

Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп

ОЦЕНКА КОМПАНИЙ

при слияниях и поглощениях

M&A

Создание стоимости
в частных компаниях

Фрэнк Ч. Эванс
Дэвид М. Бишоп

**Оценка компаний при
слияниях и поглощениях.**

**Создание стоимости
в частных компаниях**

Текст предоставлен издательством

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=5038593

*Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости
в частных компаниях / Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М: Альпина
Паблицерз; Москва; 2009
ISBN 978-5-9614-2411-9*

Аннотация

Эта книга концентрируется на практических вопросах оценки бизнеса компаний, относящихся к категории «закрытых» (ООО, ЗАО и т. д.). Простой и доступный язык позволяет понять общие принципы и методы, используемые при оценке бизнеса, необходимой не только для его покупки или продажи, но и в повседневной работе. При изложении алгоритмов оценки приводятся необходимые сведения фундаментального характера. Большое количество примеров, почерпнутых из обширной практики авторов, и подробное рассмотрение деталей дает

возможность увидеть, как практически, шаг за шагом, выясняется стоимость предприятия. Эта книга без сомнения станет надежным навигатором-справочником в таком непростом деле, как оценка бизнеса.

Книга заинтересует предпринимателей, менеджеров и аналитиков компаний любого размера, а также инвесторов и профессиональных оценщиков.

3-е издание.

Содержание

Предисловие к российскому изданию	7
Предисловие	9
1. К победе через слияния и поглощения	13
Критически важные элементы стоимости, не замечаемые акционерами	17
Справедливая рыночная стоимость отдельного бизнеса	21
Инвестиционная стоимость для стратегического покупателя	26
Взаимные выгоды от слияний и поглощений	31
Расчет справедливой рыночной стоимости Cardinal как отдельного бизнеса	34
Инвестиционная стоимость для стратегического покупателя	35
2. Создание стоимости в компании, не имеющей публичного рынка акций	40
Стоимость и создание стоимости	42
Модель создания стоимости публичной компании	45
Модель создания стоимости непубличной компании	49
Измерение создаваемой стоимости	58
Конец ознакомительного фрагмента.	59

**Фрэнк Ч. Эванс,
Дэвид М. Бишоп**

**Оценка компаний при
слияниях и поглощениях.**

**Создание стоимости
в частных компаниях**

Valuation for m&a. Building Value in Private Companies

Frank C. Evans

David M. Bishop

Перевод *А. Шматова*

Научные редакторы *Д. Кадыков, М. Чекулаев*

Технический редактор *А. Бохенек*

Корректор *Е. Дронова*

Компьютерная верстка *В. Крылов, А. Фоминов*

Художник обложки *М. Соколова*

© John Wiley and Sons, Inc., 2001

All rights reserved.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО

«Альпина Бизнес Букс», 2007

© Электронное издание. «ЛитРес», 2013

Эванс Ф.

Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М.; Пер. с англ. – 3-е изд. – М.: Альпина Паблишерз, 2009.

ISBN 978-5-9614-2411-9

Все права защищены. Никакая часть электронного экземпляра этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.

Предисловие к русскому изданию

Этой книгой открывается серия «Библиотека M&A Appraisal». В рамках серии будут издаваться книги, посвященные вопросам оценки для целей слияний и поглощений, написанные профессионалами в данной области.

Книга будет полезна и интересна как непосредственным сторонам сделок, так и внешним консультантам, причем не только оценщикам.

Покупателям и продавцам как пользователям оценочных услуг книга может дать лучшее понимание роли независимого оценщика в успешной реализации проектов на рынке слияний и поглощений. Авторами подчеркивается высокое значение качественной оценки, требующей многих лет опыта и глубоких профессиональных знаний, для создания стоимости в результате совершения сделок.

Профессиональные оценщики смогут лучше понимать факторы, влияющие на стоимость компаний, и мотивы участников сделок, а также сам переговорный процесс, что позволит более четко позиционировать свои услуги и достигать максимально достоверных оценок стоимости.

