

УДК 336.64

Т. А. Мартынова¹, Д. В. Еремеев^{1,2}, А. Р. Оголь¹, А. С. Бондарев¹

¹Сибирский государственный университет науки и технологий имени академика М. Ф. Решетнева, Красноярск, e-mail: tatyana-mart@yandex.ru

²Сибирский федеральный университет, Красноярск, e-mail: eremeev.dmitriy@gmail.com

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДОПУСТИМОЙ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ КОМПАНИИ

Ключевые слова: долговая нагрузка, металлургическое предприятие, финансовый анализ и прогноз.

Основная концентрация системного риска, связанного с долговой нагрузкой корпоративного сектора, приходится на крупнейшие компании, имеющие высокий уровень долговой нагрузки. В связи с этим, важно отметить актуальность данного исследования, так как чрезмерная долговая нагрузка может оказывать негативное влияние на финансовую стабильность, как в целом в стране, так и на отдельном предприятии. В работе представлена методика определения допустимой долговой нагрузки компании. Особенности предложенной методики является, тот факт, что расчет наилучшей, в текущих условиях, величины долговой нагрузки компании, а также оценки плановых мероприятий происходит по изменению структуры заемного капитала. Причем прогноз изменения финансовых результатов деятельности компании предлагается делать на основе двух подходов: При среднем уровне чистой прибыли за предыдущие периоды и при росте чистой прибыли. Предложенная авторами методика, рассчитана на примере крупной металлургической компании – ПАО «Мечел». По каждому из этапов апробации сделаны детальные расчеты и выводы. Представлены расчеты по влиянию, на величину долговой нагрузки компании, мероприятий по ее изменению. В заключении представлено как изменится мнение кредиторов о привлекательности компании в целом, через величину и структуру заемного капитала.

T. A. Martynova¹, D. V. Eremeev^{1,2}, A. R. Ogol¹, A. S. Bondarev¹

¹Reshetnev Siberian State University of Science and Technology, Krasnoyarsk, e-mail: tatyana-mart@yandex.ru

²Siberian Federal University, Krasnoyarsk, e-mail: eremeev.dmitriy@gmail.com

DETERMINATION OF THE PERMISSIBLE DEBT BURDEN OF THE COMPANY

Keywords: debt burden, metallurgical enterprise, financial analysis and forecast.

The main concentration of systemic risk associated with the debt burden of the corporate sector falls on the largest companies with a high level of debt burden. In this regard, it is important to note the relevance of this study, since excessive debt burden can have a negative impact on financial stability, both in the country as a whole and at an individual enterprise. The paper presents a methodology for determining the allowable debt burden of the company. The peculiarities of the proposed methodology is the fact that the calculation of the best, in the current conditions, the amount of the debt burden of the company, as well as the assessment of planned measures, occurs by changing the structure of the borrowed capital. Moreover, the forecast of changes in the financial results of the company's activities is proposed to be made on the basis of two approaches: With an average level of net profit for previous periods and with an increase in net profit. The methodology proposed by the authors is calculated on the example of a large metallurgical company – PJSC "Mechel". Detailed calculations and conclusions were made for each of the testing stages. Calculations are presented on the impact of measures to change the company's debt burden on the amount. In conclusion, it is presented how the creditors' opinion about the attractiveness of the company as a whole will change, through the amount and structure of the borrowed capital.

Примеры зарубежных стран и накопленный опыт России по кризису в 2008 – 2009 и 2014 годах показывают, что высокая задолженность финансовых компаний является источником системного риска. На ранних этапах финансового цикла компании

склонны к активному привлечению кредитов. В краткосрочной перспективе такие кредиты могут оказать положительное влияние на экономическую активность, но в среднесрочной перспективе значительный финансовый долг повышает уязвимость компаний и экономики

к шокам. В случае стрессового сценария компании с высоким уровнем долговой нагрузки испытывают трудности с погашением и рефинансированием долга. Если это происходит с крупными компаниями, их финансовые трудности могут оказать негативное влияние на стабильность финансового рынка страны.

