12.19 | 13.64 | 3 |
| Галнафтогаз | | 25.38 | 33.29 | 6 |
| Галактон | | 12.16 | 11.24 | 3 |
| Наша Ряба | | 3.79 | 27.48 | 5 |
| Титан | | 18.53 | 21.06 | 5 |
| Черноморнефтегаз | | 28.53 | 29.32 | 6 |
| Фанни | 40.52 | 1.02 | | 1 |
| Областная аптечная ХК | 1.76 | 1.58 | | 1 |

Среднее значение по подгруппе «Показатели рентабельности»

| Эмитент | Сумма баллов | Средний балл |
|------------------------------|--------------|--------------|
| Киевстар | 35 | 7.0 |
| Укртелеком | 33 | 6.6 |
| Борисполь | 30 | 6.0 |
| Киев-Кonti | 34 | 6.8 |
| Сармат | 13 | 2.6 |
| Метален | 30 | 6.0 |
| АВК | 28 | 5.6 |
| Юго-Западная железная дорога | 17 | 3.4 |
| Галнафтогаз | 18 | 3.6 |
| Галактон | 28 | 5.6 |
| Наша Ряба | 31 | 6.2 |
| Титан | 20 | 4.0 |

| | | |
|-----------------------|----|-----|
| Черноморнефтегаз | 25 | 5.0 |
| Фанни | 9 | 1.8 |
| Областная аптечная ХК | 14 | 2.8 |

1.3. Показатели реинвестирования и прироста

Коэффициент достаточности CF для инвестирования:

$$\text{Коэффициент достаточности} = CF / (\text{ПрНА} + \text{ПрЗ} + \text{Д}) \quad (1.3.1)$$

Норматив:

- больше 1 – предприятие покрывает свои инвестиционные потребности без финансирования со стороны;
- меньше 1 – внутренних источников может быть недостаточно для выплаты дивидендов и роста.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | | .19 | .62 | 2 |
| Укртелеком | | | | - |
| Борисполь | | | | - |
| Киев-Кonti | | | | - |
| Сармат | | | | - |
| Метален | | | | - |
| АВК | | | | - |
| Юго-Западная железная дорога | | | | - |
| Галнафтогаз | | | | - |
| Галактон | | | | - |
| Наша Ряба | | | | - |
| Титан | | | | - |
| Черноморнефтегаз | | 4.81 | | 7 |
| Фанни | | | | - |
| Областная аптечная ХК | | | | - |

Коэффициент реинвестирования:

$$\text{Коэффициент реинвестирования} = (CF - \text{Д}) / (\text{О} + \text{И} + \text{ПА} + \text{РК}) \quad (1.3.2)$$

Норматив:

- меньше 8% - неудовлетворительный инвестиционный уровень
- 8-10% - удовлетворительный уровень
- больше 8% - хороший инвестиционный уровень

| Эмитент | 2001, % | 2002, % | 1 кв 03, % | Рейтинг |
|------------------------------|---------|---------|------------|---------|
| Киевстар | 11.8 | 6.9 | 4.0 | 4 |
| Укртелеком | | | | - |
| Борисполь | | | | - |
| Киев-Кonti | | | | - |
| Сармат | | | | - |
| Метален | | | | - |
| АВК | | | | - |
| Юго-Западная железная дорога | | | | - |
| Галнафтогаз | | | | - |
| Галактон | | | | - |
| Наша Ряба | | | | - |
| Титан | | | | - |
| Черноморнефтегаз | | 4.9 | 4.5 | 4 |
| Фанни | | | | - |
| Областная аптечная ХК | | | | - |

Эффект финансового левиреджа (использования заемных средств) можно рассчитать по следующей формуле:

$$\text{Индекс ФЛ} = \text{Прибыль на СК} / \text{Прибыль на все А} \quad (1.3.3)$$

где

Прибыль на собственный капитал = ЧП / Средний за период СК
 Прибыль на все активы = [ЧП + ФЗ * (1 - %НП)] / Средние за период А,

Нормативное значение Индекса ФЛ:

- если индекс больше 1, то привлечение заемного капитала выгодно и оправданно
- если индекс меньше 1, то использование заемного капитала ведет к уменьшению прибыли акционеров, а значит – может привести к уменьшению и «вымыванию» собственного капитала.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|---------|------|------|---------|---------|
|---------|------|------|---------|---------|

| | | | | |
|------------------------------|------|------|-------|---|
| Киевстар | 3.19 | 2.07 | 1.81 | 5 |
| Укртелеком | 1.17 | 1.20 | | 4 |
| Борисполь | -.03 | 1.32 | | 4 |
| Киев-Кonti | 8.45 | 5.12 | | 7 |
| Сармат | 1.00 | 4.85 | 5.23 | 7 |
| Метален | 1.24 | 1.31 | | 4 |
| АВК | 1.44 | 1.37 | | 4 |
| Юго-Западная железная дорога | 1.01 | .16 | -3.56 | 1 |
| Галнафтогаз | 1.58 | .69 | .96 | 3 |
| Галактон | | 1.48 | 1.61 | 5 |
| Наша Ряба | | 1.42 | 1.17 | 4 |
| Титан | | .09 | .07 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 1.11 | 1.11 | 4 |
| Фанни | 1.94 | 3.07 | | 7 |
| Областная аптечная ХК | 1.45 | -.71 | | 1 |

Среднее значение по подгруппе «Показатели реинвестирования и прироста» в данном случае мы рассчитывать не будем, т.к. по очень многим эмитентам корпоративных облигаций отсутствует форма № 3 отчетности «Движение денежных средств».

