

Тезис 7. Динамика важнейших показателей финансового состояния отраслей промышленности

Как известно, постковидное восстановление мировой и российской экономики в 2021 г. сопровождалось «перегревом» большинства рынков промышленных товаров,¹ выразившемся в разгоне промышленной инфляции, особенно – по базовой продукции промежуточного назначения (сырье и материалы; см. также [Тезис 2](#)).

Это, в свою очередь, обусловило сильнейший рост доходов промышленных компаний, в том числе и российских. Объем прибыли² в российской промышленности на своём пике (III кв. 2021 г.) превысил среднеквартальное значение докризисного 2019 г. в 1,8 раза (см. Рисунок 1).

Высокие доходы сохранялись вплоть до I кв. 2022 г., но с началом СВО и вводом системных антироссийских санкций, началось их быстрое снижение. Всего за полгода объём прибыли в промышленности вернулся к своему обычному докризисному («доковидному») уровню.

При этом важнейшим результатом стало то, что удалось не допустить дальнейшего падения прибыли: начиная с IV кв. 2022 её объём стабилизировался (в реальном выражении), а по итогам I кв. 2023 г. даже был отмечен небольшой рост (см. Рисунок 1).

¹ Рост мировых цен на сырьевых товарах, наблюдающийся с конца 2020 г., был связан с быстрым, недооценённым производителями ростом спроса, дополнительно простимулированным антикризисными мерами в различных странах. Этот рост спроса существенно обгонял расширение предложения товаров в условиях, вероятно, избыточно осторожных производственных планов производителей, недооценивших скорость восстановления ключевых экономик мира.

Дополнительный фактор – масштабное монетарное стимулирование ключевых мировых экономик в ответ на «ковидный кризис», обусловившие переток дополнительных «свободных денег» на финансовые и сырьевые рынки. Кроме того, свою роль сыграла и разбалансированность отдельных рынков из-за разнообразных специфических факторов.

² Сальдированный финансовый результат (СФР), или прибыль-убыток до налогообложения.



Рисунок 1. Динамика прибыли до налогообложения в промышленности (млрд руб. в сопоставимых ценах 2021 г.³)

Отраслевые особенности изменения уровня рентабельности⁴ можно считать по большей части позитивными – особенно с учётом сильно усложнившихся условий работы предприятий (см. [Тезис 3](#)).

В «постковидный перегрев» (2021 г.) подавляющая часть прироста доходов сконцентрировалась в сырьевом экспортном сегменте при стагнации (или незначительном росте) во внутренне-ориентированных отраслях. В 2022-2023 гг. ситуация начала выправляться (см. Рисунок 2):

- во-первых, уровень рентабельности возрос в большей части видов деятельности, причём, это произошло преимущественно в потребительски-ориентированных и отдельных инвестиционно-ориентированных отраслях, а также химическом комплексе – наиболее высокотехнологичном из сырьевого сегмента⁵;
- во-вторых, примерно в половине отраслей со снизившейся рентабельностью это снижение было либо ограничено по масштабам, либо шло с высокого уровня – и, соответственно, в большей степени затронуло сырьевые производства.

В результате, в большинстве видов деятельности уровень рентабельности либо увеличился, либо, пусть даже и снизившись, остался на

³ Использован дефлятор ВВП.

⁴ Здесь и далее используется показатель рентабельности производства с учётом скорости оборотного капитала, равен соотношению прибыли-убытка до налогообложения и объёма выпуска, умноженный на соотношение оборотного капитала и объёма выпуска (тождественно рентабельности оборотного капитала).

⁵ Кроме того, рост рентабельности фиксируется в электроэнергетике и угледобыче.

достаточно высоком уровне: в 17 из 24 рассмотренных отраслей⁶ она превышает (подчас заметно) 10%-й уровень⁷, в среднем же по промышленности рентабельность производства составила за последнее полугодие 18%, что примерно соответствует докризисному уровню.

Тем не менее, следует указать и на ряд значимых негативных моментов отраслевых особенностей динамики рентабельности (подробнее – Рисунок 2):

- во-первых, в глубоких аутсайдерах оказалась автомобильная промышленность, где рентабельность составила -11%, упав на 17 проц. п. по сравнению с докризисным периодом;
- во-вторых, убыточными (хотя и не столь сильно, как автопром) стали деревообработка (-4.9%, снижение на 9.5 проц. п.) и производство «прочих транспортных средств»⁸ (-2.0%, снижение на 4.4 проц. п.); причина текущей убыточности – невысокий запас прочности (низкая рентабельность) накануне кризиса, при сильном воздействии санкционных ограничений;⁹
- в-третьих, не изменилась, но осталась на весьма низком уровне, рентабельность в «Производстве компьютеров, электронных и оптических изделий»¹⁰, а также в «Производстве готовых металлических изделий»;

⁶ В которых генерируется около 3/4 добавленной стоимости промышленности.