Долговая нагрузка корпоративного сектора носит проциклический характер: в фазе экономического роста компании, как правило, привлекают неоправданно большие суммы долгового финансирования, а кредиторы, в том числе банки, используют более низкие стандарты финансирования, тогда как во времена рецессии кредиторы часто становятся более избирательными в предоставлении финансов.

Изучив теоретические основы [1-4] формирования долговой нагрузки можно сказать, что долговая нагрузка – это, в основном, отношение долга компании к ее доходам, поэтому систематическое и долгосрочное усиление конкуренции в сочетании со снижением спроса на платежеспособность приводит к снижению доходов компании, а ожидаемое увеличение стоимости привлеченного капитала ведет к увеличению долга.

Целью написания данной работы является предложение и оценка мероприятий для достижения допустимой долговой нагрузки на примере металлургической компании.

Опираясь на собственные разработки [5, 6] и опыт зарубежных ученых и практиков [7, 8] авторы предлагают следующую схему исследования: формируется теоретическая основа, в виде методики определения допустимой долговой нагрузки организации, далее проводится апробация на примере действующей компании, в конце делается вывод о полученных результатах.

В первую очередь сформируем алгоритм (рисунок) исследования и получения показателей, характеризующих оптимальную величину заемного капитала компании. Результатом применения последовательности действий, представленного алгоритма должен быть ответ на вопрос – сможет ли компания выйти на достаточный уровень долговой нагрузки, чтобы повысить свою привлекательность для кредиторов.

Проведем апробацию предложенной методики на примере металлургической компании ПАО «Мечел».

Проанализируем обязательства компании, используя данные бухгалтерской от-

четности ПАО «Мечел» [10], за несколько периодов. Результаты анализа представлены в таблице 1.

Из таблицы 1 видно, что текущая деятельность компании финансируется в большей степени за счет краткосрочных обязательств, что составляет 85,9% от всех обязательств в 2017 году, а в 2018 году стали составлять 86,5%, в частности это краткосрочные кредиты, займы, лизинг, которые в свою очередь составили 75% и 74,9%, соответственно. В 2019 году приведенный показатель уменьшился до 69,8%. Данное уменьшение связано со снижением процентов к уплате и меньшей выплатой штрафов и неустоек по просроченным платежам.

Далее проанализируем элементы заемного капитала (кредиты, займы, лизинг) компании. Данные для анализа элементов заемного капитала берутся из расшифровок долгосрочного и краткосрочного заемного капитала.

Результаты анализа представлены в таблице 2.

Из таблицы 2 можно сделать вывод о том, что в структуре заемного капитала преобладают долгосрочные обязательства, доля которых составляет 99,7% в 2017 году, а к 2019 году снизились до 98,3%. При этом в долгосрочных обязательствах преобладает доля кредитов в валюте, которая к 2018 году выросла с 65,2% до 68,1%, что говорит о высоком валютном риске, но в 2019 году снизились на 9,4, так как снизились проценты по кредитам в долларах США и уменьшились кредиты в евро.

Таким образом, все долгосрочные, краткосрочные кредиты и займы, а также лизинг увеличились в 2018 году на 4,01%, в 2019 году снизились на 6,2%.

В таблице 3 представлен анализ существующей структуры компании.

Результаты таблицы 3 говорят о том, что доля заемного капитала в структуре капитала составляет большую часть – 97,9%, а собственный всего 2,1%, соответственно. В 2019 году заемный капитал превалирует больше – 99%, собственный – 1%. Это значит, что компания пользуется в большей степени привлеченными ресурсами, что является рискованной практикой. Компания обязана своевременно уплачивать проценты по кредитам, своевременно погашать полученные кредиты. При этом ПАО «Мечел» имеет накопленный дефицит.



