

5.15. ОЦЕНКА РЕЗУЛЬТАТОВ ИНТЕГРАЦИИ МЕДИАХОЛДИНГОВЫХ СТРУКТУР

Фролова В.Б., к.э.н., профессор, департамент «Корпоративные финансы и корпоративное управление»; Хань Т.Ф., бакалавр, факультет «Менеджмент»

Финансовый университет при Правительстве РФ, г. Москва

Окончание. Начало в №2 за 2017г

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)

В статье авторы представляют некоторые аспекты исследования развития и результатов деятельности медиахолдингов в Российской Федерации. На основе оценки свободного денежного потока и добавленной экономической стоимости, выявлены основные тенденции изменения результатов деятельности интегрированных медиахолдинговых структур, материнской и дочерних компаний в зависимости от динамики формирующих их компонентов. Спрогнозирована возможность выхода анализируемых медиахолдингов на возврат вложений к 2018 г.

Компания «СТС-Медиа» в настоящее время также претерпевает активные процессы реорганизации, что связано со вступлением в силу поправок к Закону РФ «О СМИ», ограничивающими долю иностранного владения российскими СМИ до 20%. Примерно 70% уставного капитала «СТС-Медиа» приходилось на иностранный капитал. В конце 2015 г. бывшая головная американская компания «СТС Media» закрыла сделку по продаже своей 75% доли головной компании холдинга «ЮТВ» А.Б. Усманова и И.В. Таврина, общая сумма сделки составила около 200 млн. долл. Позднее «ЮТВ» собирается увеличить свою долю с 75 до 80%, оплатив ее векселем на 10 млрд. руб. под 10% годовых сроком 15 лет.

Реорганизационные процессы в компании еще не завершены, и для группы «СТС-Медиа» характерны сложные связи вертикальной иерархии и владения, так участие иностранной компании в отдельных дочерних обществах группы сохраняется (рис. 6). «СТС-Коммьюникейшнс» является материнской компанией «Новый канал» и «СТС-Регион», которая также в свою очередь является головной компания для более чем 60 медиакомпаний, производящих и реализующих продукцию «СТС» в различных городах РФ.

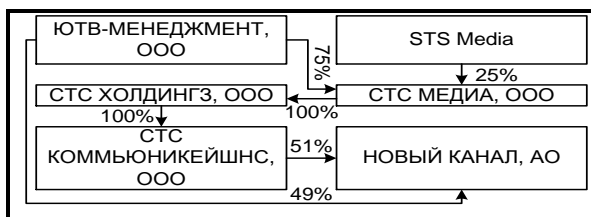


Рис. 6. Схема владения АО «СТС-Медиа»

В отличие от ПАО «РБК», в группе «СТС-Медиа» наблюдается снижение **FCFF**, что связано с увеличе-

нием инвестиций в основные фонды (рис. 7, 8), так как холдинг расширяет сеть вещания телеканала «Домашний», доля целевой аудитории которого растет, более того, в 2015 г. холдинг купил контрольный пакет производителя видеоконтента ООО «Карамба ТВ», имеющего одноименный канал и популярного своим шоу «+100500». С другой стороны, снижение **FCFF** связано с отрицательным многомиллиардным значением **EBIT**, которое имело место в 2015 г. и в 2013 г., в 2014 г. удалось выйти на **EBIT** в 450 млн. руб. Рост инвестиций в деятельность холдинга в 2015 г. также связан с закрытием убыточного телеканала «Перец» и запуском нового проекта – телеканала «Че», который противопоставляется агрессивному бренду канала «Перец» и позиционируется как «телеканал для добрых и сильных мужчин, который можно смотреть вместе с семьей».

Динамика **EVA** во многом связана с изменением **NOPAT**, повторяющей динамику **EBIT**. Стоит отметить позитивную тенденцию уменьшения стоимости затрат на привлечение инвестиций.

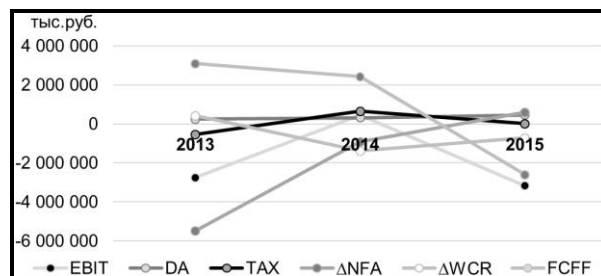


Рис. 7. Динамика компонентов, формирующих **FCFF** АО «СТС-Медиа»

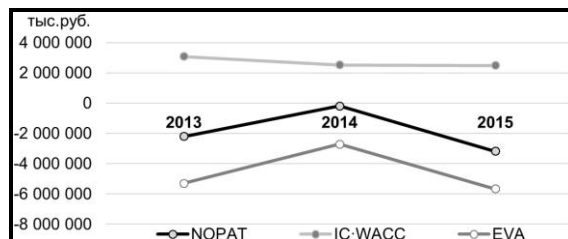


Рис. 8. Динамика компонентов, формирующих **EVA** АО «СТС-Медиа»

В ПАО «Медиахолдинг» и ООО «Си-медиа» прослеживается взаимосвязь динамики показателей **FCFF** и **EVA** (табл. 5). В 2015 г. падение по показателю **EVA** было сильнее, чем в 2013 г. Отклонения значений показателей из года в год у компаний также высокий. Примечательно, что в ООО «Си-медиа» в 2013-м и 2014 г. инвестированный капитал имел отрицательные значения, поскольку беспроцентные обязательства в виде кредиторской задолженности превысили величину оборотных активов и капитальных вложений.

Таблица 5

АНАЛИЗ **FCFF** И **EVA** В ПАО «МЕДИАХОЛДИНГ» И ООО «СИ-МЕДИА»

Показатель	Тыс. руб.		
	2013 г.	2014 г.	2015 г.

