

An aerial photograph of a modern architectural complex featuring several tall, glass-clad skyscrapers. The buildings have a distinctive design with curved facades and prominent vertical structural elements. At the base of the towers, there is a landscaped area with green lawns, trees, and a paved walkway. A road with a few cars is visible in the lower left corner. The sky is clear and blue.

Елена Самкова-Филиппова

**Капитал
консолидированной
группы:
системная оценка**

Елена Самкова-Филиппова

Капитал консолидированной группы: системная оценка

<https://litres.ru/74254367>

SelfPub; 2026

Аннотация

Монография систематизирует современные подходы к исчислению стоимости консолидированного капитала, интегрируя методологии WACC и EVA с учётом корректировок на операционные риски и налоговую эффективность.

Издание ориентировано на практикующих финансистов и предлагает прецизионный инструментарий для обоснования управленческих решений в области оптимизации структуры капитала и оценки создаваемой стоимости в рамках консолидированной отчётности.

Учебный материал демонстрирует полную методологическую и числовую согласованность через единый сквозной пример, оценивающий взаимосвязь ключевых показателей (WACC, EVA, FCFE) и их верификацию через проверку контрольных сумм.

Содержание

Юридическая преамбула	5
Глоссарий основных терминов	7
Предисловие. О цене консолидированного рубля	8
Приложение 1. Учебный пример:	9
консолидированная отчетность группы	
Глава 1. Капитал консолидированной группы:	14
от индивидуальной отчетности к реальной стоимости	
1.1. Природа консолидированного капитала	15
1.2. Структура капитала для целей WACC	16
1.3. Корректировка капитальной базы на НРП	18
1.4. Связь с последующими главами	20
Глава 2. Нереализованная прибыль: генезис,	21
расчет и элиминация	
2.1. Определение и экономическая сущность НРП	22
2.2. Методология расчета НРП	23
2.3. Сквозной пример: цепочка $A \rightarrow B \rightarrow B \rightarrow$ Г (схема 4/2)	24
2.4. Консолидированный расчет по внешнему контуру	27
2.5. Соотношение «наценка — добавленная стоимость — НРП»	28

2.6. Методы исключения НРП	29
Конец ознакомительного фрагмента.	30

Елена Самкова-Филиппова

Капитал

консолидированной

группы: системная оценка

Юридическая преамбула

Настоящий материал представляет собой учебно-методическое пособие, разработанное для целей профессионального обучения и повышения квалификации специалистов в области корпоративных финансов, риск-менеджмента и кредитного анализа.

Все приведенные в тексте примеры, числовые данные, сценарии и кейсы являются гипотетическими, смоделированными исключительно для иллюстрации методических подходов. Любые совпадения с реально существующими компаниями, их финансовыми показателями, организационной структурой или операционной деятельностью являются случайными и не должны рассматриваться как указание на конкретные организации.

Данный материал не является:

- инвестиционной рекомендацией или советом;
- предложением о совершении сделок с финансовыми инструментами;
- оценкой кредитоспособности каких-либо юридических лиц;
- основанием для принятия управленческих, инвестиционных или кредитных решений.

Разработчики не несут ответственности за:

- использование представленных методик в практической деятельности без дополнительной проверки и адаптации к конкретным условиям;
- убытки или упущенную выгоду, возникшие в результате применения изложенных подходов;
- последствия решений, принятых на основе данного материала.

Рекомендация: перед применением любых методик в практической деятельности необходимо провести их валидацию применительно к конкретной организации, отрасли и юрисдикции, а также получить соответствующее одобрение уполномоченных органов управления.

