ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 1

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

как читать отчётность компаний

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Фундаментальный анализ: как читать отчётность компаний

https://litres.ru/74747394
SelfPub; 2026

Аннотация

Эта книга открывает серию «Инвестиции по отраслям» и даёт инструменты, на которые опираются все следующие тома. За каждой акцией стоит реальный бизнес, и его стоимость видна только через отчётность. Вы узнаете, чем РСБУ отличается от МСФО, как читать отчёт о прибылях и убытках, баланс и отчёт о движении денежных средств. Мы разберём ключевые мультипликаторы и их ограничения, свободный денежный поток и долговую нагрузку, а затем шаг за шагом построим модель дисконтированных денежных потоков. Вы научитесь сами оценивать, сколько стоит компания, и принимать решения на основе цифр, а не слухов и чужих рекомендаций.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. За каждой акцией стоит бизнес 5
Глава 2. Где найти отчётность и как она устроена 26
Глава 3. РСБУ и МСФО как две оптики одной компании 48
Глава 4. Выручка как начало всех цифр 70
Глава 5. Путь от выручки к чистой прибыли 91
Конец ознакомительного фрагмента. 109

Виталий Гурьев
Фундаментальный анализ: как читать отчётность компаний

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. За каждой акцией стоит бизнес

Вечер пятницы, Тула, небольшая кухня с видом на заснеженный двор. Марине тридцать семь лет, она преподаёт математику в старших классах и уже четвёртый год откладывает часть зарплаты на брокерский счёт. За это время там собралось около девятисот тысяч рублей, почти всё лежит в фондах на индекс Мосбиржи и в облигациях федерального займа. На экране ноутбука открыт годовой отчёт одной производственной компании, который она скачала по совету коллеги. Документ занимает двести с лишним страниц, и уже на шестой из них Марина ловит себя на мысли, что не понимает почти ни одного слова.

Её смущает не сложность, а ощущение собственной беспомощности. Марина привыкла, что цифры подчиняются ей: она легко решает уравнения, объясняет подросткам логарифмы и проверяет за вечер сорок контрольных. Здесь же цифры выстроены в непонятные колонки с подписями «прочий совокупный доход», «обесценение гудвила» и «право пользования активами». Она закрывает файл и думает, что инвестировать в отдельные компании, видимо, удел профессионалов с дипломом бухгалтера. Через минуту она открывает его снова, потому что сдаваться не в её привычках.

В тот же вечер за три с половиной тысячи километров от Тулы, в Новосибирске, двадцативосьмилетний Глеб покупает акции, о которых час назад прочитал в одном из каналов в мессенджере. Глеб работает разработчиком в небольшой продуктовой компании, неплохо зарабатывает и уверен, что разбирается в технологиях лучше любого аналитика. Автор канала написал, что бумага «вот-вот выстрелит», и приложил график с красивой восходящей линией. Глеб посмотрел на график, увидел знакомую по чатам фигуру и вложил сто пятьдесят тысяч рублей, не открыв ни одного отчёта компании.

Через две недели бумага теряет двенадцать процентов, и Глеб впервые задаёт себе вопрос, который должен был прозвучать до покупки. Что вообще делает эта компания, сколько она зарабатывает и почему кто-то решил, что её акции должны расти? Ответа у него нет, и автор канала тоже молчит, переключившись на следующую «ракету». Глеб чувствует раздражение, но под ним прячется более неприятное чувство: он понимает, что купил кота в мешке.

Марина и Глеб будут сопровождать вас на протяжении всей книги. Марина принесёт сюда любовь к точности, привычку проверять расчёты и страх перед толстыми документами. Глеб принесёт скорость, интуицию и типичные ошибки человека, который смотрит на одну цифру и делает выводы. Возможно, вы узнаете себя в ком-то из них, а может быть, сразу в обоих, потому что внутри почти каждого на-

чинающего инвестора уживаются и осторожный отличник, и нетерпеливый охотник за быстрой прибылью.

Начнём с простой мысли, которую легко произнести и очень трудно по-настоящему усвоить. Акция — это не строчка в приложении брокера и не линия на графике, а доля в реальном бизнесе с цехами, сотрудниками, поставщиками и покупателями. Когда вы покупаете одну акцию компании, у которой сто миллионов акций, вы становитесь владельцем одной стомиллионной части всего, что у неё есть. Вам принадлежит крошечный кусочек станков, складов, денег на счетах и, что важнее всего, будущих прибылей.

Представьте, что вы с четырьмя соседями решили открыть пекарню в своём микрорайоне. Каждый вложил по двести тысяч рублей, вы арендовали помещение, купили печь, наняли пекаря и через год начали получать прибыль. Теперь у пекарни пять владельцев, и каждому принадлежит пятая часть всего бизнеса. Если пекарня зарабатывает за год пятьсот тысяч рублей чистой прибыли, то на вашу долю приходится сто тысяч рублей, неважно, решите вы их забрать или оставить в деле.

Спустя некоторое время один из соседей переезжает в другой город и хочет продать свою долю. Сколько разумно попросить за такую долю? Никакого графика с котировками у пекарни нет, поэтому покупатель будет смотреть на то, сколько хлеба она продаёт, сколько тратит на муку и аренду, сколько остаётся в кассе и есть ли у неё долги. Разумный

покупатель будет думать о том, сколько пекарня заработает в следующие годы и сколько из этих денег достанется ему. Именно так, по сути, и работает фундаментальный анализ, только вместо пекарни перед вами компания с выручкой в миллиарды рублей.

Пекарня на паях будет нашей главной бытовой картинкой в этой главе, потому что она снимает с биржи весь лишний шум. На бирже долю в бизнесе можно продать за секунду, и её цена меняется каждую минуту. Из-за этого легко забыть, что за мигающими цифрами стоит что-то настоящее. Владелец доли в пекарне не проверяет её стоимость десять раз в день, а смотрит на продажи, очереди у прилавка и отчёт бухгалтера в конце квартала.

Доведём историю с пекарней до цифр. Сосед просит за свою пятую часть шестьсот тысяч рублей, хотя вложил когда-то двести. Дорого это для покупателя или дёшево? Если пекарня стабильно приносит пятьсот тысяч в год, то на его долю приходится сто тысяч, и покупатель вернёт свои деньги примерно за шесть лет, если ничего не изменится. Такой срок выглядит разумным для маленького устойчивого бизнеса, и сделка может состояться к взаимному удовольствию.

Теперь представьте, что сосед просит не шестьсот тысяч, а полтора миллиона, ссылаясь на то, что «район растёт и скоро всё подорожает». Окупаемость растягивается до пятнадцати лет, и покупателю придётся поверить, что прибыль пекарни заметно вырастет. Возможно, так и будет, если рядом дей-

ствительно построят новый жилой квартал. Возможно, рядом откроется сетевой магазин со своей выпечкой, и прибыль упадёт вдвое. Разумный покупатель захочет понять, какой сценарий вероятнее, прежде чем отдавать свои деньги, и ровно этим занимается фундаментальный анализ.

Фундаментальным анализом называют изучение бизнеса компании через её финансовые результаты, положение в отрасли и перспективы, чтобы понять, сколько стоят её акции. Аналитик, который им занимается, задаёт вопросы о деньгах: сколько компания продаёт, сколько тратит, сколько остаётся, куда уходит остаток и что будет дальше. Его главный материал — финансовая отчётность, то есть стандартный набор документов, в которых компания раз в квартал, полгода или год рассказывает о себе на языке цифр. Остальные источники, от новостей до разговоров с клиентами, лишь дополняют эту основу.

Существует и другой подход, который называют техническим анализом. Его сторонники изучают не бизнес, а саму цену акции и объёмы торгов, пытаясь найти на графике повторяющиеся фигуры и угадать следующее движение. Глеб, сам того не зная, пользовался именно им, когда увидел знакомую фигуру и нажал кнопку покупки. Технический анализ отвечает на вопрос «куда, вероятно, пойдёт цена в ближайшие дни», а фундаментальный — на вопрос «сколько этот бизнес стоит на самом деле». Это разные вопросы, и путать их опасно.

Есть и третий, самый распространённый у новичков подход, который трудно назвать анализом. Человек покупает то, о чём сегодня много пишут, и продаёт то, о чём пишут плохо. Можно назвать его новостной торговлей. Он кажется естественным, потому что новости бросаются в глаза, а отчётность нет. Беда в том, что к моменту, когда новость попала в общий поток, профессиональные участники рынка уже успели на неё отреагировать, и цена давно сдвинулась.

Фундаментальный анализ не отменяет новостей, а помогает понять, что в них важно. Допустим, вы читаете заголовок о том, что компания построила новый завод. Без знания её отчётности вы не поймёте, хорошо это или плохо. Если завод увеличит выручку на треть и окупится за пять лет, новость отличная. Если стройка съела все деньги, компания взяла дорогой кредит, а рынок сбыта и так переполнен, та же новость оборачивается проблемой на годы вперёд.

Теперь о различии, вокруг которого построена вся эта книга. Цена акции — это сумма, за которую её можно купить или продать прямо сейчас. Стоимость акции — это оценка того, сколько она стоит, исходя из будущих денег, которые бизнес принесёт своим владельцам. Цену вы видите в приложении, а стоимость приходится вычислять самостоятельно, и у двух разных людей она может получиться разной. Весь смысл фундаментального анализа в том, чтобы находить ситуации, когда цена заметно отличается от стоимости.

Почему цена и стоимость вообще расходятся, если на бир-

же торгуют тысячи профессионалов? Причин несколько, и все они связаны с людьми. Участники рынка подвержены страху и жадности, они продают хорошие компании в панике и скупают слабые на волне восторга. Многие крупные фонды вынуждены продавать бумаги не потому, что те подешевели по сути, а потому, что поменялся состав индекса или клиенты забрали деньги. Наконец, информацию о небольших и средних компаниях мало кто читает внимательно, и она годами остаётся недооценённой.

Хорошей иллюстрацией служит образ, придуманный классиками стоимостного инвестирования: на рынке у вас есть эмоциональный партнёр, который каждый день предлагает купить вашу долю или продать свою по новой цене. Иногда он в эйфории и просит заоблачные деньги, иногда в унынии и готов отдать всё почти даром. Вы не обязаны соглашаться с его предложениями, вы вправе просто пользоваться ими, когда они выгодны. Подробно этот образ и философия, которая за ним стоит, разобраны во второй книге серии, посвящённой стоимостному инвестированию и инвестированию в рост.

Если свести всю работу аналитика к сути, она укладывается в три вопроса. Первый звучит так: как эта компания зарабатывает деньги и насколько устойчив её заработок? Второй: сколько стоит этот бизнес, если оценить его будущие доходы? Третий: сколько рынок просит за этот бизнес прямо сейчас и есть ли между вторым и третьим ответом разница,

ради которой стоит рисковать? Каждая глава этой книги так или иначе помогает ответить на один из трёх вопросов.

Первый вопрос самый важный, хотя новички часто его пропускают. Без понимания того, откуда берутся деньги, любой расчёт превращается в игру с числами. Если компания зарабатывает на долгосрочных контрактах с сотнями клиентов, её прибыль устойчива. Если почти вся выручка зависит от одного заказчика или от цены на сырьё, которое компания не контролирует, прибыль может исчезнуть за один год. Отчётность отвечает на этот вопрос лучше любой презентации, если уметь её читать.

Второй вопрос требует расчётов, и он пугает новичков больше всего. На самом деле арифметика здесь доступна любому, кто помнит школьную математику и умеет пользоваться электронной таблицей. Сложность не в формулах, а в допущениях: сколько компания будет продавать через пять лет, какую прибыль сохранит, сколько ей придётся вкладывать в оборудование. Этому посвящена вторая половина книги, где мы шаг за шагом построим оценку на примере одной компании.

Третий вопрос самый простой технически и самый трудный психологически. Узнать текущую цену может любой школьник, а вот спокойно сравнить её со своей оценкой и принять решение получается далеко не у всех. Если ваша оценка выше рыночной цены на десять процентов, это повод присмотреться. Если на пятьдесят процентов, это повод

проверить, не ошиблись ли вы сами, потому что рынок редко ошибается настолько сильно без причины.

Важно понимать, на каком горизонте всё это работает. Фундаментальный анализ почти бесполезен для того, чтобы предсказать движение цены завтра или на следующей неделе. В коротком промежутке цену двигают новости, настроения, крупные заявки и случайности. На горизонте от одного года до нескольких лет картина меняется, потому что цена начинает тянуться к тому, что компания реально зарабатывает. Если прибыль растёт годами, цена акций рано или поздно следует за ней, и наоборот.

Представьте собаку на длинном поводке, которую хозяин выгуливает в парке. Собака бегает то вперёд, то назад, то вправо, то влево, и по её движениям за минуту невозможно понять, куда идёт хозяин. Если же понаблюдать полчаса, становится ясно, что собака всё время возвращается к хозяину и вместе они движутся в одном направлении. Хозяин здесь — это стоимость бизнеса, а собака — цена его акций. Фундаментальный анализ помогает разглядеть хозяина и не следить за каждым рывком собаки.

Отсюда вытекает первое практическое правило: решения на основе отчётности требуют терпения. Если вы купили недооценённую акцию, нет никаких гарантий, что рынок признает вашу правоту в ближайшие месяцы. Иногда разрыв между ценой и стоимостью закрывается за полгода, иногда за три года, а иногда так и не закрывается, потому что вы ошиб-

лись в оценке. Инвестор, который ждёт результата к концу месяца, будет постоянно разочарован и бросит анализ раньше, чем тот начнёт приносить пользу.

Честный разговор требует назвать и ограничения метода. Первое из них в том, что рынок может очень долго игнорировать стоимость, особенно если компания небольшая, скучная или находится в непопулярной отрасли. Вы можете правильно посчитать, что бизнес стоит в полтора раза дороже своей цены, и смотреть, как его котировки три года стоят на месте. Деньги в это время могли бы работать в облигациях или депозитах, поэтому у ожидания всегда есть цена.

Второе ограничение связано с качеством самой отчётности. Компания рассказывает о себе то, что обязана рассказать, и делает это в выгодном для себя свете в пределах правил. Некоторые компании идут дальше и сознательно искажают цифры. Анализ на основе недостоверных данных приводит к недостоверным выводам, поэтому умение замечать тревожные сигналы в отчётности так же важно, как умение считать мультипликаторы. Этим сигналам посвящена четырнадцатая глава.

Третье ограничение самое неприятное для любителей точности, к которым относится и Марина. Будущее неизвестно, и никакая модель не способна его предсказать. Результат любой оценки зависит от допущений, и стоит изменить их совсем немного, как стоимость компании сдвигается на десятки процентов. Поэтому опытные аналитики говорят не

о точной цене, а о диапазоне, в котором, вероятно, находится стоимость. Мы ещё вернёмся к этой мысли, когда будем строить сценарии.

Четвёртое ограничение касается внешних сил, которые не видны в отчётах. Решения регулятора, изменения налогов, колебания курса рубля и цены на сырьё могут перевернуть положение компании за месяц. Отчётность всегда смотрит в прошлое, она показывает, что уже произошло. Аналитик использует её как фундамент, но строит на нём предположения о будущем, которые нужно постоянно сверять с новостями и обновлять.

Теперь разберёмся с мифами, которые мешают новичкам даже начать. Самый популярный звучит так: всё уже учтено в цене, поэтому анализировать бессмысленно. Этот тезис опирается на идею эффективного рынка, согласно которой цены мгновенно отражают всю доступную информацию. Для крупнейших компаний, за которыми следят десятки аналитиков, в этой идее немало правды. Для средних и небольших компаний, которые мало кто читает, рынок часто реагирует с опозданием, и аккуратный частный инвестор может увидеть то, что остальные пропустили.

Кроме того, даже эффективный рынок не застрахован от коллективных эмоций. В моменты паники продают всё подряд, включая надёжные бизнесы с устойчивой прибылью, а в моменты эйфории покупают всё подряд, включая компании без выручки. Инвестор, который знает стоимость своих бу-

маг, в такие моменты получает преимущество. Он не продаёт в панике, потому что видит, что бизнес не изменился, и не покупает на вершине, потому что видит, что цена ушла далеко от реальности.

Второй миф звучит так: для анализа отчётности нужно быть бухгалтером. Это неправда, и Марина убедится в этом уже к пятой главе. Бухгалтер составляет отчётность, он знает все проводки и правила учёта, а инвестору достаточно её читать. Это примерно как разница между автомехаником и опытным водителем. Водителю не нужно уметь перебирать двигатель, но он обязан понимать показания приборов и замечать, когда загорается тревожная лампочка.