Показатель	2013 г.	2014 г.	2015 г.
ПАО «Медиахолдинг»			
<i>EBIT</i>	-15 139	134	-42 150
<i>DA</i>	26 318	54 633	54 293
<i>TAX</i>	94	27	2
ΔNFA	259 150	-64 862	-54 423
ΔWCR	4 502 399	-375 166	1 612 980
<i>FCFF</i>	-4 749 947	495 295	-1 546 285
<i>EBIT</i>	-15 139	134	-42 150
<i>TAX</i>	94	27	2
<i>NOPAT</i>	-15 233	107	-42 152
<i>NFA</i>	435 960	371 098	316 675
<i>WCR</i>	1 446 071	1 070 905	2 683 885
<i>IC</i>	1 882 031	1 442 003	3 000 560
<i>WACC, %</i>	14,3	15,5	13,4
<i>IC·WACC</i>	269 130	223 510	402 075
<i>EVA</i>	-284 363	-223 403	-444 227
$\Delta FCFF$	-	↗	↘
<i>FCFF</i>	< 0	> 0	< 0
ΔEVA	-	↗	↘
<i>EVA</i>	< 0	< 0	< 0
ООО «Си-медиа»			
<i>EBIT</i>	-1 475	1 616	-2 622
<i>DA</i>	65	66	240 140
<i>TAX</i>	206	286	559
ΔNFA	283	5	1 043 798
ΔWCR	-1 733	-8 065	5 784
<i>FCFF</i>	-166	9 456	-812 623
<i>EBIT</i>	-1 475	1 616	-2 622
<i>TAX</i>	206	286	559
<i>NOPAT</i>	-1 681	1 330	-3 181
<i>NFA</i>	283	288	1 044 086
<i>WCR</i>	-1 733	-9 798	-4 014
<i>IC</i>	-1 450	-9 510	1 040 072
<i>WACC, %</i>	-	-	10,0
<i>IC·WACC</i>	-	-	104 007
<i>EVA</i>	-1 681	1 330	-107 188
$\Delta FCFF$	-	↗	↘
<i>FCFF</i>	< 0	> 0	< 0
ΔEVA	-	↗	↘
<i>EVA</i>	< 0	> 0	< 0

Группа ПАО «Медиахолдинг», владеющая российским информационно-развлекательным телеканалом «O2 TV», позиционирующим себя как «Первый молодежный», в декабре 2014 г. совершила сделку по приобретению контролирующих долей в двух компаниях, которые также работают в медиа-сфере. В частности, были куплены рекламное агентство «Репаблик Медиа» и продюсерская компания «Софит». Учитывая то, что деятельность по созданию контента в ПАО «Медиахолдинг» основывается на зрительских предпочтениях и с аудиторией постоянно поддерживается тесная обратная связь, приобретение «Софита» руководство компании рассматривало как стратегически важный шаг на пути к дальнейшему развитию бизнеса и финансовой стабильности холдинга. Ранее ПАО «Медиахолдинг» обращался к сторонним поставщикам для приобретения значительной доли телепрограмм. Изначально в составе холдинга имелся телевещательный субхолдинг «Гамма», который владеет

компаниями «ОМТ» и «ПМТ». В рамках оптимизации структуры холдинга в 2015 г. произошло выделение дочерней организации «Аккорд», которая не занималась производственной деятельностью. Руководство намеревается оптимизировать структуру компании по трем бизнес-направлениям, чтобы обеспечить синергетический эффект от интеграции.

Как видно из графиков (рис. 9, 10), на изменение показателя *FCFF* в большей степени повлияла динамика чистых инвестиций в оборотный капитал. Их рост в 2015 г. связан с разработкой новых проектов, с одной стороны, с погашением кредиторской задолженности – с другой. В результате *FCFF* имеет практически зеркальное отражение и уменьшился в 2015 г. В связи с сокращением использования беспроцентных привлеченных средств в виде кредиторской задолженности и привлечением краткосрочных кредитов и займов в 2015 г. на 0,7 млн. руб. возросли затраты по обслуживанию привлеченных и вложенных в деятельность средств, в результате чего уменьшилась *EVA* холдинга.

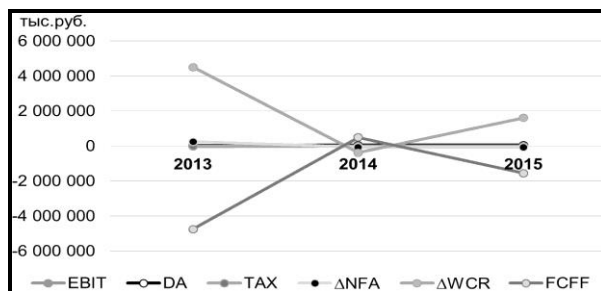


Рис. 9. Динамика компонентов, формирующих *FCFF* ПАО «Медиахолдинг»

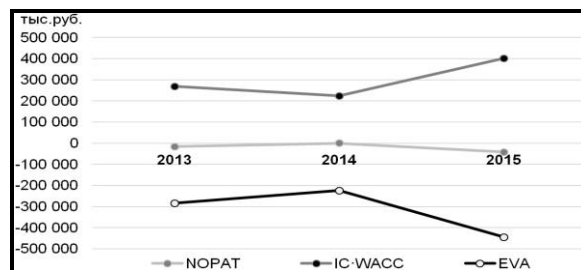


Рис. 10. Динамика компонентов, формирующих *EVA* ПАО «Медиахолдинг»

