

## **Издательская отрасль России: финансовая политика, рентабельность и перспективы**

**Жуков П.Е.**, к.э.н., доцент,

Финансовый университет при Правительстве РФ

**Хань Т.Ф.**, студентка,

Финансовый университет при Правительстве РФ

**Аннотация.** В работе исследовалась финансовая политика и перспективы развития российских издательских компаний. Компании были разбиты на 3 квартиля по объему продаж. Был сделан вывод, что инвестиционная привлекательность бизнеса крупных и средних издательских компаний не зависит от масштаба деятельности, а значит, сохраняется потенциал для увеличения масштабов бизнеса наиболее крупных и эффективных компаний, в том числе, путем поглощения более мелких и менее эффективных компаний.

**Ключевые слова:** издательские компании, финансовый леверидж, инвестиционная привлекательность, рентабельность собственного капитала, рентабельность активов.

### **Russian publishing industry: financial policy, profitability and prospects**

**Zhukov P.E.**, Ph.d., senior lecturer

Financial university under the Government of the Russian Federation

**Han T.F.**, the student,

Financial university at the Government of the Russian Federation

**Annotation.** Financial policy, profitability and prospects for development of Russian publishing companies is reviewed. Influence of financial debts and size of Russian publishing companies on profitability and investment appeal as business was explored. The method of panel research by data on the end of 2016 was applied.

The companies have been broken on 3 quartiles by sales volume. The conclusion has been drawn that investment appeal of business for large and average publishing companies does not depend on scale so, there is good potential for increase in scale of business for largest and effective companies, particularly, by acquiring of smaller and less effective companies.

**Keywords:** publishing companies, financial leverage, return on equity, return on asset, investment appeal, scale of business.

### **Общие тенденции развития российских издательских компаний**

Объектами исследования были выбраны российские издательские компании, которые определяются по критерию преобладания двух видов деятельности, таких как издание книг и издательская деятельность.

Финансовая задолженность, размеры российских издательских компаний и их влияние на рентабельность и инвестиционную привлекательность являются предметом настоящего исследования в связи с важностью этого сектора экономики для распространения знаний и особенностями его развития на настоящем этапе, в связи с бурным развитием цифровых носителей и Интернета<sup>1</sup>.

Развитие издательских компаний в России характеризуется существенным сокращением производства книг и брошюр в 2014 г. и в первом полугодии 2015 г., что обусловлено снижением спроса на книжную продукцию<sup>2</sup>. В 2016 г. падение тиражей замедлилось, но об осязаемом оживлении отрасли говорить пока рано. Единственным сегментом рынка, который растет в натуральном выражении, является детская и учебная литература<sup>3</sup>. Затяжной спад книжной отрасли по общему объему тиражей прослеживается еще с 2008 г. (рис. 1).

---

<sup>1</sup> Бэйверсток Э. Книжный маркетинг: Пер. с англ. СПб.:БХВ-Санкт-Петербург, 1999.

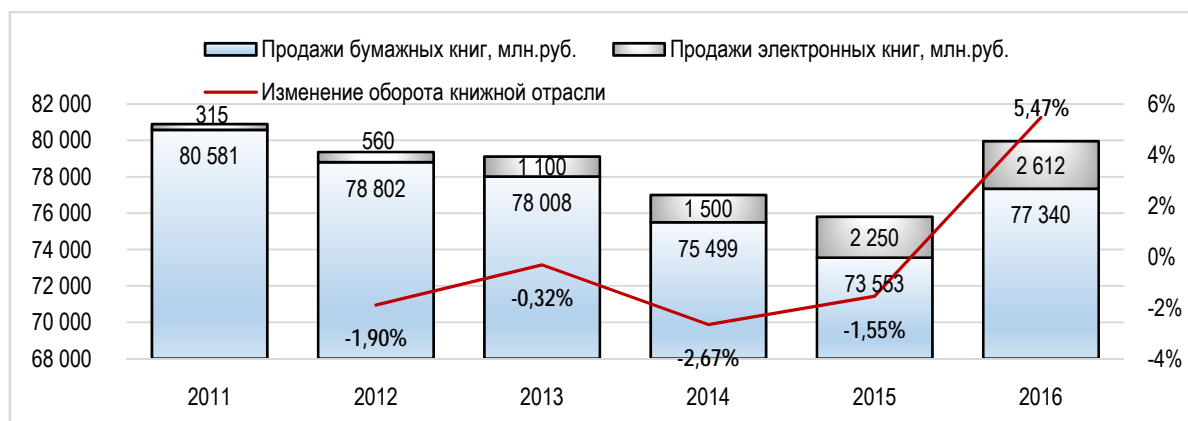
<sup>2</sup> Книжный рынок России: состояние, тенденции и перспективы развития: отраслевой доклад/ Б. В. Ленский и др. ; под общ. ред. В. В. Григорьева – Федеральное агентство по печати и массовым коммуникациям – 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016.