Это одна из первых книг, вышедших на русском языке, посвященных не просто общим вопросам оценки бизнеса,

а ее частному применению – оценке для целей слияний и поглощений. При этом она не является фундаментальным учебным пособием, а представляет собой сочетание технических приемов и практических особенностей проведения оценки в условиях подготовки сделки.

Алексей Асташев

*Директор Специализированной оценочной
компании M&A Appraisal*

Ноябрь 2003

Авторы хотят поблагодарить всех тех, кто оказал ценную помощь при написании этой книги. В дополнение к Мэгги Хорн (Maggie Horne), Кори Сурано (Cori Surano), Чаку Лэйверти (Chuck Laverty) и Нэнси Бернард (Nancy Bernard) из компании Smith Evans Strimbu Valuation Advisory Services, талантливым профессионалам из издательства John Wiley & Sons и тем персонам, которые упоминаются в конце некоторых глав, также выражаем нашу искреннюю признательность и благодарность:

*Гарри Эвансу – за его веру и поддержку, а также
чрезвычайно острую критическую обзорную статью.*

Фрэнк Эванс

*Джинни Бишоп – чьи таланты и поддержка
обогатили и эту книгу, и мою жизнь.*

Дэвид Бишоп

Предисловие

Тайна, окружающая стоимость компании, нередко вынуждает руководителей принимать плохие инвестиционные и операционные решения. Но подобных неудач можно избежать. Точные оценки возможны, а сделки по слияниям и поглощениям (merger and acquisition, M&A) могут завершаться успехом, причем как для покупателей, так и для продавцов. Ключи к успеху вы найдете на страницах этой книги.

В процессе оказания консультационных услуг, связанных с оценкой сотен компаний и оказанных тысячам руководящих работников корпораций, мы разработали инструменты, позволяющие точно измерять и успешно наращивать стоимость бизнеса. Применяя предлагаемые нами методы, владельцы и менеджеры могут определять стоимость своих компаний, узнать, что движет ею и как увеличить эту стоимость, – как в процессе M&A, так и в повседневной работе.

В процессе M&A продавцы, покупатели и даже их консультанты испытывают трудности, когда речь заходит о стоимости бизнеса. Нередко их разочаровывают нереалистичные ожидания другой стороны. Зачастую имеют место следующие неопределенности:

- Представляют ли прибыли, обычно рассчитываемые как EBIT (earnings before interest and taxes – прибыль до уплаты процентов и налогов) или EBITDA (earnings before interest,

taxes, depreciation, and amortization – прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации), истинные доходы акционеров компании?

- Реалистичны ли прогнозируемые результаты работы?
- Что является адекватной нормой доходности или мультипликатором с учетом риска данного варианта инвестирования?
- Должна ли сделка структурироваться как сделка с активами или как сделка с акциями?
- Подготовил ли продавец компанию и представил ли ее должным образом, т. е. так, чтобы получить наилучшую цену?
- Какие личные вопросы имеют критически существенное значение для продавца?
- Нашел ли покупатель лучшую цель и измерил ли точно ее потенциальный синергетический эффект?
- Имеет ли смысл сделка по указанной цене?

Еще большая загадка существует в частных компаниях – тех, акции которых не обращаются на публичном фондовом рынке, включая вяло торгуемые публичные компании или подразделения крупных корпораций. Большинство владельцев и менеджеров год за годом управляют этими компаниями, даже не зная ответов на следующие первостепенные вопросы:

- Сколько стоит компания?

- Насколько больше заплатил бы стратегический покупатель при ее приобретении?
- Какие факторы более всего влияют на стоимость акций компании?
- Какова реальная прибыль на инвестиции и норма доходности у владельцев?
- Оправдывает ли эта прибыль риск?
- Не лучше ли владельцам продать компанию, и если да, то когда и как?