Третий миф противоположен второму: достаточно посмотреть на одну цифру, например на соотношение цены и прибыли, и всё станет ясно. Глебу этот миф особенно близок, потому что он любит простые решения. Одна цифра почти всегда обманывает. Низкое соотношение цены и прибыли может означать недооценённую компанию, а может означать, что прибыль прошлого года была разовой и больше не повторится. Мультипликаторы полезны только в связке с пониманием бизнеса, и мы подробно поговорим о них в пятнадцатой и шестнадцатой главах.

Четвёртый миф звучит как оправдание: я всё равно не смогу конкурировать с профессиональными аналитиками. На самом деле у частного инвестора есть несколько преимуществ перед профессионалом. Ему не нужно отчитываться

перед клиентами каждый квартал, он не обязан держать бумагу из-за её веса в индексе, он может покупать небольшие компании, которые фонду неинтересны из-за малой ликвидности. Главное же преимущество в терпении: частный инвестор может ждать столько, сколько считает нужным.

Посмотрите вокруг, и вы увидите людей, которые уже делают нечто похожее, не называя это анализом. Ваш знакомый, который перед покупкой подержанного автомобиля проверяет историю обслуживания, количество владельцев и состояние кузова, по сути, проводит фундаментальный анализ машины. Ваша соседка, которая перед покупкой квартиры выясняет, сколько стоит аренда такого жилья, какие рядом школы и что планируют строить в районе, оценивает будущий доход от актива. Почему-то при покупке акций те же самые люди готовы обойтись одной строчкой из чата.

Встречаются и другие портреты начинающих инвесторов, которые узнают себя в этой главе. Кто-то годами держит деньги только на вкладе, потому что акции кажутся ему казино, и он не видит разницы между долей в бизнесе и ставкой на цвет. Кто-то купил акции крупной компании «на всякий случай», забыл о них и не знает, сколько она зарабатывает. Кто-то, как Глеб, торгует активно, но каждый раз полагается на чужое мнение. Всем им фундаментальный анализ даёт одно и то же: собственное понимание вместо чужих советов.

Чтобы весь путь не остался абстракцией, через всю книгу пройдёт одна условная компания. Назовём её условно

«Волжская упаковка». Это вымышленное предприятие из Самары, которое производит гофрированный картон и гибкую пластиковую упаковку для пищевых производителей: коробки для молочных продуктов, плёнку для хлеба и печенья, лотки для овощей. Бизнес понятен каждому, ведь его продукцию вы держите в руках при каждом походе в магазин.

Все цифры «Волжской упаковки» условные, но они подобраны так, чтобы выглядеть реалистично для средней российской производственной компании. В 2025 году её выручка составила двенадцать миллиардов рублей, а чистая прибыль один миллиард триста пятьдесят миллионов. У компании сто миллионов акций, которые на бирже стоят по сто тридцать пять рублей. Из этих трёх чисел уже можно кое-что вычислить, но мы не будем торопиться и будем знакомиться с компанией так же постепенно, как с новым соседом.

Марина выбрала «Волжскую упаковку» для учёбы не случайно. Её отец много лет работал на картонной фабрике, и она с детства слышала разговоры о сырье, машинах для гофрирования и заказчиках, которые всё время требуют скидок. Понятный бизнес сильно облегчает анализ: проще разбираться в отчётности, когда хотя бы примерно представляешь, что происходит в цехах. Это хорошее правило и для вас: начинайте с компаний, продукцию или услуги которых вы понимаете.

Маршрут книги выстроен так, чтобы каждая следующая

глава опиралась на предыдущие. Сначала мы разберёмся, где искать отчётность и как она устроена, чем российские стандарты учёта отличаются от международных. Затем пройдём по трём главным документам: отчёту о прибылях и убытках, балансу и отчёту о движении денежных средств. После этого научимся считать свободный денежный поток, долговую нагрузку и рентабельность капитала, а также замечать тревожные сигналы в примечаниях.

Вторая половина книги посвящена оценке. Мы разберём мультипликаторы, их смысл и ограничения, научимся сравнивать компании между собой. Затем перейдём к главному инструменту профессионального аналитика, модели дисконтированных денежных потоков, и построим её для «Волжской упаковки» от первой до последней строки. В конце поговорим о том, как превратить расчёты в решение, когда покупать, когда продавать и как не попасть в ловушки собственного мозга.

Эта книга открывает серию «Инвестиции по отраслям», и её инструменты пригодятся во всех следующих томах. Банки, нефтяные компании, девелоперы и ритейлеры имеют свои особые показатели, о которых подробно рассказывают отраслевые книги серии. Однако все они читают отчётность по одним и тем же базовым правилам, считают денежные потоки одним и тем же способом и оцениваются через одни и те же подходы. Освоив основу здесь, вы сможете переходить к любой отрасли без ощущения, что начинаете с нуля.

Остаётся практический вопрос: сколько времени и каких инструментов это потребует. Хорошая новость в том, что дорогих программ и специального образования не нужно. Вам понадобится электронная таблица, которая есть на любом компьютере, калькулятор и аккуратно организованная папка, куда вы будете складывать отчёты компаний. Всё остальное делается головой, а не программами. Профессиональные терминалы с готовыми данными удобны, но для начинающего инвестора они скорее мешают, потому что избавляют от необходимости понимать, откуда взялась каждая цифра.

По времени первое знакомство с компанией занимает обычно три-четыре вечера. За это время можно прочитать основные формы отчётности, разобраться в структуре бизнеса и посчитать ключевые показатели. Построение полноценной модели оценки потребует ещё нескольких вечеров, особенно в первый раз. Дальше становится легче: вторая компания занимает вдвое меньше времени, десятая в четыре раза меньше. Поддерживать анализ в актуальном состоянии можно за час-два каждый квартал, когда выходит новая отчётность.

Допустим, вы решили собрать портфель из восьми-десяти отдельных компаний, а остальные деньги держать в фондах и облигациях. Первичное изучение всех компаний займёт около двух месяцев неспешной работы по вечерам. Дальше на поддержание уйдёт примерно двадцать часов в квартал, то есть меньше двух часов в неделю. Это сопоставимо со време-

нем, которое многие тратят на выбор нового телефона, хотя речь идёт о деньгах, которые должны работать на вас годами.

Особый совет касается того, как организовать работу. Заведите для каждой компании отдельную папку и сохраняйте в неё отчётность за несколько лет, а не только за последний год. Создайте электронную таблицу, куда будете переносить ключевые цифры: выручку, прибыль, долг, денежный поток. Записывайте свои выводы и допущения в простом текстовом файле, датируя каждую запись. Через год вы сможете сравнить свои ожидания с тем, что произошло на самом деле, и это лучший способ научиться.

Не стоит стремиться сразу охватить десятки компаний. Гораздо полезнее глубоко разобрать одну, чем поверхностно пролистать двадцать. Первый разбор научит вас тому, где в отчётности лежат нужные цифры, какие вопросы задавать и на что не тратить время. Все следующие компании вы будете читать уже по проторённой дороге, и каждая из них добавит вам понимания отрасли и экономики в целом.

Для Глеба такой подход сначала кажется скучным. Он привык, что решение принимается за пять минут, а результат приходит за неделю. Однако потеря двенадцати процентов на бумаге, о которой он ничего не знал, заставляет его задуматься. Он подсчитывает, что потратил на выбор акции меньше времени, чем на выбор кроссовок, и решает попробовать по-другому. Через несколько глав мы увидим, к чему это приведёт.

Первым делом Глеб решает разобраться хотя бы в той компании, которую уже купил. Он находит её сайт, открывает раздел для инвесторов и с удивлением обнаруживает, что выручка компании последние два года падала, а прибыль держалась только за счёт продажи старого здания. Автор канала об этом не писал, хотя информация лежала в открытом доступе. Глеб понимает, что двенадцать процентов убытка могли быть и не последними, и впервые задумывается о том, что график рассказывает лишь малую часть истории. Этот вечер становится для него поворотным, хотя сам он пока об этом не догадывается.

Марина же, напротив, рискует утонуть в деталях. Она готова считать каждую строчку и не успокоится, пока не найдёт единственно верную цифру стоимости. Ей предстоит понять, что такой цифры не существует и что хороший анализ похож скорее на прогноз погоды, чем на решение уравнения. Синоптик не знает точно, сколько миллиметров осадков выпадет завтра, но может сказать, что вероятность дождя высока и зонт лучше взять. Аналитик тоже говорит языком вероятностей и диапазонов.

Важно сказать и о том, чего фундаментальный анализ не обещает. Он не гарантирует прибыли, не защищает от падения рынка в целом и не позволяет избежать всех ошибок. Даже лучшие инвесторы мира регулярно ошибаются в оценках, покупают компании, которые потом разочаровывают, и упускают те, что выросли в десятки раз. Разница между ни-

ми и новичками в том, что их ошибки обдуманы, ограничены по размеру и становятся уроками, а не катастрофами.

Чего анализ точно даёт, так это понимание того, чем вы владеете. Когда цена акции падает на двадцать процентов, инвестор без понимания бизнеса не знает, что делать: продавать, ждать или докупать. Инвестор, который знает компанию, может спокойно проверить, изменилось ли что-то в её способности зарабатывать. Если не изменилось, падение становится возможностью. Если изменилось, решение о продаже принимается на основании фактов, а не паники.

Такое понимание снимает огромную долю стресса, который сопровождает инвестиции. Марина, например, совсем не нервничает, когда её индексный фонд дешевеет, потому что знает, что держит долю во всём рынке и что рынок на длинном отрезке растёт. С отдельными компаниями такая уверенность возможна только тогда, когда вы понимаете, чем владеете. Без анализа каждая просадка превращается в повод для тревоги, а каждый рост в повод для жадности.

Наконец, стоит сказать о том, как фундаментальный анализ соотносится с остальным вашим портфелем. Он не обязан заменять фонды и облигации. Многие частные инвесторы держат основу капитала в широких индексных фондах, а на анализ отдельных компаний выделяют часть, например пятую или четвёртую. Это позволяет учиться, не рискуя всеми сбережениями, и постепенно наращивать долю отдельных бумаг по мере роста опыта и уверенности.

Допустим, Марина решает выделить на отдельные компании двести тысяч рублей из своих девятисот тысяч. Даже если её первые решения окажутся неудачными и эта часть портфеля потеряет четверть стоимости, потеря составит пятьдесят тысяч рублей, то есть чуть больше пяти с половиной процентов всего капитала. Это неприятно, но не катастрофично. Если же её анализ сработает и эта часть вырастет на тридцать процентов за два года, она получит шестьдесят тысяч рублей сверх того, что принёс бы фонд, и ценный опыт.

Подведём черту под первой главой. Акция — это доля в реальном бизнесе, и её стоимость определяется деньгами, которые этот бизнес заработает в будущем. Цена на бирже колеблется вокруг стоимости, иногда сильно отклоняясь от неё под влиянием эмоций и обстоятельств. Фундаментальный анализ позволяет оценить стоимость и найти моменты, когда цена заметно отстаёт от неё. Он требует терпения, не даёт гарантий, но превращает инвестиции из лотереи в осмысленное решение владельца.

Марина закрывает ноутбук около полуночи, так и не продвинувшись дальше двадцатой страницы годового отчёта. Однако теперь она понимает, что пыталась читать документ не с того конца. Прежде чем погружаться в цифры, нужно разобраться, откуда берётся отчётность, из чего она состоит и в каком порядке её стоит читать. Именно этому посвящена следующая глава, где мы найдём отчётность «Волжской упа-

ковки» и разложим её пакет по полочкам.

Глава 2. Где найти отчётность и как она устроена

В субботу утром Марине звонит бывший ученик Арсений, которого она помнит худым десятиклассником с вечно разбитыми коленками. Сейчас ему тридцать, он работает в отделе по связям с инвесторами крупной промышленной компании в Москве и приехал в Тулу навестить родителей. Марина приглашает его на чай и, не удержавшись, рассказывает о своём неудачном вечере с годовым отчётом. Арсений смеётся и признаётся, что сам в первый месяц работы путал годовой отчёт с финансовой отчётностью. Потом он берёт её ноутбук и за полчаса показывает, где и что лежит.

Первое, что объясняет Арсений, звучит неожиданно просто. Компания, акции которой торгуются на бирже, не может держать свои цифры в секрете, потому что закон обязывает её рассказывать о себе инвесторам. Эта обязанность называется раскрытием информации, и она касается всех публичных акционерных обществ, а также компаний, выпустивших облигации. Идея в том, чтобы у всех владельцев ценных бумаг был одинаковый доступ к важным сведениям, а не только у тех, кто сидит в совете директоров или дружит с финансовым директором.

Основные правила раскрытия установлены законом о

рынке ценных бумаг и положением Банка России о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг. Консолидированную отчётность по международным стандартам публичные компании готовят согласно отдельному федеральному закону о консолидированной финансовой отчётности. Детали этих документов время от времени меняются, поэтому перед серьёзным решением стоит сверяться с их актуальной редакцией. Для инвестора важен общий принцип: значимая информация о компании должна быть опубликована, и опубликована в определённые сроки.

Нарушение этих правил грозит компании штрафами и неприятностями с регулятором, а иногда и проблемами с биржей, которая может исключить её бумаги из котировального списка. Поэтому большинство публичных компаний раскрывают обязательную информацию аккуратно и вовремя. Отдельные компании делают больше, чем требует закон: публикуют квартальную отчётность, проводят встречи с инвесторами, выпускают подробные презентации. Это добровольная открытость, и рынок её обычно ценит.

Представьте многоквартирный дом, где жильцы скинулись на ремонт кровли и выбрали управляющего. Управляющий обязан раз в год отчитываться перед ними: сколько собрал, сколько потратил, какие работы выполнил и сколько осталось на счёте. Если он вешает этот отчёт на доску объявлений у подъезда, любой жилец может его прочитать, даже тот, кто живёт на последнем этаже и редко выходит из

дома. Раскрытие информации публичной компанией устроено похоже, только доска объявлений здесь электронная, а жильцов сотни тысяч.

Где же висит эта доска объявлений? Главное место — специальные сервисы раскрытия информации, которые аккредитованы Банком России. Компания обязана публиковать обязательные документы на одном из них, и там же годами хранится архив её прошлых публикаций. На таком сервисе можно найти отчётность, существенные факты, списки аффилированных лиц, решения собраний акционеров и многое другое. Искать удобно по названию компании или по её идентификационному номеру налогоплательщика.

Второе место — сайт самой компании, где обычно есть раздел для инвесторов и акционеров. Арсений показывает Марине, что в этом разделе часто всё собрано удобнее, чем на сервисе раскрытия: отчётность разложена по годам, рядом лежат презентации, годовые отчёты, дивидендная политика и календарь событий. Некоторые компании публикуют там же таблицы с ключевыми показателями за много лет, которые можно скачать одним файлом. Это экономит вечер ручного переноса цифр.

Третье место — сайт биржи, где можно узнать базовые параметры ценной бумаги: уровень листинга, количество акций в обращении, историю торгов. Детальной отчётности там нет, но для понимания того, как торгуется бумага, он незаменим. Наконец, существуют разнообразные агрегато-

ры, которые собирают отчётность разных компаний в единые таблицы. Ими удобно пользоваться для быстрого сравнения, но к цифрам из таких источников стоит относиться осторожно, потому что при переносе случаются ошибки и разночтения.

Арсений даёт Марине простое правило, которое стоит запомнить и вам. Любую цифру, на которой строится важный вывод, нужно проверять по первоисточнику, то есть по документу, опубликованному самой компанией. Агрегатор мог взять показатель из другого стандарта отчётности, перепутать тысячи с миллионами или неправильно учесть разовую статью. Если от цифры зависит решение о покупке на сотни тысяч рублей, лишние пять минут на проверку окупаются многократно.

Сам раздел для инвесторов многое говорит о компании ещё до того, как вы откроете первый отчёт. Если в нём есть календарь корпоративных событий, контакты сотрудников по связям с инвесторами, архив отчётности за много лет и записи телефонных конференций с руководством, компания явно заботится о своих акционерах. Если раздел пуст, ссылки ведут на несуществующие страницы, а последняя новость датирована позапрошлым годом, вывод напрашивается обратный. Арсений шутит, что по разделу для инвесторов можно оценить компанию так же, как ресторан по чистоте его туалета.

Отдельного внимания заслуживают записи телефонных

конференций и дней инвестора. После публикации отчётности многие компании проводят онлайн-встречи, где финансовый директор рассказывает о результатах и отвечает на вопросы аналитиков. Вопросы профессионалов часто касаются самых болезненных мест: почему выросли запасы, откуда взялся новый долг, что будет с маржой в следующем году. Ответы руководства, его уверенность или уклончивость дают информацию, которой нет ни в одной таблице. Расшифровки или записи таких встреч обычно лежат в том же разделе для инвесторов.

