

05 Августа 2025

**ROIC > WACC:  
ФОРМУЛА СОЗДАНИЯ  
АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ**

# КАК УСТРОЕН КАПИТАЛ БИЗНЕСА И ОТ ЧЕГО ЗАВИСИТ ЕГО СТОИМОСТЬ?

Для устойчивого роста бизнесу необходимы инвестиции в оборотный капитал и основные средства – новые технологии и площадки. Эти инвестиции могут финансироваться за счет собственных (нераспределенная прибыль и вливания от акционеров, т.е. акционерный капитал) и заемных средств (финансовый долг).

Одна из задач владельца бизнеса – найти соотношение между источниками финансирования, которое максимизирует стоимость компании при приемлемом уровне рисков.

## Инвестируемый капитал (IC<sup>1</sup>) компании

Два компонента инвестированного капитала:

1. собственные средства (собственный капитал и нераспределенная прибыль);
2. финансовый долг (банковские кредиты, облигации, лизинг, прочие).

## Стоимость капитала (WACC<sup>2</sup>)

Владельцы и кредиторы заинтересованы в получении от компании дохода на предоставленный ими капитал. Кредиторы получают доход в виде процентов, а владельцы компании – в виде дивидендов и роста стоимости их акций (доли).

С точки зрения компании общая стоимость привлечения капитала рассчитывается на основе доли долга и доли собственного капитала – это и есть WACC. Эта ставка рассчитывается как средняя величина стоимости каждого источника капитала, взвешенная по его доле в общей структуре финансирования компании.

## Эффективность использования инвестированного капитала (ROIC<sup>3</sup>)

Когда компания инвестирует собственные и/или привлеченные деньги, важно понимать: эти деньги должны «работать» эффективнее – зарабатывать для компании больше, чем стоимость их привлечения.

Здесь появляется ключевой показатель – ROIC или доходность на инвестированный капитал. ROIC показывает, сколько операционной прибыли компания зарабатывает на каждый вложенный рубль капитала.

## Связь между ROIC и WACC

Многие компании думают о росте как об увеличении продаж, масштабировании, новых филиалах и инвестициях. Но сам по себе рост не всегда позитивен. Он может как создавать, так и уничтожать стоимость бизнеса. Главный вопрос, который должен задавать себе собственник:

» Создает ли каждый вложенный рубль операционную прибыль? Или просто увеличивает продажи?»

Чтобы понять, насколько эффективно бизнес использует капитал, сравнивают ROIC и WACC.

Только когда ROIC выше WACC, компания создает акционерную стоимость. Если ROIC ниже, то даже если компания и растет, она зарабатывает меньше, чем ей обходится этот капитал, а значит акционерная стоимость разрушается.

## Значение ROIC в отношении WACC

Если...	... это значит	Последствия
<b>ROIC &gt; WACC</b>	Капитал работает эффективнее, чем он стоит	Бизнес <b>создает</b> стоимость
<b>ROIC &lt; WACC</b>	Доходность бизнеса ниже стоимости капитала	Бизнес <b>теряет</b> стоимость
<b>ROIC = WACC</b>	Без убытка, но и без добавленной стоимости	<b>Статус-кво</b>

## Как рассчитать WACC и ROIC

$$WACC = \left(\frac{D}{D+E}\right) \times R_d \times (1-T) + \left(\frac{E}{D+E}\right) \times R_e$$

где:

- $D$  – Сумма заемного капитала;
- $E$  – Сумма собственного капитала;
- $R_d$  – Стоимость заемного капитала;
- $R_e$  – Стоимость собственного капитала\*;
- $T$  – Ставка налога на прибыль.

$$ROIC = \frac{EBIT \times (1-T)}{Average\ IC}$$

где:

- $EBIT$  – Прибыль до уплаты процентов и налогов;
- $Average\ IC$  – Средний инвестированный капитал.

\*Примечание: Как оценить  $R_e$  (Cost of Equity)?

Упрощенный метод:

- если  $Debt/Equity \leq 1,0$ , то используйте ставку 25% (примерная ставка для организационно развитых средних компаний с умеренной долговой нагрузкой);
- если  $Debt/Equity > 1,0$ , то 25%+ (чем выше долг, тем выше ставка).

Например, при  $Debt/Equity = 0,7$  можно принять  $R_e = 25\%$ . Точный расчет требует более сложных формул и информации - безрисковая ставка, бета-коэффициент и рыночная премия. В таком случае лучше обратиться к инвестиционному консультанту.

<sup>1</sup> IC - Invested Capital (инвестированный капитал).