<sup>3</sup> Книжный бизнес [Электронный ресурс]: Аналитика. Режим доступа: <http://www.pro-books.ru>



**Рис. 1 – Динамика изданных в России книг и брошюр в млн. экз.**

Несмотря на падение тиражей бумажной продукции, в 2016 г. произошло увеличение совокупного оборота книжной отрасли (рис.2) за счет повышения цен и роста продаж электронных книг<sup>4</sup>. И это несмотря на то, что, по оценкам аналитиков, уровень пиратства электронных книг в России составляет 95%<sup>5</sup>.



**Рис. 2 – Динамика оборота книжной отрасли в России**

Оборот рынка бумажных книг в ценовом выражении при этом также вырос до докризисного уровня 2013 г. Кроме того, в связи с инфляцией и ростом себестоимости производства книг издательства проводят индексацию цен на уровне 10-30%. На фоне снижения доходов населения издания в мягкой обложке стали пользоваться большим спросом<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Розничная торговля [Электронный ресурс]: Российский книжный рынок восстанавливается за счет роста цен – 2016. Режим доступа: <https://new-retail.ru>

<sup>5</sup> Университетская КНИГА [Электронный ресурс]: Книжный бизнес: в поисках драйверов развития – 2015. Режим доступа: <http://www.unkniga.ru>

<sup>6</sup> Книжный бизнес [Электронный ресурс]: Аналитика. Режим доступа: <http://www.pro-books.ru>

Что касается игроков книжной отрасли, то в 2014 г. закрылось 7% издательств, действующих в предыдущем году, но в 2015 г. их число незначительно выросло на 1% до 5,4 тыс. издательств<sup>7</sup>.

С 2012 г. началось формирование крупнейших групп российских издательств, в основном, путем поглощения менее успешных компаний более успешными. В частности, лидеры рынка, акционеры издательства «ЭКСМО» выкупили контрольную долю находящегося на грани банкротства издательства «АСТ». В 2014 г. в группу вошла компания «Дрофа», а в 2015 г. – «Вентана-Граф», обе компании впоследствии были консолидированы в одну структуру. В настоящее время группа «ЭКСМО» представлена следующими тремя хозяйствующими субъектами: издательство «ЭКСМО», издательство «АСТ» и издательская группа «Дрофа–Вентана»<sup>8</sup>. Участники группы функционируют и развиваются самостоятельно, их интеграция в единую организацию в стратегической перспективе не планируется. В мировом рейтинге книжных издательств группа «ЭКСМО» занимает 52-е место.

К конкурентным преимуществам группы «ЭКСМО» следует отнести вертикальную интеграцию бизнеса через структуру имущества собственников. В частности, ее собственники также участвуют в капиталах многих типографий, поэтому она обладает практически собственной полиграфической базой. Более того, собственники «ЭКСМО» также являются совладельцами известных книжных розничных сетей таких, как «Читай-город», «Буквоед», «Библиосфера», что обеспечивает компании, входящие в группу, развитой сетью продаж. Среди долгосрочных партнеров группы стоит отметить онлайн-магазин электронных книг ЛитРес (Litres.ru)<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Книжный рынок России: состояние, тенденции и перспективы развития: отраслевой доклад / Б. В. Ленский и др. ; под общ. ред. В. В. Григорьева – Федеральное агентство по печати и массовым коммуникациям – 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016.