⁷ Индикатор портфеля ГКО-ОФЗ, условно, уровень безрисковой доходности.

⁸ Включает в себя железнодорожное машиностроение, авиа-, судостроение и производство военных боевых машин.

⁹ Деревообработка – второй антирекордсмен по снижению выпуска после автопрома, что связано с закрытием экспортных западных рынков при высоких издержках «разворота на восток» (см. Тезис 3). В случае же с «прочими транспортными средствами» рост издержек был связан с необходимостью адаптации к ограничению импорта ключевых комплектующих, особенно сильно проявивший себя в авиационной промышленности и в железнодорожном машиностроении.

¹⁰ Здесь, видимо, сложились четыре фактора:

1) удорожание импортных комплектующих, как в рамках общемировой «постковидной» тенденции роста цен на полупроводники и т.д., так и из-за усиления монополизма поставщиков в условиях «отпадения» части из них в условиях санкций;

2) значительный объём поставок по договорам для государственных нужд, с фиксацией (невысокого и сокращающегося при повышении затрат на импорт) объёма прибыли;

3) рост отбраковки ввозных комплектующих из-за перехода к неавторизованным поставкам;

4) дополнительно, для потребительского рынка (впрочем, не главного для наших производителей) – снижение цен на импорт по мере замещения ушедших с него брендовых товаров более дешёвыми, небрендовыми аналогами.

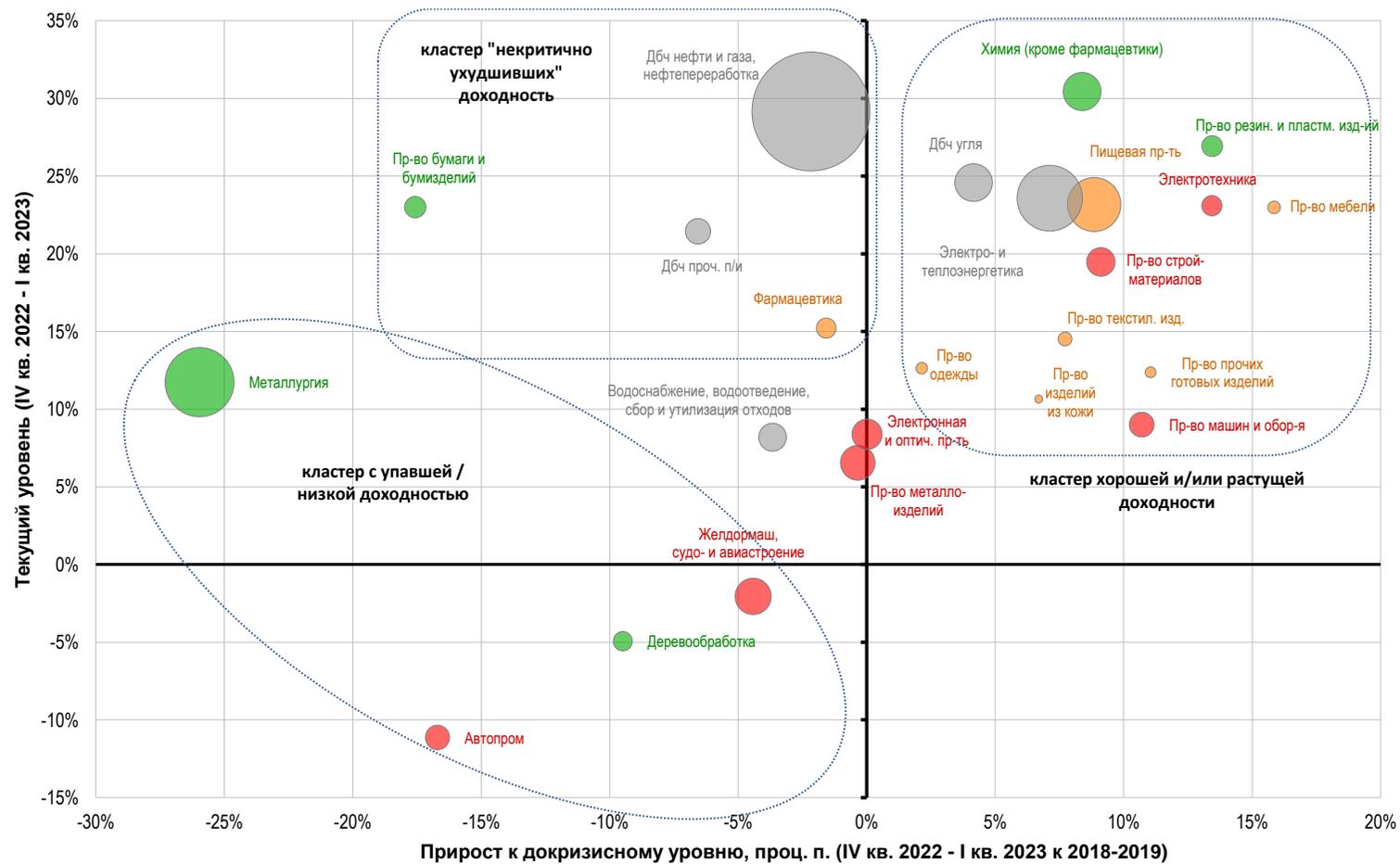


Рисунок 2. Распределение отраслей по рентабельности производства¹¹ и её изменению