Медиахолдинг «СИ-Медиа» отличается от вышерассмотренных медиагрупп тем, что его деятельность сосредоточена на электронных медиаресурсах. «СИ-Медиа» владеет семью крупнейшими порталами Рунета, включая Film.ru, Cars.ru, Sportiga.com, iWorker.ru, Zvezdi.ru и др. Компания генерировала в 2013-м и 2014 гг. практически нулевой *FCFF*, однако в 2015 г. наблюдается резкое его снижение на фоне роста инвестиций в долгосрочные активы в виде нематериальных активов. Рост вложений связан с тем, что в 2015 г. «Си-Медиа» и ИД «ТОП-50» создали совместную компанию «Медиа-Сервис» для управления интернет-платформой известного журнала «Time Out», который с начала 2015 г. перестал выходить в печатной версии. Усилия «Медиа-Сервиса» направлены развитие

сайта, представление журнала в социальных сетях и разработку приложений (рис. 11, 12). Как было сказано выше, медиахолдинг активно использует кредиторскую задолженность для финансирования операционной деятельности, ее величина увеличилась за 2013-2015 гг. с 13 до 50 млн. руб., таким образом, цена привлеченных средств остается минимальной, однако рост цены этого источника связан с увеличением просроченной кредиторской задолженности, что негативно влияет на экономическую добавленную стоимость холдинга.

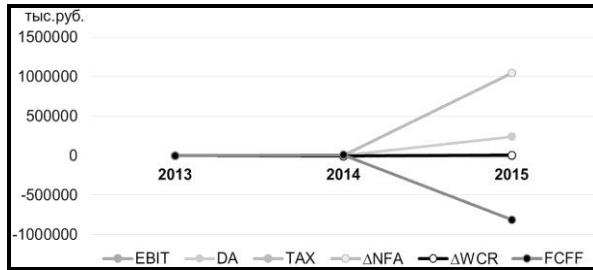


Рис. 11. Динамика компонентов, формирующих FCFF ООО «СИ-Медиа»

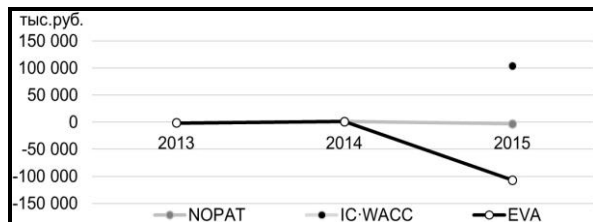


Рис. 12. Динамика компонентов, формирующих EVA ООО «СИ-Медиа»

Из всех анализируемых компаний только в АО «Интерфакс» на протяжении трех лет наблюдается отдача на вложенные в капитал средства при больших отклонения ее значений из года в год (табл. 6). АО «Интерфакс» – крупнейшая в странах Содружества Независимых Государств (СНГ) информационная группа, негосударственное информационное агентство, одно из ведущих в РФ.

Таблица 6

АНАЛИЗ FCFF И EVA В АО «ИНТЕРФАКС»

Тыс. руб.

Компания	АО «Интерфакс»		
	2013 г.	2014 г.	2015 г.
EBIT	269 149	555 899	489 664
DA	1 394	3 832	5 907
TAX	76 950	131 048	140 653
ΔNFA	13 776	42 973	4 483
ΔWCR	322 349	-682 672	728 492
FCFF	-137 758	1 074 910	-371 793
Δ FCFF	–	↗	↘
–	–	1 212 668	-1 446 703
FCFF	< 0	> 0	< 0
EBIT	269 149	555 899	489 664
TAX	76 950	131 048	140 653
NOPAT	192 199	424 851	349 011
NFA	95 019	137 992	142 475
WCR	466 397	-216 275	512 217

Компания	АО «Интерфакс»		
	2013 г.	2014 г.	2015 г.
IC	561 416	-78 283	654 692
WACC, %	17,0	–	17,0
IC-WACC	95 441	–	111 298
EVA	96 758	424 851	237 713
ΔEVA	–	↗	↘
–	–	328 093	-187 138
EVA	> 0	> 0	> 0

Экономическая добавленная стоимость «Интерфакса» превышает нулевое значение, несмотря на отрицательные значения свободного денежного потока FCFF в 2013-м и 2015 гг., которые в первую очередь обусловлены извлечением из оборота денежных средств для инвестирования в оборотный капитал. В 2013 г. прирост инвестиций в оборотный капитал составил 0,3 млрд. руб., а в 2015 г. – 0,7 млрд. руб., что на 1,4 млрд. больше значения 2014 г. Примечательно, что положительный денежный поток в размере 1 млрд. руб., имевший место в 2014 г., напротив, частично обусловлен резким уменьшением инвестиций в оборотный капитал – до 0,7 млрд. руб. На протяжении анализируемого периода EBIT компании остается положительной. Несмотря на это, важно, чтобы FCFF вышел в положительные значения в следующие годы, так как отрицательный FCFF является тревожным сигналом и говорит о трудностях, которые испытывает компания при генерировании положительных денежных потоков своим акционерам и кредиторам (рис. 13, 14).

Привлечение беспроцентных средств в виде кредиторской задолженности для ведения деятельности холдинга, и ее рост за 2013-2015 гг. с 0,8 до 1 млрд. руб., позволяло компании экономить на затратах на привлечение инвестиций, что сказывалось на положительных значениях EVA. В 2014 г. превышение кредиторской задолженности величины оборотных активов и капитальных вложений привело к тому, что инвестированный капитал составил отрицательное значение, это явление также характерно для ранее рассмотренного медиахолдинга «Си-Медиа».