Таким образом, мы можем рассчитать уровень защиты доходами:

| Эмитент | Средний балл по подгруппе 1.1 | Средний балл по подгруппе 1.2 | Средний балл |
|------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------|
| Киевстар | 4.33 | 7.0 | 5.67 |
| Укртелеком | 5.17 | 6.6 | 5.89 |
| Борисполь | 5.00 | 6.0 | 5.50 |
| Киев-Кonti | 5.00 | 6.8 | 5.90 |
| Сармат | 2.17 | 2.6 | 2.39 |
| Метален | 4.00 | 6.0 | 5.00 |
| АВК | 3.83 | 5.6 | 4.72 |
| Юго-Западная железная дорога | 4.67 | 3.4 | 4.04 |
| Галнафтогаз | 2.50 | 3.6 | 3.05 |
| Галактон | 4.17 | 5.6 | 4.89 |
| Наша Ряба | 5.83 | 6.2 | 6.02 |
| Титан | 3.00 | 4.0 | 3.50 |
| Черноморнефтегаз | 5.33 | 5.0 | 5.17 |
| Фанни | 2.80 | 1.8 | 2.30 |
| Областная аптечная ХК | 3.50 | 2.8 | 3.15 |

2. Защита активами

2.1. Показатели обеспеченности собственным капиталом

Защита активов собственным капиталом определяется по формуле 15:

$$\text{Защита активов} = A_1 / ЗК_1 \quad (2.1.1)$$

Нормативные значения Защиты активов:
 - больше 5 – очень хорошее предприятие;
 - от 3 до 5 – хорошее предприятие;
 - от 2 до 3 – стабильное предприятие;
 - от 1.5 до 2 – слабое предприятие.

Ниже приведены средние значения этого показателя, рассчитанные для предприятий, имеющих соответствующий кредитный рейтинг, присвоенный рейтинговым агентством Standard & Poor's (медиана за 1992-94 гг.)

| Категория рейтинга | AAA | AA | A | BBB | BB | B |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|
| Среднее значение | 7.58 | 5.08 | 3.01 | 2.23 | 1.83 | 1.52 |

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|-------|-------|---------|---------|
| Киевстар | 1.45 | 2.01 | 1.86 | 2 |
| Укртелеком | 4.65 | 5.03 | | 5 |
| Борисполь | 15.45 | 12.12 | | 7 |
| Киев-Кonti | 2.11 | 1.23 | | 2 |
| Сармат | 2.70 | 2.05 | 2.11 | 3 |
| Метален | 4.92 | 3.26 | | 4 |
| АВК | 2.61 | 2.89 | | 3 |
| Юго-Западная железная дорога | 34.97 | 37.74 | 12.08 | 7 |
| Галнафтогаз | 8.36 | 3.58 | 4.43 | 4 |
| Галактон | | 2.60 | 2.53 | 3 |
| Наша Ряба | | 3.37 | 12.02 | 7 |
| Титан | | 4.64 | 5.51 | 5 |
| Черноморнефтегаз | | 11.54 | 14.38 | 7 |
| Фанни | 2.07 | 1.47 | | 2 |
| Областная аптечная ХК | 1.57 | 1.51 | | 2 |

«Подушка» собственного капитала:

$$\text{Защита обязательств} = СК_1 / ЗК_1 \quad (2.1.2)$$

Норматив «подушки»: больше 2

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|-------|-------|---------|---------|
| Киевстар | .44 | 1.01 | .86 | 2 |
| Укртелеком | 3.62 | 4.01 | | 6 |
| Борисполь | 11.86 | 4.73 | | 6 |
| Киев-Кonti | .24 | .36 | | 1 |
| Сармат | 1.70 | 1.05 | .76 | 2 |
| Метален | 3.92 | 2.26 | | 4 |
| АВК | 1.60 | 1.88 | | 3 |
| Юго-Западная железная дорога | 8.94 | 9.24 | 9.14 | 7 |
| Галнафтогаз | 7.47 | 2.57 | 3.25 | 5 |
| Галактон | | 1.55 | 1.25 | 3 |
| Наша Ряба | | 2.37 | 11.02 | 7 |
| Титан | | 3.64 | 4.51 | 6 |
| Черноморнефтегаз | | 10.30 | 12.88 | 7 |
| Фанни | 1.07 | .47 | | 1 |
| Областная аптечная ХК | .57 | .51 | | 2 |

Одной из самых важных оценок предприятия является отношение стоимости предприятия к заемному капиталу:

$$\text{Коэффициент стоимости предприятия} = СП_1 / ЗК_1 \quad (2.1.3)$$

Естественно, чем больше стоит предприятие по сравнению с объемом долга, тем больше не только способность предприятия погасить долг, но и его интерес к погашению долга.