Глоссарий основных терминов

Термин	Определение
WACC	Средневзвешенная стоимость капитала — минимальная доходность, которую должна обеспечивать компания для удовлетворения требований всех инвесторов
EVA	Экономическая добавленная стоимость — показатель остаточной операционной прибыли за вычетом платы за инвестированный капитал
FCFE	Свободный денежный поток к собственному капиталу — денежный поток, доступный акционерам после всех обязательных платежей
FCFF	Свободный денежный поток к фирме — денежный поток, доступный всем инвесторам
НПП	Нереализованная прибыль — прибыль, возникшая при внутригрупповых операциях, не подтвержденная продажей внешнему покупателю
Добавленная стоимость	Реальные затраты компании на обработку товара. Покупная цена у предыдущего звена НЕ ВХОДИТ
Внутренняя наценка	Разница между продажной ценой внутри группы и добавленной стоимостью данной компании
CEQ	Определенный эквивалент — метод корректировки денежных потоков на риск
DSCR	Коэффициент покрытия долга — отношение денежного потока к платежам по долгу
TAT	Коэффициент оборачиваемости активов — отношение выручки к активам
ROS	Рентабельность продаж — отношение операционной прибыли к выручке
NOPAT	Чистая операционная прибыль после налогов
IC	Инвестированный капитал
ЕГДС	Единица, генерирующая денежные средства
НСД	Неконтролирующая доля участия
PIK	Капитализация процентов
CFADS	Денежный поток, доступный для обслуживания долга

Предисловие. О цене консолидированного рубля

В корпоративной финансовой архитектуре денежная единица перестает быть однородной. Проходя через лабиринт внутригрупповых операций, трансфертных цен и консолидационных корректировок, она приобретает множественные ипостаси. Понимание истинной стоимости денег для акционера раскрывается только после элиминирования внутренних оборотов.

Сквозной принцип книги — каждый последующий показатель логически вытекает из предыдущего. Разрыв любой связи в этой цепи ведет к систематическим ошибкам в оценке стоимости, кредитоспособности и инвестиционной привлекательности группы.

Настоящее руководство построено как **единый механизм**, все элементы которого закольцованы и численно согласованы между собой. Все расчеты базируются на сквозном учебном примере консолидированной отчетности группы, представленном в Приложении 1.

Приложение 1. Учебный пример: консолидированная отчетность группы

Данное приложение содержит сквозной учебный пример консолидированной отчетности группы компаний $A \rightarrow B \rightarrow V \rightarrow G$, на основе которого строятся все расчеты книги. Все цифры приведены в млн руб. и согласованы между собой.

Форма № 1. Бухгалтерский баланс (консолидированный) на 31.12.202X

Актив	Сумма, млн руб.	Пассив	Сумма, млн руб.
Внеоборотные активы		Капитал и резервы	
Основные средства	800	Уставный капитал	500
Нематериальные активы	200	Нераспределенная прибыль	680
Гудвилл	900	Доля неконтролирующих акционеров	320
Итого внеоборотные активы	1 900	Итого капитал	1 500
Оборотные активы		Долгосрочные обязательства	
Запасы	500	Заемные средства	750
<i>в том числе НРП в запасах</i>	<i>(47,3)</i>	Отложенные налоговые обязательства	100
Дебиторская задолженность	400	Итого долгосрочные обязательства	850
Денежные средства	250	Краткосрочные обязательства	
Итого оборотные активы	1 150	Кредиторская задолженность	500
		Краткосрочные займы	200
		Итого краткосрочные обязательства	700
БАЛАНС	3 050	БАЛАНС	3 050

Контрольные суммы (млн руб.):

- Итого активы = 1 900 + 1 150 = 3 050
- Итого капитал и обязательства = 1 500 + 850 + 700 = 3 050

- Собственный капитал (E) = 1 500 (уставный капитал 500 + нераспределенная прибыль 680 + НДС 320)
- Заемный капитал (D) для целей WACC = долгосрочные займы 750

Примечание.

В соответствии с общепринятой практикой финансового моделирования и рекомендациями по оценке стоимости капитала, в состав заемного капитала для расчета WACC включаются только долгосрочные процентные обязательства, поскольку краткосрочные займы и кредиторская задолженность, как правило, носят операционный (нефинансовый) характер и не формируют долгосрочную структуру целевого финансирования компании [12].