Эта книга приводит инструменты, позволяющие ответить на вышеуказанные и другие, связанные с ними вопросы. Она написана для инвесторов и менеджеров компаний, не имеющих ориентира в виде курса акций, устанавливаемого на свободном и активном рынке. Наши решения процесса оценки и вопросов, касающихся доходности инвестиций, создают ответственность и дисциплину в процессе слияний и поглощений. Наши методы включают введение стоимости в ежегодное стратегическое планирование частной компании с целью подсказать акционерам направление, в котором им следует двигаться, принимая инвестиционные решения. Если говорить кратко, наша книга – это подробная инструкция по созданию стоимости как при управлении компанией, так и в процессе ее продажи или покупки.

Многие инвесторы слышали о создании стоимости в публичной компании, где цена акций отражает реакцию

рынка на результаты бизнеса. Гораздо труднее разработать успешную стратегию и правильно измерить результаты работы, когда рыночного курса акций не существует. Это трудно, но нельзя сказать, что невозможно.

Мы приглашаем наших читателей к использованию предлагаемых нами методов, чтобы достичь точных оценок при слияниях или поглощениях, а также добиться увеличения стоимости бизнеса в повседневных операциях. Обменяйте свое неведение на эту путеводную нить, прямо ведущую к богатству.

Фрэнк Ч. Эванс

Дэвид М. Бишоп

Июнь 2001

1. К победе через слияния и поглощения

Покупатели и продавцы способны создавать немалую стоимость через процедуры слияний и поглощений компаний¹. Причем от сделки могут выигрывать обе стороны. В этом и состоит вся прелесть проведения подобных операций. В этом же заключена немалая доля той привлекательности, которая обеспечила огромную по своему масштабу активность в области слияний и поглощений в Соединенных Штатах в течение 1990-х годов, а в последние годы эта тенденция распространилась и на весь мир².

Предлагаемая читателю книга рассказывает о стоимости бизнеса: что создает ее, как она измеряется, каким образом наращивается и как ее максимизировать в процессе слияний и поглощений. Эти концепции одинаково важны и для покупателей, и для продавцов, поскольку и те, и другие спо-

¹ Merger and acquisition, M&A – более правильно было бы определять данный термин как «слияния и приобретения», однако в настоящее время в отечественной практике устоялся термин «слияния и поглощения», который и будет употребляться на протяжении всей книги. В этом контексте «приобретение» есть синоним «поглощения». Также на протяжении книги будет использоваться аббревиатура M&A, означающая merger and acquisition. – *Прим. ред.*

² В главе 5 представлена столь необходимая для полного понимания иная точка зрения на потенциальные результаты слияний и поглощений.

собны и должны выигрывать от сделки. Но зачастую получаются совсем иные результаты. Продавцы могут продать при неблагоприятных обстоятельствах или согласиться на слишком низкую цену из-за отсутствия у них должной подготовки или необходимых знаний. А каждый покупатель рискует приобрести бизнес, не соответствующий его интересам, или заплатить за него слишком много. Именно поэтому понимание стоимости, а также влияющих на нее факторов – критически важные элементы в процессе слияний и поглощений.

Однако разумные акционеры и менеджеры не ограничиваются тем, что уделяют внимание стоимости только во время слияний и поглощений. Создание стоимости лежит в основе стратегического планирования, в результате которого компания сосредоточивает свои усилия на наиболее важных направлениях деятельности. Стратегия слияний и поглощений поддерживает и дополняет важную цель, связанную с увеличением стоимости для акционеров, поэтому они покупают и продают компании только в том случае, если сделка создает для них стоимость.

Это возвращает нас к цели настоящей книги. Она объясняет, как создавать, измерять и максимизировать стоимость в процессе слияний и поглощений в контексте более общей цели бизнеса, заключающейся в создании стоимости. Топ-менеджеры большинства публичных компаний сосредоточиваются на стоимости каждый день, поскольку она находит свое отражение в движении цены акций компании, тем са-

мым ведя ежедневный подсчет очков результативности работы компании относительно других инвестиционных возможностей. Однако частные компании лишены этой обратной связи и возможности проверки фондовым рынком своей деятельности. Их акционеры и руководители редко знают, сколько стоит их компания, и обычно неясно видят, что же влияет на ее стоимость. По этой причине многие частные компании, равно как и бизнес-подразделения публичных компаний, не имеют должного вектора развития своей деятельности и поэтому работают не в полную силу.