В США считается, что «облигации промышленных компаний надежны, когда компания стоит втрое больше, чем ее совокупный долг»¹.

Здесь вопрос стоит только в том, как в Украине определить стоимость предприятия, так как развитого финансового рынка в нашей стране нет. С этой целью можно использовать три метода, применимых к украинским предприятиям:

- метод аналогов продаж;
- оценка по рыночным коэффициентам;
- оценка по NPV.

Метод аналогов продаж берет за основу имеющиеся цифры о фактических сделках, заключенных в последнее время с аналогичными предприятиями в Украине, России или странах Восточной Европы (при известных дисконтах с учетом разницы страновых рисков Украины и других перечисленных выше стран). Этот показатель используется в основном в сделках с компаниями мобильных телекоммуникаций, банками, пивными компаниями и другими предприятиями, по которым в последнее время было заключено достаточно большое количество сделок.

При оценке по рыночным коэффициентам сейчас в Украине, как правило, за основу берется отношение P/S (рыночная цена предприятия к объему чистого дохода за год). В зависимости от отрасли берется одно-, двух-, трех- или, например, пятилетнее значение чистого дохода.

Когда нельзя использовать первый метод оценки, а второй представляется очень приближенным, можно использовать оценку по NPV. Однако здесь крайне важно точно определить срок, за который вы будете брать оценку потенциальных доходов от предприятия (в США сейчас часто берется 40-летний период, а в Украине – 5-6-летний), а также ставку дисконтирования (я рекомендую использовать доходность украинских еврооблигаций с соответствующим сроком погашения).

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .90 | 2.67 | 2.27 | 4 |
| Укртелеком | 2.81 | 4.00 | | 5 |
| Борисполь | 6.85 | 5.27 | | 7 |
| Киев-Кonti | 4.70 | 5.49 | | 7 |
| Сармат | .58 | .33 | .27 | 1 |
| Метален | 5.70 | 2.00 | | 4 |
| АВК | 1.57 | 1.69 | | 3 |
| Юго-Западная железная дорога | 2.53 | 2.66 | 2.96 | 4 |
| Галнафтогаз | .04 | .55 | .68 | 2 |
| Галактон | | 2.55 | 1.89 | 3 |
| Наша Ряба | | .16 | 9.06 | 7 |
| Титан | | .31 | .38 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 3.80 | 4.79 | 6 |
| Фанни | .49 | .05 | | 1 |
| Областная аптечная ХК | .32 | .28 | | 1 |

Среднее значение по подгруппе «Показатели обеспеченности собственным капиталом»

| Эмитент | Сумма баллов | Средний балл |
|------------------------------|--------------|--------------|
| Киевстар | 8 | 2.67 |
| Укртелеком | 16 | 5.33 |
| Борисполь | 20 | 6.67 |
| Киев-Кonti | 10 | 3.33 |
| Сармат | 6 | 2.00 |
| Метален | 12 | 4.00 |
| АВК | 9 | 3.00 |
| Юго-Западная железная дорога | 18 | 6.00 |
| Галнафтогаз | 11 | 3.67 |
| Галактон | 9 | 3.00 |
| Наша Ряба | 21 | 7.00 |
| Титан | 12 | 4.00 |
| Черноморнефтегаз | 20 | 6.67 |
| Фанни | 4 | 1.33 |
| Областная аптечная ХК | 5 | 1.67 |

2.2. Показатели ликвидности

Рабочий капитал:

$$\text{Рабочий капитал} = \text{ТА}_1 - \text{КЗК}_1 \quad (2.2.1)$$

¹ «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда, - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. - стр. 495

Норматив наличия рабочего капитала:

- больше 0 – хорошая ликвидность
- меньше ноля – слабая ликвидность

(тыс.грн.)

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг не присваивается |
|--|----------|----------|---------|--------------------------|
| Киевстар | -445 685 | -104 705 | 211 897 | |
| Укртелеком | 646 871 | 674 482 | | |
| Борисполь | 19 648 | 44 693 | | |
| Киев-Кonti | -8 064 | 7 611 | | |
| Сармат | -29 492 | -71 435 | -18 836 | |
| Метален | 59 118 | 187 153 | | |
| АВК | 43 391 | 57 873 | | |
| Юго-Западная железная дорога, млн.грн. | -78 914 | 18 268 | 35 392 | |
| Галнафтогаз | 22 291 | 43 608 | 57 986 | |
| Галактон | | -6 545 | -5 051 | |
| Наша Ряба | | 9 641 | 76 269 | |
| Титан | | 13 661 | 20 799 | |
| Черноморнефтегаз | | 193 655 | 235 753 | |
| Фанни | -275 | -2 729 | | |
| Областная аптечная ХК | 11 438 | 13 233 | | |

Коэффициент покрытия:

$$\text{Коэффициент покрытия} = \text{ТА}_1 / \text{КЗК}_1 \quad (2.2.2)$$

Норматив: больше 2

У растущих и стагнирующих предприятий низкий коэффициент покрытия.

У стабильных предприятий коэффициент покрытия должен находиться возле 2-х.