¹¹ Для периодов использовались медианные значения по квартальным рядам с устранением сезонного фактора. Подробнее о показателе рентабельности – см. сноску 4 на стр. 2.

- наконец, в-четвёртых, антирекордсменом по скорости ухудшения доходности стала металлургия (спад на 26 проц. п., до уровня 12%, что в полтора раза ниже среднего по промышленности).

Ситуация с уровнем платёжеспособности¹² в промышленности может быть охарактеризована как достаточно противоречивая, но структурно – в целом, негативная.

С одной стороны, общепромышленный уровень платёжеспособности по сравнению с докризисным уровнем практически не изменился, составив 0.34 в 2023 г.¹³ против 0.33 в 2017-2019 гг. (медиана по годам). С другой стороны, быстрые разнонаправленные по отраслям изменения уровня рентабельности привели к ощутимому усилению отраслевой дифференциации платёжеспособности. Если в докризисный период квартильный коэффициент составлял 1.5, то в 2023 г. – 2.6.¹⁴ При этом низкий уровень платёжеспособности, как правило, наблюдается именно в тех секторах, перед которыми стоит задача ускоренного развития (машиностроительные сегменты) и/или которые испытали в наибольшей степени ограничивающее действие санкций и вынуждены активно адаптироваться к изменившимся условиям (последний тезис справедлив и в отношении машиностроения, а также в отношении металлургии и химических производств). Отсюда,

¹² Используется показатель соотношения ЕВИТ (прибыли до уплаты процентов) и чистой задолженности. Очень хорошим уровнем платёжеспособности (при анализе на уровне компании) можно считать значения, превышающие 0.5, низким – меньше 0.25.

В практике финансового анализа чаще используется показатель соотношения ЕВИТДА (сумма ЕВИТ и амортизации) и чистого долга, при этом показатель меньше 3 означает низкую долговую нагрузку (а 6 – это граница, за которой нагрузка становится неприемлемо высокой). Однако, использование данного показателя для оперативной оценки отраслевого уровня платёжеспособности невозможно из-за отсутствия в форме П-3 данных о величине амортизационных отчислений. Кроме того, мы используем обратное соотношение (прибыль к обязательствам), так как он гораздо удобнее при визуальном отображении показателя: величина прибыли-убытка на отраслевом уровне гораздо чаще бывает отрицательной, чем величина чистой задолженности, при том, что классический показатель стремится к бесконечности при приближении прибыли-убытка к нулю, а при «переходе через ноль» – становится отрицательными. Коррекция нормального уровня для используемого показателя (с 0.33 при использовании ЕВИТДА до 0.5 – для ЕВИТ) сделана с учётом среднего по экономике соотношения ЕВИТДА и ЕВИТ.

¹³ Здесь и далее расчёт сделан для условного 2023 г. при следующих гипотезах: уровень задолженности остаётся неизменным на протяжении мая-декабря 2023 г., прибыль-убыток (с устранением сезонного фактора) во II-IV кв. 2023 г. остаётся на уровне I квартала.

¹⁴ Соотношение границ верхнего и нижнего взвешенных квартилей (при расчёте в разрезе отраслей, представленных на рисунке 3). Если в среднем за 2017-2019 гг. эти границы составляли 0.40 и 0.27 соответственно, то в 2023 г. – уже 0.55 и 0.21.

самоподдерживается модель «самофинансирования» инвестиций, что очень серьёзно сдерживает модернизацию соответствующих производств.

К важнейшим отраслевым особенностям изменения платёжеспособности следует отнести:

- в докризисный период ни в одной из основных отраслей промышленности (кроме фармацевтики) не фиксировалось высоких значений платёжеспособности (показатель не превышал 0.5); к 2023 г. в целом ряде отраслей, в том числе крупных, отмечен рост показателя платёжеспособности до высокого уровня (выше 0.5): это нефтегазовый сектор, пищевая промышленность, лёгкая промышленность, производство резиновых и пластмассовых изделий, производство прочих готовых изделий (см. Рисунок 3);
- нормализация платёжеспособности фиксируется в электроэнергетике и производстве стройматериалов;
- сохранение удовлетворительного уровня платёжеспособности отмечено в производстве бумажных изделий, электрического оборудования;
- в производстве металлоизделий низкая платёжеспособность сохранилась;
- в производстве машин и оборудования платёжеспособность, хотя и существенно возросла, но осталась на «минимально приемлемом» уровне (более чем четырёхкратное превышение чистых долгов над EBIT);
- в химической промышленности произошло ощутимое снижение платёжеспособности, с «пробиванием» минимально приемлемого порога;
- в металлургии платёжеспособность упала практически вдвое, став ниже минимально приемлемого порога (как следствие вышеотмеченного резкого снижения прибыли);
- автомобилестроение и деревообработка, а также прочее транспортное машиностроение (ввиду вышеотмеченной убыточности) пока фактически работают «в режиме дефолта».