Управление стоимостью частной компании или подразделения публичной корпорации является особенно трудным делом, так как эту стоимость труднее рассчитать и обосновать. Однако большая часть экономической деятельности, в том числе создание или разрушение стоимости, происходит именно на этом уровне.

В процессе создания стоимости критически важной становится способность точно измерять и управлять стоимостью небольшого бизнеса или подразделения компании. И этот навык также окупается в слияниях и поглощениях, поскольку в большинство сделок вовлекается небольшой бизнес. Хотя мы читаем и слышим о крупных сделках, в которых участвуют большие корпорации с известными котировками акций, средний размер сделки M&A в Соединенных Штатах в последние годы составлял приблизительно от 25 млн. до 40 млн. долл. Основное поле для большей части сделок сли-

яний и поглощений – это небольшие сделки с участием закрытых компаний или подразделений публичных компаний.

Следовательно, каждый думающий о стоимости акционер и руководитель должен стремиться максимизировать стоимость на этом уровне бизнеса, где отсутствуют котировки акций. Концепции и методы, описанные далее, объясняют, как ежедневно измерять и управлять стоимостью, особенно в процессе слияний и поглощений. Наш рассказ начинается с уточнения того, чем является стоимость.

Критически важные элементы стоимости, не замечаемые акционерами

Когда покупатели видят потенциальную цель, их анализ часто начинается с идентификации и измерения синергетического эффекта, который они могут получить в результате поглощения. Для этого покупатели создают модель, предсказывающую потенциальные доходы компании-цели в том случае, если они будут владеть ею, скорректированные уровни затрат под их управлением и получающийся в результате ожидаемый доход или денежный поток. Затем они дисконтируют эти будущие поступления по затратам на капитал их компании, чтобы определить для себя стоимость цели. Вооруженные этой оценкой стоимости, покупатели начинают переговоры, нацеленные на сделку, предполагающую создание стоимости.

Если целью является непубличная компания с неизвестной ценой акций, часто никто даже и не задается вопросом, сколько она стоит для ее существующих владельцев. Однако стоимость, создаваемая бизнесом для существующих владельцев, – это все, что действительно есть для продажи. Большинство, а возможно, и все сделки, обладающие потенциальным синергетическим эффектом, создаются покупате-

лем, а не продавцом. Поэтому покупателю не следует платить продавцу за стоимость, создаваемую самим покупателем. Однако в только что описанном сценарии покупатель, вероятно, именно так и поступит, поскольку его компания не знает, сколько стоит компания-цель как отдельный бизнес. Вследствие этого покупатель также не знает, сколько стоят синергии, создаваемые его компанией в результате поглощения, или каким должно быть первоначальное предложение о цене.

Продавцы часто бывают мало информированы или даже дезинформированы в той же степени, как и покупатели. Во многих случаях владельцы компании-цели не знают: следует ли им продавать ее, как найти потенциальных покупателей, какие покупатели могут позволить себе заплатить больше других, что они могут сделать для максимизации стоимости своей компании перед продажей или как приступить к процессу продажи. В конце концов, многие продавцы в ходе своей карьеры сталкиваются лишь только с одной подобной сделкой. Они редко знают, сколько в настоящее время стоит их компания как отдельный бизнес, какие факторы стоимости или риска оказывают наибольшее влияние на его стоимость или насколько большую ценность он представляет для стратегического покупателя. Как правило, ни один из членов команды традиционных консультантов компании – главный бухгалтер, внешний бухгалтер, банкир или юрист – не является экспертом в области оценки бизнеса. Немногие из этих

профессионалов понимают, что влияет на стоимость бизнеса или в чем состоит тонкое различие между стоимостью бизнеса, функционирующего отдельно, и тем, сколько он может стоить, находясь в руках стратегического инвестора.

