

Уроки MBA

От операционного результата к свободному денежному потоку

Управленческие финансы и денежные потоки

Дата: 2026-10-24

Самостоятельная учебная глава

Оглавление и учебные цели

- Карта понятий и необходимые знания
- Глава 1. Четыре языка финансового результата
- Глава 2. Почему амортизация не является текущей выплатой
- Глава 3. Как оборотный капитал связывает деньги
- Глава 4. Капитальные вложения и свободный денежный поток
- Глава 5. Почему квартал и девять месяцев нельзя смешивать
- Глава 6. Как руководитель управляет ликвидностью
- Модели, формулы и алгоритмы
- Ошибки и ограничения
- Глоссарий
- Задания
- Решения
- Памятка и источники

После изучения вы сможете:

- Различать EBITDA, чистую прибыль, CFO и FCF
- Строить мост оборотного капитала
- Сопоставлять квартальные и накопленные периоды
- Оценивать качество отрицательного FCF

Карта понятий и базовые знания

- Начисление → прибыль
- Неденежные статьи и оборотный капитал → CFO
- CAPEX → FCF
- Ликвидность и обязательства → решение

Что нужно знать заранее

- Базовое понимание выручки и затрат
- Умение работать с процентами
- Различие запаса на дату и потока за период

Глава 1. Четыре языка финансового результата

Прибыль отвечает на вопрос, создал ли бизнес экономический результат за период по правилам бухгалтерского учёта. Выручка признаётся, когда компания выполнила обязанность перед покупателем, а расход — когда ресурс был использован для получения этой выручки. Деньги при этом могут поступить раньше или позже. Поэтому прибыль — не остаток на банковском счёте и не сумма, которую можно немедленно распределить.

EBITDA — показатель операционного результата до процентов, налогов и амортизации. Он удобен для сопоставления операционной мощности бизнеса, но намеренно исключает несколько реальных денежных потребностей. EBITDA не показывает оплату капитальных вложений, изменение запасов и дебиторской задолженности, погашение долга и дивиденды. Положительная EBITDA говорит о работе операционного ядра, но не гарантирует положительный свободный денежный поток.

Денежный поток от операционной деятельности начинается с результата по методу начисления и переводит его на язык денег. Свободный денежный поток идёт ещё дальше: из операционных денег вычитают капитальные вложения в принятом компанией определении. Четыре показателя не конкурируют между собой — они отвечают на разные управленческие вопросы и должны читаться в правильной последовательности.

Прибыль и деньги отвечают на разные вопросы

Разделить экономический результат, операционную способность и фактическое движение денег.

Показатель	Вопрос	Не показывает
Прибыль	Создан ли результат по начислению	остаток денег
EBITDA	Как работает операционное ядро	оборотный капитал и инвестиции
Операционные деньги	Сколько денег дали операции	инвестиционный отток
Свободный поток	Что осталось после инвестиций	будущую отдачу проектов

Показатели дополняют, а не заменяют друг друга

Схема позволяет выбрать показатель под вопрос и не называть бухгалтерскую прибыль денежным остатком.

Источник: Авторская схема на основе финансовой отчётности

Глава 2. Почему амортизация не является текущей выплатой

Когда компания покупает дорогое оборудование, денежная выплата обычно происходит при приобретении или по графику расчётов. В отчёте о прибыли стоимость актива распределяется по сроку полезного использования через амортизацию. Поэтому амортизационный расход уменьшает прибыль текущего периода, но сам по себе не означает такую же текущую выплату денежных средств.

При переходе от чистой прибыли к операционному денежному потоку неденежную амортизацию обычно возвращают как корректировку. Это не создаёт новых денег и не отменяет первоначальную инвестицию. Корректировка лишь убирает из прибыли расход, который в текущем периоде не сопровождался платежом. Денежную нагрузку капитального проекта затем видно в инвестиционном потоке и в расчёте свободного денежного потока.

Для руководителя важно не попадать в две симметричные ошибки. Первая — считать амортизацию доступными деньгами. Вторая — игнорировать необходимость обновления активов только потому, что текущая выплата уже произошла. Экономически устойчивый анализ связывает возраст оборудования, поддерживающие инвестиции, производственную надёжность и будущую способность бизнеса генерировать деньги.

Мост от операционного результата к свободному денежному потоку

Показать обязательные переходы от EBITDA к денежному остатку после инвестиций.

