

## На какие вопросы Вы найдете ответы в этой статье

- Что влияет на стоимость бизнеса
- Почему стоимость двух одинаковых предприятий может различаться в два раза
- Как повысить стоимость компании и сколько на это потребуется средств

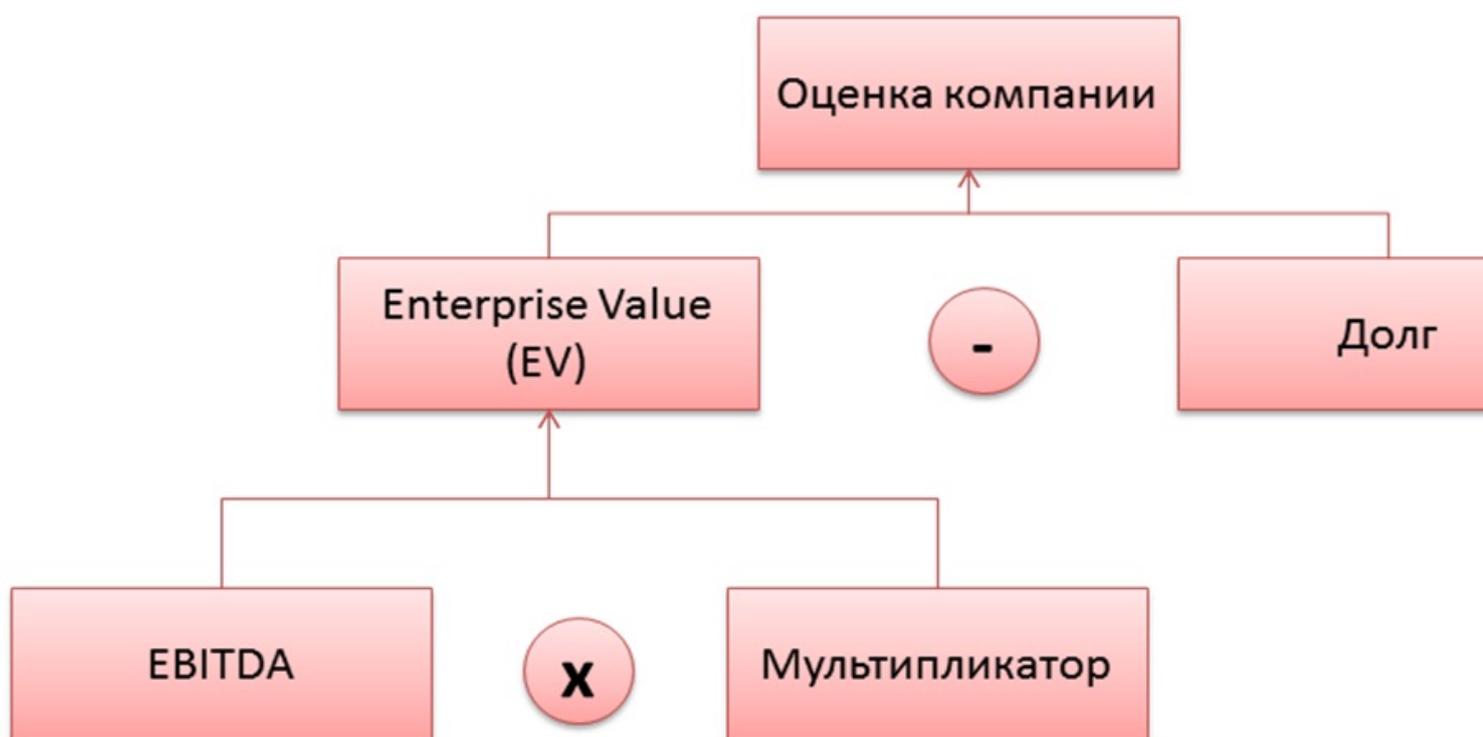
На оценку стоимости бизнеса влияют его финансовый результат и так называемый мультипликатор (см. рисунок). Мультипликатор – коэффициент, на который инвесторы умножают финансовый показатель, чтобы рассчитать стоимость бизнеса. Например, если инвестор говорит, что готов купить компанию за семь показателей годовой чистой прибыли, которая составляет 100 млн руб. (мультипликатор – 7), значит, он оценивает стоимость бизнеса в 700 млн руб. Мультипликатор инвесторы устанавливают отдельно для каждой компании. Для предприятий, акции которых торгуются на бирже, усредненный мультипликатор Вы можете определить сами, поделив рыночную стоимость акций на соответствующий параметр финансового результата.