<sup>2</sup> WACC - Weighted Average Cost of Capital (средневзвешенная стоимость привлеченного капитала).

<sup>3</sup> ROIC - Return on Invested Capital (доходность на вложенный капитал).

# ТРИ КОМПАНИИ: КАК СТРУКТУРА КАПИТАЛА И РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ВЛИЯЮТ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

В примере ниже рассмотрены три условные компании с одинаковым размером инвестированного капитала, но с разной его структурой и разным уровнем доходности:

1. Компании А и В имеют одинаковую структуру капитала (долг в структуре капитала – 30%), а Компания С более зависима от заемных средств (доля – 70%).
2. Доходность инвестированного капитала (ROIC<sup>3</sup>) совпадает у Компаний А и С (25%), в то время как Компания В менее эффективно инвестирует капитал (ROIC = 15%).

В этом примере видно, как различия в структуре капитала и эффективности бизнеса влияют на возможность каждой компании увеличивать благосостояние владельцев.

## Компания А: Преобладание акционерного капитала в структуре капитала и высокая эффективность инвестирования

Компания А имеет самую высокую экономическую прибыль (33,6 млн Р) по следующим причинам:

- Относительно низкая стоимость привлечения капитала (WACC<sup>2</sup>) из-за низкой доли долга и, соответственно, меньших рисков;
- Высокий уровень доходности инвестированного капитала (ROIC<sup>3</sup>).

## Компания В: Преобладание акционерного капитала в структуре капитала, но с меньшей эффективностью инвестирования

Компания В разрушает акционерную стоимость за счет превышения WACC над ROIC:

- Основная деятельность Компании В неэффективна – при том же уровне продаж и структуры капитала уровень ее операционной прибыли<sup>1</sup> ниже и не покрывает затраты на капитал;
- У Компании В такой же WACC, как и у Компании А, но даже относительно дешевый капитал не позволяет создавать стоимость для владельцев.

## Компания С: Преобладание финансового долга в структуре капитала и высокая эффективность инвестирования

Компания С генерирует низкую экономическую прибыль, несмотря на высокий уровень ROIC:

- Высокая долговая нагрузка повышает финансовые риски бизнеса;
- Повышенные финансовые риски увеличивают стоимость акционерного и заемного капитала.

## Влияние структуры капитала и рентабельности бизнеса на ROIC, WACC и экономическую прибыль (EP), млн Р

Показатель	Компания А		Компания В		Компания С	
	млн Р	Стоимость, %	млн Р	Стоимость, %	млн Р	Стоимость, %
<b>Средний инвестированный капитал</b>	<b>1 000</b>	<b>21,6%</b>	<b>1 000</b>	<b>21,6%</b>	<b>1 000</b>	<b>24,52%</b>
Акционерный капитал	700	24,4%	700	24,4%	300	35,1%
Заемный капитал	300	19,0%	300	19,0%	700	25,0%
<b>НОПАТ<sup>1</sup></b>	<b>250</b>		<b>150</b>		<b>250</b>	
<b>WACC<sup>2</sup></b>		<b>21,6%</b>		<b>21,6%</b>		<b>24,5%</b>
<b>ROIC<sup>3</sup></b>		<b>25,0%</b>		<b>15,0%</b>		<b>25,0%</b>
<b>EP Spread<sup>4</sup></b>		<b>3,36%</b>		<b>-6,64%</b>		<b>0,48%</b>
<b>Экономическая прибыль (EP<sup>5</sup>)</b>	<b>33,6</b>		<b>(66,4)</b>		<b>4,8</b>	

1 NOPAT (Net Operating Profit After Tax) – Операционная прибыль после налогообложения.

2 WACC (Weighted Average Cost of Capital) – Средневзвешенная стоимость капитала.

3 ROIC (Return on Invested Capital) – Доходность инвестированного капитала (акционерного и заемного).

4 EP Spread – Разница между ROIC и WACC.

5 Economic profit = NOPAT – WACC × Средний инвестированный капитал.

Источники: расчеты ink Advisory

# ЭФФЕКТИВНОСТЬ КАПИТАЛА: ПРИМЕР ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ

Группа компаний «Мать и дитя» (MDMG) – ведущий игрок на российском рынке частной медицины, много лет входящий в Топ-3 рынка по выручке и охвату. С 2018 г. MDMG демонстрирует исключительно положительную экономическую прибыль, что является прямым свидетельством эффективности использования инвестированного капитала. Бизнес MDMG генерирует доходность (NOPAT) выше, чем стоимость привлечения собственного и заемного капитала (IC). Это значит, что акционерная стоимость MDMG стабильно растет.