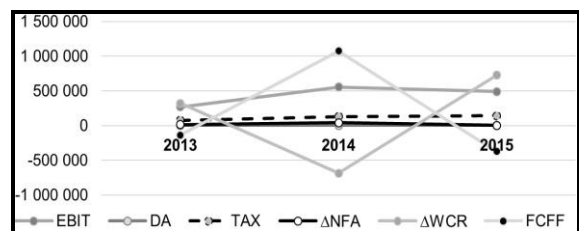


Рис. 13. Динамика компонентов, формирующих FCFF АО «Интерфакс»

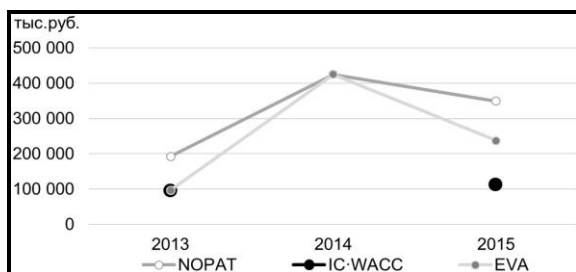


Рис. 14. Динамика компонентов, формирующих EVA АО «Интерфакс»

Таким образом, при анализе зависимости динамики свободного денежного потока $FCFF$ от изменений его отдельных компонентов (табл. 7) во всех анализируемых компаниях прослеживается сильное влияние такого компонента, как изменение инвестиций в оборотный капитал. Резкое уменьшение этого показателя вызывает прирост свободного денежного потока, что можно наблюдать у всех компаний в 2014 г. У ПАО «РБК» уменьшение потребности в оборотном капитале даже нивелирует эффект от снижения прибыли до процентов и налогов, способствуя приросту $FCFF$. На резкое уменьшение средств, направляемых на удовлетворение потребности в оборотном капитале в 2014 г., во-первых, повлияло ухудшение макроэкономических условий, и многие медиакомпании были вынуждены сократить объемы деятельности.

Учитывая факт снижения инвестиций, несмотря на кризисную ситуацию в отрасли, по итогам 2014 г. многие медиакомпании вышли на положительную прибыль, и в 2015 г. ПАО «Медиахолдинг», ООО «Си-медиа», АО «СТС» решили резко нарастить объемы инвестиций в оборотный и необоротный капитал, а АО «Интерфакс» – только в оборотный. В результате во всех четырех компаниях отвлечение этих средств повлияло на резкое уменьшение денежного потока в 2015 г. наряду с уменьшением прибыли до выплаты процентов и налогов. Интересен тот факт, что получение убытка традиционно является главной причиной уменьшения инвестируемых в капитал средств, а рост рентабельности, напротив, служит стимулом для увеличения инвестиций в развитие деятельности. Поэтому важно, чтобы медиахолдинги не попали в безвыходное положение, когда сокращение и наращение объемов деятельности чередуется из года в год.

Во-вторых, на существенное снижение инвестиций в оборотный капитал может повлиять направление на осуществление капитальных вложений, имеющих в распоряжении компании собственных средств, в 2014 г. значительные инвестиции АО «СТС» во внеоборотные активы вызвали их прирост в размере 4,6 млрд. руб. В таких случаях оборотные активы компании начинают финансироваться преимущественно за счет краткосрочных беспроцентных обязательств, т.е. за счет кредиторской задолженности. Значительный рост кредиторской задолженности влияет на отрицательные значения чистых инвестиций в оборотный капитал, поскольку они находятся как разность между текущими активами за вычетом краткосрочных финансовых вложений и текущими обязательствами за вычетом краткосрочных кредитов. В ПАО

«РБК» ситуация с кредиторской задолженностью достигла критических масштабов, компания признает дефицит оборотного капитала в размере 1,2 млрд. руб., согласно финансовой отчетности за 2015 г.

Таблица 7

АНАЛИЗ АБСОЛЮТНЫХ ЗНАЧЕНИЙ ПРИРОСТА КОМПОНЕНТОВ $FCFF$

Тыс. руб.

Показатель	2014 г.	2015 г.
ПАО «РБК»		
1. $EBIT +$	-1 432 886	145 187
2. $DA +$	-112	151
3. $TAX -$	-298 227	-7 289
4. $\Delta NFA -$	297 861	7 568
5. $\Delta WCR -$	-3 918 855	-2 128 475
$\Delta FCFF =$	2 486 223	2 273 534
ПАО «Медиахолдинг»		
1. $EBIT +$	15 273	-42 284
2. $DA +$	28 325	-736
3. $TAX -$	-67	-25
4. $\Delta NFA -$	-324 012	10 439
5. $\Delta WCR -$	-4 877 565	1 988 146
$\Delta FCFF =$	5 245 242	-2 041 580
ООО «Си-медиа»		
1. $EBIT +$	3 091	-4 238
2. $DA +$	1	240 074
3. $TAX -$	80	273
4. $\Delta NFA -$	-278	1 043 793
5. $\Delta WCR -$	-6 332	13 849
$\Delta FCFF =$	9 622	-822 079
АО «СТС»		
1. $EBIT +$	3 192 228	-3 622 078
2. $DA +$	77 738	140 843
3. $TAX -$	1 189 571	-636 589
4. $\Delta NFA -$	4 558 053	1 499 276
5. $\Delta WCR -$	-1 814 910	684 258
$\Delta FCFF =$	-662 748	-5 028 180
АО «Интерфакс»		
1. $EBIT +$	286 750	-66 235
2. $DA +$	4 192	1 811
3. $TAX -$	54 098	9 605
4. $\Delta NFA -$	29 197	-38 490
5. $\Delta WCR -$	-1 005 021	1 411 164
$\Delta FCFF =$	1 212 668	-1 446 703

Учитывая тот факт, что четыре из пяти исследуемых медиахолдингов по итогам 2015 г. понесли потери от вложенных инвестиций при $EVA < 0$, предложим способы оценки перспектив компаний по выходу, как минимум, на нулевые значения EVA , т.е. на возврат вложений. Стоит отметить, что более трети российских компаний считаются убыточными, согласно данным Федеральной службы государственной статистики. При этом большинство из них имеют убытки в течение более трех лет.

Для компаний с отрицательной рентабельностью невозможно определить перспективные темпы роста прибыли, что требуется при использовании доходных моделей, поэтому оценивать эффективность таких компаний на основе классических подходов к оценке бизнеса проблематично. Более того, важно учитывать потребность в осуществлении такими предприятиями капитальных вложений и инве-

стиций в оборотные активы, чтобы выйти из кризисного положения и обеспечить устойчивый рост рентабельности.