Методика определения допустимой долговой нагрузки коммерческого предприятия

Таблица 1

Анализ структуры обязательств ПАО «Мечел»

Элементы обязательств	2017 год		2018 год		2019 год	
	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%
Долгосрочные кредиты, займы, лизинг	17 360	3,1	6 538	1,2	7 205	1,3
Прочие долгосрочные обязательства	61 752	10,9	68 087	12,4	79 458	14,6
Итого долгосрочных обязательств	79 112	14	74 625	13,5	86 663	15,9
Краткосрочные кредиты, займы, лизинг	422 533	75	412 294	74,9	381 317	69,8
Прочие краткосрочные обязательства	61 615	10,9	63 901	11,6	78 122	14,3
Итого краткосрочных обязательств	484 148	85,9	476 195	86,5	459 439	84,1
Всего заемного капитала	563 260	100	550 820	100	546 102	100

Таблица 2

Анализ структуры элементов заемного капитала ПАО «Мечел»

Элементы заемного капитала	2017 год		2018 год		2019 год		Тема прироста, %	Темп прироста, %
	млн руб.	уд. вес, %	млн руб.	уд. вес, %	млн руб.	уд. вес, %		
Долгосрочные заемные средства:	773 486	99,7	802 880	99,5	743 875	98,3	3,8	-7,3
кредиты в валюте	505 601	65,2	549 329	68,1	497 803	65,8	8,6	-9,4
кредиты в рублях	253 426	32,7	242 572	30,1	239 702	31,7	- 4,3	-1,2
облигации в рублях	14 459	1,9	10 979	1,4	6 370	0,8	- 24,1	-42
Краткосрочные заемные средства:	2 477	0,3	4 246	0,5	1 871	0,2	71,4	-55,9
кредиты в валюте	2	0,0003	602	0,1	524	0,07	30 000	-13
кредиты в рублях	2 475	0,3	3 644	0,5	1 347	0,2	47,2	-63
Всего долгосрочных, краткосрочных кредитов и займов, лизинга	775 963	100	807 126	100	756 857	100	4,01	-6,2

Таблица 3

Анализ существующей структуры капитала ПАО «Мечел»

Структура капитала	2017 год		2018 год		2019 год	
	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%
Заемный капитал	775 963	97,9	807 126	97,9	756 857	99
Собственный капитал	16 553	2,1	17 624	2,1	7 412	1
Всего капитала	792 516	100	824 730	100	764 269	100

Таблица 4

Прогноз снижения накопленных убытков ПАО «Мечел»

Показатели	Факт	При среднем уровне чистой прибыли	При росте чистой прибыли
Чистая прибыль, млн руб.	13 536	11 646	88 437
Собственный капитал, млн руб.	-233 195	11 371	67 927
Временной период	–	23 года	5 лет

Соответственно, компании необходимо повышать свою финансовую устойчивость снижая заемный капитал и увеличивая собственный капитал за счет роста чистой прибыли с целью снижения накопленных убытков. Увеличение чистой прибыли возможно за счет увеличения продаж, а также снижения расходов компании, в том числе снижения операционных расходов ПАО «Мечел». В связи с этим, в таблице 4 представлен прогноз снижения накопленных убытков за счет роста чистой прибыли компании.

Результаты таблицы показывают, что если ПАО «Мечел» ежегодно будет получать чистую прибыль в размере 11 646 млн руб. (среднее значение чистой прибыли за последние три года), а остальные статьи баланса останутся без изменения, то только через 23 года накопленные убытки компании сократятся и величина собственного капитала составит 11 371 млн руб.

Если предположить, что ежегодно рост чистой прибыли составит 5% исходя из роста прибыли прошлых лет, уже через пять

лет чистая прибыль покрывает накопленные убытки и величина собственного капитала составит 67 927 млн руб. Основная причина неплатежеспособности и финансовой неустойчивости компании связана с изменением курса валюты в 2014 году, что привело к росту финансовых расходов, а также ухудшению ситуации в отрасли.

Исходя из выводов выше, после проведения полного анализа заемного капитала ПАО «Мечел», необходимо рассчитать показатели, характеризующие уровень долговой нагрузки компании. Формулы данных расчетов приведены в первой главе исследовательской работы. Результаты расчетов представлены в таблице 5.

Из таблицы 5 можно сделать вывод о том, что коэффициент финансового рычага имеет отрицательное значение, так как у предприятия имеется накопленный дефицит и большая зависимость от заемного капитала, что говорит о неустойчивости в финансовом плане. При этом коэффициент уменьшился, что говорит о том, что доля заемного капитала уменьшилась меньше, чем доля собственного. При том, что в 2019 году

доля отрицательного значения собственного капитала стала еще больше из-за собственных акций выкупленных у акционеров.