<sup>8</sup> РБК [Электронный ресурс]: «Эксмо-АСТ» купила сразу двух издателей школьной литературы – 2014. Режим доступа: <http://www.rbc.ru>

<sup>9</sup> Издательство «ЭКСМО» [Электронный ресурс]: официальный сайт. Режим доступа: <https://eksmo.ru>

## Методология исследования

Для целей исследования компании были разбиты на 3 квартиля по объему продаж. Разброс выручки в первом квартиле составил от 7,2 млрд. до 0,8 млрд. руб., во втором от 0,6 до 0,3 млрд. руб., в третьем – от 0,25 до 0,13 млрд. руб. Согласно Федеральному Закону № 209-ФЗ с учетом внесенных в 2015 г. поправок, средним предприятием признается бизнес с оборотом до 2 млрд. руб. и численностью работников до 250 человек, малым – до 0,8 млрд. руб. и до 100 человек, микропредприятием – до 0,120 млрд. руб. и до 15 человек. Таким образом, в первый квартиль вошли все существующие крупные и средние компании издательской отрасли, представленные на российском рынке, а во второй и третий – малые предприятия.

В качестве прокси-показателя, характеризующего финансовую политику компаний в области структуры капитала и финансовой устойчивости был выбран финансовый леверидж – отношение долга к собственному капиталу по балансовым показателям, так как акции большинства компаний не торгуются на бирже. В качестве прокси-показателя, характеризующего инвестиционную привлекательность компании были выбраны рентабельность собственного капитала (ROE) и рентабельность активов по операционной прибыли (ЕБИТ). Соответственно, рентабельность собственного капитала отражает выгоды от вложения в собственный капитал компании, а рентабельность активов – инвестиционную привлекательность бизнеса предприятия в целом.

При этом теоретически рентабельность собственного капитала должна быть прямо пропорциональна финансовому левериджу (благодаря эффекту финансового левериджа), а рентабельность активов не должна от него зависеть. Однако на практике зависимости могут несколько отличаться<sup>10</sup>.

Вначале было проведено исследование динамики показателей лидеров 1-го и 2-го квартиля по обороту за последние 3 года. В дальнейшем в качестве метода исследования было выбрано панельное исследование данных на конец 2016 года, в предположении, что исследуемые зависимости не изменятся

---

<sup>10</sup> Книжный бизнес [Электронный ресурс]: Аналитика. Режим доступа: <http://www.pro-books.ru>

существенно в текущий период 2017 года, при условии относительной неизменности внешних экономических условий.

### **Исследование динамики показателей лидеров 1-ого квартиля и 2 квартиля по обороту**

В 2014 г. произошло уменьшение исследуемых показателей ROE и ROA в издательствах «ЭКСМО» и «ДРОФА». Такие результаты следуют за отраслью в 2014 г. в целом. Однако в этот год объемы продаж у этих издательств продолжили расти в денежном выражении, главным образом за счет подорожания книг. Активы компаний также выросли, но главным образом за счет дебиторской задолженности. В этой связи компаниям необходимо было искать дополнительные источники финансирования, и ими стали привлеченные и заемные средства, о чем говорит увеличение финансового левериджа в 2014 г. (финансовая политика компаний) (табл.1). EBIT в этом году у «ЭКСМО» и «ДРОФА» сильно просел на 20 и 40% к уровню прошлого года соответственно, что и послужило главным фактором снижения ROE и ROA. Снижение EBIT связано в первую очередь с темпами роста себестоимости, опережающими темпами роста выручки (табл. 2), и эта негативная тенденция все сильнее. Коммерческие и управленческие расходы компании смогли сдержать на хорошем уровне, хотя это логично, ведь рост продаж обусловил ценовой фактор, а не рост объемов выпуска.

В 2015 г., когда кризисная ситуация в отрасли и экономике в целом несколько стабилизировалась компании уменьшили свой уровень левериджа, погасили часть обязательств. Несмотря на продолжающееся опережение темпов роста себестоимости по сравнению с выручкой, EBIT компаний выросла. Однако действительное улучшение показателей ROE в связи с ростом EBIT произошло только в издательстве «ДРОФА», а в издательстве «ЭКСМО» улучшение ROE обусловлено значительным приростом финансовых доходов по прочей деятельности (от участия в уставных капиталах других организаций) (табл.2). Прочие финансовые доходы выросли в 61 раз к уровню 2014 г. и привели к росту итоговых финансовых результатов (чистой прибыли),

а  $ROE=NP/E$ . Что касается третьего лидера 1-ого квартиля – издательства «АСТ», то его финансовые показатели выбиваются из общей тенденции лидеров. Это связано с тем, что компания в 2013 г. находилась на грани банкротства, о чем говорит высокий уровень финансового левериджа. Но произошла смена собственников и менеджмента, обязательства стали постепенно погашаться, операционная прибыль расти.