EBITDA	операционный показатель
→ Прибыль	результат по начислению
→ Операционные деньги	реальные притоки и выплаты
→ Свободный денежный поток	остаток после инвестиций

Полный числовой мост требует официальной сверки всех компонентов

Каждая стрелка обозначает отдельную группу корректировок, поэтому EBITDA нельзя напрямую назвать свободным денежным потоком.

Источник: Авторская схема; показатели «Северстали» используются только там, где раскрыты

Глава 3. Как оборотный капитал связывает деньги

Продажа может увеличить прибыль до того, как покупатель заплатил. Возникает дебиторская задолженность: в отчёте уже есть выручка, а денег на счёте ещё нет. Аналогично закупка сырья увеличивает запасы и требует оплаты раньше, чем готовый продукт будет продан. Рост дебиторки и запасов обычно поглощает операционные деньги, хотя сам по себе не означает убыток.

Кредиторская задолженность действует в обратном направлении: поставщик уже передал ресурс, но компания заплатит позже. Это временно поддерживает денежный поток, однако не создаёт прибыль и не освобождает от обязательства. Продление сроков оплаты может улучшить текущие деньги, но ухудшить отношения с поставщиками или цену закупки. Поэтому «высвобождение денег» нельзя автоматически выдавать за устойчивое улучшение экономики.

Рабочая сверка рассматривает изменения за сопоставимый период: рост запасов, рост дебиторской задолженности и рост кредиторской задолженности. Знак каждой корректировки должен быть объяснён. Если запас вырос на 8 млрд рублей, дебиторка — на 5 млрд, а кредиторка — на 4 млрд, упрощённое влияние на операционные деньги равно минус 9 млрд рублей. Это учебная механика, а не раскрытый факт «Северстали».

Влияние оборотного капитала на операционные деньги

Показать направление денежных корректировок при изменении запасов и расчётов.

Формула: $DCFO = -DI - DR + DP$

Обозначения: DCFO — изменение операционного денежного потока из-за оборотного капитала (млрд руб.); DI — изменение запасов (млрд руб.); DR — изменение дебиторской задолженности (млрд руб.); DP — изменение кредиторской задолженности (млрд руб.)

Единицы результата: млрд руб.

Происхождение: Упрощённая учебная сверка изменений оборотного капитала.

- $DI = +8$
- $DR = +5$
- $DP = +4$
- $DCFO = -8 - 5 + 4$

Результат: -9 млрд руб.

Интерпретация: Рост запасов и дебиторки поглотил больше денег, чем временно поддержал рост кредиторки.

Ограничения: Нужны сопоставимые даты и одинаковая классификация; Не учитывает налоги, проценты и другие корректировки

Операционный цикл связывает деньги во времени

Показать временной разрыв между закупкой ресурса, продажей и получением оплаты.

Оплата сырья	денежный отток
→ Запасы и производство	деньги связаны
→ Дебиторская задолженность	выручка признана, деньги не получены
→ Денежное поступление	деньги возвращаются в цикл

Чем дольше цикл, тем больше потребность в финансировании

Схема объясняет, почему прибыльная продажа может временно поглотить деньги до оплаты покупателем.

Источник: Авторская учебная схема

Оборотный капитал: что поглощает и что временно поддерживает деньги

Показать знак типичных изменений оборотного капитала для операционного денежного потока.

Изменение	Денежный эффект	Экономический смысл
Запасы растут	поглощение денег	ресурс ещё не продан
Дебиторка растёт	поглощение денег	покупатель ещё не заплатил
Кредиторка растёт	временная поддержка	поставщику заплатят позже

Рост кредиторки не является прибылью

Матрица делает арифметический знак каждой корректировки понятным без обращения к соседнему тексту.

Источник: Авторская учебная схема

Учебный сценарий оборотного капитала

- Рост запасов: –8 млрд руб.
- Рост дебиторки: –5 млрд руб.
- Рост кредиторки: +4 млрд руб.
- Итого: $-8 - 5 + 4 = -9$ млрд руб.

Результат: –9 млрд руб.

В учебном сценарии оборотный капитал уменьшил операционные деньги на 9 млрд рублей, не превращаясь в отдельный убыток.