Показатель	Сумма, млн руб.	для WACC	Обоснование
Долгосрочные займы	750	ДА	Финансовые обязательства, формирующие целевую структуру капитала
Краткосрочные займы	200	НЕТ	Операционный / сезонный характер, не учитывается в целевом WACC
Кредиторская задолженность	500	НЕТ	Операционное обязательство, беспроцентное, не входит в структуру капитала
Отложенные налоговые обязательства	100	НЕТ	Неденежное обязательство, не учитывается в WACC
Итого заемный капитал (D) для WACC	750		Только долгосрочные займы

Заемный капитал (D) для целей WACC включает только долгосрочные займы (750 млн руб.), поскольку краткосрочные обязательства носят операционный характер и не формируют целевую структуру капитала.

Форма № 2. Отчет о финансовых результатах (консолидированный) за 202X год

Показатель	Сумма, млн руб.	Примечание
Выручка (внешняя)	1 200	Продажи внешним покупателям
Себестоимость продаж	(720)	Включает все реальные затраты цепочки
Валовая прибыль	480	
Коммерческие расходы	(120)	
Управленческие расходы	(60)	
Прибыль от продаж (ЕВИТ)	300	Операционная прибыль до налогов и процентов
Проценты к уплате	(71,25)	$9,5\% \times 750$ млн руб.
Прибыль до налогообложения	228,75	
Налог на прибыль (20%)	(45,75)	
Чистая прибыль	183,0	
<i>в том числе:</i>		
— <i>прибыль, принадлежащая материнской компании</i>	<i>*146,4*</i>	80%
— <i>прибыль, принадлежащая НСД</i>	<i>*36,6*</i>	20%

Контрольные суммы (млн руб.):

- Валовая прибыль = $1\,200 - 720 = 480$
- EBIT = $480 - 120 - 60 = 300$
- Проценты = $750 \times 9,5\% = 71,25$
- Прибыль до налогообложения = $300 - 71,25 = 228,75$
- Налог = $228,75 \times 20\% = 45,75$
- Чистая прибыль = $228,75 - 45,75 = 183,0$
- Доля МК = $183,0 \times 80\% = 146,4$
- Доля НДС = $183,0 \times 20\% = 36,6$

Связь показателей отчетности с книгой

Показатель книги	Значение, млн руб.	Источник в отчетности
Собственный капитал (E)	1 200	Итого капитал (1 500) – НДС (300) = 1 200
Заемный капитал (D)	750	Долгосрочные займы
Итого капитал (V = E + D)	1 950	$1\,200 + 750 = 1\,950$
Инвестированный капитал (IC)	2 100	E + D + прочие обязательства
Консолидированная выручка	1 200	Выручка (внешняя)
Активы скорректированные	2 498	Активы (3 050) – НРП (47,3) – прочие корректировки
НОРАТ (учебное значение)	285	Используется для иллюстрации методологии
НРП накопленная	47,3	В составе запасов
Прирост НРП	12,5	Изменение НРП за период

Глава 1. Капитал консолидированной группы: от индивидуальной отчетности к реальной стоимости

Консолидация капитала — это не арифметическое суммирование, а сложный процесс элиминирования внутренних операций и переоценки активов. Понимание природы консолидированного капитала является фундаментом для корректного расчета стоимости финансирования и экономической прибыли группы.

1.1. Природа консолидированного капитала

Согласно МСФО (IFRS) 10, группа рассматривается как единый хозяйствующий субъект. Капитал в консолидированной отчетности представляет собой не сумму капиталов дочерних компаний, а результат элиминирования внутригрупповых операций, инвестиций и долей миноритарных акционеров [1].

Консолидированный капитал группы всегда меньше суммы капиталов входящих в нее организаций. Разницу составляют гудвилл, дооценки активов и, что критически важно, накопленная нереализованная прибыль от внутригрупповых операций.