Теперь о том, когда отчётность появляется. Компании публикуют полный пакет за год один раз, обычно весной следующего года. Консолидированную годовую отчётность по международным стандартам публичные компании обязаны раскрыть в течение примерно четырёх месяцев после окончания года, то есть, как правило, не позже конца апреля. Многие крупные компании выпускают её раньше, в феврале или марте, а иногда даже в конце января. Ранняя публикация сама по себе служит хорошим знаком, потому что говорит о налаженной системе учёта.

Помимо годовой, существует промежуточная отчётность. Публичные компании обязаны раскрывать отчётность за первое полугодие, обычно в течение двух месяцев после его окончания, то есть до конца августа. Многие добровольно публикуют и квартальную отчётность, за три и девять месяцев. Промежуточная отчётность, как правило, не проходит

полный аудит, а лишь обзорную проверку аудитора, и это стоит учитывать. Она даёт более свежую картину, но её цифры чуть менее надёжны, чем годовые.

Для инвестора это означает, что информация приходит порциями, и в промежутках между ними приходится жить с тем, что есть. Если компания публикует только полугодовую и годовую отчётность, вы узнаёте о её результатах дважды в год, причём с задержкой в два-четыре месяца. Представьте, что о погоде вам сообщают раз в полгода и с опозданием на пару месяцев. Именно поэтому опытные инвесторы так внимательно следят за промежуточными сигналами: операционными результатами, существенными фактами и новостями отрасли.

Операционные результаты заслуживают отдельного слова. Многие производственные компании публикуют их раньше финансовой отчётности, иногда уже через две-три недели после окончания квартала. В них нет прибыли и долга, зато есть объёмы производства и продаж в натуральных единицах: тонны, квадратные метры, количество клиентов или магазинов. Для «Волжской упаковки» это были бы миллионы квадратных метров гофрокартона и тонны плёнки. Умножив объём на примерную цену, внимательный инвестор может заранее прикинуть выручку и не ждать финансового отчёта.

Что же входит в полный пакет отчётности? Арсений перечисляет четыре основные формы, которые Марина записывает на листке.

Первая — отчёт о финансовом положении, который в России по привычке называют балансом. Вторая — отчёт о прибылях и убытках, часто объединённый с отчётом о прочем совокупном доходе. Третья — отчёт о движении денежных средств. Четвёртая — отчёт об изменениях в собственном капитале. К этим четырём формам прилагаются примечания, и именно они обычно занимают большую часть объёма.

Отчёт о финансовом положении показывает, чем компания владеет и кому она должна на конкретную дату, например на 31 декабря. Отчёт о прибылях и убытках рассказывает, сколько компания заработала и потратила за период, например за год. Отчёт о движении денежных средств показывает, сколько живых денег пришло и ушло за тот же период. Каждой из этих форм в книге посвящена отдельная глава или даже несколько глав, поэтому здесь мы лишь обозначим их место в общей картине.

Отчёт об изменениях в собственном капитале новички обычно пролистывают, и напрасно. Это короткая форма, которая показывает, как за год изменилась доля акционеров в компании: сколько добавила прибыль, сколько ушло на дивиденды, были ли выпущены новые акции или выкуплены старые. Если вы видите, что капитал вырос, а прибыль была скромной, значит, компания, скорее всего, привлекла деньги через допэмиссию. О том, чем это грозит акционерам, мы подробно поговорим в двенадцатой главе.

Четыре формы связаны между собой, как детали одного

механизма. Чистая прибыль из отчёта о прибылях и убытках попадает в отчёт об изменениях капитала и увеличивает нераспределённую прибыль в балансе. Изменение денежных средств в отчёте о движении денег должно совпасть с разницей между денежными средствами в балансе на начало и конец года. Если вы найдёте нестыковку, значит, либо вы что-то не так прочитали, либо в отчётности есть ошибка. Второе случается редко, но проверить связки полезно хотя бы раз, чтобы почувствовать, как устроена конструкция.

Примечания к отчётности — это сердце всего пакета, хотя выглядят они как скучный юридический текст. В них компания объясняет, по каким правилам считала цифры, из чего состоит каждая крупная статья, кому должна и на каких условиях, какие у неё сегменты бизнеса и какие события произошли после отчётной даты. Если основные формы похожи на оглавление, то примечания похожи на саму книгу. Подробный разговор о том, как читать примечания и что в них искать, ждёт нас в четырнадцатой главе.

Здесь Марина задаёт вопрос, который мучил её с пятницы: что тогда она пыталась читать, если это не финансовая отчётность? Арсений объясняет, что она открыла годовой отчёт, а это совсем другой документ. Годовой отчёт — это большой рассказ компании о себе, утверждаемый собранием акционеров. В нём есть обращение председателя совета директоров, описание стратегии, рынков и продуктов, раздел о корпоративном управлении, социальной ответственности,

экологии и персонале. Финансовая отчётность может быть приложена к нему, а может публиковаться отдельно.

Годовой отчёт полезен для понимания бизнеса, но к нему стоит подходить с правильной настройкой. Его пишут не бухгалтеры по строгим стандартам, а отдел коммуникаций, и его задача — показать компанию в лучшем свете. Там много фотографий, красивых графиков и слов о лидерстве и устойчивом развитии. Цифры в нём обычно верные, но подобраны те, что выглядят выгоднее. Финансовая отчётность, напротив, составляется по стандартам, проверяется аудитором и не оставляет компании свободы выбирать удобные показатели.

Можно сравнить это с покупкой подержанного автомобиля. Годовой отчёт — это объявление продавца с фотографиями машины на фоне заката и словами «в идеальном состоянии». Финансовая отчётность — это диагностическая карта из сервиса, где перечислено всё, что проверили механики, включая неприятное. Объявление помогает понять, интересна ли вам машина в принципе, а решение о покупке разумно принимать только после изучения диагностики. Оба документа нужны, но доверять им нужно по-разному.

Третий тип документов, о котором рассказывает Арсений, — это презентации для инвесторов и пресс-релизы. Он хорошо знает их изнутри, потому что сам их готовит. Презентация выходит одновременно с отчётностью или чуть позже и рассказывает о результатах периода в сжатом и наглядном

виде. Пресс-релиз выходит в день публикации отчётности и содержит главные цифры и комментарий руководства. Для занятого инвестора это удобный способ быстро понять суть, но есть нюансы.

Арсений признаётся, что при подготовке презентации всегда есть соблазн подчеркнуть хорошее и не заострять внимание на плохом. Если выручка выросла, а прибыль упала, в заголовок пресс-релиза попадёт рост выручки. Если компания показала убыток, на первый слайд вынесут скорректированный показатель, который исключает «разовые» расходы. Сравнения выбирают так, чтобы динамика выглядела лучше: с худшим кварталом прошлого года, а не с лучшим. Всё это законно, но требует от читателя внимательности.

Особое внимание стоит обращать на показатели, которых нет в стандартах отчётности. Компании любят придумывать собственные метрики: скорректированную прибыль, операционный денежный поток до изменений чего-то, выручку без учёта какого-то сегмента. Такие показатели бывают полезны, если компания честно объясняет, как их считает, и показывает переход от стандартных цифр. Если перехода нет или он меняется каждый год, это повод насторожиться. Подробнее о скорректированных показателях прибыли мы поговорим в шестой главе.

Хорошая практика при чтении презентации — держать рядом отчётность и сверять ключевые цифры. Так вы быстро научитесь замечать, что именно компания решила подчерк-

нуть и о чём промолчать. Арсений советует начинать с последних слайдов, где обычно мелким шрифтом приводятся определения показателей и примечания. Там, по его словам, порой написано больше правды, чем на первых пяти слайдах вместе взятых.

Помимо регулярной отчётности, компании обязаны оперативно сообщать о важных событиях, которые могут повлиять на стоимость их ценных бумаг. Такие сообщения называются существенными фактами. К ним относятся решения совета директоров о дивидендах, созыв собраний акционеров, крупные сделки, изменения в составе руководства, начисление или выплата купонов по облигациям, судебные иски на значительные суммы и многое другое. Публикуются они в сжатые сроки, обычно в течение одного-двух рабочих дней после события.

Существенные факты — это пульс компании между отчётами. Опытный инвестор подписывается на их рассылку по интересующим его компаниям или регулярно просматривает ленту на сервисе раскрытия. Многие важные события становятся известны именно отсюда задолго до того, как они попадут в новости. Например, решение совета директоров рекомендовать дивиденды публикуется как существенный факт, и уже через несколько минут рынок на него реагирует.

Марина находит в архиве «Волжской упаковки» существенный факт осени 2023 года о покупке небольшой упако-

вочной фабрики в Пензе. В сообщении указана сумма сделки и доля приобретённого бизнеса, а через несколько месяцев эта покупка отразилась в годовой отчётности новыми основными средствами и гудвилом. Если бы Марина следила за компанией тогда, она узнала бы о сделке в тот же день, а не через полгода из годового отчёта. Что такое гудвил и почему он появляется при покупке компаний, мы разберём в седьмой главе.

Кроме того, эмитенты ценных бумаг публикуют отчёт эмитента, который раньше выходил ежеквартально, а теперь составляется по итогам полугодия и года. В нём собраны сведения о компании, её органах управления, крупнейших акционерах, рисках, финансово-хозяйственной деятельности и ценных бумагах. Этот документ суше годового отчёта, но содержит полезные детали, которые не всегда попадают в другие публикации. Например, там можно найти информацию о вознаграждении членов совета директоров или о крупных сделках с заинтересованностью.

Арсений отдельно останавливается на изменениях, которые произошли после 2022 года. Из-за санкционных ограничений и рисков для бизнеса правительство разрешило российским компаниям раскрывать информацию в сокращённом объёме или временно не раскрывать отдельные сведения. Этим правом воспользовались многие крупные эмитенты: одни перестали публиковать отчётность по международным стандартам, другие публиковали её без части примеча-

ний, третьи не раскрывали данные о контрагентах и акционерах. Позднее правила уточнялись, и часть компаний постепенно вернулась к более полному раскрытию.

На момент написания книги основным документом здесь служит постановление Правительства от 4 июля 2023 года № 1102, которое перечисляет сведения, разрешённые к нераскрытию. Важно, что это право эмитента, а не обязанность, и Банк России вместе с Минфином в конце 2024 года разъяснили, что ограничивать раскрытие можно только тогда, когда публикация действительно грозит компании санкционными рисками. С начала 2026 года биржи по указанию Банка России отмечают бумаги эмитентов, которые пользуются правом на сокращённое раскрытие, если у компании нет рейтингов от двух рейтинговых агентств. Такая отметка подсказывает инвестору, что полноценно анализировать компанию по открытым данным может быть трудно. Правила в этой области меняются довольно часто, поэтому перед решением стоит проверять их актуальную редакцию.

Для инвестора это означает две вещи. Во-первых, анализ некоторых компаний стал труднее, и приходится работать с тем, что есть, например с отчётностью по российским стандартам или с отдельными цифрами из презентаций. Во-вторых, степень открытости компании сама по себе стала важным фактором оценки. Рынок, как правило, платит больше за компании, которые продолжают подробно рассказывать о себе, потому что неопределённость снижается. Компания,

которая раскрывает минимум без явной необходимости, вынуждает инвестора предполагать худшее.

Важно подходить к этому вопросу спокойно и без лишних эмоций. Сокращённое раскрытие само по себе не говорит о том, что компания что-то скрывает от инвесторов. Многие эмитенты сократили раскрытие ради защиты от внешних рисков, а не ради сокрытия проблем. Однако инвестор вправе требовать компенсации за неопределённость, и эта компенсация выражается в более низкой цене, которую он готов заплатить. Подробно о том, как учитывать неопределённость в оценке, мы поговорим в главах о ставке дисконтирования и сценариях.

Теперь перейдём к практике, которую Марина начинает в тот же вечер. Для начала она создаёт на компьютере папку «Волжская упаковка», а внутри неё — подпапки по годам. В каждую подпапку она складывает годовую отчётность по международным стандартам, отчётность по российским стандартам, промежуточную отчётность за полугодие, годовой отчёт и презентации. Сюда же отправляются существенные факты, которые кажутся важными, например решения о дивидендах или крупных сделках.

Почему архив за несколько лет важнее последнего отчёта? Потому что одна точка ничего не говорит о направлении движения. Если выручка компании в этом году составила двенадцать миллиардов рублей, вы не знаете, хорошо это или плохо, пока не узнаете, что в прошлом году она была де-

сять с половиной миллиардов, а три года назад восемь. Динамика важнее любого единичного значения. Пять лет истории — хороший минимум для понимания компании, десять лет ещё лучше, если компания столько существует на бирже.

Есть ещё одна причина собирать архив самостоятельно. Компании иногда пересчитывают прошлые цифры: меняют учётную политику, переклассифицируют статьи, исправляют ошибки. В новом отчёте вы увидите прошлогодние данные уже в пересчитанном виде, а старый отчёт сохранит исходные цифры. Сравнивая их, можно заметить интересные вещи. Если пересчёты происходят часто и всегда в одну сторону, это сигнал, к которому мы вернёмся в главе о красных флагах.

Рядом с папкой отчётов Марина заводит электронную таблицу. На первом листе она будет вести ключевые показатели по годам, на втором — свои заметки и вопросы к компании, на третьем — расчёты оценки. Таблица растёт постепенно, глава за главой, вместе с её пониманием. Марина записывает в неё не только цифры, но и источник каждой цифры: номер страницы отчёта и название документа. Это кажется лишней работой, но через полгода, когда понадобится что-то перепроверить, она будет благодарна себе.

Ещё один полезный инструмент — личный календарь отчётности. Большинство компаний заранее объявляют даты публикации результатов, и их легко занести в обычный календарь на телефоне. Для «Волжской упаковки» Марина от-

мечает конец марта, когда обычно выходит годовая отчётность, конец августа для полугодовой и весну для годового собрания акционеров. Когда портфель вырастет до восьми-десяти компаний, такой календарь избавит её от необходимости каждый день проверять ленты новостей.

Календарь помогает и в другом. Если компания годами публиковала отчётность в середине марта, а в этом году перенесла дату на конец апреля без объяснений, это повод задуматься. Задержка может объясняться сменой учётной системы или аудитора, а может говорить о спорах с аудитором по поводу каких-то цифр. Сама по себе она ничего не доказывает, но заставляет читать следующий отчёт особенно внимательно. К другим тревожным сигналам такого рода, включая смену аудитора и пересчёт прошлых цифр, мы вернёмся в четырнадцатой главе, а пока достаточно запомнить, что сроки публикации тоже несут информацию.

Арсений советует ещё одну простую вещь: записывать единицы измерения. В отчётности крупных компаний цифры часто приводятся в миллионах рублей, у средних в тысячах, а в некоторых документах в миллиардах. Если в одной таблице смешать данные из двух источников с разными единицами, получится ошибка в тысячу раз, которую удивительно легко не заметить. Марина, как математик, улыбается этому совету, но записывает его на стикер и приклеивает к монитору.

Теперь о самом главном вопросе: в каком порядке читать

пакет отчётности при первой встрече с компанией. Арсений предлагает Марине свой маршрут, проверенный годами.

Начинать стоит не с цифр, а с первой страницы, где указаны название компании, отчётный период, валюта и единицы измерения. Затем стоит найти заключение аудитора и посмотреть, есть ли в нём оговорки. Если заключение чистое, можно двигаться дальше. Если нет, это первый вопрос, который нужно прояснить, и подробно о видах аудиторских мнений мы поговорим в четырнадцатой главе.

После этого стоит открыть отчёт о прибылях и убытках и посмотреть на три цифры: выручку, операционную прибыль и чистую прибыль за текущий и прошлый год. Это даёт первое представление о масштабе бизнеса и его динамике. Затем — баланс, где важно увидеть общий размер активов, собственный капитал и размер долга. Потом — отчёт о движении денежных средств, где главное — денежный поток от операционной деятельности и капитальные затраты. На этот первый проход уходит минут двадцать.

Вторым проходом стоит прочитать примечание о сегментах, если оно есть. Из него становится понятно, из каких частей состоит бизнес, какая из них приносит больше денег и какая растёт быстрее. Затем стоит открыть примечание о кредитах и займах, чтобы понять, сколько компания должна, кому и до какого срока. После этого можно просмотреть годовой отчёт и презентацию, чтобы связать цифры с рассказом компании о стратегии и рынках. Только после этого

имеет смысл погружаться в детали.