В 2024 г. показатель EP MDMG достигает рекордного значения – 1,6 млрд ₽. Ключевым фактором успеха является устойчиво высокий и растущий ROIC – показатель вырос с 14,7% в 2018 г. до 26,9% в 2024 г. При этом стоимость капитала (WACC) MDMG не превысила 23%, что формирует значительный положительный спред.

Такой разрыв между доходностью и стоимостью капитала означает, что каждый вложенный рубль приносит все больше дополнительной стоимости.

Рост рентабельности по NOPAT (с ~20% до 27%) также говорит об улучшении операционной эффективности и более качественном управлении затратами.

Важно отметить, что MDMG поддерживает достаточно сбалансированную структуру капитала: доля заемных средств постепенно снижается, а акционерный капитал растет, обеспечивая стабильную финансовую платформу.

Это позволяет не только генерировать прибыль, но и минимизировать риски, связанные с долговой нагрузкой. В совокупности, такая динамика говорит о зрелости бизнес-модели и высокой способности компании создавать долгосрочную ценность для акционеров.

## MDMG: эффективность инвестированного капитала, млрд ₽

Отчетный период	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Продажи	14,9	16,2	19,1	25,2	25,2	27,6	33,1
NOPAT <sup>[1]</sup>	3,0	3,0	4,3	6,5	4,8	7,3	8,8
<i>NOPAT margin</i>	<i>20,1%</i>	<i>18,4%</i>	<i>22,7%</i>	<i>25,7%</i>	<i>19,1%</i>	<i>26,6%</i>	<i>26,5%</i>
Инвестированный капитал <sup>[2]</sup>	20,4	23,0	25,3	27,1	27,4	30,8	32,7
Акционерный капитал	15,3	16,9	18,9	21,5	25,0	30,8	32,7
Заемный капитал	5,1	6,1	6,4	5,6	2,4	0,0	0,0
ROIC	14,7%	12,9%	17,2%	23,9%	17,6%	23,9%	26,9%
WACC <sup>[3]</sup>	14,4%	12,1%	11,9%	15,9%	16,3%	20,0%	23,4%
EP Spread	0,3%	0,8%	5,3%	7,9%	1,2%	3,8%	3,5%
Экономическая прибыль (EP) <sup>[4]</sup>	0,1	0,2	1,3	2,1	0,3	1,2	1,1

[1] Net Operating Profit After Tax или Прибыль до учета процентов после эффекта налогообложения, рассчитываемая, как EBIT × (1 – Ставка налога на прибыль).

[2] Средняя балансовая стоимость инвестированного капитала: сумма балансового остатка акционерного капитала и балансового остатка заемного капитала без учета операционного лизинга.

[3] Для целей сопоставимости с ROIC, в расчете WACC использована балансовая структура капитала (акционерный и заемный капитал по данным МСФО), а не рыночная капитализация, чтобы избежать искажения оценки стоимости капитала в условиях роста компании акций.

[4] Economic Profit (Экономическая прибыль) – оценочный показатель, демонстрирующий эффективность использованного капитала и рассчитываемый, как NOPAT – Инвестируемый капитал × WACC.

Источники: [www.mcclinics.com](http://www.mcclinics.com), консолидированная отчетность MDMG по МСФО, расчеты ink Advisory

# ЭФФЕКТИВНОСТЬ КАПИТАЛА: ПРИМЕР ДВУХ ЧАСТНЫХ КОМПАНИЙ

На этом примере хорошо видно, как сильно эффективность использования капитала влияет на создание акционерной стоимости. Несмотря на схожий уровень продаж в 2020 г., компании демонстрируют принципиально разную динамику показателей ROIC, WACC и экономической прибыли (EP).

**Компания X** – пример эффективного роста. Ее рентабельность по NOPAT стабильно растет (с 1,5% до 6,5%), а ROIC к 2022 г. превышает 40%. При этом стоимость капитала (WACC) постепенно снижается, и с 2021 г. EP становится устойчиво положительной. Это говорит о том, что бизнес масштабируется без потери эффективности и создает дополнительную стоимость для собственников.

**Компания Y**, напротив, даже при росте выручки не может обеспечить возврат выше стоимости капитала. В 2021 г. ROIC временно превышает WACC, но уже с 2022 г. наблюдается ухудшение операционной рентабельности (рентабельность по NOPAT опускается в отрицательную зону), а WACC стабильно остается выше ROIC. Это приводит к отрицательному EP и разрушению акционерной стоимости.