Таблица 1

### Динамика показателей лидеров 1-ого квартиля

ООО «Издательство «ЭКСМО»	2013	2014	2015
Продажи	5 276 489	5 807 434	7 231 407
Активы	4 654 588	5 832 963	6 381 720
ЕБИТ	403 581	337 244	387 106
Финансовый леверидж	0,5695	0,8389	0,6408
ROA	0,0867	0,0578	0,0607
ROE	0,1025	0,0672	0,2032
ООО «ДРОФА»	2013	2014	2015
Продажи	1 684 518	1 856 365	2 521 206
Активы	1 111 838	1 818 871	1 998 336
ЕБИТ	547 182	322 271	766 936
Финансовый леверидж	0,0617	0,4993	0,0889
ROA	0,4921	0,1772	0,3838
ROE	0,4368	0,2070	0,4110
ООО «Издательство АСТ»	2013	2014	2015
Продажи	3 560 259	4 894 938	4 615 594
Активы	5 045 878	7 531 379	7 575 646
ЕБИТ	47 484	153 974	300 217
Финансовый леверидж	18,7152	17,1035	9,1549
ROA	0,0094	0,0204	0,0396
ROE	0,7211	0,8336	0,5680

Таблица 2

### Динамика темпов роста выручки и себестоимости

ООО "Издательство "ЭКСМО"	2013	2014	2015
Темпы роста выручки	1,0817	1,1006	1,2452
Темпы роста себестоимости	1,0390	1,1600	1,2923
Темпы роста прочих финансовых доходов	1,6492	0,4547	61,6297
ООО "ДРОФА"	2013	2014	2015
Темпы роста выручки	1,3115	1,1020	1,3581
Темпы роста себестоимости	1,2604	1,2920	1,4698

Аналогично, 2014 г. для компаний 2-ого квартиля был переломным, их результаты в части снижения объема продаж и ЕВІТ следуют за отраслью в целом. Но финансовая политика компаний 2-го квартиля различается, так издательство «САХАР» для поддержания и обеспечения роста своей деятельности привлекло значительные суммы заемных источников, что обуславливает повышение финансовых рисков организации. Хотя компания демонстрирует рост продаж и ЕВІТ в 2015 г., отдача на средства, вложенные в активы компании, сильно снизилась (ROA уменьшилась с 11% до 1,3%), следовательно, снизилась и стоимость компании. Финансовые результаты не в полной мере окупили вложенные кредиторами средства.

Другие лидеры 2-ого квартиля – ООО «С-ИНФО» и ООО «Издательский Центр Академия» отказались от долговой политики финансирования, при этом их объемный показатель – продажи – не вернулся в 2015 г. к уровню 2013 г., аналогично и активы не превысили уровня 2013 г., что говорит об ограниченных возможностях самофинансирования развития бизнеса. Однако ЕВІТ, отражающая эффективность деятельности организации, показала рост и вернулась к докризисному уровню благодаря росту доходов от внереализационной деятельности, в частности, от сдачи в аренду имущества и инвестиционной деятельности, а также вследствие несущественного снижения коммерческих и управленческих издержек.

Таблица 3

#### Динамика показателей лидеров 2-ого квартиля

ООО «Сахар»	2013	2014	2015
Продажи	561 713	417 281	604 456
Активы	23 932	29 212	324 222
ЕВІТ	3 554	3 218	4 260
Финансовый леверидж	0,0723	0,1007	9,0441
ROA	0,1485	0,1102	0,0131
ROE	0,2034	0,1728	0,1952
ООО «С-ИНФО»	2013	2014	2015
Продажи	648 211	538 108	526 381
Активы	305 278	293 261	310 124
ЕВІТ	36 703	-57 177	38 501
Финансовый леверидж	2,1937	18,7256	12,7108
ROA	0,1202	-0,1950	0,1241