Такой порядок похож на знакомство с новым городом. Сначала вы смотрите на карту целиком, чтобы понять, где центр, где река и куда ведут главные улицы. Затем проезжаете по основным проспектам, чтобы почувствовать масштаб. Только потом начинаете заходить в переулки и дворы, разглядывать отдельные дома и вывески. Если начать с переулков, легко заблудиться и так и не понять, как устроен город.

Марина пробует этот маршрут на отчётности «Волжской упаковки» за 2025 год. Первая страница сообщает, что отчётность подготовлена по международным стандартам, представлена в миллионах рублей и охватывает год, закончившийся 31 декабря, а аудиторское заключение дано без оговорок.

Выручка — двенадцать миллиардов рублей против десяти с половиной годом ранее, чистая прибыль — миллиард триста пятьдесят миллионов против миллиарда ста миллионов. Долг около шести миллиардов рублей, собственный капитал тоже около шести. За двадцать минут у Марины появляется первая картинка.

Она замечает, что выручка выросла примерно на четырнадцать процентов, а прибыль на двадцать три процента. Значит, компания не просто стала больше продавать, но и стала эффективнее зарабатывать на каждом рубле выручки. Почему так получилось, пока неясно, и этот вопрос Марина записывает в свою таблицу. Разобраться в нём помогут следую-

щие главы, где мы подробно пройдём по каждой строке отчёта о прибылях и убытках.

Глеб тем временем решает повторить маршрут Марины на своей неудачной покупке. Он с удивлением обнаруживает, что компания публикует только полугодовую и годовую отчётность, причём годовую выпустила в последний разрешённый день. Презентации для инвесторов у неё нет вовсе, а раздел для акционеров на сайте не обновлялся больше года. Глеб понимает, что купил бумагу компании, которая не особенно стремится рассказывать о себе, и это, вероятно, одна из причин, почему её цена так легко меняется под влиянием слухов.

Этот вывод для Глеба неожиданно полезен. Он понимает, что прозрачность — тоже характеристика компании, такая же важная, как выручка или прибыль. Компания, которая регулярно и подробно рассказывает о себе, даёт инвестору возможность принимать решения на основе фактов. Компания, которая молчит, оставляет его наедине со слухами и чужими домыслами. Глеб решает, что впредь будет проверять раздел для инвесторов ещё до того, как посмотрит на график.

Разберём типичные ошибки новичков, которые подстерегают их уже на этапе поиска информации.

Первая ошибка — довериться пересказу вместо первоисточника. Новичок читает в канале, что «компания показала рекордную прибыль», и не проверяет, откуда взялся рекорд. Часто выясняется, что рекорд разовый и связан с продажей

актива или переоценкой. Вторая ошибка — читать только пресс-релиз и делать выводы по заголовку, который подобран отделом коммуникаций. Третья — путать отчётность по российским и международным стандартам и сравнивать несопоставимые цифры, о чём мы поговорим в следующей главе.

Четвёртая ошибка — смотреть только на последний год, игнорируя историю. Компания может показать прекрасный год после трёх провальных, и без истории вы примете случайный успех за устойчивую тенденцию. Пятая ошибка — забывать про существенные факты и узнавать о важных событиях из новостей, когда рынок уже на них отреагировал. Шестая — не обращать внимания на даты: анализировать отчёт полугодичной давности, когда уже вышел свежий, или путать отчётный период с датой публикации.

Седьмая ошибка связана уже не с анализом, а с безопасностью. Иногда в чатах и на сомнительных сайтах распространяют «инсайдерские» документы, якобы внутреннюю отчётность компании или «утечку» будущих результатов. Скачивать такие файлы небезопасно для вашего компьютера, а верить им опасно для ваших денег. Подлинная информация о публичной компании появляется только на официальных ресурсах, а торговля на действительно инсайдерской информации запрещена законом. Если кто-то предлагает вам «секретные цифры», почти наверняка вас пытаются использовать.

Есть и более тонкая ошибка, которую совершают даже опытные инвесторы. Это так называемое выборочное чтение, когда человек уже решил купить акцию и ищет в отчётности подтверждения своему решению. Он видит рост выручки и радуется, но не замечает, что долг растёт ещё быстрее. Психологи называют это склонностью к подтверждению, и о ней мы ещё поговорим в последней главе. Лучшее противоядие — читать отчётность в одном и том же порядке для каждой компании, не перескакивая к любимым цифрам.

Перед тем как закончить, вернёмся к вопросу, который часто беспокоит начинающих: насколько вообще можно доверять опубликованной отчётности? Подавляющее большинство публичных компаний составляет её добросовестно, а аудиторы проверяют соответствие стандартам. Однако аудит не гарантирует отсутствия мошенничества, а стандарты оставляют компаниям свободу в оценках. Поэтому разумная позиция — доверять, но проверять, то есть исходить из того, что цифры в целом верны, и при этом внимательно следить за признаками, которые говорят об обратном.

Арсений уезжает в воскресенье вечером, оставив Марине записку с маршрутом чтения отчётности. Она приклеивает её рядом со стикером про единицы измерения и чувствует, что пугающий двухсотстраничный документ превратился в понятную карту. Теперь она знает, где лежат нужные цифры и в каком порядке их смотреть. Остаётся только научиться понимать, что именно эти цифры означают.

Подведём итог всему, что мы узнали во второй главе. Публичные компании обязаны раскрывать отчётность и важные события, и найти эти материалы можно на сервисах раскрытия, аккредитованных Банком России, и на сайтах компаний. Полный пакет состоит из четырёх форм и примечаний, а годовой отчёт и презентации служат полезным, но приукрашенным дополнением. Существенные факты позволяют следить за компанией между отчётами. Собственный архив за несколько лет, аккуратная таблица и постоянный порядок чтения превращают разрозненные документы в рабочий инструмент.

Открыв отчётность «Волжской упаковки», Марина заметила, что компания публикует сразу два комплекта: один по российским стандартам, другой по международным. Прибыль в них различается, и не на копейки, а на сотни миллионов рублей. Какой из комплектов правильный и каким пользоваться инвестору? Ответу на этот вопрос посвящена следующая глава.

Глава 3. РСБУ и МСФО как две оптики одной компании

В понедельник Марина приносит в учительскую распечатку и показывает её Тамаре Ивановне, школьному завхозу, которая двадцать лет до этого проработала главным бухгалтером на заводе. На распечатке два числа, которые не дают Марине покоя. По российским стандартам чистая прибыль «Волжской упаковки» за 2025 год составила девятьсот миллионов рублей, а по международным — миллиард триста пятьдесят миллионов. Разница почти в полтора раза, и Марина не понимает, какой цифре верить. Тамара Ивановна надевает очки, смотрит на листок и спокойно говорит, что обе цифры правильные.

Марина ждёт подвоха, но Тамара Ивановна объясняет без всяких хитростей. Эти два числа описывают разные вещи. Девятьсот миллионов — это прибыль одного юридического лица, публичного акционерного общества «Волжская упаковка», которое является управляющей компанией и владеет заводами. Миллиард триста пятьдесят миллионов — это прибыль всей группы, то есть управляющей компании вместе со всеми её заводами, посчитанная так, будто это одно предприятие. Две цифры отвечают на разные вопросы, и путать их нельзя.

Чтобы понять разницу, начнём с российских стандартов бухгалтерского учёта, которые сокращённо называют РСБУ. Каждое юридическое лицо в России обязано вести бухгалтерский учёт и составлять отчётность по этим правилам. Отчётность по РСБУ сдаётся в налоговую инспекцию и в государственный информационный ресурс бухгалтерской отчётности, где её может увидеть любой желающий. Исторически эти стандарты создавались прежде всего для контроля за уплатой налогов и для защиты кредиторов, поэтому многие их правила построены вокруг юридических документов и формальных сроков.

У такого происхождения есть понятная логика. Налоговому инспектору важно, чтобы каждая операция была подтверждена договором, накладной или актом, а расходы признавались строго по правилам, которые трудно обойти. Кредитору важно знать, какое имущество есть у конкретного юридического лица, которому он дал деньги, и сможет ли он что-то взыскать в случае неплатежа. Инвестора же интересует другое: сколько зарабатывает весь бизнес и сколько он будет зарабатывать дальше. Разные вопросы требуют разной оптики, и именно поэтому одна и та же компания может выглядеть по-разному в двух комплектах отчётности.

Отчётность по РСБУ доступна по каждой российской организации, а не только по публичным компаниям. Налоговая служба ведёт государственный информационный ресурс бухгалтерской отчётности, где можно найти годовые балан-

сы и отчёты о финансовых результатах почти любого общества по его налоговому номеру. Для инвестора это ценный источник, особенно когда нужно понять положение непубличных дочерних компаний, крупных поставщиков или покупателей. Правда, публикуется там только годовая отчётность, и появляется она с задержкой в несколько месяцев.

Главное свойство РСБУ, которое нужно запомнить инвестору, — это отчётность одного юридического лица. Если у компании три завода, оформленных как отдельные общества, у каждого будет свой баланс и свой отчёт о прибылях и убытках по РСБУ. Материнская компания покажет в своей отчётности не станки и не продажи заводов, а только принадлежащие ей доли в них как финансовые вложения. Её выручкой могут быть плата за управленческие услуги, а прибылью — дивиденды, полученные от дочерних обществ.

Международные стандарты финансовой отчётности, сокращённо МСФО, устроены по-другому. Их разрабатывает независимый международный совет, и сегодня ими пользуются компании в большинстве стран мира. В России они признаны официально, и публичные компании обязаны составлять по ним консолидированную отчётность в соответствии с федеральным законом. Главный адресат МСФО — инвестор, который хочет понять экономическую суть бизнеса, а не юридическую форму. Поэтому многие правила МСФО построены вокруг принципа приоритета содержания над формой.

Самое важное отличие МСФО для частного инвестора заключается в консолидации. Консолидированная отчётность показывает группу компаний как единое целое: материнскую компанию и все общества, которые она контролирует. Выручка всех заводов складывается, расходы складываются, активы и долги тоже складываются. При этом всё, что происходит внутри группы, из отчётности убирается, потому что это перекладывание денег из одного кармана в другой. Именно консолидированная отчётность показывает, сколько зарабатывает весь бизнес, долей в котором вы владеете.

Представьте семью из трёх человек, где у каждого свой кошелёк. Муж получает зарплату восемьдесят тысяч рублей, жена — шестьдесят тысяч, взрослый сын подрабатывает и получает двадцать тысяч. В течение месяца муж переводит жене двадцать тысяч на продукты, а жена даёт сыну пять тысяч на проезд. Если сложить все поступления в кошельки, получится сто восемьдесят пять тысяч, но семья заработала только сто шестьдесят тысяч. Двадцать пять тысяч просто переходили из кошелька в кошелёк, и в семейном бюджете их нужно исключить.

Семейная история и есть главная бытовая картинка этой главы. Отчётность каждого члена семьи по отдельности — это РСБУ. Семейный бюджет, где все переводы внутри семьи исключены, — это консолидированная отчётность по МСФО. Если вы хотите понять, может ли семья позволить себе ипотеку, вам нужен семейный бюджет, а не кошелёк одного

сына. Если вы хотите понять, сколько стоит бизнес целиком, вам нужна консолидированная отчётность.

Консолидация распространяется на дочерние компании, то есть на общества, которые материнская компания контролирует. Контроль обычно означает владение более чем половиной голосующих акций, хотя в МСФО есть и более тонкие критерии, связанные с фактической возможностью управлять деятельностью компании. Если материнской компании принадлежит сто процентов дочернего общества, всё понятно. Если ей принадлежит, например, семьдесят процентов, в консолидированную отчётность всё равно попадают все сто процентов выручки и расходов дочерней компании, а доля оставшихся тридцати процентов показывается отдельной строкой.

Эта отдельная строка называется долей неконтролирующих акционеров. Она показывает, какая часть прибыли и капитала группы принадлежит не вам как акционеру материнской компании, а сторонним совладельцам дочерних обществ. Подробно о том, как эта доля влияет на прибыль на акцию и на оценку компании, мы поговорим в пятой и двенадцатой главах. Сейчас важно понять сам принцип: консолидированная отчётность показывает весь бизнес, но не весь он принадлежит акционерам материнской компании.

Если доля материнской компании меньше контрольной, но существенна, например от двадцати до пятидесяти процентов, такая компания называется ассоциированной. Её вы-

ручка и расходы в консолидированную отчётность не попадают построчно. Вместо этого группа показывает свою долю в её прибыли одной строкой и свою долю в её капитале одной строкой в балансе. Это важно, потому что у ассоциированной компании может быть большой долг, который в долге группы не виден. О таких вложениях подробнее поговорим в седьмой главе, когда будем разбирать баланс.

Похожим образом учитываются и совместные предприятия, которые две компании создают на паритетных началах, например по пятьдесят процентов у каждой. Ни одна из сторон не контролирует такое предприятие единолично, поэтому ни одна не консолидирует его построчно. Обе показывают свою долю в его прибыли одной строкой. Для инвестора это означает, что часть бизнеса группы может оставаться «за кадром»: выручка совместного предприятия не видна в выручке группы, его долги не видны в долге группы, хотя на деле от его судьбы зависит немало. Если такая строка в отчёте о прибылях и убытках заметна по размеру, стоит найти примечание и разобраться, что за ней скрывается.

Важно и то, с какого момента компания попадает в консолидацию. Дочернее общество включается в отчётность группы с даты, когда группа получила над ним контроль, а не с начала года. Если «Волжская упаковка» купила пензенскую фабрику в октябре 2023 года, в консолидированной отчётности за 2023 год окажутся только три последних месяца её работы, а за 2024 год уже все двенадцать. Это создаёт эф-

фект скачка, который не связан с ростом бизнеса, и о нём полезно помнить при сравнении лет.

Устройство «Волжской упаковки» Тамара Ивановна рисует прямо на распечатке. Наверху публичное акционерное общество в Самаре, акции которого торгуются на бирже. Ему на сто процентов принадлежат три завода: крупный завод гофрокартона в Самаре, завод гибкой упаковки в Тольятти и небольшая фабрика в Пензе, купленная в 2023 году. Материнская компания сама ничего не производит, она управляет заводами, ведёт продажи крупным клиентам и привлекает финансирование. Такая схема очень распространена в России.

Теперь разберём, откуда берётся разница в прибыли. По РСБУ самарский завод заработал за 2025 год девятьсот миллионов рублей, тольяттинский — четыреста пятьдесят миллионов, пензенская фабрика — пятьдесят миллионов. Материнская компания получила от заводов дивиденды на миллиард рублей и потратила около ста миллионов на собственное содержание, поэтому её прибыль составила девятьсот миллионов. Если просто сложить прибыли четырёх обществ, получится два миллиарда триста миллионов рублей.

Однако миллиард рублей из этой суммы — это дивиденды, которые заводы заплатили своей же материнской компании. Это те самые переводы из кошелька мужа в кошелёк жены, и при консолидации их нужно исключить. После исключения остаётся миллиард триста миллионов. Ещё пять-

десят миллионов добавляют различия в правилах учёта между российскими и международными стандартами, о которых мы поговорим чуть ниже. Так и получается миллиард триста пятьдесят миллионов рублей консолидированной прибыли по МСФО.

Марина пересчитывает всё на калькуляторе: девятьсот плюс четыреста пятьдесят плюс пятьдесят плюс девятьсот равно двум тысячам трёмстам. Минус тысяча внутригрупповых дивидендов — тысяча триста. Плюс пятьдесят миллионов корректировок — тысяча триста пятьдесят. Цифры сходятся, и впервые за последние дни Марина чувствует, что отчётность подчиняется логике, которую можно проверить. Для математика это очень приятное чувство.

Помимо дивидендов, при консолидации исключаются и другие внутригрупповые обороты. Если тольяттинский завод продаёт плёнку самарскому, который использует её в своей продукции, в отчётности каждого завода по РСБУ эта сделка отражается как выручка одного и расходы другого. Для группы в целом это не продажа, а внутреннее перемещение материалов, поэтому в консолидированной отчётности такая выручка исключается. Иначе группа могла бы раздувать выручку, просто перепродавая товары между своими дочерними компаниями.

По той же логике исключаются и внутригрупповые займы. Если материнская компания привлекла кредит в банке и дала заём самарскому заводу на строительство новой ли-

нии, в РСБУ материнской компании будет и долг перед банком, и требование к заводу, а в РСБУ завода будет долг перед материнской компанией. В консолидированной отчётности останется только долг перед банком, потому что заём внутри группы — это снова перекладывание денег между карманами. Для оценки долговой нагрузки, о которой пойдёт речь в одиннадцатой главе, нужна именно консолидированная картина.