**Устойчивое превышение ROIC над WACC – ключевой признак эффективного и устойчивого бизнеса, создающего стоимость для акционеров. Даже умеренный рост при высокой рентабельности лучше, чем масштабирование с отрицательной экономической прибылью.**

## Компании X и Y: эффективность инвестированного капитала, млрд ₽

	Компания X					Компания Y				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Продажи</b>	6,9	7,1	9,6	10,5	13,7	6,2	6,5	7,6	6,5	8,1
<b>NOPAT</b>	0,1	0,3	0,8	0,7	0,9	0,4	0,3	0,4	(0,1)	0,3
<i>NOPAT margin, %</i>	1,5%	4,0%	8,3%	6,4%	6,5%	7,0%	3,9%	4,9%	-0,9%	4,2%
<b>Инвестированный капитал<sup>1</sup></b>	1,6	1,4	2,3	3,5	6,0	2,4	2,4	2,7	2,7	2,8
Акционерный капитал	0,4	0,5	1,1	1,7	2,6	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0
Заемный капитал	1,1	0,9	1,2	1,8	3,5	1,5	1,4	1,6	1,7	1,7
<b>ROIC</b>	6,8%	19,0%	43,1%	23,4%	18,8%	19,6%	10,6%	14,7%	-2,3%	12,4%
<b>WACC<sup>2</sup></b>	8,5%	9,5%	19,1%	15,2%	17,3%	8,7%	9,6%	18,0%	14,8%	17,0%
<b>EP Spread</b>	-1,7%	9,5%	24,0%	8,2%	1,5%	10,9%	1,1%	-3,4%	-17,0%	-4,7%
<b>Экономическая прибыль (EP)</b>	0,0	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2	0,0	(0,1)	(0,5)	(0,1)

<sup>1</sup> Инвестированный капитал в данном случае берется по балансовой (исторической стоимости).

<sup>2</sup> Для целей сопоставимости WACC считается исходя из структуры капитала по балансовой стоимости, а не исходя из рыночной структуры капитала компаний-аналогов.

Источники: СПАРК, расчеты ink Advisory

# ТОНКОСТИ РАСЧЕТА ROIC и WACC

При сопоставлении ROIC и WACC необходимо учитывать несколько нюансов, чтобы не сравнивать яблоки с апельсинами.

## Подводные камни в расчетах ROIC и WACC

## Как избежать ошибок в расчетах?



### Несопоставимость баз

При расчете ROIC учитываются балансовые (или исторические) показатели собственного и заемного капитала, тогда как при расчете WACC необходимо использовать рыночные показатели для публичных компаний или уровень долговой нагрузки компаний-аналогов для непубличных компаний.

- Первый и самый очевидный способ – рассчитать WACC по фактической (балансовой) структуре капитала компании
- Второй способ – оставить WACC по рыночной стоимости, но сравнивать с так называемым Marketable ROIC, где вместо балансовых показателей используются рыночные стоимости Equity и Debt. Но в случае роста капитализации компании этот показатель будет заниженным
- Третий способ – регулярно переоценивать активы по рыночной стоимости

### Разное происхождение показателей

ROIC рассчитывается на основе операционного результата (NOPAT) – это показатель из отчета о прибылях и убытках (PL), отражающий эффективность бизнеса. WACC обычно включает текущую рыночную стоимость капитала, отражающую ожидания. Это означает, что вы сравниваете прошлое (ROIC) с будущим (WACC). Надо учитывать этот временной сдвиг.

- Сравнить ROIC и WACC не за один период, а в динамике – как меняется спред между ними во времени. Если ROIC устойчиво превышает WACC и разрыв увеличивается – это хороший сигнал. Если спред сокращается или уходит в минус – это повод для глубокого анализа.
- При расчетах нужно использовать ROIC и WACC за тот же период, чтобы показатели были сопоставимы. Можно также использовать прогнозный ROIC (на основе бюджета или финансовой модели), чтобы сравнивать его с прогнозным WACC.

### ROIC можно манипулировать через капитализацию расходов

Капитализация затрат напрямую влияет на размер инвестированного капитала, а значит – и на ROIC.

Анализировать структуру расходов в динамике и искать аномалии в отчетности

### Наличие непрофильных активов (Non-Operating Assets)

ROIC должен учитывать только операционные активы. Искажение возникает, если у компании есть избыточная недвижимость или непрофильные инвестиции. Это занижает рентабельность капитала.