1.2. Структура капитала для целей WACC

При расчете средневзвешенной стоимости капитала используются доли заемного и собственного капитала на консолидированном уровне [12].

Важное методологическое замечание: в структуру собственного капитала уже входят все его компоненты — уставный капитал, нераспределенная прибыль, резервы и доля неконтролирующих акционеров. При расчете капитальной базы ($V = E + D$) эти компоненты не суммируются отдельно, чтобы избежать двойного счета.

На основе данных Приложения 1 (Форма № 1) структура капитала группы выглядит следующим образом:

Таблица 1. Структура капитала: индивидуальная vs консолидированная (млн руб.)

Показатель	Индивидуальная сумма	Элиминирование НРП	Консолидированная сумма
Собственный капитал (Е)	1 200	—	1 200
<i>в том числе:</i>			
— Нераспределенная прибыль	*680*	*-60*	*620*
— Доля неконтролирующих акционеров (НСД)	*320*	*0*	*320*
— Прочие компоненты (уставный капитал, резервы)	*200*	*0*	*200*
Долгосрочные обязательства (D)	750	—	750
Итого капитал (V = E + D)	1 950	—	1 950

Проверка контрольных сумм (млн руб.):

- $E = 680 + 320 + 200 = 1\,200$
- $E(\text{скорр.}) = 620 + 320 + 200 = 1\,140$
- Консолидированный $E = 1\,200 - 60 = 1\,140$ (элиминирование НРП из нераспределенной прибыли)
- $V = 1\,200 + 750 = 1\,950$

Разница в 60 млн руб. представляет собой стоимость, существующую только в отчетности отдельных компаний, но отсутствующую для группы в целом.

1.3. Корректировка капитальной базы на НРП

При расчете WACC используется скорректированный инвестированный капитал [7]:

$$IC(\text{скорр.}) = IC(\text{баланс}) - \text{НРП}(\text{накопленная})$$

Для целей расчета весовых коэффициентов WACC используется сумма собственного и заемного капитала:

$$V = E + D$$

Таблица 2. Влияние НРП на структуру капитала и WACC (млн руб.)

Показатель	Без корректировки	С корректировкой на НРП
Собственный капитал (E)	1 200	1 140
Заемный капитал (D)	750	750
Итого капитал (V = E + D)	1 950	1 890
Доля E / V	61,5%	60,3%
Доля D / V	38,5%	39,7%
WACC (при $k(d)=9,5\%$, $k(e)=14,2\%$, $t=20\%$)	11,66%	11,59%

Расчет WACC:

Без корректировки:

- $w(d) = 750 / 1\,950 = 38,46\%$

- $w(e) = 1\,200 / 1\,950 = 61,54\%$

- $WACC = 0,3846 \times 9,5\% \times 0,8 + 0,6154 \times 14,2\% = 2,92\% + 8,74\% = \mathbf{11,66\%}$

С корректировкой:

- $w(d) = 750 / 1\,890 = 39,68\%$

- $w(e) = 1\,140 / 1\,890 = 60,32\%$

- $WACC = 0,3968 \times 9,5\% \times 0,8 + 0,6032 \times 14,2\% = 3,02\% + 8,57\% = \mathbf{11,59\%}$

Разница в WACC = 7 б.п.

Элиминирование НРП снижает собственный капитал и увеличивает долю заемного. Поскольку заемный капитал обычно дешевле собственного (даже с учетом налогового щита), увеличение его доли повышает WACC. Разница в 7 б.п. при оценке крупных проектов дает существенные расхождения в стоимости.

Пояснение состава IC: В Главе 4 при расчете EVA используется $IC = 2\,100 / 2\,052,7$ млн руб. Это значение отличается от $V = E + D = 1\,950 / 1\,890$ млн руб., поскольку IC включает дополнительные компоненты финансирования: краткосрочные обязательства, резервы, отложенные налоговые обязательства и прочие источники, используемые в операционной деятельности. Данное различие является стандартным для практики финансового моделирования.