Теперь о различиях в самих правилах учёта, которые дают ту самую разницу в пятьдесят миллионов. Первое различие связано с основными средствами. В РСБУ сроки полезного использования оборудования часто привязаны к налоговым правилам, а в МСФО — к реальному сроку службы. Если по российским правилам станок амортизируется за семь лет, а реально прослужит двенадцать, амортизация по РСБУ будет выше, а прибыль ниже. По МСФО картина будет обратной.

Второе различие касается переоценки активов и оценки по справедливой стоимости. МСФО во многих случаях требует или разрешает отражать финансовые вложения, инвестиционную недвижимость и некоторые другие активы по рыночной стоимости, и изменения этой стоимости попадают в прибыль. В РСБУ такая переоценка применяется реже. Из-за этого в удачный год прибыль по МСФО может быть выше за счёт неденежной переоценки, а в неудачный — ниже. Как отличать такие статьи от реальной прибыли, мы обсудим в пятой главе.

Третье различие исторически было связано с арендой. Долгое время по российским правилам аренда отражалась просто как расход, а по МСФО арендатор показывает в балансе актив в форме права пользования и соответствующее обязательство, а в отчёте о прибылях и убытках вместо арендных платежей — амортизацию и проценты. Сегодня российские стандарты в этом вопросе сблизились с международными, но детали всё равно различаются. Подробнее об аренде в балансе и денежном потоке поговорим в седьмой и девятой главах.

Четвёртое различие связано с отложенными налогами, обесценением активов, резервами и признанием выручки по сложным договорам. В каждом из этих вопросов у МСФО свои правила, которые чаще всего лучше отражают экономическую суть. Перечислять все различия бессмысленно, их десятки, и они интересны скорее бухгалтерам. Инвестору достаточно понимать, что прибыль по двум стандартам почти никогда не совпадает и что разница сама по себе не говорит о нарушениях.

Тамара Ивановна добавляет к этому важный практический момент.

Компании, которые используют МСФО, обычно показывают в примечаниях, как они считают ключевые статьи. Если разница между российской и международной прибылью в группе год за годом остаётся примерно постоянной, всё в порядке. Если вдруг резко увеличивается, стоит выяснить,

откуда она взялась. Иногда это переоценка, иногда обесценение, иногда изменение структуры группы. Любое из этих объяснений меняет ваше понимание бизнеса.

Теперь перейдём к вопросу, который напрямую касается кошелька акционера. Если для понимания бизнеса важна консолидированная отчётность, то для дивидендов важна отчётность материнской компании по РСБУ. По закону об акционерных обществах дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества, определяемой по данным бухгалтерской отчётности, то есть по РСБУ. Материнская компания не может заплатить дивиденды из прибыли своих заводов, пока эта прибыль не дошла до неё самой в виде дивидендов от дочерних обществ.

Именно поэтому в дивидендных политиках многих российских компаний встречается формулировка о выплате определённой доли прибыли по МСФО, но с оговоркой о наличии достаточной прибыли по РСБУ. «Волжская упаковка» платит акционерам сорок процентов консолидированной прибыли, то есть пятьсот сорок миллионов рублей. Для этого у материнской компании должно быть не меньше этой суммы в нераспределённой прибыли по РСБУ. В 2025 году её прибыль по РСБУ составила девятьсот миллионов, так что ограничения нет.

Теперь представьте себе совсем другую ситуацию. Допустим, в следующем году заводы решат оставить деньги у себя для модернизации и не заплатят материнской компа-

нии дивидендов. Консолидированная прибыль группы может остаться прежней, а прибыль материнской компании по РСБУ упадёт почти до нуля. Если в прошлые годы материнская компания уже распределила свою нераспределённую прибыль, ей будет не из чего платить дивиденды, сколько бы ни зарабатывала группа. Внимательный инвестор отслеживает обе цифры, чтобы не удивляться такому повороту.

Бывают и обратные ситуации, когда прибыль материнской компании по РСБУ выше консолидированной. Например, заводы могут заплатить материнской компании дивиденды из прибыли прошлых лет, или материнская компания может продать долю в дочернем обществе с большой прибылью, которая в консолидированной отчётности окажется гораздо меньше. Тогда у компании появляется возможность заплатить разовые высокие дивиденды. Такие ситуации трудно предсказать без внимательного чтения обеих отчётностей.

Закон об акционерных обществах ставит перед дивидендами и ещё одно ограничение, которое тоже считается по РСБУ. Компания не вправе объявлять дивиденды, если стоимость её чистых активов меньше уставного капитала и резервного фонда или станет меньше в результате выплаты. Для большинства прибыльных компаний это ограничение не актуально, но для компаний с накопленными убытками оно бывает решающим. Иногда группа в целом прибыльна, а материнское общество из-за прошлых списаний попадает под этот запрет. Проверить чистые активы можно по балансу ма-

теринской компании, и это занимает несколько минут.

Есть и практический вывод для тех, кто следит за дивидендами по новостям. Сообщение «прибыль по РСБУ за девять месяцев выросла втрое» у управляющей компании может означать только то, что дочерние общества раньше обычного перечислили ей дивиденды. Бизнес группы при этом мог не вырасти ни на рубль. Обратное тоже верно: падение прибыли материнской компании по РСБУ не всегда сигнал проблем, оно может быть следствием того, что заводы решили придержать деньги. Читатель, который понимает устройство группы, не поддаётся на такие заголовки.

Есть и ещё несколько случаев, когда РСБУ полезнее, чем кажется. Первый из них связан со скоростью. Отчётность по РСБУ публикуется раньше консолидированной, особенно промежуточная: многие компании раскрывают квартальную бухгалтерскую отчётность, даже если по МСФО отчитываются только за полугодие. Если у компании один основной завод, оформленный на материнское общество, квартальная РСБУ даёт свежую информацию о результатах на несколько недель раньше.

Второй случай связан с налогами. Налог на прибыль рассчитывается по данным налогового учёта, который ближе к РСБУ, чем к МСФО. Если вы хотите понять, сколько компания реально платит в бюджет и есть ли у неё налоговые льготы или убытки прошлых лет, которые уменьшают налоги, полезно посмотреть на отчётность отдельных обществ. Третий

случай — компании, которые вообще не публикуют МСФО. После 2022 года таких стало больше, и для их анализа РСБУ часто единственный доступный источник.

Четвёртый случай связан с крупными дочерними компаниями, которые сами торгуются на бирже. Если вы владеете акциями дочернего общества крупной группы, вам нужна его собственная отчётность, а не отчётность всей группы. Многие такие дочерние компании публикуют и РСБУ, и собственную консолидированную отчётность по МСФО, если у них есть свои дочерние общества. Здесь важно не перепутать документы и не принять цифры материнской группы за цифры дочерней компании.

Пятый случай касается банков, у которых отчётность по российским правилам выходит ежемесячно и даёт очень оперативную картину. Особенности банковской отчётности подробно разобраны в книге серии о банковском секторе, а здесь достаточно знать, что для некоторых отраслей российские стандарты служат главным источником свежих данных.

Стоит сказать и о том, что российские стандарты за последние годы сильно изменились. Министерство финансов последовательно вводит новые федеральные стандарты бухгалтерского учёта, сокращённо ФСБУ, которые сближают российские правила с международными. Новые стандарты затронули учёт аренды, основных средств, капитальных вложений, запасов и ряда других статей. Например, стандарт об аренде стал обязательным с 2022 года и ввёл в российский

учёт право пользования активом, привычное по МСФО.

Это сближение облегчает жизнь инвестору, но не устраняет главного различия. Даже при одинаковых правилах учёта отдельных статей отчётность по РСБУ остаётся отчётностью отдельного юридического лица, а МСФО даёт консолидированную картину группы. Кроме того, переход на новые стандарты вызывает разрывы в сопоставимости: цифры за годы до перехода и после него могут различаться не потому, что изменился бизнес, а потому, что изменились правила. Компании обычно описывают эффект перехода в примечаниях.

Если вы будете анализировать иностранные компании, вам встретится ещё один набор правил — американские общепринятые принципы бухгалтерского учёта. По смыслу они близки к МСФО, хотя различаются в деталях, например в учёте запасов и разработок. Для работы с российскими компаниями этого знания почти не понадобится, но полезно помнить, что прибыль американской компании и прибыль европейской компании тоже не всегда сопоставимы напрямую.

Ещё одна особенность, которая встречается в отчётности по МСФО и смущает новичков, — валюта представления. Российская компания, которая экспортирует большую часть продукции или имеет иностранных акционеров, может публиковать консолидированную отчётность в долларах, евро или юанях, хотя бухгалтерский учёт её российских обществ всё равно ведётся в рублях. В МСФО различают функци-

ональную валюту, то есть валюту основной экономической среды компании, и валюту представления, в которой показаны цифры. При пересчёте возникают курсовые разницы, которые отражаются в капитале и порой заметно меняют картину.

Для инвестора, который покупает акции за рубли и получает дивиденды в рублях, это создаёт дополнительную работу. Рост выручки в долларах может сопровождаться падением выручки в рублях, если рубль за год укрепился, и наоборот. Поэтому при анализе такой компании полезно пересчитывать ключевые цифры в рубли по среднему курсу года и сравнивать динамику в обеих валютах. «Волжская упаковка» работает на внутреннем рынке и отчитывается в рублях, так что Марине эта сложность пока не грозит, но при анализе экспортёров о ней стоит помнить с первой же страницы отчёта.

Обе отчётности публичной компании проходят аудит, и это часто вызывает вопрос: если аудитор подтвердил обе, почему цифры разные? Ответ на этот вопрос вы, по сути, уже знаете из примера с семейным бюджетом. Аудитор проверяет не то, совпадает ли прибыль по двум стандартам, а то, правильно ли применены правила каждого стандарта. Две верно составленные отчётности могут показывать разную прибыль так же, как два честных термометра показывают разную температуру, если один висит на солнце, а другой в тени. Вопрос не в том, какой из них врёт, а в том, что именно каждый из-

меряет.

Теперь о самой частой ошибке, которую совершают новички и которую в первый же день совершил Глеб. Он сравнивал две компании одной отрасли и обнаружил, что одна из них зарабатывает в два раза больше другой при похожей выручке. Глеб уже собирался купить акции более прибыльной компании, когда случайно заметил, что для первой он взял цифры из РСБУ материнского общества, а для второй — из консолидированной отчётности по МСФО. Когда он сравнил обе компании по МСФО, разница в прибыльности почти исчезла.

Глеб честно признаётся себе, что эта ошибка стоила бы ему денег, если бы он не заметил её случайно. Он вспоминает, сколько раз читал в чатах сравнения компаний «по прибыли» и ни разу не видел, чтобы автор указал стандарт. С этого дня Глеб заводит в своей таблице отдельный столбец, где для каждой цифры пишет три буквы: МСФ или РСБ. Решение простое, но оно избавляет от целого класса ошибок, которые иначе пришлось бы оплачивать собственными деньгами.

Ошибка Глеба типична, потому что агрегаторы и новостные заметки часто не указывают, по какому стандарту приведена цифра. Заголовок «прибыль компании выросла на сорок процентов» может относиться к РСБУ материнского общества, где рост объясняется дивидендами от дочерних компаний, а не ростом бизнеса. Правило простое: сравнивать

компании между собой и одну компанию во времени можно только по одному и тому же стандарту. Лучше всего по МСФО, если обе компании его публикуют.

Есть и более тонкая версия этой ошибки — сравнение консолидированной отчётности одного года с отчётностью другого года, когда между ними изменился состав группы. Если в 2023 году «Волжская упаковка» купила пензенскую фабрику, выручка группы выросла не только из-за роста продаж, но и за счёт добавления нового завода. Прямое сравнение выручки до и после покупки покажет рост, которого на самом деле не было на старых заводах. О том, как отделять такой рост от органического, мы поговорим в следующей главе.

Ещё одна ловушка связана с тем, что компании иногда меняют стандарт, по которому публикуют основную отчётность. Например, компания много лет выпускала МСФО, а потом перешла только на РСБУ, сославшись на право сокращённого раскрытия. Если в вашей таблице по годам смешаются цифры по разным стандартам, динамика будет искажена. Поэтому Марина в своей таблице для каждой строки записывает не только год и цифру, но и стандарт, по которому она взята.

Как же практически пользоваться двумя видами отчётности? Тамара Ивановна предлагает Марине простое правило, которым сама пользовалась на заводе. Для понимания бизнеса, его масштаба, рентабельности, долга и денежных по-

токов используйте консолидированную отчётность по МСФО. Для понимания того, сколько дивидендов может заплатить материнская компания и сколько налогов платит группа, смотрите РСБУ материнской компании и, при необходимости, крупных дочерних обществ. Для свежей промежуточной информации между отчётами по МСФО пользуйтесь квартальной РСБУ, если она отражает основной бизнес.

Это правило подходит для большинства производственных и торговых компаний, с которыми вам предстоит иметь дело. Для отраслей со своей спецификой, таких как банки, страховщики или девелоперы, порядок может немного отличаться, и отраслевые книги серии подробно рассказывают, какие документы там важнее. Однако сам принцип двух оптик работает везде: консолидированная картина для экономики бизнеса и отчётность отдельного общества для юридических ограничений и налогов.

Для «Волжской упаковки» это означает, что все расчёты рентабельности, денежного потока и оценки Марина будет вести по МСФО. Отчётность материнской компании по РСБУ она будет проверять раз в год, весной, перед решением совета директоров о дивидендах. Квартальная РСБУ заводов ей мало поможет, потому что заводы не публичны и их отчётность в разделе для инвесторов не публикуется. Зато в государственном ресурсе бухгалтерской отчётности годовые данные заводов найти можно, и это полезная проверка консолидированных цифр.

Здесь же уместно сказать о проверке достоверности. Сопоставление РСБУ отдельных обществ с консолидированной отчётностью — один из способов заметить нестыковки. Если консолидированная выручка группы вдруг оказывается заметно больше суммы выручки всех известных дочерних обществ, это странно, ведь при консолидации выручка может только уменьшиться за счёт исключения внутригрупповых продаж. Объяснение может быть безобидным, например у группы есть зарубежные или непубличные дочерние компании. Однако если объяснения нет, это повод для дополнительных вопросов.

Марина задаёт Тамаре Ивановне последний вопрос: не проще ли вообще забыть про РСБУ и пользоваться только МСФО? Тамара Ивановна качает головой и рассказывает историю из своей заводской жизни. Однажды группа, в которую входил её завод, показала отличную консолидированную прибыль, и акционеры ждали щедрых дивидендов. Однако материнская компания за год до этого списала крупную инвестицию в убыток по РСБУ, и её нераспределённая прибыль оказалась отрицательной. Дивиденды не заплатили, акции упали, а те, кто читал только МСФО, были в недоумении.

Похожие истории случаются и в обратную сторону. Тамара Ивановна вспоминает соседний завод, где консолидированная отчётность группы показала убыток из-за обесценения иностранного актива, а материнская компания по РСБУ

спокойно заработала на дивидендах от прибыльных дочерних обществ. Акционеры, которые смотрели только на убыток по МСФО, распродали акции в панике. Через два месяца совет директоров рекомендовал дивиденды из прибыли материнской компании, и котировки вернулись. Те, кто читал обе отчётности, не продавали и не удивлялись.

Эта история показывает главное: две отчётности не конкурируют, а дополняют друг друга. Одна показывает экономику бизнеса, другая — юридические возможности распределять деньги. Опытный инвестор держит в голове обе картины и понимает, как они связаны. Начинающему достаточно усвоить, что для оценки бизнеса нужна консолидированная отчётность, а для оценки дивидендов нужно хотя бы раз в год заглядывать в отчётность материнской компании.

Подведём итог всему, что мы разобрали в третьей главе.

РСБУ показывает каждое юридическое лицо отдельно и создавалась прежде всего для налогов и кредиторов. МСФО показывает группу как единое целое, исключает внутригрупповые обороты и ориентирована на инвесторов. Прибыль по двум стандартам почти всегда различается, и это нормально. Для оценки бизнеса используйте консолидированную отчётность, для понимания дивидендов — отчётность материнской компании по РСБУ, и никогда не сравнивайте цифры, взятые по разным стандартам. Если же разница между двумя прибылями внезапно меняется, ищите объяснение в примечаниях, прежде чем делать выводы.