Однако отдача на такие инвестиции, как правило, растягивается во времени, поэтому целесообразнее использовать показатель **EVA** для анализа перспектив развития убыточных предприятий, поскольку в показателе добавленной стоимости **EVA**, в отличие от расчета приведенной стоимости бизнеса на дисконтированного свободного денежного потока **FCFF**, инвестиции вычитаются не одновременно в виде их суммы, а постепенно в виде затрат на их привлечение и использование.

Для прогнозирования показателей прибыли до вычета процентов и налогов для убыточных предприятий следует ориентироваться на среднеотраслевые показатели рентабельности, кроме случаев, когда данными компаниями с большой вероятностью успеха делается ставка на прорывные технологии и продукты, следовательно, в таких случаях ожидаемая рентабельность становится выше, но при более высоком уровне рисков. Авторами была проведена оценка с допущением, что в прогнозируемые три года внедрение прорывных технологий или вывод на рынок высокорентабельных продуктов медиакомпаниями не предвидится. Алгоритм анализа убыточных медиакомпаний на основе показателя **EVA** включал в себя следующие шаги:

- был задан ежегодный темп роста инвестиций Tr_{IC} , были рассчитаны прогнозные показатели инвестированного капитала **IC**, основанные на значениях уровня инвестиций в оборотные и внеоборотные активы в 2015 г. и связанные с привлечением инвестиций затраты **IC·WACC**;
- рассчитана прогнозируемая нормализованная прибыль на основе среднеотраслевых показателей рентабельности R_{EBIT} . Стоит отметить, что в некоторых случаях для убыточных компаний предпочтительнее определять нормализованную прибыль как произведение трех множителей – величины прогнозируемого инвестированного капитала, его средневзвешенной стоимости и среднеотраслевого показателя прибыли, – так как это позволяет определить необходимый минимальный прирост прибыли на вложенные инвесторами средства. Однако в нашем случае у исследуемых медиакомпаний на протяжении нескольких лет имеют место убытки по результатам деятельности и значительные потери на вложенный капитал, поэтому, чтобы добиться более реалистичной оценки, за исходную величину примем те значения прибыли, на которые компании выходили в предшествующие годы (табл. 8);
- определены прогнозные значения **EVA**, найдена их приведенная стоимость PV_{EVA} при ставке дисконтирования, равной **WACC**.

Таблица 8

ПРОГНОЗНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ EVA

Тыс. руб.

Показатель	Исходные за 2015 г.	2016 г., прогноз	2017 г., прогноз	2018 г., прогноз
ПАО «РБК»				
IC	8 695 444	9 130 216	9 586 727	10 066 063
TrIC, %	–	105,0	105,0	105,0
EBIT	(2012 г.) 192 419	202 001	212 061	222 622

Показатель	Исходные за 2015 г.	2016 г., прогноз	2017 г., прогноз	2018 г., прогноз
REBIT, %	–	105,0	105,0	105,0
NOPAT	–	161 601	169 649	178 097
WACC, %	–	25,0	–	–
IC·WACC	–	2 282 554	2 396 682	2 516 516
EVA	-3 306 738	-2 120 953	-2 227 033	-2 338 418
PVEVA	–	-1 696 762	-1 357 410	-1 085 928
ПАО «Медиахолдинг»				
IC	3 000 560	3 150 588	3 308 117	3 473 523
TrIC, %	–	105,0	105,0	105,0
EBIT	(2014 г.) 134	141	148	155
REBIT, %	–	105,0	105,0	105,0
NOPAT	–	113	118	124
WACC, %	–	13,4	–	–
IC·WACC	–	422 179	443 288	465 452
EVA	-3 306 738	-422 066	-443 170	-465 328
PVEVA	–	-372 192	-344 623	-319 095
АО «СТС»				
IC	9 956 123	10 453 929	10 976 626	11 525 457
TrIC, %	–	105,0	105,0	105,0
EBIT	(2014 г.) 450 743	473 190	496 755	521 493
REBIT, %	–	105,0	105,0	105,0
NOPAT	–	378 552	397 404	417 195
WACC, %	–	25,0	–	–
IC·WACC	–	2 613 482	2 744 156	2 881 364
EVA	-3 306 738	-2 234 930	-2 346 753	-2 464 170
PVEVA	–	-1 787 944	-1 501 922	-1 261 655
ООО «Си-медиа»				
IC	1 040 072	1 092 076	1 146 679	1 204 013
TrIC, %	–	105,0%	105,0%	105,0%
EBIT	(2014 г.) 1 616	1 696	1 781	1 870
REBIT, %	–	105,0	105,0	105,0
NOPAT	–	1 357	1 425	1 496
WACC, %	–	10,0	–	–
IC·WACC	–	109 208	114 668	120 401
EVA	-3 306 738	-107 850	-113 243	-118 906
PVEVA	–	-98 046	-93 589	-89 336

Таким образом, очевидно, что медиахолдинги, выйдя на среднеотраслевую рентабельность в 4,98% при незначительном опережении темпов роста инвестированного капитала в 5% добьются выхода на возврат вложений в нескором времени.

Согласно данным Федеральной службы государственной статистики, более трети российских компаний считаются убыточными. При этом большинство из них имеют убытки на протяжении более трех лет. Для компаний с отрицательной рентабельностью довольно проблематично определить перспективные темпы роста прибыли, что затрудняет оценку эффективности таких компаний с помощью подходов, основанных на прогнозировании денежных потоков и будущих значений прибыли. Некоторые

методы прогнозирования предлагают ориентироваться на среднеотраслевые показатели рентабельности. У четырех из пяти анализируемых медиахолдингов по итогам последнего отчетного периода были убытки. Таким образом, можно взять положительные показатели **EBIT** предыдущих периодов и с помощью инструмента Excel «Подбор параметра» найти отрезок времени, требуемый для выхода данных компаний в состояние возврата средств на вложенный капитал, т.е. когда $EVA = 0$. Учет необходимости осуществления инвестиций в бизнес, поэтому предположим, что ежегодные темпы роста инвестированного капитала будут на уровне 1,05.