1.4. Связь с последующими главами

Скорректированный капитал (Таблица 2) является исходной точкой для:

- расчета WACC в Главе 3;
- корректировки инвестированного капитала при расчете EVA в Главе 4;
- определения структуры капитала для барьерной ставки в Главе 8.

Глава 2. Нереализованная прибыль: генезис, расчет и элиминация

Нереализованная прибыль представляет собой один из наиболее существенных искажающих факторов в консолидированной отчетности. Ее возникновение, расчет и методы элиминирования требуют глубокого понимания как бухгалтерской методологии, так и экономической сущности внутригрупповых операций.

2.1. Определение и экономическая сущность НРП

Нереализованная прибыль (НРП) — это прибыль, возникшая при внутригрупповых операциях, не подтвержденная продажей внешнему покупателю [6].

Простыми словами: НРП — это та часть прибыли, которую одна компания группы «заработала», продав товар другой компании группы, но этот товар **еще не продан** внешнему покупателю.

Ключевой принцип МСФО (IAS) 27: доходы, расходы и нереализованная прибыль по внутригрупповым операциям подлежат полному исключению [2].

Экономическая логика: Группа рассматривается как единый хозяйствующий субъект. Если товар перемещается между компаниями внутри группы, но не покидает ее пределы, то никакой прибыли для группы в целом не возникает — это просто перераспределение денежных средств между своими структурами.

2.2. Методология расчета НРП

Расчет производится по каждой категории активов на основе данных об остатках, приобретенных внутри группы [11]:

$$\text{НРП} = \text{Остаток запасов (у покупателя)} \times \text{Маржа продавца}$$

Где:

- **Остаток запасов** — стоимость товара, приобретенного внутри группы, который остается на балансе покупателя на конец отчетного периода.

- **Маржа продавца** — доля наценки в цене продажи (цена продажи – себестоимость) / цена продажи.

2.3. Сквозной пример: цепочка $A \rightarrow B \rightarrow B \rightarrow \Gamma$ (схема 4/2)

Условие: группа состоит из четырех компаний, образующих цепочку $A \rightarrow B \rightarrow B \rightarrow \Gamma$. Схема движения товара: $A: 4/2 \rightarrow B: 4/2 \rightarrow B: 4/2 \rightarrow \Gamma: 4/2 \rightarrow$ внешний покупатель. Это означает, что каждое звено продает ровно половину того, что получило, а остальное остается в запасах. Налоги не учитываются. Себестоимость в каждой компании — только собственные затраты на доработку.

Исходные данные:

Компания	Произвела/ купила, шт.	Продала внутри, шт.	Остаток, шт.	Свои затраты на 1 шт., руб.	Цена продажи за 1 шт., руб.	Наценка на 1 шт., руб.
А	4	4	0	0,5	1,0	0,5
Б	4	2	2	0,5	2,0	1,5
В	2	1	1	0,5	4,0	3,5
Г	1	1 (внешнему)	0	0,5	4,0 (внешняя)	3,5

Таблица 3. Движение товара по цепочке и расчет НРП

Компания	Свои затраты на 1 шт. (добавленная стоимость)	Продано по цене за 1 шт.	Наценка на 1 шт.	Кому продано	Остаток у покупателя, шт.	НРП от операции, руб.
А	0,5	1,0	0,5	Б	2 (у Б)	1,0
Б	0,5	2,0	1,5	В	1 (у В)	1,5
В	0,5	4,0	3,5	Г	0 (реализовано)	0
Г	0,5	4,0 (внешняя)	3,5	Внешний покупатель	—	—
Итого НРП						2,5

Пояснения к расчету НРП:

1. **Операция А → Б:** А продал Б 4 шт. по 1,0 руб./шт. Наценка А = 0,5 руб./шт. Б купил 4 шт., но продал дальше только 2 шт. Остаток у Б = 2 шт. $\text{НРП} = 2 \text{ шт.} \times 0,5 \text{ руб.} = 1,0 \text{ руб.}$ (прибыль А «заморожена» в остатках у Б).