Теперь Марина знает, какую отчётность открывать, и готова пройти по ней строка за строкой. Первая и главная строка отчёта о прибылях и убытках — выручка. Кажется, что о ней и говорить нечего: компания что-то продала и получила деньги. На деле выручка скрывает много интересного, и от того, как вы её прочитаете, зависят все дальнейшие выводы. Именно об этом пойдёт речь в следующей главе.

Глава 4. Выручка как начало всех цифр

Каждую субботу Глеб покупает овощи на рынке у одного и того же фермера по имени Ефим, крепкого мужчины лет шестидесяти, который двадцать лет выращивает картофель, морковь и капусту под Новосибирском. Однажды, пока Ефим взвешивает картошку, Глеб спрашивает, как у него идут дела в этом году. Фермер отвечает, что выручка выросла почти на треть, и Глеб уже готов поздравить его, но Ефим машет рукой. Он объясняет, что продал почти столько же килограммов, сколько в прошлом году, просто цены выросли, а солярка, семена и удобрения подорожали ещё сильнее. Глеб уходит с пакетом картошки и неожиданной мыслью о том, что рост выручки может ничего не значить.

Через неделю этот разговор всплывает в его голове, когда он читает пресс-релиз очередной компании с заголовком о рекордной выручке. Раньше Глеб счёл бы такую новость однозначно хорошей. Теперь он задаёт себе вопросы, которые подсказал ему фермер: выросли продажи в штуках или только цены, не подорожали ли расходы ещё быстрее, не купила ли компания конкурента. Ответы на эти вопросы спрятаны в отчётности, и сегодня мы научимся их находить.

Выручка, которую в отчётности по МСФО обычно назы-

вают выручкой по договорам с покупателями, — это сумма, которую компания получила или должна получить за проданные товары и оказанные услуги в ходе обычной деятельности. Ключевые слова здесь «в ходе обычной деятельности». Если «Волжская упаковка» продала коробки молочному комбинату, это выручка. Если она продала старый склад, который больше не нужен, это не выручка, а прочий доход, который показывается в отчёте отдельно. Смешивать эти вещи нельзя, иначе разовая продажа имущества будет выглядеть как рост бизнеса.

Выручка стоит в самой верхней строке отчёта о прибылях и убытках, поэтому её называют верхней строкой. Из неё вычитаются все расходы, и в конце остаётся прибыль. Всё, что происходит ниже, зависит от выручки: если компания не продаёт, ей нечем покрывать затраты на сырьё, зарплаты, проценты и налоги. Поэтому анализ любой компании начинается с вопроса о том, откуда берутся её продажи и насколько они устойчивы.

Важный вопрос, который редко задают новички, звучит так: в какой момент продажа становится выручкой. Интуитивно кажется, что выручка появляется, когда деньги пришли на счёт. На самом деле по международным стандартам выручка признаётся в момент, когда покупатель получает контроль над товаром или услугой, а это может случиться и раньше, и позже поступления денег. Если «Волжская упаковка» отгрузила коробки в декабре, а молочный комбинат

заплатит за них в феврале, выручка относится к декабрю. Неоплаченная сумма в это время числится в балансе как дебиторская задолженность.

Обратная ситуация тоже встречается часто. Допустим, крупный кондитерский комбинат в середине декабря перечислил «Волжской упаковке» триста миллионов рублей предоплаты за плёнку, которую та отгрузит в январе. Деньги на счёт пришли, но выручкой 2025 года они не являются, потому что товар ещё не передан. В балансе на 31 декабря эти триста миллионов будут числиться как обязательство перед покупателем, которое в отчётности называют авансами полученными или обязательствами по договору. Выручкой они станут в январе, когда плёнка уедет к заказчику.

Правило о передаче контроля кажется техническим, но оно защищает инвестора от искажений. Если бы компании могли признавать выручку по поступлению денег, они бы в конце года просили клиентов о предоплате, чтобы показать красивый рост. Если бы они могли признавать её по подписанию договора, то показывали бы выручку по сделкам, которые ещё не исполнены и могут сорваться. Стандарт требует, чтобы выручка отражала реально выполненную работу, и это делает её самой надёжной строкой в отчёте, хотя и здесь бывают злоупотребления, о которых мы поговорим в четырнадцатой главе.

Ещё одна деталь, о которой полезно знать, касается скидок и бонусов. Многие компании предоставляют крупным

покупателям ретроспективные скидки за объём: если клиент за год купил больше определённого количества, он получает возврат части оплаты. По стандартам такие бонусы уменьшают выручку, а не показываются отдельным расходом. «Волжская упаковка» платит пяти крупнейшим клиентам бонусы около двух процентов от их закупок, и в отчёте вы видите выручку уже за вычетом этих сумм. Если компания резко увеличивает бонусы, чтобы удержать клиентов, это отражается в замедлении выручки и в снижении средней цены.

Наконец, выручка в отчётности показывается без налога на добавленную стоимость. Покупатель платит «Волжской упаковке» сумму с налогом, но налог компания перечисляет в бюджет, и её выручкой он не является. Это важно помнить, когда вы пытаетесь оценить выручку по прайс-листам или по ценам, которые видите в магазине. Если вы перемножите объём на розничную цену с налогом, получите завышенную цифру, и все дальнейшие расчёты окажутся неверными.

Для долгосрочных проектов правила сложнее. Строительная компания, которая три года возводит завод для заказчика, не может ждать сдачи объекта, чтобы признать всю выручку разом. Обычно такая выручка признаётся постепенно, по мере выполнения работ, например пропорционально понесённым затратам. Это разумно, но оставляет компании простор для оценок: насколько процентов готов объект, сколько ещё потребуется затрат. Если вы анализируете компанию с длинными проектами, читайте примечание о выруч-

ке особенно внимательно.

Перейдём к главному инструменту анализа выручки, который подсказал Глебу фермер. Любую выручку можно разложить на два множителя: объём продаж и среднюю цену. Объём измеряется в натуральных единицах: тоннах, квадратных метрах, штуках, абонентах, пассажирах. Цена — это средняя сумма, которую компания получает за единицу.

Произведение объёма на цену и есть выручка. Если вы знаете, как изменился каждый из множителей, вы понимаете природу роста.

Вернёмся к Ефиму с его картошкой и представим его год в цифрах. В прошлом году он продал сорок тонн овощей по средней цене двадцать пять рублей за килограмм и выручил миллион рублей. В этом году он продал сорок одну тонну по тридцать два рубля и выручил миллион триста двенадцать тысяч. Выручка выросла на тридцать с лишним процентов, но объём вырос лишь на два с половиной процента, а всё остальное дал рост цен. Это и есть та простая картинка, которая будет сопровождать нас всю главу: прилавок фермера, где выручка складывается из килограммов и цены за каждый из них.

Различие между двумя множителями важнее, чем кажется на первый взгляд. Рост за счёт объёма обычно говорит о том, что компания отвоёвывает долю рынка, выходит на новые рынки или запускает новые мощности. Такой рост устойчив, пока есть спрос.

Рост за счёт цены может говорить о ценовой власти компании, а может просто отражать общую инфляцию или скачок цен на сырьё, который компания переложила на покупателей. Если цены вырастут у всех, а потом упадут, выручка вернётся назад вместе с ними. Объём, отвоёванный у конкурентов, уходит гораздо медленнее.

«Волжская упаковка» раскрывает объёмы продаж в презентации, и Марина легко раскладывает её рост. В 2025 году выручка выросла с десяти с половиной до двенадцати миллиардов рублей, то есть на четырнадцать и три десятых процента. Объём продаж в натуральном выражении вырос на шесть процентов, а средняя цена — на семь и восемь десятых процента. Проверить легко: 1,06 умножить на 1,078 равно примерно 1,143. Значит, чуть меньше половины роста дал объём, а чуть больше половины — цена.

У объёма есть естественный потолок, о котором легко забыть. Компания не может продать больше, чем способны произвести её заводы, и если мощности загружены почти полностью, рост объёмов в ближайшие годы возможен только после строительства новых линий. «Волжская упаковка» сообщает в годовом отчёте, что загрузка её гофроагрегатов в 2025 году составила около восьмидесяти пяти процентов. Значит, запас для роста без крупных вложений ещё есть, но он не безграничен, и через два-три года компании придётся решать, где и на что строить новые мощности. Эта мысль пригодится нам, когда мы будем прогнозировать выручку в

восемнадцатой главе.

Средняя цена, в свою очередь, меняется не только из-за того, что компания поднимает прайс-лист. Она зависит и от ассортимента, то есть от того, какие товары составляют продажи. Если доля дорогой продукции растёт, средняя цена увеличивается даже без всякого повышения цен на отдельные позиции. Аналитики называют это эффектом структуры продаж.

Квадратный метр многослойной плёнки с печатью стоит дороже квадратного метра простого картона, поэтому сдвиг продаж «Волжской упаковки» в сторону гибкой упаковки сам по себе поднимает среднюю цену. Часть из тех семи и восьми десятых процента, которые Марина приписала росту цен, на деле объясняется именно этим сдвигом. Эффект структуры работает и в обратную сторону: если компания начинает продавать больше дешёвых товаров, средняя цена падает, хотя прайс-лист не менялся. Розничная сеть, в которой покупатели переключились с дорогих продуктов на собственные марки, видит снижение среднего чека без всякого снижения цен. Поэтому, прежде чем делать вывод о ценовой политике компании, полезно посмотреть, не изменился ли состав её продаж, и если компания раскрывает объёмы по видам продукции, пересчитать цены отдельно для каждого вида.

Марина записывает в свою таблицу вопрос: почему выросли цены? Ответ находится в презентации, где компания

объясняет, что подорожали целлюлоза для картона и полимеры для плёнки, и компания переложила рост себестоимости на покупателей. Это хорошая новость в том смысле, что у «Волжской упаковки» хватило рыночной силы поднять цены. Однако это означает и то, что часть роста выручки не принесёт дополнительной прибыли, потому что расходы выросли вместе с ней. Насколько удачно компания справилась с этим, мы узнаем в следующих главах, когда дойдём до маржи.

Второй инструмент анализа выручки — сегменты. Почти любая крупная компания занимается несколькими видами деятельности или работает в нескольких регионах. По международным стандартам компания обязана раскрывать информацию об операционных сегментах, то есть о тех частях бизнеса, результаты которых руководство отдельно анализирует при принятии решений. В примечании о сегментах обычно указаны выручка, операционная прибыль, а иногда активы и капитальные затраты по каждому сегменту.

У «Волжской упаковки» два сегмента: гофрокартон и гибкая упаковка. В 2025 году первый принёс семь миллиардов восемьсот миллионов рублей выручки, второй — четыре миллиарда двести миллионов. Годом ранее цифры составляли семь миллиардов и три с половиной миллиарда соответственно. Получается, что гофрокартон вырос на одиннадцать с небольшим процентов, а гибкая упаковка — на двадцать процентов. Доля гибкой упаковки в выручке выросла

с тридцати трёх до тридцати пяти процентов.

Для Марины это важное открытие. Компания, которую она воспринимала как картонную фабрику, всё больше превращается в производителя гибкой упаковки, и именно этот сегмент растёт быстрее. Если у гибкой упаковки выше рентабельность, то сдвиг структуры будет улучшать результаты всей компании. Если ниже, рост этого сегмента может даже ухудшать среднюю маржу. Ответ на этот вопрос есть в том же примечании, в строке операционной прибыли по сегментам, и мы вернёмся к нему в шестой главе.

Сегменты бывают не только продуктовыми, но и географическими. Многие компании раскрывают выручку по регионам или странам, и эта информация особенно важна для экспортёров. Если половина выручки приходится на зарубежные рынки, компания зависит от курса рубля, пошлин, логистики и спроса в других странах. «Волжская упаковка» продаёт почти всё внутри страны: около семидесяти процентов в Поволжье, около двадцати процентов в центральных регионах и около десяти в остальных. Это делает её бизнес проще для анализа, но ограничивает возможности роста размером регионального рынка.

Третий инструмент — разделение роста на органический и приобретённый. Органическим называют рост выручки существующего бизнеса за счёт увеличения продаж и цен. Приобретённым — рост за счёт покупки других компаний. Оба вида роста законны, но значат для инвестора совершен-

но разное. Органический рост говорит о силе самого бизнеса, а приобретённый — о том, что компания потратила деньги на покупку чужой выручки, и вопрос в том, по какой цене.

Помните пензенскую фабрику, которую «Волжская упаковка» купила в октябре 2023 года? В отчётности за 2023 год она успела проработать в составе группы только три месяца и принесла около ста пятидесяти миллионов рублей выручки. В 2024 году она проработала весь год и принесла около шестисот миллионов. Общая выручка группы выросла с девяти миллиардов в 2023 году до десяти с половиной миллиардов в 2024 году, то есть на шестнадцать и семь десятых процента. Звучит впечатляюще, но давайте отделим органику.

Без пензенской фабрики выручка старых заводов составила восемь миллиардов восемьсот пятьдесят миллионов в 2023 году и девять миллиардов девятьсот миллионов в 2024 году. Органический рост, таким образом, составил около одиннадцати и девяти десятых процента, а остальные почти пять процентных пунктов дала покупка. Компании иногда сами раскрывают органический рост, но если не раскрывают, его можно примерно оценить, найдя в примечаниях выручку купленных компаний. Марина делает этот расчёт и понимает, что пресс-релиз 2024 года с цифрой почти в семнадцать процентов немного приукрашивал реальность.

Отдельный источник искажений — курсы валют. Если компания продаёт часть продукции за рубежом в долларах или юанях, ослабление рубля автоматически увеличивает её

рублёвую выручку, даже если продажи в натуральном выражении и валютные цены не изменились. Допустим, экспортёр продал товаров на сто миллионов долларов два года подряд, а средний курс вырос с восьмидесяти до девяноста рублей. Выручка в рублях выросла с восьми до девяти миллиардов рублей, то есть на двенадцать с половиной процентов, без всякого роста бизнеса. При укреплении рубля работает обратный эффект.

Курсовой эффект не плох и не хорош сам по себе, он просто требует понимания. Для экспортёра слабый рубль увеличивает выручку, но часто увеличивает и некоторые расходы, например на импортное оборудование. Инвестору важно не перепутать курсовой рост с органическим и не экстраполировать его в будущее. Если в прогнозе на следующий год вы заложите тот же темп роста выручки, а рубль укрепится, вы сильно переоцените компанию.

Четвёртый инструмент — анализ качества выручки. Два рубля выручки могут быть совсем не равноценны с точки зрения инвестора. Рубль, полученный по долгосрочному контракту от сотни постоянных клиентов, ценнее рубля, полученного от одного крупного заказчика по разовой сделке. Аналитики говорят о качестве выручки, имея в виду её устойчивость, предсказуемость и повторяемость. Компании с качественной выручкой обычно оцениваются дороже, потому что их будущее легче прогнозировать.

Первый признак качества — концентрация клиентов. Ес-

ли на одного покупателя приходится треть выручки, компания очень уязвима: этот покупатель может уйти к конкуренту, обанкротиться или потребовать большую скидку, и компания вынуждена будет согласиться. По международным стандартам компания обязана раскрывать информацию о крупных покупателях, на каждого из которых приходится десять и более процентов выручки. У «Волжской упаковки» такой покупатель один, крупный молочный холдинг, и на него приходится двенадцать процентов выручки. На пять крупнейших клиентов приходится около трети.

Для упаковочной компании это умеренная концентрация. Потеря крупнейшего клиента была бы болезненной, но не смертельной, ведь двенадцать процентов выручки можно постепенно восполнить новыми заказчиками. Совсем другое дело — компания, которая поставляет комплектующие одному автозаводу и получает от него семьдесят процентов выручки. Её судьба полностью зависит от решений одного покупателя, и любая оценка её бизнеса должна учитывать этот риск.

Второй признак качества выручки связан с её повторяемостью. Компания, которая продаёт товары повседневного спроса или подписки, получает выручку каждый месяц от одних и тех же клиентов. Компания, которая строит уникальные объекты или продаёт дорогое оборудование, каждый год начинает почти с нуля и должна заново искать заказы. Упаковка относится к первому типу: молочный ком-

бинат будет покупать коробки каждую неделю, пока продаёт молоко, и вряд ли станет менять поставщика без серьёзной причины, ведь новые коробки придётся заново тестировать на линиях розлива.

Третий признак качества — условия контрактов. Если у компании долгосрочные договоры с фиксированными объёмами и механизмом пересмотра цен вслед за сырьём, её выручка хорошо защищена. Если договоры годовые и цены каждый раз согласуются заново, компания больше зависит от переговорной силы клиентов. «Волжская упаковка» работает в основном по годовым договорам с ежеквартальной индексацией цен вслед за стоимостью целлюлозы и полимеров. Это объясняет, почему ей удалось переложить рост сырья на покупателей.