Ограничения: Это учебный сценарий, а не данные «Северстали»; Фактический отчёт может включать другие статьи

Глава 4. Капитальные вложения и свободный денежный поток

Капитальные вложения — денежные инвестиции в активы, которые будут использоваться дольше одного периода. Они могут быть обязательными для безопасности и поддержания мощности, ростовыми или направленными на эффективность. В отчёте о прибыли такая выплата не становится расходом целиком в день оплаты, но свободный денежный поток уменьшается сразу в соответствии с фактическим денежным графиком.

Отрицательный свободный денежный поток поэтому не всегда означает разрушение стоимости. Компания может сознательно инвестировать больше, чем генерирует операционных денег в текущем периоде, рассчитывая на будущий эффект. Но и слово «инвестиции» не делает любой отток полезным. Нужны назначение проекта, график ввода, ожидаемый эффект, риск перерасхода и источник финансирования.

Сценарная линия показывает механику без притворной точности. Если операционный денежный поток условно равен 55 млрд рублей, свободный поток при капитальных вложениях 10, 20, 30 и 40 млрд составит соответственно 45, 35, 25 и 15 млрд. Это не прогноз компании, а способ увидеть чувствительность денежного остатка к инвестиционной нагрузке при неизменных прочих условиях.

Свободный денежный поток

Показать денежный остаток после капитальных инвестиций.

Формула: $FCF = CFO - CAPEX$

Обозначения: FCF — свободный денежный поток (руб.); CFO — денежный поток от операционной деятельности (руб.); CAPEX — денежные капитальные затраты (руб.)

Единицы результата: руб.

Происхождение: Распространённое аналитическое определение; конкретная компания может вводить корректировки.

- Условный CFO = 64,5 млрд руб. — не раскрытый показатель компании
- CAPEX = 23,2 млрд руб.
- FCF около 41,3 млрд руб. до возможных определительных корректировок

Результат: 41,3 млрд руб. в условной упрощённой модели

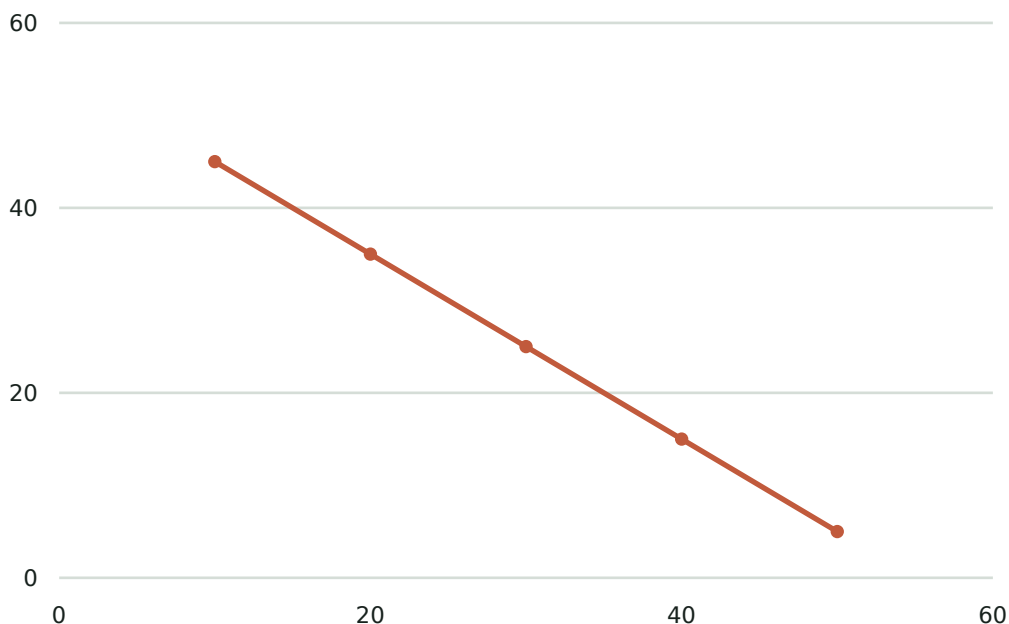
Интерпретация: Нейтральный пример показывает механику $CFO - CAPEX$; официальный FCF компании 42,6 млрд руб. рассчитан по более широкому определению.

Ограничения: Использовать официальное определение компании; Не выводить FCF из EBITDA; CFO 64,5 млрд руб. является учебным допущением

Как капитальные вложения меняют свободный денежный поток

Показать чувствительность FCF к инвестиционной нагрузке при неизменном операционном потоке.

Свободный денежный поток, млрд руб.



