

*Григорьева Эвелина Олеговна*

студентка

*Матасарь Арина Васильевна*

студентка

Научный руководитель

*Церцейл Юлия Сергеевна*

канд. экон. наук, доцент

ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова»

г. Москва

DOI 10.31483/r-109579

**ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА  
С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ МОДЕЛИ НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ  
НА ПРИМЕРЕ КОМПАНИИ ПАО «УРАЛКАЛИЙ»**

*Аннотация:* в статье анализируются методы оценки инвестиционного потенциала на примере компании химической отрасли ПАО «Уралкалий» при помощи моделей оценки вероятности банкротства Альтмана и системы коэффициентов Бивера. Расчет исследуемых показателей произведен на основе официальной финансовой отчетности, представленной организацией и размещенной на официальном сайте. Результаты исследования позволяют произвести оценку инвестиционной привлекательности ПАО «Уралкалий» и сформулировать выводы о результатах финансовой деятельности.

*Ключевые слова:* банкротство, модель Альтмана, система коэффициентов Бивера, неплатежеспособность.

Публичное акционерное общество «Уралкалий» является одним из крупнейших в мире предприятий по производству хлористого калия и занимает лидирующую позицию в мировой калийной отрасли. Компания ответственно обеспечивает обогащение калийной руды, что позволяет развиваться регионам при-

сутствия и обеспечивает рост компании. ПАО «Уралкалий» стремится к сбалансированной стратегии, которая включает в себя инвестиции в расширение производства и уменьшение долговой нагрузки, а также поддержку ESG-практик. Контрольный пакет акций принадлежит АО «ОХК «Уралхим».

Ключевыми рынками сбыта продукции компании являются Россия, Бразилия, Индия, Китай, Юго-Восточная Азия и США.

Объем производства ПАО «Уралкалий» в 2021 году составил 12,3 млн тонн хлористого калия, что на 8,8% больше, чем в 2020 году, и составляет 1 млн тонн. При этом, объем продаж Компании в 2021 году снизился на 7,7% по сравнению с 2020 годом, что составило 1 млн тонн калия. Основными финансовыми показателями, на которые Компания сделала особый акцент, являются выручка и совокупный финансовый результат. В 2021 выручка ПАО «Уралкалий» составила 267 млрд рублей, что на 73,8% или на 114,3 млрд рублей больше показателя предыдущего года, что отражено на рисунке 1.



Рис. 1. Динамика объемов выручки от реализации ПАО «Уралкалий» за период 2018–2023 гг., млрд руб.

(составлено авторами на основе данных источника [3])

Наряду с этим компания продемонстрировала колоссальный рост совокупного финансового результата: в 2021 году данный показатель составил 127,64 млрд рублей против значения в 2,433 млрд рублей в 2020 году, что почти в 53 раза больше [3].



Рис. 2. Динамика объемов чистой прибыли ПАО «Уралкалий» за период 2018–2023 гг., млрд руб.

(составлено авторами на основе данных источника [3])

Такой рост показателей связан со сложившейся в 2021 году на рынке благоприятной для организации конъюнктурой, а также с рядом заключенных успешных договоров. Например, в конце 2020 года компании ПАО «Уралкалий» был присвоен самый высокий дебютный балл в ESG-рэнкинге, составляемым рейтинговым агентством S&P Global. Также ключевым событием стало то, что доля «Уралхим» в Компании увеличилась до 81%. В 2021 году между ПАО «Уралкалий» и несколькими банками России и СНГ впервые был подписан договор, согласно которому Компания приобрела право на получение одного из самых крупных синдицированных кредитов на сумму около 1 250 миллионов долларов США, что связано с динамикой показателей достижения целей устойчивого развития. Также стоит отметить, что в том же году предприятие осуществило сделку по покупке контрольного пакета акций (100%) бразильской компании-дистрибьютора удобрений «FertGrow S. A.», принадлежащей холдингу «UPI Norte» [2].

Основными направлениями стратегического развития ПАО «Уралкалий» является удержание лидирующих позиций в ESG-индексах, а также заключение договоров с зарубежными компаниями-партнерами. Так, в 2023 году был заключен

долгосрочный контракт с «Indian Potash Limited (IPL)» на поставку хлоркалия из Российской Федерации в Индию, что представляет собой стратегически важный шаг для Компании, поскольку Индия является одним из крупнейших потребителей минеральных удобрений, в том числе и хлоркалия, как было упомянуто ранее. Согласно условиям сделки, цена хлоркалия, установленная на условиях поставки в порт покупателя (CFR), оказалась на 28% ниже, чем цена контрактов, заключенных Индией с другими поставщиками калия годом ранее. Следовательно, налаживание стабильных поставок способствует расширению рыночной доли «Уралкалия» и укрепляет его позицию на мировом рынке минеральных удобрений.