Очень высокие значения коэффициента покрытия указывают на расточительное отношение к активам (и даже их избыток), а также на слабость бизнеса или менеджмента.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .31 | .72 | 1.67 | 4 |
| Укртелеком | 2.02 | 2.05 | | 5 |
| Борисполь | 1.45 | 1.73 | | 4 |
| Киев-Кonti | .86 | 1.12 | | 3 |
| Сармат | .72 | .58 | .90 | 2 |
| Метален | 1.93 | 2.04 | | 5 |
| АВК | 1.64 | 1.76 | | 4 |
| Юго-Западная железная дорога | .74 | 1.09 | 1.18 | 3 |
| Галнафтогаз | 3.63 | 5.40 | 4.16 | 7 |
| Галактон | | .74 | .80 | 2 |
| Наша Ряба | | 1.61 | 8.85 | 7 |
| Титан | | 1.11 | 1.20 | 3 |
| Черноморнефтегаз | | 2.61 | 3.44 | 7 |
| Фанни | .29 | .90 | | 2 |
| Областная аптечная ХК | 1.23 | 1.26 | | 3 |

Коэффициент ликвидности:

$$\text{Коэффициент ликвидности} = (\text{Н}_1 + \text{ДЗ}_1) / \text{КЗК}_1 \quad (2.2.3)$$

Норматив: не менее 1.75, а лучше – больше 2.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .16 | .32 | 1.03 | 4 |
| Укртелеком | 1.53 | 1.50 | | 5 |
| Борисполь | 1.03 | 1.53 | | 5 |
| Киев-Кonti | .57 | .67 | | 3 |
| Сармат | .35 | .37 | .69 | 3 |
| Метален | 1.35 | 1.83 | | 5 |
| АВК | .92 | 1.03 | | 4 |
| Юго-Западная железная дорога | .36 | .43 | .40 | 2 |
| Галнафтогаз | .94 | 3.31 | 1.87 | 5 |
| Галактон | | .35 | .43 | 2 |
| Наша Ряба | | .76 | 6.72 | 7 |
| Титан | | .72 | .72 | 3 |
| Черноморнефтегаз | | 1.46 | 2.13 | 6 |
| Фанни | .29 | .63 | | 3 |
| Областная аптечная ХК | .91 | .88 | | 3 |

Коэффициент быстрой ликвидности:

Коэффициент быстрой ликвидности = $(TA_1 - Z_1) / KЗК_1$

(2.2.4)

Норматив: больше 1

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .16 | .32 | 1.03 | 4 |
| Укртелеком | 1.58 | 1.60 | | 5 |
| Борисполь | 1.32 | 1.63 | | 6 |
| Киев-Кonti | .57 | .71 | | 3 |
| Сармат | .39 | .40 | .70 | 3 |
| Метален | 1.53 | 1.84 | | 6 |
| АВК | .92 | 1.03 | | 4 |
| Юго-Западная железная дорога | .44 | .63 | .57 | 3 |
| Галнафтогаз | 3.57 | 5.33 | 4.12 | 7 |
| Галактон | | .35 | .43 | 2 |
| Наша Ряба | | .79 | 7.56 | 7 |
| Титан | | .75 | .74 | 3 |
| Черноморнефтегаз | | 1.58 | 2.33 | 7 |
| Фанни | .29 | .63 | | 3 |
| Областная аптечная ХК | .92 | .89 | | 4 |

Коэффициент денежной ликвидности:

Коэффициент денежной ликвидности = $H_1 / KЗК_1$

(2.2.5)

Норматив: больше 1

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | .10 | .20 | .94 | 4 |
| Укртелеком | .22 | .27 | | 2 |
| Борисполь | .27 | .47 | | 3 |
| Киев-Кonti | .03 | .03 | | 1 |
| Сармат | .01 | .00 | .33 | 2 |
| Метален | .00 | .00 | | 1 |
| АВК | .03 | .04 | | 1 |
| Юго-Западная железная дорога | .04 | .08 | .09 | 2 |
| Галнафтогаз | .01 | .10 | .07 | 2 |
| Галактон | | .01 | .01 | 1 |
| Наша Ряба | | .00 | .01 | 1 |
| Титан | | .00 | .00 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | .06 | .19 | 2 |
| Фанни | .00 | .01 | | 1 |
| Областная аптечная ХК | .02 | .03 | | 1 |

Среднее значение по подгруппе «Показатели ликвидности»

| Эмитент | Сумма баллов | Средний балл |
|------------------------------|--------------|--------------|
| Киевстар | 16 | 4.00 |
| Укртелеком | 17 | 4.25 |
| Борисполь | 18 | 4.50 |
| Киев-Кonti | 10 | 2.50 |
| Сармат | 10 | 2.50 |
| Метален | 17 | 4.25 |
| АВК | 13 | 3.25 |
| Юго-Западная железная дорога | 10 | 2.50 |
| Галнафтогаз | 21 | 5.25 |
| Галактон | 7 | 1.75 |
| Наша Ряба | 22 | 5.50 |
| Титан | 10 | 2.50 |
| Черноморнефтегаз | 22 | 5.50 |
| Фанни | 9 | 2.25 |
| Областная аптечная ХК | 11 | 2.75 |

2.3. Показатели оборачиваемости

Оборачиваемость дебиторской задолженности (кредиты предприятия потребителям), дней:

Оборачиваемость дебиторской задолженности = $360 * \text{средняя за период ДЗ/ ЧД}$ (2.3.1)

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | 21 | 13 | 10 | 7 |
| Укртелеком | 95 | 78 | | 3 |
| Борисполь | 64 | 91 | | 3 |
| Киев-Кonti | 54 | 46 | | 4 |
| Сармат | 84 | 86 | 117 | 2 |
| Метален | 65 | 109 | | 2 |

| | | | | |
|------------------------------|-----|-----|-----|---|
| АВК | 54 | 55 | | 4 |
| Юго-Западная железная дорога | 19 | 13 | 10 | 7 |
| Галнафтогаз | | 325 | 466 | 1 |
| Галактон | | 17 | 19 | 6 |
| Наша Ряба | | 215 | 145 | 2 |
| Титан | | 147 | 152 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 122 | 130 | 2 |
| Фанни | 282 | 71 | | 3 |
| Областная аптечная ХК | 55 | 52 | | 4 |

Период обращения запасов в наличность (оборачиваемость запасов, производственный цикл с учетом кредитов предприятия потребителям), дней:

Оборачиваемость запасов = 360 * средние за период З / С + Оборачиваемость ДЗ (2.3.2)

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | 105 | 104 | 134 | 3 |
| Укртелеком | 146 | 125 | | 3 |
| Борисполь | 80 | 108 | | 4 |
| Киев-Кonti | 93 | 88 | | 5 |
| Сармат | 183 | 147 | 183 | 2 |
| Метален | 91 | 130 | | 3 |
| АВК | 106 | 108 | | 4 |
| Юго-Западная железная дорога | 39 | 30 | 30 | 7 |
| Галнафтогаз | | 336 | 477 | 1 |
| Галактон | | 42 | 43 | 6 |
| Наша Ряба | | 462 | 208 | 1 |
| Титан | | 240 | 263 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 246 | 246 | 1 |
| Фанни | 282 | 104 | | 4 |
| Областная аптечная ХК | 77 | 74 | | 5 |

Оценка оборачиваемости кредиторской задолженности (кредиты поставщиков предприятию), дней:

Оборачиваемость кредиторской задолженности = 360 * средняя за период КЗ / (С – АМ + ПрЗ) (2.3.3)

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | | 328 | 212 | 7 |
| Укртелеком | | 105 | | 4 |
| Борисполь | | 65 | | 3 |
| Киев-Кonti | | 64 | | 3 |
| Сармат | | 209 | 273 | 7 |
| Метален | | 53 | | 2 |
| АВК | | 47 | | 2 |
| Юго-Западная железная дорога | | 42 | 39 | 2 |
| Галнафтогаз | | 117 | 216 | 7 |
| Галактон | | 46 | 49 | 2 |
| Наша Ряба | | | 65 | 3 |
| Титан | | 77 | 57 | 2 |
| Черноморнефтегаз | | 79 | 55 | 2 |
| Фанни | | 99 | | 4 |
| Областная аптечная ХК | | 41 | | 2 |

Чистый коммерческий цикл (ЧКЦ), дней:

Чистый коммерческий цикл = Оборачиваемость З – Оборачиваемость КЗ (2.3.4)

Чем больше чистый коммерческий цикл, тем больше нужен рабочий капитал и коэффициент покрытия. Отрицательные значения этого коэффициента показывают, что данное предприятие пользуется кредитами поставщиков и покупателей услуг. В нашем случае это характерно для Киевстар, которая принимает от абонентов мобильной связи предоплату за услуги предоплаченного сервиса. Этот факт положительно влияет на платность ресурсов, т.к. кредиторская задолженность обычно бесплатна, в отличие от банковских кредитов.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|------|---------|---------|
| Киевстар | | -223 | -78 | 7 |
| Укртелеком | | 20 | | 4 |
| Борисполь | | 42 | | 3 |
| Киев-Кonti | | 23 | | 3 |
| Сармат | | -62 | -90 | 7 |
| Метален | | 76 | | 2 |
| АВК | | 61 | | 2 |
| Юго-Западная железная дорога | | -11 | -9 | 5 |
| Галнафтогаз | | 219 | 261 | 1 |

| | | | | |
|-----------------------|--|-----|-----|---|
| Галактон | | -4 | -6 | 5 |
| Наша Ряба | | | 144 | 1 |
| Титан | | 148 | 196 | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 167 | 191 | 1 |
| Фанни | | 6 | | 4 |
| Областная аптечная ХК | | 32 | | 3 |

Избыток (+), недостаток (-) рабочего капитала:

$$\text{Избыток (+), недостаток (-) РК} = (\text{РК} - \text{ЧКЦ} * \text{С} / 360) / \text{А} \quad (2.3.5)$$

Норматив: больше 0.