Капитальные вложения, млрд руб.

—●— Свободный денежный поток

Учебный сценарий: операционный денежный поток равен 55 млрд руб.

При 50 млрд руб. инвестиций остаётся 5 млрд руб. FCF: 50; 5

При неизменных операционных деньгах каждый дополнительный миллиард капитальных вложений уменьшает FCF на один миллиард; это чувствительность, а не прогноз.

Источник: Учебный сценарий редакции

Глава 5. Почему квартал и девять месяцев нельзя смешивать

Квартал — самостоятельный трёхмесячный интервал, а девять месяцев — накопленный период с начала года. Показатель за девять месяцев включает III квартал. Поэтому плюс 42,6 млрд рублей за III квартал нельзя сравнивать с минус 27,6 млрд за девять месяцев как с двумя независимыми результатами. Это пересекающиеся временные рамки.

Для потоковых показателей непересекающиеся периоды складываются. Если FCF за девять месяцев равен минус 27,6 млрд рублей, а за III квартал — плюс 42,6 млрд, то арифметически выведенный результат первого полугодия равен минус 70,2 млрд. Проверка обратным сложением возвращает накопленный итог. Расчёт использует округлённые опубликованные числа и не заменяет отдельное раскрытие компании.

Смысл расчёта не в драматизации отрицательного полугодия, а в правильном чтении восстановления. Сильный III квартал компенсировал значительную часть предыдущего оттока, но на конец девяти месяцев ещё не сделал накопленный поток положительным. Чтобы объяснить причины, нужны детализация оборотного капитала, операционных денег и инвестиций по периодам; без неё допустим только ограниченный вывод.

Связь накопленного и квартального FCF

Не смешать квартальный поток с итогом за девять месяцев.

Формула: $FCF9 = FCF6 + FCF3$

Обозначения: FCF9 — FCF за девять месяцев (млрд руб.); FCF6 — FCF за первое полугодие (млрд руб.); FCF3 — FCF за III квартал (млрд руб.)

Единицы результата: млрд руб.

Происхождение: Аддитивность потоков по непересекающимся периодам.

- $FCF9 = -27,6$ млрд руб.
- $FCF3 = 42,6$ млрд руб.
- $FCF6 = FCF9 - FCF3 = -27,6 - 42,6$

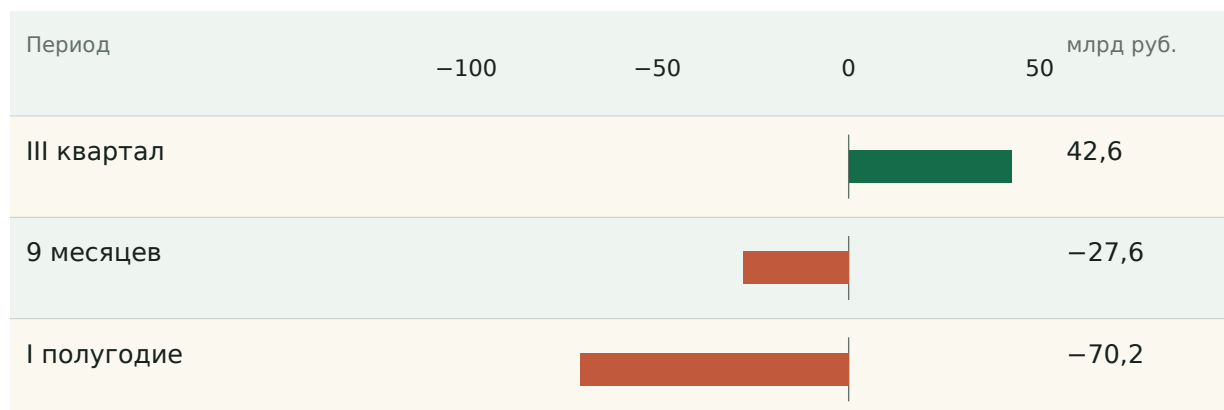
Результат: $FCF6 = -70,2$ млрд руб.

Интерпретация: Сильный III квартал компенсировал лишь часть отрицательного потока первого полугодия.

Ограничения: Расчёт производный из округлённых раскрытых значений; Нельзя складывать маржи и моментные показатели

Периоды свободного денежного потока

Сопоставить квартальный, накопленный и арифметически выведенный непересекающийся периоды.