Для оценки вероятности наступления неплатежеспособности компании в экономике существует несколько моделей. Для оценки вероятности банкротства компании ПАО «Уралкалий» будет использована пятифакторная модель Э. Альтмана, в частности, та ее модификация, которая используется для оценки вероятности банкротства компаний, чьи акции не размещены на бирже, а также система показателей У. Бивера.

Z-модель Альтмана (Z-счет Альтмана, Altman Z-Score model) – это финансовая модель, которая дает возможность спрогнозировать вероятность банкротства предприятия. Базисом является сочетание 5 основных финансовых показателей, отражающих финансовые результаты деятельности предприятия. Данная модель обладает несколькими преимуществами. Во-первых, она представляет собой объективный и легко применяемый на практике способ анализа данных: комбинирование нескольких основных финансовых показателей в модели, которые можно рассчитать на основе данных бухгалтерского анализа и отчета о движении денежных средств, позволяет оценить текущее финансовое положение компании. Во-вторых, данная модель дает возможность учесть отличительные отраслевые особенности организаций при сравнительном анализе. В-третьих, модель Альтмана получила широкое признание в финансовой индустрии и используется для оценки вероятности банкротства в различных кейсах, включая корпоративные финансы и инвестиционные исследования. Однако из недостат-

ков можно выделить то, что модель включает в себя только соотношения финансовых показателей, не учитывая при этом статистические данные прошлых лет. Также модели присуще чрезмерное обобщение данных: она предполагает, что риск наступления неплатежеспособности компании рассчитывается на основе финансовых показателей, однако игнорируются такие внешние факторы, как изменения в предпочтениях потребителей, развитие технологий и другие, способные повлиять на финансовую устойчивость компании, факторы.

Таблица 1

*Оценка вероятности неплатежеспособности ПАО «Уралкалий»  
на основе модели Альтмана*

Коэффициент	2019 г.	2020 г.	2021 г.
А (Отношение оборотного капитала к совокупным активам)	0,063	0,138	0,114
В (Отношение нераспределенной прибыли к совокупным активам)	0,312	0,083	0,185
С (Отношение величины операционной прибыли к совокупным активам)	0,114	0,125	0,295
Д (Отношение балансовой стоимости собственного капитала к совокупным обязательствам)	1,017	0,102	0,242
Е (Отношение показателя выручки к совокупным активам)	0,212	0,297	0,459
Altman Z-Score = $0,717A + 0,847B + 3,107C + 0,42D + 0,998E$	1,302	0,898	1,715

Источник: составлена авторами на основе источника [2].

Стоит обратить внимание на то, что акции ПАО «Уралкалий» не торгуются на бирже, поэтому для расчета коэффициента D модели Альтмана используется показатель балансовой стоимости собственного капитала.

Полученные значения можно интерпретировать следующим образом: если  $Z < 1,23$ , то предприятие признается банкротом, если значение  $Z$  попадает в диапазон от 1,23 до 2,89, то вероятность банкротства не может быть определена

точно, а если значение  $Z$  более 2,9, то это свидетельствует о стабильности и устойчивости компании.

В 2020 году Z-Score Альтмана компании ПАО «Уралкалий» составил 1,302, что близко к значению 1,23, при котором компанию можно охарактеризовать как обладающую высокой вероятностью банкротства. Следовательно, в 2019 году Компания по своему положению была близка к банкротству и обладала статусом неопределенности. В 2020 году значение коэффициента Альтмана стало ниже пограничного значения вероятности банкротства и составило 0,898, что говорит о высокой вероятности наступления состояния неплатежеспособности. Значение коэффициента Альтмана в крайнем исследуемом году увеличилось до 1,715. Так, можно отметить, что ситуация компании начала стабилизироваться, однако все еще нельзя заявлять об устойчивости предприятия.