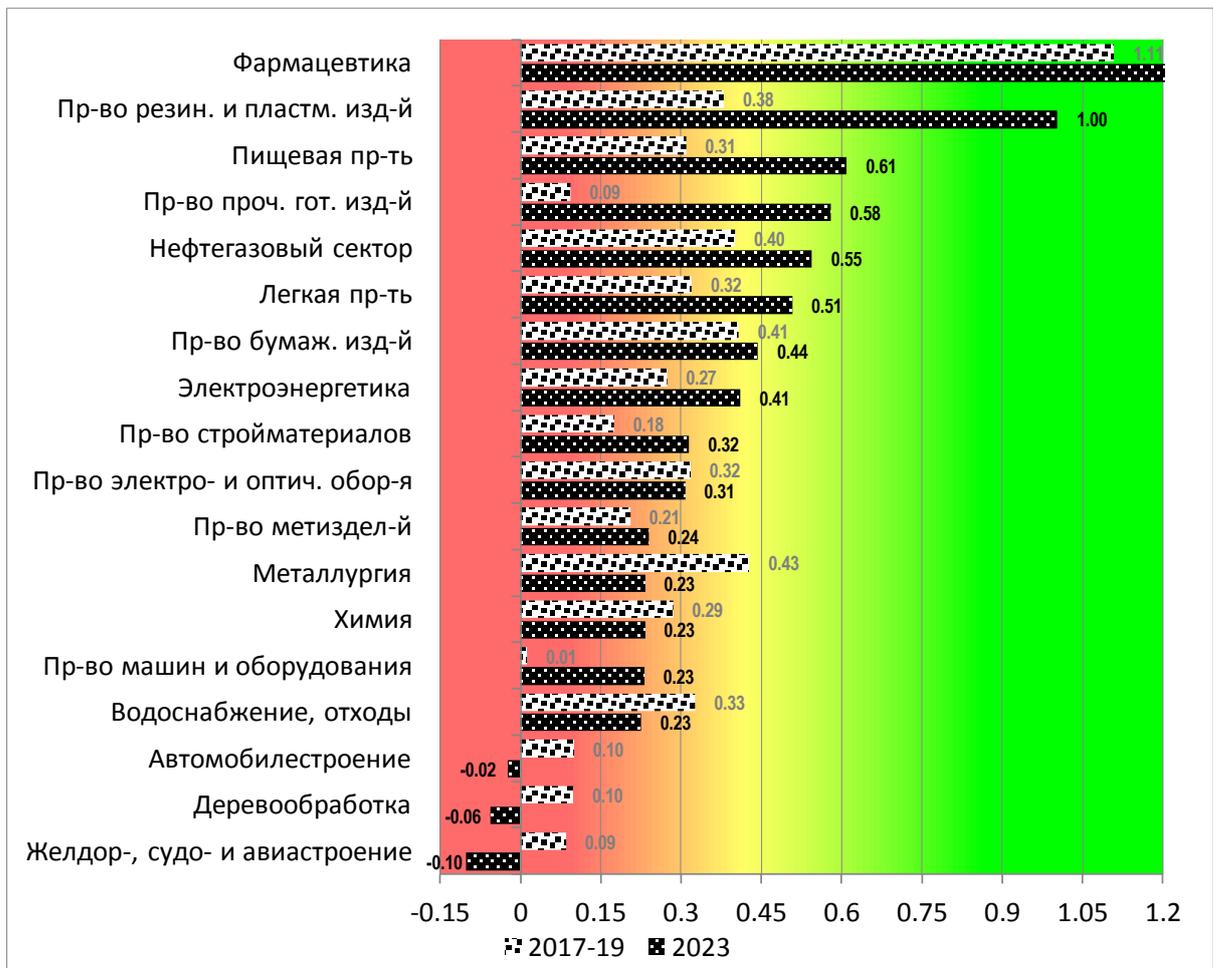


Рисунок 3. Уровень платёжеспособности секторов промышленности (I кв.2023, в годовом выражении)¹⁵

Материал подготовил:

руководитель направления Сальников В.А.

¹⁵ Подробнее об оценке – см. сноску 13 на стр. 4.