Удалять из расчета инвестированного капитала непрофильные инвестиции, избыточную недвижимость и другие неоперационные активы

## О НАС

ink Advisory – инвестиционно-банковская компания, основанная в 2024 г. экспертами с десятилетиями профессионального опыта в США и странах СНГ и ЕС.

До основания ink Advisory команда была известна на инвестиционном рынке России как подразделение Lead Advisory в компании Crowe CRS (Русаудит).

ink Advisory специализируется на организации сделок M&A, организации совместных предприятий, привлечении капитала и разработке корпоративных стратегий и стратегий роста частного капитала.

Свяжитесь с нами, чтобы узнать, чем мы можем Вам помочь.



**Кудрат Нурматов**  
Управляющий партнер  
[k.nurmatov@ink-advisory.com](mailto:k.nurmatov@ink-advisory.com)



**Руслан Измайлов**  
Управляющий партнер  
[r.izmaylov@ink-advisory.com](mailto:r.izmaylov@ink-advisory.com)



**Никита Катиев, CFA**  
Старший менеджер  
[n.katiyev@ink-advisory.com](mailto:n.katiyev@ink-advisory.com)

### Наши контакты



ink Advisory  
Офис 928 | 34 Этаж  
Центральная Башня  
Пресня-Сити, Ходынская улица, 2  
Москва 123022

[www.ink-advisory.com](http://www.ink-advisory.com)

[contact@ink-advisory.com](mailto:contact@ink-advisory.com)

### Ограничение ответственности

Информация, размещенная в настоящем материале Обществом с ограниченной ответственностью «ИНК ЭДВАЙЗОРИ» (сокращенное наименование ООО «ИНК ЭДВАЙЗОРИ»), ОГРН 1247700655180, далее - ink Advisory и/или Правообладатель, включая результаты исследований, прогнозы и данные фундаментального анализа, не представляет собой индивидуальную инвестиционную рекомендацию.

Сведения, содержащиеся в материале, не могут служить гарантией или обещанием будущей доходности инвестиций, уровня риска, величины издержек или безубыточности вложений. Исторические результаты инвестирования не являются индикатором будущей прибыли. Материал предоставлен исключительно в информационных целях и не содержит инвестиционных идей, советов, рекомендаций либо предложений о покупке или продаже финансовых инструментов (включая ценные бумаги, иные активы и цифровые финансовые инструменты).

Приведенные данные носят справочный характер и не должны рассматриваться как гарантия получения дохода. Примеры инвестиционных результатов основаны на статистике за определенные периоды и не отражают динамику будущих доходов. Аналитические материалы, обзоры и новостные статьи ink Advisory предназначены исключительно для информирования клиентов и не являются рекламой ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Информация подготовлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ink Advisory не гарантирует ее абсолютную точность и не несет ответственности за возможные неточности или изменения данных.

Инвестирование в ценные бумаги сопряжено с рисками и решения о вложениях должны приниматься инвестором самостоятельно, с учетом личных финансовых целей и допустимого уровня риска. Даже при наличии положительных оценок, выводы не следует рассматривать как рекомендацию к инвестированию. Настоящий материал не является инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к покупке/продаже ценных бумаг МКПАО «МД Медикал Групп» (ГК «Мать и Дитя», MDMG), а также ценных бумаг любых других компаний. ink Advisory не несет ответственности за любые убытки, возникшие в результате использования представленного материала для совершения сделок или инвестиционных решений.

### Защита интеллектуальной собственности

Данная статья защищена авторским правом. Исключительные права на данную статью принадлежат ink Advisory. Цитирование статьи допускается в объеме не более 30% от исходного материала при условии указания наименования Правообладателя и источника заимствования с активной гиперссылкой (для электронных ресурсов) и даты публикации исходного материала. Любое использование статьи за пределами цитирования допускается при наличии письменного разрешения ink Advisory или при указании оговорки «Исключительное право на материал принадлежит ink Advisory».

Запрещается воспроизведение (полное или частичное) материалов за пределами цитирования с целью коммерциализации без письменного разрешения Правообладателя, как то распространение, публикация, переработка или создание производных материалов, использование в СМИ, аналитических обзорах или публичных выступлениях без указания источника заимствования.

Все материалы, включая аналитические обзоры, исследовательские отчеты и новостные статьи, размещенные на данном ресурсе, являются объектами интеллектуальной собственности ink Advisory и охраняются в соответствии с законодательством Российской Федерации. За нарушение данных условий Правообладатель оставляет за собой право обратиться за защитой своих прав.

Более подробная информация размещена в Пользовательском соглашении: [https://ink-advisory.com/user\\_agreement.php](https://ink-advisory.com/user_agreement.php)