Далее будет использована система коэффициентов У. Бивера, разработавшего систему показателей, предполагая то, что отношение суммы чистой прибыли и амортизации к сумме заемных средств в виде кредитов и займов позволяет рассчитать риск наступления банкротства. К основным преимуществам использования данной модели относят её простоту и возможность учета показателя рентабельности активов (ROA) – одного из важнейших показателей, по которому можно сделать выводы о финансовом состоянии компании. В добавление, плюсом использования такой системы коэффициентов является то, что при интерпретации полученных результатов возможно спрогнозировать сроки вероятного наступления банкротства организации. Главный недостаток данной модели – отсутствие результирующего показателя, поскольку при формировании выводов рассматривается принадлежность каждого из полученных коэффициентов определенному числовому диапазону, который характеризует степень вероятности банкротства.

Таблица 2

*Система коэффициентов Бивера*

Коэффициент	Благоприятное состояние	Вероятность банкротства в течение 5 лет	Вероятность банкротства в течение 1 года
Коэффициент Бивера	0,4 – 0,45	0,17	-0,15
ROA, %	6 – 8	4	-22
Доля заемного капитала, %	Менее 37	Менее 50	Менее 80
Доля чистого оборотного капитала в балансе	0,4	Менее 0,3	Менее 0,06
Коэффициент текущей ликвидности	Менее 3,2	Менее 2	Менее 1

Источник: составлена авторами на основе источника [1].

На основе нормативных значений данных коэффициентов, производится их сравнение с полученными значениями коэффициентов, по которым может быть охарактеризована вероятность банкротства хозяйствующего субъекта.

В таблице 3 рассмотрены показатели системы Бивера, а также показатели ПАО «Уралкалий» с учетом динамики в течение 2019–2021 гг.

Таблица 3

*Оценка вероятности банкротства ПАО «Уралкалий»  
по системе показателей Бивера*

Коэффициент	2019	2020	2021
Коэффициент Бивера	0,278	0,055	0,388
ROA, %	9,8%	0,4%	22%
Доля заемного капитала, %	40,9%	73,5%	64%
Доля чистого оборотного капитала в балансе	-0,037	0,129	0,024
Коэффициент текущей ликвидности	0,737	1,616	1,142

Источник: составлена авторами на основе источника [2].

В 2019 году вероятность наступления неплатежеспособности компании была близка к высокой, и банкротство могло наступить в течение нескольких последующих лет. Это связано с тем, что доля чистого оборотного капитала в балансе была отрицательной и коэффициент текущей ликвидности составлял менее 1, что не считается нормой для функционирования предприятия. В 2020 году

оба эти показателя стабилизировались, однако все еще принимали значения, характерные для среднего неустойчивого состояния компании. Также в этом году значительно снизился коэффициент рентабельности активов (ROA) до всего лишь 0,4%, что говорит о менее рациональном использовании ресурсов, а также возрос коэффициент соотношения долга. Эти факторы в совокупности привели к снижению эффективности управления активами предприятия. Причиной тому стало падение спроса на калий среди стран-партнеров, например Бразилии и Индонезии, а неопределенность в деловых отношениях с Китаем при заключении контрактов. В 2021 году большинство показателей по системе Бивера стали принимать значения, соответствующие благоприятному состоянию платежеспособности компании. Увеличение коэффициента рентабельности активов (ROA) оказало влияние на финансовые результаты предприятия, в частности на выручку и совокупный финансовый результат. Сокращение доли заемного капитала свидетельствует об усилении финансовой устойчивости компании ПАО «Уралкалий» и снижении финансовых рисков для предприятия. В этом же году было отмечено увеличение коэффициента Бивера по сравнению с предыдущими анализируемыми периодами, по которому Компанию можно отнести в группу благополучных.

Таким образом, на основе анализа вероятности банкротства по модели Альтмана и системе показателей Бивера можно сделать вывод о том, что вероятность банкротства ПАО «Уралкалий» маловероятна в ближайшие несколько лет и даже склонна к попаданию в группу благополучных предприятий, не обладающих вероятностью наступления состояния неплатежеспособности. В целом, за анализируемый период с 2019 по 2021 годы значения коэффициентов по двум моделям анализа вероятности банкротства имеют тенденцию к улучшению, что говорит об эффективности менеджмента в сочетании с благоприятствующими рыночными факторами, а также об увеличении запаса финансовой прочности. Можно также утверждать, что в связи с общемировыми тенденциями и достаточной устойчивостью компании ее стратегические перспективы достаточно высоки.



***Список литературы***

1. Воронина М.В. Финансовый менеджмент: учебник / М.В. Воронина. – М.: Дашков и К, 2016. – 399 с.
2. Официальный сайт компании ПАО «Уралкалий» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.uralkali.com/ru/> (дата обращения: 15.12.2023).
3. Провайдер данных по финансовым рынкам CBONDS [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 15.12.2023).