Ещё одна полезная деталь, которую можно найти в примечаниях, — портфель заказов или обязательства по договорам, которые компания должна исполнить в будущем. Для строительных, машиностроительных и некоторых сервисных компаний это ключевой показатель. Если портфель заказов растёт быстрее выручки, будущая выручка, скорее всего, тоже будет расти. Если портфель сокращается, это ранний сигнал замедления, который проявится в выручке только через год или два.

Пятый инструмент анализа связан с учётом сезонности. Многие бизнесы продают неравномерно в течение года. Розничные сети получают значительную часть выручки в декаб-

ре, строительные компании активнее работают летом, производители кондиционеров продают их весной и в начале лета. У «Волжской упаковки» тоже есть сезонность: летом растёт спрос на упаковку для напитков, мороженого и овощей, а в конце года — на упаковку для праздничных наборов и кондитерских изделий. Самым слабым обычно бывает первый квартал.

Из-за сезонности сравнивать квартал с предыдущим кварталом почти бессмысленно. Если выручка во втором квартале выросла на двадцать процентов по сравнению с первым, это может быть просто сезонный эффект, который повторяется каждый год. Правильно сравнивать квартал с тем же кварталом прошлого года, и аналитики называют такое сравнение «год к году». Для полугодовой отчётности то же самое: первое полугодие сравнивается с первым полугодием прошлого года.

Ещё один полезный приём — смотреть на выручку за последние двенадцать месяцев. Для этого к годовой выручке прошлого года прибавляют выручку текущего полугодия и вычитают выручку того же полугодия прошлого года. Получается скользящая годовая сумма, которая не зависит от сезонности и обновляется с каждой новой отчётностью. Этим приёмом мы будем пользоваться и для других показателей, когда дойдём до мультипликаторов.

Теперь о тонкости, которая сильно влияет на сравнение компаний между собой. Некоторые компании продают не

свои товары, а выступают посредником между продавцом и покупателем. Туристическое агентство продаёт путёвку за сто тысяч рублей, но из них девяносто тысяч уходят туроператору. Маркетплейс продаёт товар продавца и оставляет себе комиссию. Вопрос в том, какую сумму считать выручкой посредника: всю стоимость продажи или только его вознаграждение.

Международные стандарты отвечают на этот вопрос через понятия принципала и агента. Если компания контролирует товар до передачи покупателю, несёт риски, устанавливает цену и отвечает перед покупателем за качество, она принципал и показывает выручку в полной сумме. Если она лишь организует продажу чужого товара, она агент и показывает выручку только в размере своего вознаграждения. Разница в цифрах может быть огромной: у одного и того же бизнеса выручка может составлять сто миллиардов при валовом признании и десять миллиардов при агентском.

Для инвестора это означает, что выручку разных компаний нельзя сравнивать без понимания того, как она признаётся. Если две компании одной отрасли показывают маржу пять и пятьдесят процентов, возможно, одна признаёт выручку валово, а другая агентски, а реальная эффективность у них похожа. Кроме того, компания может менять модель признания при переходе к новой бизнес-модели, и тогда выручка резко падает или растёт без изменения реальных продаж. Подробнее о посредниках расскажут книги серии о ри-

тейле и технологическом секторе.

Шестой инструмент — сравнение роста выручки с инфляцией. В экономике, где цены растут на несколько процентов в год, номинальный рост выручки обманчив. Если выручка компании выросла на восемь процентов, а цены в экономике за тот же год выросли на восемь процентов, реальный бизнес компании не изменился. Она продала столько же, просто каждая единица стала стоить дороже в рублях. Чтобы понять, растёт ли компания по-настоящему, нужно сравнивать её рост с инфляцией.

Допустим, инфляция в экономике за 2025 год составила условные восемь процентов. Номинальный рост выручки «Волжской упаковки» составил четырнадцать и три десятых процента. Реальный рост можно примерно оценить, разделив 1,143 на 1,08, что даёт около 1,058, то есть рост на пять и восемь десятых процента. Интересно, что это почти совпадает с ростом объёмов в натуральном выражении, который составил шесть процентов. Цены компании выросли примерно вместе с инфляцией, а реальный рост дал именно объём.

Этот расчёт полезен ещё и тем, что помогает понять поведение компании в будущем. Если инфляция замедлится, номинальный рост выручки тоже замедлится, даже если объёмы продолжат расти прежними темпами. Новички часто ошибаются, экстраполируя номинальный рост прошлых лет в будущее, не учитывая, что часть этого роста была инфляционной. Если в прошлом году выручка выросла на пятна-

дцать процентов при инфляции в восемь, а в следующем году инфляция ожидается на уровне четырёх, разумно ожидать номинального роста около одиннадцати процентов, а не пятнадцати.

Особенно опасна инфляционная иллюзия в периоды высокой инфляции. Компании показывают рекордную выручку, и это создаёт ощущение процветания. На деле реальные продажи могут стоять на месте или даже падать. Обратите внимание, что инфляция для конкретной компании может отличаться от общей инфляции в экономике. Для «Волжской упаковки» важнее не потребительские цены, а цены на целлюлозу и полимеры, которые могут расти быстрее или медленнее общего уровня.

Седьмой инструмент — сравнение роста выручки компании с ростом её рынка. Компания может расти на десять процентов в год и при этом терять долю рынка, если сам рынок растёт на пятнадцать. Бывает и наоборот: компания может расти на три процента и наращивать долю, если рынок сокращается. Рост доли рынка обычно говорит о конкурентных преимуществах, а её потеря — о проблемах, которые рано или поздно отразятся на прибыли.

Данные о размере рынков можно найти в отраслевых обзорах, в годовых отчётах самих компаний, которые любят рассказывать о своей доле, в материалах отраслевых ассоциаций и официальной статистике. Точных цифр часто нет, приходится работать с оценками. По данным, которые

«Волжская упаковка» приводит в годовом отчёте, рынок гофрокартона в Поволжье в 2025 году вырос в натуральном выражении примерно на три процента. Объём продаж самой компании в гофрокартоне вырос примерно на пять процентов, значит, её доля немного увеличилась.

К цифрам доли рынка, которые компании приводят о себе, стоит относиться осторожно. Каждая компания выбирает определение рынка, на котором её доля выглядит внушительнее. «Лидер рынка» может оказаться лидером в узкой нише одного региона. Доля рынка «по оценкам компании» может быть рассчитана на данных, которые никто не проверял. Если вам важна эта цифра, попробуйте сверить её с независимыми источниками или хотя бы с оценками конкурентов.

Глеб, вдохновлённый разговором с фермером, решает проверить компанию, акции которой он присматривает к покупке. Её пресс-релиз сообщает о росте выручки на тридцать два процента. Глеб открывает примечание о сегментах и выясняет, что в середине прошлого года компания купила конкурента, без которого рост составил бы около девяти процентов. Затем он находит курсовой эффект: компания продаёт четверть продукции за рубеж, и ослабление рубля добавило ещё около четырёх процентных пунктов. Органический рост в постоянных курсах оказался скромнее пяти процентов.

Пять процентов при инфляции около восьми процентов означают реальное сокращение продаж. Глеб, который ещё

месяц назад купил бы эти акции по заголовку, теперь откладывает решение и записывает в заметки свой первый самостоятельный вывод. Выручка выросла на треть, но бизнес не вырос. Это не значит, что акции обязательно плохие, ведь оценка зависит ещё и от цены. Однако покупать их ради «роста», о котором кричит заголовок пресс-релиза, точно не стоит.

Разберём типичные ошибки новичков при анализе выручки, которые мы уже встретили в этой главе. Первая — путать выручку с поступлением денег и с прибылью. Выручка признаётся при передаче товара, деньги могут прийти позже, а прибыль появляется только после вычета всех расходов. Компания может наращивать выручку и при этом терять деньги, если продаёт себе в убыток или раздаёт отсрочки ненадёжным клиентам.

Вторая ошибка — радоваться росту выручки, не разложив его на объём и цену, органику и покупки, реальный рост и инфляцию, курсовой эффект и бизнес. Третья ошибка — сравнивать квартал с соседним кварталом, игнорируя сезонность. Четвёртая — сравнивать выручку компаний, которые признают её по-разному, например агентски и валово. Пятая — не замечать концентрации клиентов, которая делает даже большую выручку хрупкой. Каждая из этих ошибок по отдельности кажется мелочью, но вместе они способны превратить посредственную компанию в «историю роста» в глазах неопытного инвестора, и расплачиваться за эту иллюзию

придётся потом его собственными деньгами.

Шестая ошибка — смотреть на один год. Рост на двадцать процентов после падения на тридцать не означает, что компания выросла, ведь она даже не вернулась к уровню двухлетней давности. Проверить легко: сто рублей минус тридцать процентов дают семьдесят, плюс двадцать процентов дают восемьдесят четыре рубля. Чтобы увидеть настоящую динамику, нужна история за пять лет и более, и именно поэтому так важен архив отчётов, о котором мы говорили во второй главе.

Марина подводит итоги своего анализа выручки «Волжской упаковки». Компания растёт быстрее инфляции и быстрее рынка, причём реальный рост обеспечен объёмами продаж. Самый быстрорастущий сегмент — гибкая упаковка.

Концентрация клиентов умеренная, выручка повторяемая, контракты позволяют перекладывать рост сырья на покупателей. Рост 2024 года был частично куплен, но рост 2025 года уже полностью органический, потому что пензенская фабрика работала в составе группы оба года. Марина отмечает этот вывод в таблице зелёным цветом, чтобы потом не путать два года между собой.

Для первой серьёзной строки отчёта это неплохой результат. Однако выручка — только начало пути, и хорошая выручка не гарантирует хорошей прибыли. Между выручкой и чистой прибылью стоят себестоимость, коммерческие и управленческие расходы, проценты, курсовые разницы и на-

логи. Каждый из этих расходов может съесть рост выручки целиком, и у многих компаний именно так и происходит.

Подведём итог тому, что мы узнали о выручке. Она признаётся в момент передачи контроля над товаром, а не при поступлении денег. Её рост нужно раскладывать на объём и цену, на органический и приобретённый, на реальный и инфляционный, а для экспортёров ещё и учитывать курсовой эффект. Качество выручки зависит от концентрации клиентов, повторяемости продаж и условий контрактов. Сравнивать периоды нужно с учётом сезонности, а компании между собой — с учётом способа признания выручки.

Следующий шаг — спуститься по отчёту о прибылях и убытках от верхней строки до нижней. Марина уже знает, что на каждом этапе этого спуска что-то теряется: сначала себестоимость, потом расходы на продажи и управление, потом проценты и налоги. Как устроена эта лестница и что происходит на каждой её ступеньке, мы разберём в пятой главе.

Глава 5. Путь от выручки к чистой прибыли

На последнем уроке перед каникулами Марина решает отвлечь одиннадцатиклассников от ёлки и подарков задачей, которую придумала накануне. Она рисует на доске большую кастрюлю компота, сваренного на семейный праздник, и очередь родственников с кружками. Первой подходит бабушка, которая покупала фрукты и сахар, за ней тётя, которая полдня стояла у плиты, потом дядя, одолживший кастрюлю, а в самом конце — налоговый инспектор, который почему-то тоже пришёл на праздник. Ученица по имени Соня поднимает руку и спрашивает, сколько компота останется хозяевам дома. Марина улыбается: именно этот вопрос и задаёт себе каждый инвестор, читающий отчёт о прибылях и убытках.

Кастрюля компота — наша главная картинка в этой главе.

В кастрюлю наливается выручка, то есть всё, что компания получила от покупателей. Дальше к кастрюле по очереди подходят те, кто помог её наполнить. Поставщики сырья и рабочие забирают свою долю первыми, затем продавцы и управленцы, затем банки, давшие деньги взаймы, а последним государство в виде налога на прибыль. Всё, что осталось на дне, принадлежит акционерам, то есть вам. Отчёт о прибылях и убытках показывает, сколько забрал каждый из

участников очереди.

Структура отчёта о прибылях и убытках похожа на лестницу, по которой мы спускаемся от верхней строки к нижней. Наверху стоит выручка, о которой мы говорили в прошлой главе. Ниже идут себестоимость и валовая прибыль, затем коммерческие и управленческие расходы и операционная прибыль, затем финансовые доходы и расходы и прибыль до налогообложения, затем налог и, наконец, чистая прибыль. На каждой ступени из кастрюли кто-то отливает свою долю, и на каждой ступени аналитик задаёт свои вопросы.

Стоит сразу сказать, что не все компании строят отчёт одинаково. Международные стандарты разрешают группировать расходы двумя способами: по функциям, то есть по тому, для чего они понесены, и по характеру, то есть по тому, на что потрачены деньги. В первом случае вы увидите себестоимость, коммерческие и управленческие расходы. Во втором — затраты на сырьё, оплату труда, амортизацию и прочее без деления на производство и продажи. Компании, которые выбирают группировку по функциям, обычно раскрывают расходы по характеру в примечаниях, так что информацию можно найти в любом случае.

Взгляд на расходы по характеру полезен тем, что показывает, на что компания тратит деньги в целом, независимо от того, в каком подразделении это происходит. «Волжская упаковка» раскрывает такую разбивку в примечаниях. Все-

го за 2025 год её операционные расходы составили девять миллиардов семьсот миллионов рублей. Из них сырьё и материалы — пять миллиардов двести миллионов, оплата труда всех сотрудников с налогами и взносами — около миллиарда восьмисот миллионов, энергия — семьсот миллионов, амортизация — семьсот миллионов, транспорт — четыреста пятьдесят миллионов, прочие расходы — около восьмисот пятидесяти миллионов.

Из этой разбивки сразу видно, к каким внешним переменам компания чувствительна сильнее всего. Если сырьё подорожает на десять процентов и компания не сможет переложить это на покупателей, её операционная прибыль сократится на пятьсот двадцать миллионов рублей, то есть почти на четверть. Если зарплаты вырастут на десять процентов, прибыль снизится на сто восемьдесят миллионов, то есть менее чем на восьмую часть. Такой расчёт на салфетке помогает понять, за какими новостями отрасли следить в первую очередь, и Марина решает отныне внимательно читать сводки о ценах на целлюлозу и полимеры.

«Волжская упаковка» группирует расходы по функциям, и её отчёт за 2025 год Марина переписывает в свою таблицу целиком. Выручка составила двенадцать миллиардов рублей, себестоимость — восемь миллиардов четыреста миллионов, валовая прибыль — три миллиарда шестьсот миллионов. Коммерческие расходы — шестьсот миллионов, управленческие — семьсот миллионов, операционная прибыль —

два миллиарда триста миллионов.

Ниже по отчёту идут финансовые статьи. Процентные расходы — пятьсот миллионов, процентные доходы — пятьдесят миллионов, курсовые разницы и прочее — минус пятьдесят миллионов. Прибыль до налога — миллиард восемьсот миллионов, налог — четыреста пятьдесят миллионов, чистая прибыль — миллиард триста пятьдесят миллионов.

Первая ступень лестницы — себестоимость продаж. В неё входят расходы, напрямую связанные с производством проданной продукции: сырьё и материалы, энергия, зарплата рабочих, амортизация производственного оборудования, ремонт и обслуживание цехов. Для «Волжской упаковки» это целлюлоза и макулатура для картона, полимеры для плёнки, краски, электричество и газ для сушки, зарплата операторов гофроагрегатов и печатных машин. Себестоимость — самая крупная статья расходов почти у любой производственной компании.

В примечаниях «Волжская упаковка» раскрывает, из чего состоит её себестоимость. Сырьё и материалы обошлись в пять миллиардов двести миллионов рублей, энергия — в семьсот миллионов, оплата труда производственного персонала с налогами и взносами — в миллиард триста миллионов, амортизация производственного оборудования — в шестьсот миллионов, прочие производственные расходы — в шестьсот миллионов. Всего восемь миллиардов четыреста миллионов. Марина сразу видит, что почти две трети себе-

стоимости приходится на сырьё, а значит, именно его цена определяет судьбу прибыли компании.

Это знание сразу отвечает на вопрос, который Марина записала в прошлой главе. Компания подняла цены на семь и восемь десятых процента, потому что подорожало сырьё. Если сырьё подорожало примерно на столько же, а его доля в себестоимости около шестидесяти двух процентов, то рост цен для покупателей с запасом покрыл удорожание сырья. Остаток пошёл на покрытие роста зарплат и энергии и, возможно, немного увеличил прибыль. Детальный разбор этой арифметики мы проведём в следующей главе, когда будем говорить о марже.