Показатель EBITDA сократился на 5 439 млн руб. Основной причиной сокращения показателя EBITDA к 2018 году стало снижение объемов реализации продукции горнодобывающего дивизиона по причине дефицита подвижного состава во втором полугодии и в связи с этим – смещением акцента в работе дивизиона на преодоление отставания в подготовке запасов к добыче. Это решение позволило сократить складские запасы и увеличить объем вскрышных работ, что даст положительный эффект в будущих периодах [11].

Однако EBITDA за 2019 год сократился еще на 29% в сравнении с показателем 2018 года. Наибольшее влияние на его динамику оказало снижение EBITDA металлургического дивизиона в результате сокращения объемов производства и реализации стальной продукции на фоне масштабной программы реконструкции оборудования на Челябинском металлургическом комбинате [12].

Таблица 5

Показатели, характеризующие уровень долговой нагрузки ПАО «Мечел»

Показатель	2017 год	2018 год	2019 год
1. Показатели, характеризующие отношения между компонентами структуры капитала:			
– Коэффициент финансового рычага	-2,31	-2,36	-2,34
– Суммарные обязательства к активам	1,76	1,73	1,75
– Долгосрочные обязательства к активам	0,25	0,23	0,28
– Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств	0,48	0,47	0,59
2. Показатели, характеризующие уровень обеспечения обязательств активами:			
– Коэффициент долгового покрытия активов	9,2	9,6	8,1
– Коэффициент текущей ликвидности	0,14	0,15	0,14
– Чистый оборотный капитал, млн руб.	- 416 148	- 476 195	- 459 439
– Отношение чистого долга к активам	1,37	1,31	1,23
3. Показатели обслуживания долга:			
– Коэффициент покрытия процентов	1,42	2,4	0,99
– Коэффициент покрытия фиксированных платежей	0,19	0,18	0,14
– Коэффициент денежного покрытия текущей части долгосрочных обязательств	0,17	0,17	0,16
– Коэффициент адекватности денежного потока	0,7	0,7	0,6
– Отношение чистого долга к прибыли	5,3	5,5	7,2
EBITDA*, млн руб.	81 106	75 667	53 428
Чистый долг, млн руб.	437 441	417 029	385 013
*Пресс-релиз о финансовых результатах ПАО «Мечел» [12]			

Таблица 6

Ограничительные условия кредиторов для ПАО «Мечел»

Ограничительные условия	на 31 декабря 2018 г.		На 31 декабря 2019 года	
	Требуемое значение	Фактическое значение	Требуемое значение	Фактическое значение
Отношение показателя EBITDA к чистым процентным расходам	Не менее 1,75:1,0	1,79:1,0	Не менее 2,0:1,0	1,36:1,0
Отношение чистого долга к показателю EBITDA	Не более 6,0:1,0	6,39:1,0	Не более 6,0:1,0	7,2:1,0
Отношение суммарного долга к показателю EBITDA	Не более 4,5:1,0	6,25:1,0	Не более 3,5:1,0	8,51:1,0

Таблица 7

Показатели, характеризующие коэффициент долговой нагрузки ПАО «Мечел»

Показатель	Факт 2019	Прогноз 2020	Отклонение, %
по условиям кредитора			
Отношение чистого долга к показателю EBITDA	7,2	6,0	16,7
EBITDA, млн руб.	53 428	59 839	12
Чистый долг, млн руб.	385 013	356 855	7,3
по исследованиям для металлургической отрасли			
Коэффициент долговой нагрузки	7,2	3,0 – 3,5	58,3 – 51,4
EBITDA, млн руб.	53 428	102 048	91
Чистый долг, млн руб.	385 013	356 855	7,3

Высокое значение коэффициента долговой нагрузки говорит об отсутствии способности ПАО «Мечел» погашать свою задолженность перед кредиторами своим чистым денежным потоком, так как чистый долг компании больше ее значения EBITDA. Высокое значение свидетельствует о проблеме компании с выплатами по взятым обязательствам. Таким образом, с учетом сложившихся экономических условий и величины долга основной задачей «Мечел» является решение вопросов, связанных с задолженностью, за счет долгосрочной реструктуризации кредитов, снижения стоимости финансирования и фактических процентных платежей, а также использования всех имеющихся в распоряжении компании свободных денежных средств для погашения задолженности.