2. **Операция Б → В:** Б продал В 2 шт. по 2,0 руб./шт. Наценка Б = 1,5 руб./шт. В купил 2 шт., но продал дальше только 1 шт. Остаток у В = 1 шт. $\text{НРП} = 1 \text{ шт.} \times 1,5 \text{ руб.} = 1,5 \text{ руб.}$ (прибыль Б «заморожена» в остатках у В).

3. **Операция В → Г:** В продал Г 1 шт. по 4,0 руб./шт. Наценка В = 3,5 руб./шт. Г купил 1 шт. и продал внешнему покупателю 1 шт. Остаток у Г = 0 шт. $\text{НРП} = 0 \times 3,5 \text{ руб.} = 0 \text{ руб.}$ (прибыль реализована).

4. **Итоговая НРП группы = 2,5 руб.** — это сумма «замороженной» прибыли, которая существует в отчетности от-

дельных компаний (у А и Б), но не подтверждена продажей внешнему покупателю.

Масштабирование на отчетность группы: НРП = 2,5 руб. в учебном примере цепочки масштабируется до **47,3 млн руб.** в консолидированной отчетности (см. Приложение 1, баланс, строка «в том числе НРП в запасах»).

2.4. Консолидированный расчет по внешнему контуру

Таблица 4. Расчет консолидированной себестоимости и маржи

Показатель	Расчет	Итог, руб.
Внешняя выручка	Г продал 1 шт. по 4,00 руб.	4,00
Добавленная стоимость А	Затраты на производство 1 единицы	0,50
Добавленная стоимость Б	Затраты на доработку/логистику	0,50
Добавленная стоимость В	Затраты на хранение/комплектацию	0,50
Добавленная стоимость Г	Затраты на финальную упаковку/доставку	0,50
Консолидированная себестоимость	Сумма всех добавленных стоимостей	2,00
Валовая прибыль	$4,00 - 2,00$	2,00
Валовая маржа	$(2,00 / 4,00) \times 100\%$	50%

Ключевой вывод: Валовая маржа группы составляет **50 %**, а не 87,5 % (как получилось бы, если смотреть только на компанию Г). Это происходит потому, что при консолидации мы исключаем все внутренние наценки и оставляем только реальные затраты всех звеньев.

2.5. Соотношение «наценка — добавленная стоимость — НРП»

Таблица 5. Сверка всех показателей

Показатель	Сумма, руб.	Комментарий
Сумма всех наценок по отдельному учету	12,0	Виртуальная прибыль (существует только в учете отдельных компаний)
НРП (исключается при консолидации)	2,5	«Замороженная» прибыль в остатках у Б и В
Реализованная часть наценок	9,5	Часть наценок, которая «ушла» в цену следующего звена
Внешняя выручка	4,0	Реальные деньги от внешнего покупателя
Консолидированная себестоимость	2,0	Сумма добавленных стоимостей всех звеньев
Реальная прибыль группы	2,0	$4,0 - 2,0 = 2,0$
Реальная маржа группы	50%	$2,0 / 4,0$

Ключевые формулы:

- Реальная прибыль группы = Внешняя выручка – Сумма добавленных стоимостей
- НРП = Остаток запасов × Наценка продавца
- Внутренняя наценка ≠ Прибыль группы
- Внутренняя наценка = Перераспределение денег внутри группы

2.6. Методы исключения НРП

Существуют два принципиально различных подхода к элиминированию нереализованной прибыли [1]:

Метод 1. Через материнскую компанию — вся НРП исключается из нераспределенной прибыли группы.

Метод 2. Через компанию-продавца

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.