Согласно результатам расчетов, было выявлено, что медиахолдингам потребуется не менее 80 лет для выхода вкупаемость инвестиций. При этом чуть лучшие прогнозные показатели имеют более крупные компании, такие как ПАО «РБК» и АО «СТС», которые располагают большими возможностями по мобилизации активов, а в успешные годы выходят на значительные суммы прибыли. С помощью инструмента «Подбор параметра» можно определить, какие значения должны иметь другие факторы, чтобы компании вышли на возврат вложений, например, к 2018 г. Результаты расчетов оказались неутешительными: выйти на нулевую **EVA** в 2018 г. можно в случае ежегодного увеличения **EBIT** в 12-16 раз в ПАО «Медиахолдинг» и ООО «Си-медиа», в 2-2,5 раза в ПАО «РБК» и АО «СТС» либо в результате резкого сокращения инвестированного капитала, а следовательно, величины чистых активов, что делает невозможным продолжение деятельности данных компаний (табл. 9).

Такие результаты во многом определяются спецификой медиаотрасли и особенностями модели организации медиабизнеса в РФ, которая носит дотационный внерыночный характер. При такой модели медиакомпания не являются экономически самостоятельными и прибыльными предприятиями, их функционирование невозможно без государственной, корпоративной или иной финансовой поддержки. Такая модель распространена во многих странах, однако сейчас на Западе наблюдается постепенная эволюция медиабизнеса в сторону коммерческой модели. Вопрос вмешательства государства в медиабизнес остается актуальным.

Таблица 9

**ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ВЫХОДА
МЕДИАКОМПАНИЙ НА ВОЗВРАТ ВЛОЖЕНИЙ
С ПОМОЩЬЮ ИНСТРУМЕНТА EXCEL «ПОДБОР
ПАРАМЕТРА»**

<i>EVA = 0</i>, при	Период, лет	Ежегодная рентабельность по <i>EBIT</i> к 2018 г., %	Ежегодные темпы роста <i>IC</i> к 2018 г., %
ПАО «РБК»	81	253,80	43,40
АО «СТС»	82	199,90	55,40
ПАО «Медиахолдинг»	111	1296,70	8,50
ООО «Си-медиа»	115	1631,40	6,80

С одной стороны, государственное регулирование медиакомпаний способствует поддержанию общественных функций масс-медиа. С другой стороны, приводит к сохранению экономически слабых компаний с неэффективным менеджментом и отсутствием рационального коммерческого подхода к ведению деятельности. В настоящее время в РФ, помимо осуществления прямого финансирования, из государственного бюджета на налоговые льготы для СМИ выделяется до 8,5 млрд. руб.

Значительная масса периодических печатных изданий использует льготы по уплате налога на добавленную стоимость (НДС) по сниженной ставке 10%, однако применение сниженной ставки НДС находится также в интересах потребителей.

Государству необходимо найти такой баланс участия в медиаотрасли, который бы способствовал развитию СМИ без ущемления интересов общества и стимулировал бы медиакомпания повышать финансовую эффективность своей деятельности.

По результатам прогнозирования, стоит отметить, что медиахолдингам для выхода из кризиса необходимо ориентироваться на принятие активных мер, включая реструктуризацию на основе анализа эффективности отдельных дочерних предприятий.

Кроме того, для выхода из кризисного финансового положения исследуемым компаниям необходимо предпринять действенные меры, включая:

- дальнейшую реструктуризацию [12];
- образование совместных предприятий;
- участие в новых проектах в партнерстве с другими медиакомпаниями;
- совершение эффективных сделок слияний и поглощений [15].

Медиахолдингам необходимо проводить анализ эффективности деятельности дочерних предприятий, оценивая их вклад в создание добавленной стоимости для того, чтобы эффективно распределять инвестиции в рамках группы, развивать бизнес-единицы, способные генерировать отдачу на вложенный капитал, реорганизовать или ликвидировать убыточные бизнес-единицы.

Для примера рассмотрим часть дочерних компаний группы «Интерфакс», которая имеет более 30 зависимых предприятий. Все рассматриваемые компании занимаются профильной деятельностью – деятельностью информационных агентств, и имеют различную географическую принадлежность.

В ходе анализа выбранных компаний зависимое предприятие АО «Центр» вызывает наибольшее опасение и нуждается в эффективном менеджменте. АО «Спорт-Экспресс» значительно улучшило свои показатели к 2015 г. Значительный вклад в формирование **FCFF** и **EVA** приносят АО «ИБС» и АО «Северо-Запад». АО «Сибирь», несмотря на то, что генерирует положительные свободные денежные потоки, имеет отрицательные значения **EVA**, игнорирование этого факта впоследствии может сказаться на развитии кризисной ситуации в обществе. Стоит отметить, что АО «Сибирь» активно использует для финансирования текущей деятельности краткосрочные кредиты и займы в размере 13-20 млн. руб., хотя в целом для холдинга свойственно использование в этих целях кредиторской задолженности (рис. 15, 16).

Среди более консервативных вариантов решения проблем стоит отметить, что медиахолдингам следует:

- проводить более последовательное управление инвестициями в оборотный капитал, минимизировать их резкие колебания из года в год, что плохо сказывается на денежных потоках организации [7];
- анализировать факторы внешней и внутренней среды, способные повлиять на объемы основной и непрофильной, прежде всего рекламной, деятельности компании в ближайшей перспективе;
- учитывать риски наращивания кредиторской задолженности, особенно в условиях спада объемов реализации продуктов и услуг.

Проведенное исследование позволило сделать следующие выводы.