В таблице 6 представлены ограничительные условия по кредитным договорам ПАО «Мечел» [10]. Нарушение ограничительных условий, как правило, дает кредиторам право требовать долгосрочного погашения основной суммы кредита и процентов.

Отношение показателя EBITDA к чистым процентным расходам менее заявленного требуемого значения, необходимо либо повышение показателя EBITDA, либо

снижение процентных расходов, для этого необходимо проведение реструктуризации кредита, вследствие чего будет понижена ставка процента. На данный период времени средняя процентная ставка по кредитам 5,6%, а процентные выплаты составляют 31 750 млн руб.

Отношение чистого долга к показателю EBITDA и отношение суммарного долга к показателю EBITDA значительно превышают требуемое значение. Необходимо снижение чистого долга компании и повышение показателя EBITDA. Необходимое требуемое значение по условиям кредитора для показателя отношение чистого долга к показателю EBITDA является 6,0.

При этом на 2020 год для металлургической отрасли по исследованиям ООО «НКР» («Национальные Кредитные Рейтинги») показателя долговой нагрузки равен 3,0 – 3,5. Важно рассчитать насколько необходимо повышение показателя EBITDA, а также снижение чистого долга компании для достижения требуемых оптимальных значений по условиям кредиторов ПАО «Мечел», а также по исследованиям для металлургической отрасли. Результаты расчетов представлены в таблице 7.

Таблица 8

Мероприятия по снижению уровня долговой нагрузки ПАО «Мечел»

Мероприятие	Ожидаемый прогноз
Реструктуризация кредитов перед ВТБ и Газпромбанком на 237 млрд. руб. на ближайшие 10 лет (средние процентные выплаты в год 23 700 млн руб.)	Снижение основного долга компании, повышение чистой прибыли – снятие краткосрочной долговой нагрузки, а это значит увеличение операционных показателей
Продажа ключевого актива компании – 51% Эльгинского месторождения, как один из критериев реструктуризации	Снижение долговой нагрузки компании составит порядка 145 млрд. руб.
Расширение сортамента выпускаемой продукции благодаря реконструкции оборудования на Челябинском металлургическом комбинате	Рост чистой прибыли компании
Рост чистой прибыли благодаря расширенному ассортименту	Рост показателя EBITDA

Таблица 9

Показатели, характеризующие уровень коэффициента долговой нагрузки ПАО «Мечел», после проведения предложенных мероприятий

Показатель	Факт 2019	Прогноз 2020	Отклонение, %
по условиям кредитора			
Отношение чистого долга к показателю EBITDA	7,2	6,0	16,7
EBITDA, млн руб.	53 428	53 428	0
Чистый долг, млн руб.	385 013	242 855	37
по исследованиям для металлургической отрасли			
Коэффициент долговой нагрузки	7,2	3,0 – 3,5	58,3 – 51,4
EBITDA, млн руб.	53 428	69 456	30
Чистый долг, млн руб.	385 013	242 855	37

Из таблицы 7 видно, что по условиям кредитора, чтобы добиться требуемого оптимального значения по коэффициенту долговой нагрузки по условиям кредитора ПАО «Мечел», равному 6,0, необходимо повышение показателя EBITDA на 12% при снижении чистого долга на 7,3%. Значение прогнозного чистого долга было рассчитано исходя из неизменных процентных выплат равным 31 750 млн руб., по которым на данный период времени средняя процентная ставка по кредитам 5,6%. Также, чтобы добиться прогнозного значения коэффициента долговой нагрузки 3,0 – 3,5 по исследованиям для металлургической отрасли, необходимо повышение показателя EBITDA на 91%.

В связи со сложившейся ситуацией необходимо предложить мероприятия по снижению показателя долговой нагрузки. Результаты представлены в таблице 8.