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|--------|---------|---------|
| Киевстар | | 10.6% | 14.8% | 7 |
| Укртелеком | | 7.1% | | 5 |
| Борисполь | | 3.9% | | 4 |
| Киев-Кonti | | -5.7% | | 1 |
| Сармат | | -7.6% | 4.4% | 4 |
| Метален | | 9.5% | | 6 |
| АВК | | -9% | | 2 |
| Юго-Западная железная дорога | | .6% | 1.9% | 3 |
| Галнафтогаз | | 26.4% | 23.3% | 7 |
| Галактон | | -6.7% | -2.9% | 2 |
| Наша Ряба | | | 40.4% | 7 |
| Титан | | -10.1% | -10.8% | 1 |
| Черноморнефтегаз | | 1.9% | 3.2% | 4 |
| Фанни | | -8.2% | | 1 |
| Областная аптечная ХК | | -14.3% | | 1 |

Если предприятие испытывает недостаток рабочего капитала, то это отражается на слабой ликвидности и необходимости привлечения платного заемного капитала, что в свою очередь ухудшает прибыльности предприятия.

Среднее значение по подгруппе «Показатели оборачиваемости»

| Эмитент | Сумма баллов | Средний балл |
|------------------------------|--------------|--------------|
| Киевстар | 31 | 6.20 |
| Укртелеком | 19 | 3.80 |
| Борисполь | 17 | 3.40 |
| Киев-Кonti | 16 | 3.20 |
| Сармат | 22 | 4.40 |
| Метален | 15 | 3.00 |
| АВК | 14 | 2.80 |
| Юго-Западная железная дорога | 24 | 4.80 |
| Галнафтогаз | 17 | 3.40 |
| Галактон | 21 | 4.20 |
| Наша Ряба | 14 | 2.80 |
| Титан | 6 | 1.20 |
| Черноморнефтегаз | 10 | 2.00 |
| Фанни | 16 | 3.2 |
| Областная аптечная ХК | 15 | 3.0 |

Таким образом, мы можем рассчитать уровень защиты активами:

| Эмитент | Средний балл по подгруппе 2.1 | Средний балл по подгруппе 2.2 | Средний балл по подгруппе 2.3 | Средний балл |
|------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------|
| Киевстар | 2.67 | 4.00 | 6.20 | 4.29 |
| Укртелеком | 5.33 | 4.25 | 3.80 | 4.46 |
| Борисполь | 6.67 | 4.50 | 3.40 | 4.86 |
| Киев-Кonti | 3.33 | 2.50 | 3.20 | 3.01 |
| Сармат | 2.00 | 2.50 | 4.40 | 2.97 |
| Метален | 4.00 | 4.25 | 3.00 | 3.75 |
| АВК | 3.00 | 3.25 | 2.80 | 3.02 |
| Юго-Западная железная дорога | 6.00 | 2.50 | 4.80 | 4.43 |
| Галнафтогаз | 3.67 | 5.25 | 3.40 | 4.11 |
| Галактон | 3.00 | 1.75 | 4.20 | 2.98 |
| Наша Ряба | 7.00 | 5.50 | 2.80 | 5.10 |
| Титан | 4.00 | 2.50 | 1.20 | 2.57 |
| Черноморнефтегаз | 6.67 | 5.50 | 2.00 | 4.72 |
| Фанни | 1.33 | 2.25 | 3.20 | 2.26 |
| Областная аптечная ХК | 1.67 | 2.75 | 3.00 | 2.47 |

3. Защита бизнесом

Мы выделяем три основных составляющих возможностей защиты кредиторов бизнесом:

- макроэкономическую – динамика экономического развития страны;
- отраслевую – динамика развития рынка, в котором работает предприятие, включая долю рынка, которую занимает предприятие;
- характеристику предприятия, а также его бизнес-модель.

3.1. Макроэкономическая составляющая бизнеса предприятия отражает мнение о том, что в растущей экономике даже слабые предприятия способны зарабатывать, а в падающей экономике зарабатывают только сильные предприятия.

3.2. В любой стране можно выделить растущие и стагнирующие отрасли. Соответственно, если предприятие представляет растущий сектор национальной (а лучше – мировой) экономики, то его способность погашать долги будет намного выше, чем у предприятия, которое представляет падающий сектор экономики. Однако эту оценку нельзя рассматривать отдельно от доли рынка, которую занимает предприятие. Так, если предприятие занимает лидирующее положение в своем сегменте, то это скорее позволит ему зарабатывать, чем предприятию, занимающему небольшую долю рынка. Наилучшие позиции, как правило, занимают представители монополий или олигополий.

3.3. Одной из главных характеристик предприятия является его размер. Общеизвестно, что крупные предприятия, как правило, более кредитоспособны, нежели мелкие предприятия.

Другая характеристика – стабильность роста активов и прибыли. Исследования показывают, что в периоды экономических спадов прибыльность небольших предприятий более уязвима, чем у крупных предприятий.

Еще одна характеристика – размещение, которое отражается как в географических рисках, так и условиях налогообложения, экологических стандартах, возможностях рабочей силы региона, валютном риске (при размещении активов за рубежом).

Правильная бизнес-модель является залогом успеха практически любого предприятия, а ее правильная реализация менеджментом предприятия – обеспечивает собственно успех.

Выводы

Идеальная ситуация, когда предприятие способно погасить долг за счет всех возможных источников. Однако будет неплохо, если соблюдается хотя бы один способ. И здесь важно, чтобы инвестор/кредитор отдавал себе отчет, за счет какого источника способно отдать долг предприятие, а значит – следил за динамикой этого источника.