Чаще всего в качестве показателя финансового результата используют EBITDA (прибыль до вычета налогов, начисленной амортизации и процентных платежей). Таким образом, рыночная стоимость бизнеса вычисляется по формуле: EBITDAx мультипликатор. Не стоит забывать, что у любого предприятия есть долги, поэтому, чтобы узнать цену акций, надо из рыночной стоимости бизнеса (англ. enterprise value) вычесть размер долгов компании. Из рисунка видно, что увеличить оценку бизнеса можно двумя способами: сделав более весомым финансовый результат (EBITDA) или повысив мультипликатор.

Увеличение финансового результата – прямая задача менеджмента. Достигается это классическими способами, например за счет роста бизнеса (органического или путем слияний и поглощений), повышения его эффективности (внедрение современных методов производства, модернизация, выпуск новых продуктов). Говорить о повышении эффективности бизнеса в этой статье я не буду. Сосредоточимся на втором компоненте – увеличении мультипликатора.

Рисунок

### Что влияет на стоимость бизнеса



### Как повысить стоимость компании

В качестве примера возьмем региональную компанию средних размеров. Ее годовая выручка находится в диапазоне 50–300 млн долл. США. Ежегодный рост – 20–30%. В течение ближайших лет акционеры хотят выйти на IPO или продать весь бизнес (его

часть) стратегическому инвестору. Конкуренты предприятия уже вышли на биржу, их акции торгуются в диапазоне EBITDAx 9. Сколько будет стоить наша региональная фирма?

Казалось бы, логичный ответ – как и остальные, то есть EBITDAx 9. Такую цену и ожидают акционеры фирмы. Однако предложения о продаже, которые они периодически получают от конкурентов или инвесторов, содержат меньшие цифры: EBITDAx 5. В чем же дело? На предлагаемую оценку влияют несколько факторов.

**Первый** – тип инвестора. Если это инвестиционный фонд, то ему надо заработать. Он никогда не предложит Вам рыночную цену, потому что тогда он не сможет получить прибыль. Если это конкурент, то он может предложить более высокую цену, так как покупка нужна ему не для перепродажи, а для роста своего бизнеса.

**Второй фактор** – количество претендентов. Если одновременно компания ведет переговоры с несколькими покупателями, цена, как на любом аукционе, будет повышаться. Если же предложение единственное, позиция инвестора будет сильнее, и он сможет больше снизить цену в ходе переговоров.

Однако есть и **третий важный фактор**. Это прозрачность компании, точнее говоря – качество стратегии и корпоративного управления. Если наша фирма непрозрачна и непонятна для потенциальных инвесторов, дисконт, который они потребуют, может составлять 50% от стоимости компании-конкурента. При EBITDA, скажем, в 20 млн долл. США за предприятие будут предлагать не EBITDAx 9, а EBITDAx 4, и разница составит 100 млн долл. США.

Яркий пример из российской практики – слияние компаний «Уралкалий» и «Сильвинит» (весна 2011 года). Обе поставляют на рынок стандартный продукт – калийные удобрения, имеют сходный объем производства (около 5 млн т в год) и ресурсную базу. Однако при слиянии «Уралкалий» был оценен в 14,8 млрд долл. США, а «Сильвинит» – в 9,6 млрд долл. США. Дисконт практически в 50% обуславливался именно низкой прозрачностью «Сильвинита» в сравнении с «Уралкалием».

Могут ли менеджеры и акционеры повлиять на прозрачность компании? Да, причем самым непосредственным образом. Прозрачность включает несколько составляющих.