ROE	0,1226	-1,4616	0,4137
ООО «Издательский Центр Академия»	2013	2014	2015
Продажи	594 428	535 762	554 347
Активы	479 665	476 759	433 201
ЕБИТ	10 505	10 912	11 719
Финансовый леверидж	0,5740	0,5236	0,3566
ROA	0,0219	0,0229	0,0271
ROE	0,0214	0,0016	0,0101

Таким образом, на примере лидеров 1 и 2 квартиля можно видеть большой разброс как показателей финансовой политики (финансовый леверидж), так и показателей эффективности и инвестиционной привлекательности (ROE и ROA). Также можно отметить, что в отчетности компаний зачастую значительную роль играют «прочие» доходы и расходы, характер которых обязательно раскрывается в отчетности по МСФО (в случае их материальности) но для РСФО это требование не носит обязательного характера, что снижает прозрачность отчетности.

### **Результаты панельного исследования**

В соответствии с ранее изложенной методологией исследования, в качестве объясняемых факторов были выбраны доходность собственного капитала (ROE) и доходность активов (ROA) по операционной прибыли (ЕБИТ) на конец 2016 года (по годовой отчетности).

В качестве объясняющих факторов были выбраны финансовый леверидж (отражающий финансовую политику), а также факторы, отражающие масштаб деятельности (объем продаж или объем активов) и ее операционную эффективность – (операционная прибыль ЕБИТ).

Заметим, что если в общем случае для функции нескольких переменных искомой зависимостью является зависимость от изменения одной переменной при фиксированных других (частная производная), то лучшим методом является предварительное логарифмирование данных, позволяющее отражать чувствительность (частную производную) относительного изменения объясняемой переменной к относительному изменению объясняющей

переменной. При этом метод регрессии дает среднее значение и стандартное отклонение по исследуемой выборке, если эта зависимость является значимой.

Регрессионный анализ по первому квартилю компаний показал, что Р-значение всех коэффициентов меньше 0,05, таким образом, все исходные переменные  $\ln(\text{EBIT})$ ,  $\ln(\text{FL})$ ,  $\ln(\text{A})$  являются существенными для модели и оказывают влияние на зависимую переменную  $\ln(\text{ROE})$ . R-квадрат равен 0,92, что говорит о высокой точности аппроксимации, т.е. модель является точной, и на ее основе можно делать выводы. При нулевом пересечении повышается точность модели, а все переменные остаются значимыми.

Основным фактором роста рентабельности собственного капитала крупных и средних российских издательств является рост прибыли до вычета процентов и налогов EBIT. Использование такой переменной как EBIT, в отличие от чистой прибыли NP, позволяет сравнить степень финансовой состоятельности различных предприятий и выявить общие тенденции в их развитии вне зависимости от долговой нагрузки, которая обусловлена структурой капитала, и режима налогообложения, на который влияет размер предприятия.

При этом использование переменной EBIT в регрессионном анализе малых компаний из второго и третьего квартилей уменьшает надежность модели (R-квадрат равен 0,53), что обусловлено более сильным влиянием на финансовые результаты льготных режимов налогообложения малых предприятий, которое не учитывает переменная EBIT.

Влияние финансовой политики компаний (структуры капитала, выраженной переменной FL), на рентабельность собственного капитала крупного и среднего издательского бизнеса соответствует теоретически вытекающему из эффекта финансового левериджа: компании из первого квартиля обеспечивают дополнительный прирост рентабельности собственного капитала ROE за счет использования заемного капитала, о чем говорит коэффициент перед  $\ln(\text{FL})$ .

Однако финансовая политика теряет свою значимость, если данная регрессионная модель применяется в отношении малых предприятий, т.е. для компаний из второго, третьего и четвертого квартилей, здесь Р-значение переменной  $\ln(\text{FL})$  становится больше 0,05. Это обусловлено тем, что малые предприятия издательской отрасли испытывают значительно большие трудности в привлечении заемных средств в виде кредитов и займов, поэтому задействовать положительный эффект финансового левериджа им сложно. Их основными источниками финансирования выступают собственные средства и кредиторская задолженность.

В качестве прокси-показателя инвестиционной привлекательности (и мультипликатора полной стоимости бизнеса), исходя из того, что капитал, инвестированный в активы компании, принадлежит и кредиторам, и собственникам, была использована рентабельность активов

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{A}$$

1) Для анализа ROA были построены 2 модели регрессии. Первая включает такие переменные, как S – объем продаж, A – величина активов, FL – финансовый леверидж.