Инвестиционный класс может быть присвоен только предприятиям, способным обслуживать заемный капитал за счет прибыли. Если же приходится обосновывать надежность облигационного займа стоимостью предприятия, то это, по западным стандартам, облигации спекулятивного класса. По сути такие облигации очень похожи на привилегированные акции.

В заключение приведу известную модель предсказания банкротства (Z-схема Альтмана), которая представляет собой агрегированную оценку кредитоспособности предприятия:

$$Z\text{-схема} = 1.2 * (PK/A) + 1.4 * (ЧП/A) + 3.3 * (ЕВИТ/A) + 0.6 (СП/ЗК) + 0.99 * (ЧД/A) \quad (3)$$

| Эмитент | 2001 | 2002 | 1 кв 03 | Рейтинг |
|------------------------------|------|-------|---------|---------|
| Киевстар | 1.32 | 3.64 | 3.37 | 5 |
| Укртелеком | 2.70 | 3.69 | | 5 |
| Борисполь | 4.65 | 3.75 | | 5 |
| Киев-Конти | 7.44 | 12.86 | | 7 |
| Сармат | .84 | .40 | .37 | 1 |
| Метален | 6.50 | 3.19 | | 5 |
| АВК | 3.72 | 3.60 | | 5 |
| Юго-Западная железная дорога | 1.66 | 1.78 | 2.37 | 4 |
| Галнафтогаз | .38 | 1.01 | 1.03 | 3 |
| Галактон | | 4.68 | 3.66 | 5 |
| Наша Ряба | | .70 | 8.01 | 7 |
| Титан | | .66 | .68 | 2 |
| Черноморнефтегаз | | 3.06 | 3.68 | 5 |
| Фанни | .22 | 1.03 | | 3 |
| Областная аптечная ХК | 4.00 | 3.97 | | 5 |

Нормативные значения Z-схемы:

- больше 3 – низкая вероятность банкротства;
- менее 1.81 – высокая вероятность банкротства.

Если предприятие испытывает недостаток рабочего капитала, то это отражается на слабой ликвидности и необходимости привлечения платного заемного капитала, что в свою очередь ухудшает прибыльности предприятия.

Оценка

Совокупная оценка производится с нормативными значениями всех перечисленных выше коэффициентов по следующему алгоритму:

1. Всем показателям присваиваются нормативные значения по девяти рейтинговым значениям от 1 (минимальное) до 7 (максимальное)
2. Выводится средний балл по подгруппе показателей
3. Выводится средний балл по группе показателей и оценивается соответствующий уровень защиты (доходами и активами)
4. При оценке перспектив обслуживания заемного капитала рассматриваемого предприятия рассматриваются три показателя – агрегированный (формула 3), средний уровень защиты доходами (п.1) и средний уровень защиты активами (п.2).

| Эмитент | Защита доходами | Защита активами | Z-схема | Средняя оценка |
|------------------------------|-----------------|-----------------|---------|----------------|
| Киевстар | 5.67 | 4.29 | 5 | 4.99 |
| Укртелеком | 5.89 | 4.46 | 5 | 5.12 |
| Борисполь | 5.50 | 4.86 | 5 | 5.12 |
| Киев-Кonti | 5.90 | 3.01 | 7 | 5.30 |
| Сармат | 2.39 | 2.97 | 1 | 2.12 |
| Метален | 5.00 | 3.75 | 5 | 4.58 |
| АВК | 4.72 | 3.02 | 5 | 4.25 |
| Юго-Западная железная дорога | 4.04 | 4.43 | 4 | 4.16 |
| Галнафтогаз | 3.05 | 4.11 | 3 | 3.39 |
| Галактон | 4.89 | 2.98 | 5 | 4.29 |
| Наша Ряба | 6.02 | 5.10 | 7 | 6.04 |
| Титан | 3.50 | 2.57 | 2 | 2.69 |
| Черноморнефтегаз | 5.17 | 4.72 | 5 | 4.96 |
| Фанни | 2.30 | 2.26 | 3 | 2.52 |
| Областная аптечная ХК | 3.15 | 2.47 | 5 | 3.54 |

| Эмитент | Защита доходами | Защита активами | Z-схема | Средний рейтинг |
|------------------------------|-----------------|-----------------|---------|-----------------|
| Киевстар | BBB | BB | BB | BB |
| Укртелеком | BBB | BB | BB | BBB |
| Борисполь | BBB | BB | BB | BB |
| Киев-Кonti | BBB | B | A | BB |
| Сармат | CCC | CCC | C | CCC |
| Метален | BBB | B | BB | BB |
| АВК | BB | B | BB | BB |
| Юго-Западная железная дорога | BB | BB | B | BB |
| Галнафтогаз | B | BB | CCC | B |
| Галактон | BB | CCC | BB | BB |
| Наша Ряба | A | BBB | A | A |
| Титан | B | CCC | CC | CCC |
| Черноморнефтегаз | BBB | BB | BB | BB |
| Фанни | CCC | CCC | CCC | CCC |
| Областная аптечная ХК | B | CCC | BB | B |

С практической точки зрения, полученные оценки можно использовать следующим образом.