Легенда: Свободный денежный поток

I полугодие вычислено как $-27,6 - 42,6$; значения округлены

Положительный III квартал частично компенсировал отрицательный результат первого полугодия, но накопленный итог девяти месяцев остался ниже нуля.

Источник: ПАО «Северсталь»; расчёт редакции

Почему положительный III квартал не сделал девять месяцев положительными

- $FCF \text{ I полугодия} = -27,6 - 42,6$
- $FCF \text{ I полугодия} = -70,2 \text{ млрд руб.}$
- Проверка: $-70,2 + 42,6 = -27,6 \text{ млрд руб.}$

Результат: -70,2 млрд руб.

Квартальное улучшение было крупным, но накопленный итог остался отрицательным.

Ограничения: Это арифметически выведенное значение, а не отдельная цитата компании

Глава 6. Как руководитель управляет ЛИКВИДНОСТЬЮ

Ликвидность — способность вовремя выполнять денежные обязательства. Руководитель смотрит не только на прибыль, но и на остаток денег, доступные кредитные линии, график погашения долга, сроки расчётов, обязательные инвестиции и возможные стресс-сценарии. Прибыльная компания может столкнуться с кассовым разрывом, если рост требует запасов и отсрочки клиентам быстрее, чем поступают деньги.

Практическое решение начинается с календаря денег. Для каждого крупного притока и оттока фиксируют сумму, срок, вероятность и управляемость. Затем отделяют устойчивые источники операционных денег от разовых высвобождений оборотного капитала и финансирования. Такой разбор показывает, достаточно ли текущего квартального улучшения для обязательств следующего периода или нужен запас ликвидности.

Перенос на другую компанию делается не по готовому коэффициенту, а по причинной цепочке. Сначала определите, где возникает прибыль по начислению, затем найдите задержки оплаты и запасы, после этого учтите капитальные вложения и финансирование. Универсальный вывод прост: положительная EBITDA — важный сигнал операционной способности, но денежная устойчивость доказывается отдельным мостом.

Нейтральный сценарий денежного восстановления

- Условный FCF квартала = $55 - 25 = 30$ млрд руб.
- Накопленный остаток после такого квартала = $-27,6 + 30 = 2,4$ млрд руб.

Результат: +2,4 млрд руб.

Один квартал с FCF 30 млрд руб. математически перекрыл бы отрицательный остаток 9 месяцев.

Ограничения: Реальные CFO и CAPEX могут отличаться; Не учтены дивиденды и финансирование

Смежные концепции

- FCF отличается от остатка денежных средств: остаток — на дату, поток — за период.
- EBITDA отличается от EBIT на амортизацию.
- Оборотный капитал отличается от ликвидности: это связанная, но не тождественная оценка.
- Отрицательный FCF отличается от убытка: причины могут быть инвестиционными.

Модели, формулы и алгоритмы

Рабочая модель решения

Сначала подпишите период каждого числа. Сценарий не является прогнозом.

Алгоритм

- Сначала подпишите период каждого числа.
- Не называйте EBITDA деньгами.
- Разделяйте прибыль, оборотный капитал и CAPEX.
- Разовый возврат денег не является новой прибылью.
- Сценарий не является прогнозом.

Рентабельность EBITDA

Сопоставить операционный результат с выручкой того же периода.

Формула: $M = E / R \times 100\%$

Обозначения: M — рентабельность EBITDA (%); E — EBITDA за период (млрд руб.); R — выручка за тот же период (млрд руб.)

Единицы результата: %

Происхождение: Относительный показатель отчёта о прибылях и убытках.

- $E = 39,981$ млрд руб.
- $R = 173,535$ млрд руб.
- $M = 39,981 / 173,535 \times 100\%$

Результат: 23,04%

Интерпретация: В III квартале на 100 руб. выручки приходилось около 23 руб. EBITDA.

Ограничения: EBITDA — скорректированный показатель компании; Периоды числителя и знаменателя должны совпадать

Свободный денежный поток

Показать денежный остаток после капитальных инвестиций.

Формула: $FCF = CFO - CAPEX$

Обозначения: FCF — свободный денежный поток (руб.); CFO — денежный поток от операционной деятельности (руб.); CAPEX — денежные капитальные затраты (руб.)

Единицы результата: руб.

Происхождение: Распространённое аналитическое определение; конкретная компания может вводить корректировки.