Продавец может искать совета у посредника, чаще всего – у инвестиционного банкира или брокера по продаже бизнеса. Но эти консультанты, как правило, получают комиссионные, если – и только если – они доводят дело до продажи. Возможно, сегодняшние владельцы могли бы достичь более высокой прибыли, улучшив бизнес и позиционируя его так, чтобы повысить его стоимость перед продажей. Этот совет редко нравится посредникам, поскольку он откладывает срок получения или вовсе лишает их комиссионных.

В ситуации, когда крайне трудно получить надежный совет, продавцы нередко откладывают рассмотрение вопроса о продаже. Задержка часто оказывается более легким эмоциональным выбором для многих предпринимателей, отождествляющих себя со своей компанией. Но при задержке зачастую теряются благоприятные возможности. Внешние факторы (включая экономические условия, состояние отрасли и конкурентной среды), способные серьезно повлиять на стоимость, могут быстро изменяться. Тенденции, обуславливающие такие процессы, как консолидация, внедрение технологических новшеств или реформы в области регулирования и налогообложения, тоже могут расширять или сужать возможности и стоимость сделок M&A.

Промедление может также сдерживать планирование стратегии и налогообложения собственности, так как задержки уменьшают возможности выбора. При этом негативные последствия становятся особенно острыми с увеличением стоимости.

Таким образом, у покупателей и продавцов есть весьма сильные стимулы, чтобы разобраться в вопросах стоимости и управления ее факторами, а также отслеживать их к взаимной выгоде обеих сторон.

Справедливая рыночная стоимость отдельного бизнеса

Уделяя надлежащее внимание максимизации стоимости для акционеров, покупатели и продавцы начинают с расчета справедливой рыночной стоимости компании-цели как отдельного бизнеса, т. е. стоимости того, чем в настоящее время обладают продавцы. Эта стоимость учитывает размер компании, доступ к капиталу, ассортимент товаров и услуг, качество управления, долю рынка и клиентскую базу, уровни ликвидности и заемного финансирования, а также общую рентабельность и денежный поток компании как отдельного бизнеса.

С учетом этих характеристик справедливая рыночная стоимость (fair market value) определяется Налоговым разъяснением 59–60 Службы внутренних доходов США (Internal Revenue Service – IRS) как «...сумма, за которую собственность могла бы перейти из рук в руки при добровольном согласии покупателя и продавца, когда первого не принуждают покупать, а последнего не принуждают продавать, и обе стороны располагают разумным знанием существенных фактов».

Справедливая рыночная стоимость основывается на следующих предположениях:

- Покупатели и продавцы являются гипотетическими, ти-

пичными для рынка и действуют в своих собственных интересах.

- Гипотетический покупатель благоразумен, но действует без учета получения выгоды от синергетического эффекта.
- Бизнес продолжит свою деятельность и не будет ликвидирован.
- Гипотетическая продажа осуществляется за денежные средства.
- Возможности сторон совпадают с их желаниями.

Под покупателем в рамках определения справедливой рыночной стоимости рассматривается «финансовый», а не «стратегический» покупатель. Покупатель вносит только капитал и менеджмент, чья компетентность эквивалентна текущему менеджменту. Это исключает покупателя, который благодаря другой своей экономической деятельности приносит в компанию некоторую «добавленную стоимость», усиливающую оцениваемую компанию и/или другие деловые стороны деятельности покупателя. Например, поглощение другой компании в той же или сходной по характеру отрасли. Также исключается покупатель, уже являющийся акционером, кредитором, зависимым или контролирующим юридическим лицом, способным пожелать приобрести долю в бизнесе по искусственно завышенной или заниженной цене из соображений, не свойственных мотивации независимого финансового покупателя.

Продавец в процессе, основанном на справедливой рыночной стоимости, также является гипотетическим и обладает знанием существенных фактов, включая влияние на стоимость со стороны рынка, факторы риска и стоимости компании, а также степень контроля и недостаток ликвидности данной конкретной доли участия в бизнесе.