1. Простая юридическая структура, современные органы управления (совет директоров, комитеты при совете директоров).
2. Аудированная отчетность по МСФО.
3. Понятно изложенная стратегия развития и соответствующая ей финансовая модель компании.
4. Внятная система управления предприятием (четкая организационная структура, деление на бизнес-единицы, распределение полномочий между менеджерами).
5. Профессиональная команда менеджеров, система мотивации которых базируется на достижении стратегических целей (система KPI).
6. Надежная система внутреннего контроля, предотвращающая злоупотребления со стороны менеджеров и акционеров или искажение отчетности.

Все эти направления можно подтянуть; правда, для этого понадобится время – вряд ли меньше года. Совершенствовать направления можно как внутренними силами, так и с помощью консультантов (у обоих способов есть плюсы и минусы). Стоимость подготовительной работы для некрупного бизнеса в среднем составит 1–2 млн долл. США (см. таблицу). Но если такой проект позволит повысить будущую капитализацию на 20–30 млн долл. США, это неплохое вложение денег!

### **Рекомендации владельцам средних фирм, которые задумываются о выходе на IPO или продаже бизнеса**

**Во-первых**, начинайте подготовку прямо сейчас. В компании нужно назначить менеджера проекта, который будет координировать все направления работы, а затем полностью курировать подготовку к IPO (взаимодействовать с юристами, аудиторами, инвестиционными банкирами).

**Во-вторых**, не воспринимайте процесс повышения прозрачности компании как упражнение в создании бумажек. Инвесторы – вменяемые люди, они не будут платить деньги просто за наличие документов. Повышение прозрачности компании – это возможность сделать Ваш бизнес более современным, повысить качество принятия решений, что приведет к увеличению не только мультипликатора, но и финансового результата.

**В-третьих**, старайтесь улучшить свою переговорную позицию. К переговорам о продаже надо постараться привлечь как можно больше потенциальных инвесторов, чтобы организовать между ними конкуренцию.

В заключение приведу несколько цифр, показывающих, сколько инвесторы готовы переплачивать за компании с хорошим управлением. По результатам опроса институциональных инвесторов, проведенного компанией McKinsey в 2004 году, размер премии, которую готов платить инвестор за компании с высоким уровнем корпоративного управления, составляет в среднем 30% в Восточной Европе и Африке и 22% – в Азии и Латинской Америке. По данным совместного американско-корейского исследования, проведенного в 2005 году, компании с высоким уровнем корпоративного управления в Корее торгуются с премией в 160% по сравнению с фирмами с низким уровнем управления.

Более ранний опрос представителей российских компаний (2001 год) показал, что разница в стоимости компаний с худшим и лучшим корпоративным управлением составляла 700 раз. Конечно, исследование было проведено на начальном этапе развития рынка капитала в России и в отношении небольшой выборки (21 компания), однако подобная разница хорошо демонстрирует потенциал роста стоимости компании с высоким уровнем корпоративного управления.

Таблица

**Повышение прозрачности компании: направления и стоимость работ**

**Повышение прозрачности компании: направления и стоимость работ**

<b>Направление</b>	<b>Что это даст Вашему бизнесу</b>	<b>Примерный срок реализации (мес.)</b>	<b>Ориентировочная стоимость (долл. США)</b>
Юридическая структура, органы управления	Внешняя экспертиза (независимые директора), более эффективный контроль работы менеджеров	6–12	100–200
Составление отчетности по МСФО	Повышение качества принятия решений. Представление о реальном финансовом результате	1–2	100–200
Аудит отчетности по МСФО	Подтверждение финансовых результатов независимыми экспертами	1–2	200–400
Стратегия развития и финансовая модель	Ясное понимание менеджерами стратегии развития компании и ожидаемых от них финансовых результатов, четкое представление о том, какие проекты им нужно для этого реализовать	1–2	50–300 (в зависимости от исходного состояния стратегических планов)
Система управления	Минимизация конфликтов между менеджерами, четкое определение порядка принятия решений по ключевым вопросам и бизнес-процессам	2	70–100
Система мотивации	Заинтересованность менеджеров в выполнении стратегии, четкий контроль достижения стратегических целей	2–3	70–100
Система	Снижение количества	3–4	200–300