Во-первых, вы определяете сильную сторону деятельности оцениваемого предприятия. Фактически, вы должны точно знать, за счет каких источников предприятие сможет погашать и обслуживать свои обязательства.

Во-вторых, если ваша склонность к риску минимальна, то вы можете за оценку кредитоспособности брать минимальный из трех рассчитанных рейтингов. Например, для Киев-Кonti, рейтинговой оценкой в данном случае будет являться рейтинг B, хотя по Z-схеме Альтмана эта компания получило наивысшую оценку среди всех исследованных предприятий.

В-третьих, предприятию можно присвоить максимальный рейтинг из оценок защиты активами и защиты доходами, т.к. подразумевается, что предприятие сможет обслуживать свои обязательства или за счет текущей деятельности, или за счет ликвидации активов.

В-четвертых, если между различными рейтинговыми оценками слишком большая разница (превышает два и более рейтинговых пункта, как в примере с Киев-Кonti, Металеном и Галактоном), то здесь нужно будет провести более детальный анализ такого предприятия с целью выявления причин такой сильной разницы в оценках.

Заключение

Очень важно понимать, что вопрос об инвестировании в заемный капитал предприятия не ограничивается рассмотрением финансовых показателей. Полная оценка кредитоспособности предприятия требует изучения, как минимум, других фундаментальных условий и факторов деятельности предприятия (например, размер предприятия, доля рынка и ее динамика), внешней среды, макроэкономических условий и факторов, маркетинговой политики предприятия, а также оценки его менеджмента и технологичности.

Приложение. Расшифровка отдельных статей финансовой отчетности

| № | Шифр | Расшифровка | Форма № | Код строки |
|----|--------|---|---------|-----------------------|
| 1 | А | активы | 1 | 280 |
| 2 | ТА | текущие активы – ВД | 1 | 260 – 200 |
| 3 | Н | наличные | 1 | 230 + 240 |
| 4 | З | запасы | 1 | 100 + 110 + 120 + 130 |
| 5 | О | оборудование | 1 | 31 + 11 |
| 6 | И | инвестиции | 3 | 300 |
| 7 | ПА | прочие активы | 1 | 40 + 45 + 70 |
| 8 | ДЗ | дебиторская задолженность – внутренние расчеты | 1 | 160 + 170 + 180 + 190 |
| 9 | СК | собственный капитал | 1 | 380 |
| 10 | КЗ | кредиторская задолженность | 1 | 620 – 600 – 610 – 510 |
| 11 | ВД | второстепенный долг (субординированный долг, в том числе перед материнской компанией) | 1 | 600 |
| 12 | ДЗК | долгосрочный заемный капитал | 1 | 480 |
| 13 | КЗК | краткосрочный заемный капитал – ВД | 1 | 620 – 600 |
| 14 | ЗК | заемный капитал = ДЗК + КЗК | - | - |
| 15 | ПЗК | платный заемный капитал | 1 | 440 + 450 + 500 |
| 16 | РК | рабочий капитал = ТА – КЗК | - | - |
| 17 | ЧД | чистый доход | 2 | 35 |
| 18 | С | Себестоимость | 2 | 40 |
| 19 | ВП | валовая прибыль | 2 | 50 |
| 20 | ЧП | чистая прибыль | 2 | МАКС (220;225) |
| 21 | ФЗ | финансовые затраты | 2 | 140 |
| 22 | АМ | Амортизация | 2 | 260 |
| 23 | ОПЗ | всего операционные затраты | 2 | 280 |
| 24 | ПР | постоянные расходы = ОПЗ – АМ + С | - | - |
| 25 | НП | налог на прибыль | 2 | 180 + 210 |
| 26 | ЕВИТ | ЧП + ФЗ + НП | - | - |
| 27 | ЕВИТДА | ЕВИТ + АМ | - | - |
| 28 | Д | Дивиденды | 3 | 350 |
| 29 | СФ | чистый денежный поток от операционной деятельности | 3 | 170 |
| 30 | ССФ | чистый денежный поток за период | 3 | 400 |
| 31 | СП | рыночная стоимость предприятия | - | Экспертная оценка |
| 32 | НА | необоротные активы | 1 | 80 |
| 33 | ПрНА | прирост Необоротных активов | 1 | 80 кп – 80 нп |
| 34 | ПрЗ | прирост Запасов | 1 | 3 кп – 3 нп |
| 35 | %НП | ставка налога на прибыль | - | Информация |

Примечание: открытая кредитная линия может увеличить Н и КЗК, одновременно изменив ликвидность предприятия

Источники данных для проведения количественной оценки:

- Форма № 1
- Форма № 2
- Форма № 3
- Справка о кредитной истории и текущей задолженности по кредитам
- Расшифровка крупнейших кредиторов и дебиторов
- Бизнес-план
- Справка о реальных собственниках

Источники:

1. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда, С.Коттл, Р.Ф.Мюррей, Ф.Е.Блок, - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000
2. «Анализ финансовой отчетности», Л.А.Бернштейн, - М.: «Финансы и кредит», 1996
3. «Стоимость компаний: оценка и управление», Т.Коупленд, Т.Коллер, Д.Муррин, - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002