Валовая прибыль — это выручка минус себестоимость. У «Волжской упаковки» она составила три миллиарда шестьсот миллионов рублей. Эта ступень показывает, сколько компания зарабатывает непосредственно на производстве и продаже продукции, ещё до расходов на доставку, рекламу, управление и финансирование. Если валовая прибыль мала или отрицательна, компания продаёт товары дешевле, чем они ей обходятся, и никакая экономия на офисе её не спасёт.

Вторая ступень лестницы, которая идёт после валовой прибыли, — коммерческие расходы. Это затраты, связанные с продажей продукции: доставка до покупателей, зарплата менеджеров по продажам, реклама, участие в выставках, комиссии посредникам. Для «Волжской упаковки» главная часть коммерческих расходов — логистика, ведь короб-

ки объёмны и лёгки, и их перевозка обходится недёшево. В 2025 году компания потратила на доставку четыреста пятьдесят миллионов рублей, а на остальные коммерческие расходы — сто пятьдесят миллионов.

Коммерческие расходы особенно важны для компаний, работающих с конечными потребителями. Производители продуктов питания, бытовой химии и одежды тратят на рекламу и продвижение огромные суммы, и рост этих расходов может съесть всю выгоду от роста продаж. У компаний, продающих другим компаниям, как «Волжская упаковка», коммерческие расходы обычно скромнее и связаны в основном с логистикой. Однако и здесь бывают сюрпризы: если компания начинает выходить в далёкие регионы, расходы на доставку растут быстрее выручки.

Третья ступень, на которой из кастрюли отливают свою долю, — управленческие расходы. Сюда относятся затраты на содержание управляющей компании: зарплата руководства, бухгалтерии, юристов, отдела кадров, аренда офиса, информационные системы, аудит, консультации. У «Волжской упаковки» они составили семьсот миллионов рублей, из которых около четырёхсот пятидесяти миллионов — зарплата с налогами и взносами, около ста миллионов — амортизация офиса и программного обеспечения, а остальное — прочие расходы.

Управленческие расходы любопытны тем, что слабо зависят от объёма продаж. Компания, которая продаёт на десять

процентов больше, не обязательно нанимает на десять процентов больше бухгалтеров. Поэтому при росте бизнеса доля управленческих расходов в выручке обычно снижается. Если же она растёт без видимых причин, стоит присмотреться: возможно, руководство раздувает штат, повышает себе зарплаты или тратит деньги на непрофильные проекты. Внимательный читатель отслеживает отношение управленческих расходов к выручке за несколько лет.

Помимо трёх основных групп расходов, в отчёте могут встречаться прочие операционные доходы и расходы. Сюда попадают продажа ненужного имущества, штрафы, списание безнадёжных долгов, обесценение активов, благотворительность. Эти статьи бывают разовыми или повторяющимися, и понимать их природу очень важно. У «Волжской упаковки» в 2025 году прочие операционные статьи были незначительными и вошли в управленческие расходы, но у многих компаний они заметно меняют картину. О том, как отделять разовое от постоянного, мы поговорим в шестой главе.

После вычета себестоимости, коммерческих, управленческих и прочих операционных расходов получается операционная прибыль. У «Волжской упаковки» она составила два миллиарда триста миллионов рублей. Эта ступень показывает, сколько зарабатывает сам бизнес, независимо от того, как он финансируется и в какой налоговой юрисдикции работает. Поэтому операционную прибыль удобно использовать для сравнения компаний с разным уровнем долга и для

оценки эффективности основной деятельности.

Операционную прибыль в английской терминологии часто называют прибылью до процентов и налогов. Это не совсем одно и то же, потому что в прибыль до процентов и налогов иногда включают доход от ассоциированных компаний и другие статьи, которые не входят в операционную прибыль. Для начинающего инвестора разница несущественна, но если вы сравниваете цифры из разных источников, полезно уточнить, как именно считается показатель. Каждая компания определяет его в своей отчётности или презентации.

Четвёртая ступень — финансовые доходы и расходы. Финансовые расходы — это прежде всего проценты по кредитам, займам и облигациям, а также процентные расходы по аренде. Финансовые доходы — проценты по депозитам и выданным займам, доходы от вложений в ценные бумаги. У «Волжской упаковки» процентные расходы составили пятьсот миллионов рублей, а процентные доходы — пятьдесят миллионов, поскольку часть свободных денег компания держит на депозитах. Чистые финансовые расходы — четыреста пятьдесят миллионов.

Эта ступень показывает, сколько из кастрюли забирают кредиторы. Для компании без долга она почти незаметна, для компании с большим долгом может съедать половину операционной прибыли. Особенно чувствительна эта ступень к изменению ключевой ставки, если долг компании взят под плавающую ставку. Подробный разговор о долговой на-

грузке, её измерении и рисках ждёт нас в одиннадцатой главе. Здесь важно запомнить, что проценты стоят в отчёте ниже операционной прибыли и не влияют на неё.

На этой же ступени или рядом с ней обычно показывается доля в прибыли ассоциированных компаний и совместных предприятий. Как мы говорили в третьей главе, такие вложения учитываются одной строкой, и в отчёте о прибылях и убытках эта строка отражает долю группы в их прибыли или убытке. Если строка заметная, стоит понимать, что за ней стоит отдельный бизнес со своими рисками, который не виден в выручке и расходах группы. У «Волжской упаковки» ассоциированных компаний нет.

Пятая ступень — курсовые разницы, переоценки и другие неденежные статьи. Курсовые разницы возникают, когда у компании есть активы или обязательства в иностранной валюте. Допустим, «Волжская упаковка» купила в Китае новую печатную машину с оплатой в рассрочку и должна поставщику двадцать миллионов юаней. Если за год рубль ослаб и юань подорожал на три рубля, рублёвая сумма долга выросла на шестьдесят миллионов рублей, и эта сумма отражается как курсовой убыток. Денег компания при этом не потратила, долг просто пересчитан по новому курсу.

У «Волжской упаковки» курсовые разницы и прочие финансовые статьи составили в 2025 году минус пятьдесят миллионов рублей. Это немного по сравнению с прибылью, но у компаний с крупным валютным долгом курсовые разницы

бывают огромными. Нефтяная компания с долгом в миллиард долларов при ослаблении рубля на десять рублей получает курсовой убыток в десять миллиардов рублей, который может превратить отличный год в убыточный. При укреплении рубля возникает такая же по размеру курсовая прибыль. О том, чем опасен валютный долг, мы поговорим в одиннадцатой главе.

Похожую природу имеют переоценки финансовых вложений, инвестиционной недвижимости, производных инструментов. Если у компании есть пакет акций другой компании, учитываемый по рыночной стоимости, рост котировок этого пакета даст прибыль, а падение — убыток. Эти суммы реальны в том смысле, что стоимость имущества компании действительно изменилась, но они не связаны с основной деятельностью и не повторяются из года в год. Опытный аналитик всегда выделяет такие статьи и смотрит, какой была бы прибыль без них.

Чтобы понять, почему это так важно, представьте компанию, которая показала рост чистой прибыли на сорок процентов. Новичок радуется такой новости и покупает акции. Аналитик открывает отчёт и видит, что операционная прибыль упала на десять процентов, а рост чистой прибыли целиком обеспечен курсовой прибылью из-за укрепления рубля. В следующем году курс может развернуться, и курсовая прибыль превратится в курсовой убыток. Бизнес компании при этом ухудшается, и именно это должно определять ре-

шение инвестора.

После вычета финансовых расходов, курсовых разниц и прочих неоперационных статей получается прибыль до налогообложения. У «Волжской упаковки» — миллиард восемьсот миллионов рублей. Это последняя ступень перед государством, и следующим к кастрюле подходит налоговый инспектор с самой большой кружкой.

Шестая ступень — налог на прибыль. В России ставка налога на прибыль организаций с 2025 года составляет двадцать пять процентов, до этого много лет она была двадцать процентов. Налоговые правила время от времени меняются, поэтому перед расчётами стоит сверяться с актуальной редакцией Налогового кодекса. У «Волжской упаковки» налог составил четыреста пятьдесят миллионов рублей, то есть ровно двадцать пять процентов от прибыли до налогообложения.

Однако у многих компаний отношение налога к прибыли до налогообложения отличается от официальной ставки. Это отношение называют эффективной налоговой ставкой. Она может быть выше официальной, если у компании есть расходы, которые не уменьшают налоговую базу, например некоторые штрафы, или убыточные дочерние компании, убытки которых нельзя зачесть против прибыли других обществ группы. Она может быть ниже, если компания пользуется налоговыми льготами, работает в особых экономических зонах, получает дивиденды, облагаемые по льготной ставке,

или использует налоговые убытки прошлых лет.

Компании обязаны раскрывать в примечаниях сверку между налогом по официальной ставке и фактическим налогом. Эта сверка полезна, потому что объясняет, почему эффективная ставка отличается от номинальной и будет ли это отличие сохраняться. Если компания платит налог по ставке пятнадцать процентов благодаря льготе, которая заканчивается через два года, её чистая прибыль в будущем снизится даже при неизменной операционной прибыли. Инвестор, который не заглянул в примечание, этого не увидит.

Налог в отчёте о прибылях и убытках состоит из двух частей: текущего и отложенного. Текущий налог — это сумма, которую компания должна заплатить в бюджет за год по данным налогового учёта. Отложенный налог возникает из-за различий между бухгалтерским и налоговым учётом, например когда амортизация для налоговых целей начисляется быстрее, чем в отчётности. Отложенный налог не означает немедленного платежа, он лишь отражает, что налоги будут уплачены или сэкономлены позже. Для начинающего инвестора достаточно знать, что большая доля отложенного налога может означать разрыв между прибылью в отчёте и реально уплаченными налогами.

Иногда перед чистой прибылью в отчёте появляется ещё одна строка — прибыль или убыток от прекращённой деятельности. Она возникает, когда компания продала или решила продать крупное подразделение, и стандарты требу-

ют показать его результаты отдельно от продолжающегося бизнеса. Выручка и расходы такого подразделения при этом убираются из верхних строк отчёта, в том числе и за прошлый год, чтобы сравнение было честным. Для инвестора это удобно: вы сразу видите, сколько зарабатывает бизнес, который останется у компании.

Прекращённая деятельность требует внимания по двум причинам. Во-первых, в год продажи в этой строке часто оказывается крупная прибыль или убыток от самой сделки, который не повторится. Во-вторых, если проданное подразделение было прибыльным, будущая прибыль компании будет ниже, чем кажется по итоговой цифре. Если вы оцениваете компанию, всегда берите за основу прибыль от продолжающейся деятельности, а результат продажи рассматривайте отдельно, как разовое поступление денег.

Отдельно стоит сказать о том, что происходит, когда лестница заканчивается не прибылью, а убытком. Если прибыль до налогообложения отрицательна, налог на прибыль обычно не платится, а в отчёте может даже появиться налоговый доход. Он возникает потому, что убыток можно перенести на будущие годы и уменьшить налог с будущей прибыли, и компания признаёт эту будущую экономию как отложенный налоговый актив. Такой доход не означает поступления денег. Если вы видите, что убыток компании «смягчён» налоговым доходом, помните, что эта экономия реализуется только при условии, что компания снова станет прибыльной.

Наконец, мы добрались до дна кастрюли. Чистая прибыль «Волжской упаковки» составила миллиард триста пятьдесят миллионов рублей. Это сумма, которая принадлежит акционерам компании, и из неё совет директоров решает, сколько выплатить в виде дивидендов, а сколько оставить в бизнесе для развития. Чистая прибыль — самая известная строка отчёта, именно её чаще всего цитируют в новостях и используют в расчётах, хотя, как мы уже видели, она подвержена множеству искажений.

У компаний с неполными долями в дочерних обществах чистая прибыль делится на две части. Помните, в третьей главе мы говорили, что дочерняя компания, которой группа владеет на семьдесят процентов, консолидируется полностью? Значит, тридцать процентов её прибыли принадлежат другим совладельцам. В отчёте о прибылях и убытках это показывается так: прибыль за год, затем прибыль, приходящаяся на акционеров материнской компании, и прибыль, приходящаяся на неконтролирующие доли. Для вас как акционера важна только первая.

Допустим, условная металлургическая группа заработала десять миллиардов рублей чистой прибыли, но её крупнейший комбинат принадлежит ей лишь на шестьдесят процентов. Комбинат принёс пять миллиардов рублей прибыли, из которых два миллиарда принадлежат другим акционерам комбината. Тогда прибыль, приходящаяся на акционеров материнской компании, составит восемь миллиардов, а

не десять. Если вы будете оценивать группу по десяти миллиардам, вы переоцените свою долю на четверть.

У «Волжской упаковки» все заводы принадлежат ей полностью, поэтому вся прибыль принадлежит её акционерам.

Последняя строка отчёта, которую часто пропускают новички, — прибыль на акцию. Она рассчитывается как прибыль, приходящаяся на акционеров материнской компании, делённая на средневзвешенное количество акций в обращении за год. Средневзвешенное количество нужно потому, что число акций может меняться в течение года из-за допэмиссии или выкупа. У «Волжской упаковки» сто миллионов акций, и их число не менялось, поэтому прибыль на акцию составила тринадцать рублей пятьдесят копеек.

Рядом с базовой прибылью на акцию компании показывают разводнённую. Она учитывает, что в будущем число акций может вырасти, если менеджмент исполнит опционы или держатели конвертируемых облигаций обменяют их на акции. У «Волжской упаковки» есть опционная программа для менеджмента на два миллиона акций. Если все опционы будут исполнены, акций станет сто два миллиона, и прибыль на акцию снизится до тринадцати рублей двадцати четырёх копеек.

Разница невелика, но у некоторых компаний она достигает десяти и более процентов. Подробнее о размытии доли акционеров мы поговорим в двенадцатой главе.

Прибыль на акцию удобна тем, что сразу связывает ре-

зультаты компании с ценой её акций. Если акция стоит сто тридцать пять рублей, а прибыль на акцию тринадцать с половиной, то за каждый рубль прибыли рынок платит десять рублей. Это отношение называется P/E, и ему посвящена пятнадцатая глава. Отслеживать прибыль на акцию полезнее, чем чистую прибыль, потому что она учитывает изменения числа акций. Компания может наращивать прибыль, но если число акций растёт быстрее, ваша доля в этой прибыли сокращается.

Под чистой прибылью в отчёте по МСФО часто находится ещё один раздел, который новички пропускают, — прочий совокупный доход. Сюда попадают изменения стоимости активов и обязательств, которые по правилам не проходят через прибыль, а сразу отражаются в капитале. Это курсовые разницы от пересчёта отчётности зарубежных дочерних компаний, переоценка основных средств, если компания применяет модель переоценки, изменения стоимости некоторых финансовых вложений, результаты хеджирования.

Сумма чистой прибыли и прочего совокупного дохода называется общим совокупным доходом. Он показывает, насколько за год изменилось благосостояние акционеров без учёта их взносов и выплат. У «Волжской упаковки» прочий совокупный доход близок к нулю, потому что у неё нет зарубежных дочерних компаний и она не переоценивает основные средства. Однако у экспортёров с зарубежными активами он может быть огромным и составлять десятки процен-

тов от чистой прибыли.

Почему инвестору стоит смотреть на прочий совокупный доход? Во-первых, он показывает риски, которые не видны в прибыли. Если компания год за годом показывает крупные отрицательные курсовые разницы в прочем совокупном доходе, её зарубежные активы обесцениваются в рублях, и это реальная потеря для акционеров. Во-вторых, некоторые компании переносят в прочий совокупный доход то, что не хотели бы показывать в прибыли, пользуясь гибкостью стандартов. Если суммы здесь крупные, стоит понять, что за ними стоит.

Пройдя всю лестницу, Марина рисует для себя простую картинку в процентах от выручки. Из каждых ста рублей, которые «Волжская упаковка» получает от покупателей, семьдесят рублей уходит на себестоимость, пять рублей на продажи, почти шесть рублей на управление. Остаётся около девятнадцати рублей операционной прибыли. Из них почти четыре рубля забирают кредиторы и курсовые разницы, около четырёх рублей — государство. На дне кастрюли остаётся примерно одиннадцать рублей, которые принадлежат акционерам.

Для сравнения Марина делает такой же расчёт для 2024 года. Тогда из ста рублей выручки на дне кастрюли оставалось около десяти с половиной рублей. Значит, за год компания стала эффективнее: на каждые сто рублей выручки она приносит акционерам примерно на семьдесят пять копеек

больше. Откуда взялось это улучшение — из себестоимости, расходов на управление или процентов? Ответ на этот вопрос ведёт нас к понятию маржи, которому посвящена следующая глава.

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.