Для снижения уровня долговой нагрузки компании необходим рост показателя EBITDA, а также снижение чистого долга компании. Снижение чистого долга возможно при снижении краткосрочных кредитов и займов компании. Данное снижение краткосрочных кредитов и займов возможно при проведении реструктуризации кредитов с ВТБ и Газпромбанком, однако, одним из важных критериев реструктуризации является продажа 51% акций возможному покупателю – компании А-проперти. Вследствие проведенной операции ПАО «Мечел» получают 89 млрд. руб., которые пойдут на погашение основного долга компании, а с учетом отказа от опциона Газпромбанка на 49% Эльгинского месторождения снижение долговой нагрузки компании составит порядка 145 млрд. руб.

В свою очередь, для повышения показателя EBITDA необходимо повышать чи-

стую прибыль компании. Для этого снизить себестоимость продукции, при имеющемся повышении объемов реализации продукции, вследствие расширения ассортимента выпускаемой продукции благодаря реконструкции оборудования на Челябинском металлургическом комбинате. Также после пандемии Covid-19 возможен рост цен на добывающий и металлургический сегмент, что положительно скажется на выручке компании. Таким образом, вырастут составляющие показателя EBITDA, что, соответственно, снизит коэффициент долговой нагрузки ПАО «Мечел».

После проведения предложенных мероприятий компания сможет достигнуть оптимального уровня долговой нагрузки. Прогноз показателей долговой нагрузки

компании после проведения предложенных мероприятий наглядно представлен в таблице 9.

Таким образом, после проведенных мероприятий в идеале снизится чистый долг на 37%, соответственно, по исследованиям для металлургической отрасли необходимо повысить показатель EBITDA на 30%. По условиям кредитора даже при неизменном показателе EBITDA будет снижена долговая нагрузка. Однако дальнейшее снижение долговой нагрузки будет зависеть от цен на сортамент ПАО «Мечел», рыночных условий. Маловероятно, что компания достигнет оптимального значения по исследованиям для металлургической отрасли, равного 3,5, однако, возможность приблизиться к требуемому значению 6,0 есть.

Библиографический список

1. Состав и структура заемного капитала отечественных корпораций / Киберленинка: сайт. 2020. URL: <https://cyberleninka.ru> (дата обращения: 15.05.2020).
2. Теоретические подходы к определению долговой нагрузки компании / Киберленинка: сайт. 2020. URL: <https://cyberleninka.ru> (дата обращения: 25.03.2020).
3. Депутатова Е.И. Ограничение банковских рисков при инвестиционном кредитовании // Финансы и кредит. 2009. С. 52–57.
4. Задорожная А.Н. Порядок определения долговой нагрузки компании // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2016. С. 39–50.
5. Мартынова Т.А., Еремеев Д.В. Оценка целесообразности привлечения заемного капитала телекоммуникационной компанией // Управленческий учет. 2021. № 6(2). С. 525–531.
6. Князева И.О., Бондарев А.С., Апанасенко С.В., Еремеев Д.В. Формирование алгоритма оценки эффективности инвестиционных решений для предприятий торговли // Вестник Алтайской академии экономики и права, 2021. № 3 (часть 2). С. 156–162. DOI: 10.17513/vaael.1624.
7. Devashish M.K. Analyzing the effects of leverage and hedging on the equity valuation of oil and gas producers in the current commodity-price cycle. SPE Economics and Management. 2017. № 9(1). P. 12–26. DOI:10.2118/179987-pa.
8. Vishwanath S.R., Narapareddy V. Reliance communications ltd.: A house of cards? Asian Case Research Journal. 2017. № 21(1). P. 119–147. DOI: 10.1142/S0218927517500043.
9. Долговая нагрузка корпоративного сектора / Рэтингс: сайт. 2020. URL: <https://ratings.ru> (дата обращения: 07.06.2021).
10. Консолидированная финансовая отчетность ПАО «Мечел» / Мечел: сайт. 2020. URL: <http://www.mechel.ru> (дата обращения: 15.05.2021).
11. Мечел объявляет финансовые результаты за 2018 год / Мечел: сайт. 2018. URL: <http://www.mechel.ru> (дата обращения: 15.05.2021).
12. Мечел объявляет финансовые результаты за 2019 год / Мечел: сайт. 2019. URL: <http://www.mechel.ru> (дата обращения: 15.05.2021).