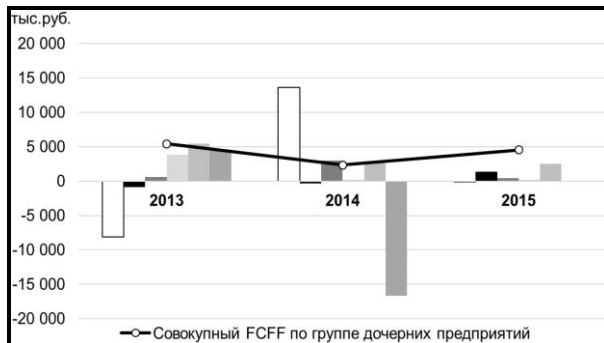


Рис. 15. Участие дочерних предприятий АО «Интерфакс» в формировании FCFF холдинга



Рис. 16. Участие дочерних предприятий АО «Интерфакс» в формировании EVA холдинга

Первое. На российском медиарынке протекают активные интеграционные процессы. Существующие медиахолдинги увеличивают вертикальную интеграцию за счет приобретения новых компаний, работающих в медиаотрасли. В последнее время все больше приобретений приходится на рекламные агентства и продюсерские компании. Медиахолдинги также диверсифицируют свой бизнес, выходя на новые потребительские и географические рынки.

Второе. Результаты управления интегрированными группами медиакомпаний зачастую ниже ожидаемых, а инвестиции собственников и кредиторов в объединенный бизнес не всегда получают отдачу. Поэтому важно на постоянной основе проводить оценку объединенного бизнеса для обеспечения высокого уровня конкурентоспособности и принятия эффективных решений.

Третье. Оценка бизнеса на основе показателя свободного денежного потока удобна для определения способности компании генерировать денежные средства, доступные собственникам и кредиторам [9]. Однако такой подход к оценке бизнеса затрудняет прогнозирование отдачи на инвестированные средства, поскольку списывает всю сумму вложенных средств одновременно без их распределения во времени. Более того, определенные ограничения возникают при прогнозировании будущих значений денежного потока, особенно когда компании показывают нестабильные финансовые результаты, что характерно для российской медиаотрасли и настоящей ситуации в экономике в целом.

Такой подход также менее удобен для оценки бизнеса интегрированных компаний, поскольку материнская компания зачастую извлекает значительные суммы из оборота и направляет их на оптимизацию бизнес-процессов внутри группы, в частности, когда группа предприятий находится в тяжелом финансовом положении, либо была недавно образована. Оценка бизнеса на основе показателя **EVA** способствует нахождению путей преодоления выявленных недостатков.

Четвертое. По результатам проведенного исследования пяти медиахолдингов (ПАО «Медиахолдинг», ООО «Си-медиа», ПАО «РБК», АО «СТС», АО «Интерфакс»), медиахолдинги были сгруппированы в соответствии с тенденцией в динамике показателей свободного денежного потока и добавленной экономической стоимости, и их взаимосвязи. Во всех компаниях стоит отметить прослеживаемый большой размах отклонений анализируемых показателей из года в год.

В ПАО «РБК», несмотря на рост денежного потока при сохранении отрицательных значений, а в АО «СТС», несмотря на его положительные значения, наблюдается критически низкие показатели добавленной стоимости и наметилась динамика его дальнейшего падения. В случае с ПАО «РБК» это говорит об углублении кризисного положения компании, а с АО «СТС» — о развитии кризисной ситуации и, возможно, последующем обострении в 2015-2017 гг. В АО «Интерфакс», напротив, несмотря на отрицательные значения свободного денежного потока, руководству удается достигать отдачи на вложенный капитал.

В ПАО «Медиахолдинг» и ООО «Си-медиа» прослеживаются одинаковые направления изменений показателей свободного денежного потока и добавленной экономической стоимости, т.е. присутствует прямая связь между ними.

1. Пятое. Факторный анализ динамики свободного денежного потока в зависимости от изменений его компонентов позволил выявить тот факт, что изменение инвестиций в оборотный капитал наиболее сильно влияют на результирующее значение. И исследуемые компании часто чередуют резкое сокращение инвестиции в оборотные активы с резким их наращиванием, что вызвано со снижением объемов производства вследствие факторов внешней среды и ростом кредиторской задолженности, что прослеживается в 2014 г. у компаний ПАО «Медиахолдинг», ООО «Си-медиа», АО «СТС» и АО «Интерфакс», а также дефицитом собственных оборотных средств и масштабными ин-

вестициями в долгосрочные активы, что наблюдается у ПАО «РБК» и АО «СТС». Поэтому в решении проблемы стабилизации экономического положения медиахолдингов, важное значение занимает эффективное управление инвестициями в рамках интегрированного бизнеса, а также управление кредиторской задолженностью и оборотным капиталом [10].

2. *Шестое.* Авторами была предложена методика прогнозирования результатов деятельности групп предприятий, имеющих убытки и не генерирующих отдачу на вложенных капитал, на основе показателя *EVA*. Использование добавленной стоимости позволяет учесть необходимость в осуществлении такими компаниями инвестиций для выхода из кризисного положения и обеспечения устойчивого роста рентабельности [14]. На примере медиахолдингов были найдены прогнозные значения показателя *EVA*, а также определены значения отдельных факторов, требуемые для выхода инвестиций в нулевую окупаемость к 2018 г.