- Условный CFO = 64,5 млрд руб. — не раскрытый показатель компании
- CAPEX = 23,2 млрд руб.
- FCF около 41,3 млрд руб. до возможных определительных корректировок

Результат: 41,3 млрд руб. в условной упрощённой модели

Интерпретация: Нейтральный пример показывает механику CFO — CAPEX; официальный FCF компании 42,6 млрд руб. рассчитан по более широкому определению.

Ограничения: Использовать официальное определение компании; Не выводить FCF из EBITDA; CFO 64,5 млрд руб. является учебным допущением

Связь накопленного и квартального FCF

Не смешать квартальный поток с итогом за девять месяцев.

Формула: $FCF9 = FCF6 + FCF3$

Обозначения: FCF9 — FCF за девять месяцев (млрд руб.); FCF6 — FCF за первое полугодие (млрд руб.); FCF3 — FCF за III квартал (млрд руб.)

Единицы результата: млрд руб.

Происхождение: Аддитивность потоков по непересекающимся периодам.

- $FCF9 = -27,6$ млрд руб.
- $FCF3 = 42,6$ млрд руб.
- $FCF6 = FCF9 - FCF3 = -27,6 - 42,6$

Результат: $FCF6 = -70,2$ млрд руб.

Интерпретация: Сильный III квартал компенсировал лишь часть отрицательного потока первого полугодия.

Ограничения: Расчёт производный из округлённых раскрытых значений; Нельзя складывать маржи и моментные показатели

Влияние оборотного капитала на операционные деньги

Показать направление денежных корректировок при изменении запасов и расчётов.

Формула: $DCFO = -DI - DR + DP$

Обозначения: DCFO — изменение операционного денежного потока из-за оборотного капитала (млрд руб.); DI — изменение запасов (млрд руб.); DR — изменение дебиторской задолженности (млрд руб.); DP — изменение кредиторской задолженности (млрд руб.)

Единицы результата: млрд руб.

Происхождение: Упрощённая учебная свёрка изменений оборотного капитала.

- $DI = +8$
- $DR = +5$
- $DP = +4$
- $DCFO = -8 - 5 + 4$

Результат: -9 млрд руб.

Интерпретация: Рост запасов и дебиторки поглотил больше денег, чем временно поддержал рост кредиторки.

Ограничения: Нужны сопоставимые даты и одинаковая классификация; Не учитывает налоги, проценты и другие корректировки

Типичные ошибки, ограничения и вопросы

- Смешивать квартал и накопленный период
- Считать EBITDA денежным потоком
- Называть высвобождение запасов прибылью
- Считать любой CAPEX плохим
- Игнорировать определение скорректированного показателя

Может ли FCF быть выше EBITDA?

Да, например при высвобождении оборотного капитала; это не означает, что новая прибыль равна FCF.

Всегда ли отрицательный FCF опасен?

Нет, но нужно проверить причину, длительность и источник финансирования.

Можно ли платить дивиденды при положительной прибыли?

Юридические и финансовые условия шире прибыли; важны деньги, ликвидность, долг и обязательства.

Глоссарий

Термин	Определение, пример, отличие и глава
Прибыль до процентов, налогов и амортизации (EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)	Определение Результат до процентов, налогов и амортизации. Пример Выручка 100, операционные денежные расходы 75 дают EBITDA 25 до корректировок. Отличие от смежных понятий Не равна CFO или FCF. Связанная глава См. главу 1.
Операционный денежный поток (CFO, cash flow from operations)	Определение Денежный поток от основной операционной деятельности за период. Пример Поступления от покупателей минус операционные выплаты с учётом правил классификации отчётности. Отличие от смежных понятий Не равен EBITDA; капитальные вложения учитываются отдельно при расчёте свободного денежного потока. Связанная глава См. главу 1.
Свободный денежный поток (FCF, free cash flow)	Определение Денежный поток после капитальных затрат в принятом определении. Пример CFO 24 минус CAPEX 9 равно 15 млн руб. Отличие от смежных понятий Не равен остатку денег на счёте. Связанная глава См. главу 4.
Оборотный капитал	Определение Ресурсы, связанные в краткосрочных операционных активах и обязательствах. Пример Рост запасов на 5 млн руб. может поглотить 5 млн руб. денег. Отличие от смежных понятий Высвобождение не является новой прибылью. Связанная глава См. главу 3.