Регрессия по 1-му квартилю на основе этих переменных показала, что зависимость инвестиционной привлекательности предприятий отрасли от оборота и финансовой политики несущественна.

Таким образом, инвестиционная привлекательность бизнеса крупных и средних издательских компаний, по-видимому, не зависит от масштаба деятельности. Следовательно, сохраняется потенциал для увеличения масштабов бизнеса наиболее крупных и эффективных компаний, в том числе, путем поглощения более мелких и менее эффективных компаний.

Примечательно, что в разрезе компаний 2-ого квартиля, т.е. малых предприятий, объясняющая сила регрессии возрастает (R-квадрат = 0,66), но при этом такой фактор, как финансовый леверидж (Р-Значение меньше 0,05), становится существенным, хотя показатели масштаба деятельности (продажи

и активы) по-прежнему остаются незначимыми по своему влиянию на эффективность бизнеса.

2) Вторая модель регрессии построена на таких параметрах, как  $S$  – объем продаж, EBIT – прибыль до вычета процентов и налогов, FL – финансовый леверидж. Данная модель регрессии хорошо объясняет влияние панельных факторов ( $R$ -квадрат = 0,87). Это связано с тем, что исследуемым показателем является рентабельность активов, т.е. эффективность их использования, а параметр масштаба – активы предприятия  $A$  – из предыдущей модели был заменен на параметр эффективности – EBIT, который совместно с фактором  $S$  характеризует рентабельность продаж EBIT/ $S$ .

Из 3 исходных показателей модели финансовый леверидж теряет свою значимость как фактор, влияющий на рентабельность активов для всех квартилей ( $P$ -Значение больше 0,05). Таким образом, уровень задолженности не является существенным для стоимости компании – чем выше эффективность продаж, тем выше рентабельность активов и, значит, стоимость компании.

Главный вывод, который можно сделать из проведенного исследования – эффективность бизнеса и инвестиционная привлекательность в отрасли не зависят в существенной мере от масштаба деятельности.

В части финансовой политики – для крупных и средних компаний (1 квартиль) зависимость рентабельности собственного капитала от финансового левериджа совпадает с теоретически вытекающей из эффекта финансового левериджа. Следовательно, в первом квартале экономический эффект от использования заемных средств, в целом, положителен. Во втором квартале ситуация более неопределенная, что говорит о наличии компаний с экономически неэффективным долгом.

В то же время, как в первом, так и во втором квартилях сохраняются большие различия в задолженности компаний, позволяющие заключить, что часть из них имеет слишком высокие финансовые риски.

В целом, с учетом приведенных выше утверждений, можно сделать вывод, что в отрасли сохраняются значительные возможности для слияний и

поглощений путем покупки (либо враждебного поглощения) небольших по размеру, но эффективных по бизнесу компаний. Враждебное поглощение, по видимому, угрожает компаниям, имеющим высокий уровень задолженности, так как они в большей мере подвержены конъюнктурным спадам и подъемам.

### **Библиографический список**

1. Бэйверсток Э. Книжный маркетинг: Пер. с англ. СПб.: БХВ-Санкт-Петербург, 1999.

2. Книжный рынок России: состояние, тенденции и перспективы развития: отраслевой доклад / Б. В. Ленский и др. ; под общ. ред. В. В. Григорьева – Федеральное агентство по печати и массовым коммуникациям – 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016.

3. Книжный бизнес [Электронный ресурс]: Аналитика. Режим доступа: <http://www.pro-books.ru>

4. Книжная индустрия [Электронный ресурс]: Книжный рынок России 2010–2015гг. Режим доступа: <http://www.bookind.ru>

5. Розничная торговля [Электронный ресурс]: Российский книжный рынок восстанавливается за счет роста цен – 2016. Режим доступа: <https://new-retail.ru>

6. Университетская КНИГА [Электронный ресурс]: Книжный бизнес: в поисках драйверов развития – 2015. Режим доступа: <http://www.unkniga.ru>

7. РБК [Электронный ресурс]: «Эксмо-АСТ» купила сразу двух издателей школьной литературы – 2014. Режим доступа: <http://www.rbc.ru>

8. Издательство «ЭКСМО» [Электронный ресурс]: официальный сайт. Режим доступа: <https://eksmo.ru>