Литература

1. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент [Текст] : в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. – СПб. : Экономическая школа, 1999.
2. Коникина Е.Д. Диагностика кризисов организации в процессе прогнозирования финансовой устойчивости [Текст] / В.Б. Фролова, Е.Д. Коникина // Экономика и социум. – 2016. – №3. – С. 596-598.
3. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. / И.Я. Лукасевич. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Эксмо, 2013. – 768 с.
4. Никитин А.В. Разработка организационной структуры финансовой службы корпораций [Текст] / А.В. Никитин, В.Б. Фролова // Современные научные исследования и инновации. – 2015. – №2-3. – С. 72-76.
5. Текутьев И.В. Группа компаний: что выгоднее – вместе или по отдельности? [Текст] / И.В. Текутьев // Российское предпринимательство. – 2010. – №7.
6. Фролова В.Б. Диверсификация источников финансирования путем оптимизации альтернатив [Текст] / В.Б. Фролова // 21-е апр. экон. чтения : мат-лы Междунар. науч.-практ. конф. / Омский филиал Финансового ун-та при Правительстве РФ; под ред. В.В. Карпова, А.И. Ковалева. – 2015. – С. 90-94.
7. Фролова В.Б. Оптимизация структуры капитала [Текст] / В.Б. Фролова // Вестн. МГУП им. Ивана Федорова. – 2011. – №2. – С. 407-412.
8. Фролова В.Б. Организация финансовых потоков в холдингах [Текст] / В.Б. Фролова // Научные исследования и разработки 2016 : сб. мат-лов IX Междунар. науч.-практ. конф. – 2016. – С. 1152-1155.
9. Фролова В.Б. Проблемы организаций по привлечению кредитов банков как источников заемного финансирования [Текст] / В.Б. Фролова // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2015. – Т. 4 ; №4. – С. 28-32.
10. Фролова В.Б. Проблемы формирования структуры заемного капитала организаций [Текст] / В.Б. Фролова // Современные научные исследования и инновации. – 2014. – №4. – С. 60.
11. Фролова В.Б. Развитие финансов корпораций в России [Текст] / В.Б. Фролова // Экономические и социальные аспекты государственного и корпоративного управления. – 2012. – С. 205-215.
12. Фролова В.Б. Спин-офф как стратегия реструктуризации [Текст] / В.Б. Фролова // Современные направления и тенденции развития бизнеса : сб. тр. междунар. науч.-практ. конф. / отв. ред. О.А. Хохлова. – 2016. – С. 31-35.
13. Фролова В.Б. Управление обеспеченностью финансовых ресурсов организаций [Текст] / В.Б. Фролова // Современные научные исследования и инновации. – 2014. – №8-2. – С. 90-93.
14. Фролова В.Б. Влияние геополитического фактора на динамику иностранных инвестиций, как источника финансирования реального сектора. [Текст] / В.Б. Фролова, Ю.Т. Бикеева // Современные научные исследования и инновации. – 2014. – №11-2. – С. 155-159.
15. Фролова В.Б. и др. Слияние и поглощение как инструмент выхода из кризисной ситуации [Текст] / В.Б. Фролова, Р.М. Дзаитов, А.Р. Саркисян // Научное обозрение. – 2015. – №10-1. – С. 310-316.
16. Фролова В.Б. Влияние процессов финансовой реструктуризации компаний на их рыночную стоимость [Текст] / В.Б. Фролова, Т.Р. Маклакова // Экономика и предпринимательство. – 2015. – №12-3. – С. 621-626.
17. Фролова В.Б. Государственная поддержка малого бизнеса: современная практика в России и за рубежом [Текст] / В.Б. Фролова, А.К. Маргарян // Уч. зап. Российской Академии предпринимательства. – 2016. – №47. – С. 169-175.
18. Фролова В.Б. Особенности развития медиахолдингов в России [Текст] / В.Б. Фролова, А.К. Маргарян // Научное обозрение. – 2016. – №10. – С. 177-181.
19. Фролова В.Б. Финансовый потенциал России [Текст] / В.Б. Фролова, О.Н. Панкова // Экономика. Налоги. Право. – 2015. – №1. – С. 66-71.
20. Фролова В.Б. Особенности управления финансами холдинга [Электронный ресурс] / В.Б. Фролова, А.Р. Саркисян // Российский экономический интернет-журнал. – 2016. – №2. – С. 54.
21. Фролова В.Б. Финансовые стратегии холдинга [Текст] / В.Б. Фролова, А.Р. Саркисян // Путеводитель предпринимателя. – 2016. – №30. – С. 233-238.
22. Фролова В.Б. Выявление факторологических зависимостей изменения рыночной капитализации медиахолдингов [Текст] / В.Б. Фролова, Т.Ф. Хань // Экономика. Бизнес. Банки. – 2016. – №4. – С. 85-91.

Ключевые слова

Холдинговая интеграция; денежный поток; инвестиции; оборотный капитал; формула Хамады; схемы владения; головная компания; прогноз; оценка результатов; чистые активы; потребность в капитале.

Фролова Виктория Борисовна

Хань Татьяна Фэньюевна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы. В современных условиях хозяйствования и развития научно-технического прогресса наблюдается активное изменение потребления медиа-услуг, на рынке одни продукты и услуги вытесняют другие. С целью диверсификации рисков, происходит укрупнение бизнеса, интеграция различных сфер деятельности и капиталов. Этот процесс несет позитивные результаты, однако, есть и определенные трудности, например, необходимость привлечения дополнительных источников финансирования. Денежный поток и иные финансовые результаты, формируемые материнской и дочерними компаниями, неоднозначны и требуют дальнейшего изучения, что и предопределяет актуальность исследования.

Научная новизна и практическая значимость заключаются в том, что научные исследования авторов посвящены результатам оценки интеграции медиахолдинговых структур, относительно нового явления в Российской Федерации, а следовательно, не изученного в достаточной мере. Авторами применены модели оценки денежных потоков и экономической добавленной стоимости, в динамике и с учетом изменения формирующих их компонентов. Определены схемы владения и участия дочерних компаний. Дан прогноз условий достижения компаниями безубыточности деятельности. Выяв-

лены общие тенденции, предложены пути стабилизации. Материалы исследования могут быть применены как основа дальнейшего научного исследования и в практике принятия управленческого решения.

Заключение. Рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

Клименко Т.В., д.э.н., профессор, кафедра экономики Столичной финансово-гуманитарной академии, г. Москва.

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)