Термин	Определение, пример, отличие и глава
Капитальные вложения (CAPEX, capital expenditures)	Определение Денежные инвестиции в долгосрочные активы. Пример Покупка или строительство производственной линии за 9 млн руб. Отличие от смежных понятий Не списываются целиком в прибыль периода в момент оплаты. Связанная глава См. главу 4.
Накопленный период	Определение Период от начала года до отчётной даты. Пример Девять месяцев включают три квартала. Отличие от смежных понятий Не равен последнему кварталу. Связанная глава См. главу 5.
Дебиторская задолженность	Определение Суммы, которые покупатели должны компании. Пример Продажа признана, но оплата поступит позже. Отличие от смежных понятий Это актив на дату, а не денежный поток. Связанная глава См. главу 3.
Качество денежного потока	Определение Степень повторяемости и экономической устойчивости источников денег. Пример CFO от продаж обычно устойчивее разовой распродажи запасов. Отличие от смежных понятий Не отдельный бухгалтерский показатель. Связанная глава См. главу 6.

Самостоятельные задания

1. Что непосредственно уменьшает FCF при прочих равных?

- A. Капитальные затраты
- B. Неденежная амортизация сама по себе
- C. Рост выручки без изменения оплат
- D. Переоценка бренда

2. Продажи отражены, но покупатели заплатят позже. Что происходит сейчас?

- A. Прибыль и деньги обязательно одинаково растут
- B. Дебиторка растёт и может поглотить операционный денежный поток
- C. CAPEX автоматически падает
- D. EBITDA становится равной FCF

3. CFO условной компании 18 млн ₽, CAPEX 11 млн ₽. Найдите FCF.

- A. 7 млн ₽
- B. 29 млн ₽
- C. –7 млн ₽
- D. 18 млн ₽

4. Как корректно сравнить рентабельность EBITDA двух периодов?

- A. Взять EBITDA одного периода и выручку другого
- B. Использовать EBITDA и выручку каждого соответствующего периода и одинаковое определение
- C. Сложить проценты
- D. Сравнить только абсолютную EBITDA

5. Отрицательный FCF всегда означает разрушение бизнеса?

- A. Да, без исключений
- B. Нет: нужно выяснить, связан ли он с временным оборотным капиталом или продуктивным CAPEX и может ли компания финансировать разрыв
- C. Нет, потому что FCF не важен
- D. Да, если EBITDA положительна

Ответы и подробные решения

1. А — капитальные затраты

CAPEX является денежным оттоком в упрощённой формуле FCF.

2. В — растёт дебиторская задолженность

До получения оплаты прибыль может быть признана, но деньги ещё не поступили.

3. А — 7 млн ₽

Из операционного денежного потока вычитаются капитальные затраты.

- $FCF = 18 - 11$

- $FCF = 7 \text{ млн } \text{₽}$

4. В — сопоставимые периоды и определения

Иначе изменение маржи будет арифметическим артефактом.

5. В — исследовать причину и финансирование

Инвестиционный пик и разрушение операционной модели имеют разные последствия.

Памятка и универсальные принципы

- Сначала подпишите период каждого числа.
- Не называйте EBITDA деньгами.
- Разделяйте прибыль, оборотный капитал и CAPEX.
- Разовый возврат денег не является новой прибылью.
- Сценарий не является прогнозом.

Проверенные источники

- ПАО «Северсталь» / Интерфакс-ЦРКИ: Операционные и финансовые результаты за III квартал и 9 месяцев 2026 года — <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=30&type=10>
- Финмаркет: «Северсталь» в III квартале увеличила EBITDA на 13% — <https://www.finmarket.ru/news/6731379>
- Коммерсантъ: Чистая прибыль «Северстали» снизилась за девять месяцев — <https://www.kommersant.ru/doc/9042717>
- Microsoft: Microsoft 2024 Annual Report — <https://www.microsoft.com/investor/reports/ar24/>

Дальнейшее чтение

- ПАО «Северсталь» / Интерфакс-ЦРКИ: Операционные и финансовые результаты за III квартал и 9 месяцев 2026 года — <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=30&type=10>
- Финмаркет: «Северсталь» в III квартале увеличила EBITDA на 13% — <https://www.finmarket.ru/news/6731379>
- Коммерсантъ: Чистая прибыль «Северстали» снизилась за девять месяцев — <https://www.kommersant.ru/doc/9042717>
- Microsoft: Microsoft 2024 Annual Report — <https://www.microsoft.com/investor/reports/ar24/>