Инвестиционная стоимость (*investment value*) представляет собой стоимость для конкретного покупателя, основанную на его обстоятельствах и инвестиционных потребностях. Эта стоимость включает синергетический эффект или другие преимущества, которые, как ожидает стратегический покупатель, будут созданы в результате поглощения.

Справедливая рыночная стоимость должна представлять минимальную цену, которую принял бы финансово заинтересованный продавец, поскольку продавец как владелец бизнеса в настоящее время пользуется выгодами, обеспечиваемыми этой стоимостью. Пакет акций контролирующего акционера частной компании нередко обладает хорошей ликвидностью, поскольку он имеет возможность контролировать денежный поток, производимый фирмой. Альтернативой этому потоку является выбор, связанный с продажей компании. Вместе с тем миноритарный акционер, не имеющий контроля, обычно сталкивается с гораздо меньшей ликвидностью своего пакета. В результате стоимость неконтрольного пакета акций часто существенно меньше, чем такая же доля собственности в стоимости бизнеса, входящая в

контрольный пакет.

Предполагаемые покупатели, рассчитавшие справедливую рыночную стоимость автономного бизнеса, должны также понимать, что это лишь базовая стоимость, на которой должна строиться их позиция в переговорах. Максимальная стоимость, которую покупатель ожидает создать в результате сделки, представляет собой превышение инвестиционной стоимости над справедливой рыночной стоимостью. Поэтому любая премия, уплачиваемая покупателем сверх справедливой рыночной стоимости, уменьшает потенциальную прибыль покупателя, поскольку эту часть созданной стоимости получает продавец.

Мотивы продавцов зачастую связаны с нефинансовыми соображениями: например, желанием передать права собственности на компанию своим детям или уйти в отставку, если они работают в компании, либо заняться чем-то другим. Когда существуют эти нефинансовые соображения, для акционеров особенно важно понимать финансовый эффект от решений, принятых по личным мотивам. Гибкие покупатели могут воспользоваться ситуацией продавцов, особенно тех, которые находятся в неблагоприятных личных обстоятельствах. Этот факт еще раз подчеркивает потребность в непрерывной концентрации внимания на стоимости и внедрении процесса стратегического планирования, обычно рассматривающего продажу компании как возможный вариант максимизации стоимости для акционеров. Этот процесс поз-

воляет учитывать нефинансовые цели акционеров и, одновременно управляя стоимостью, дает время и структурированный план для их достижения.

Инвестиционная стоимость для стратегического покупателя

Инвестиционная стоимость компании-цели – это ее стоимость для определенного стратегического покупателя, учитывающая качественные характеристики и синергии покупателя, а также и другие характерные для него выгоды, которые могут быть достигнуты через поглощение. Известная также как стратегическая стоимость (*strategic value*), инвестиционная стоимость цели, по всей вероятности, различна для каждого потенциального покупателя вследствие различия синергетических эффектов, которые каждый из них может создать через поглощение. Например, отдельный покупатель может иметь систему дистрибуции, ассортимент продукции или сбытовую территорию, куда цель впишется лучше, чем у любого другого потенциального покупателя. Как правило, это компания, для которой цель стоит больше всего. Хорошо осведомленные покупатели и продавцы определяют эти стратегические преимущества заранее и ведут переговоры, располагая этими знаниями.

Различие между справедливой рыночной стоимостью и инвестиционной стоимостью представлено в примере 1–1, показывающем инвестиционную стоимость для двух потенциальных покупателей. Превышение инвестиционной стоимости над справедливой рыночной стоимостью компании

обычно называется премией за контроль (control premium), но этот термин несколько вводит в заблуждение. Хотя типичный покупатель в результате поглощения действительно приобретает контроль над целью, смысл уплаченной премии состоит в достижении синергетического эффекта, создаваемого этой комбинацией. Таким образом, эту премию более правильно называть премией поглощения (acquisition premium), поскольку ее главной движущей силой являются синергии, а не контроль, представляющий собой лишь полномочия, необходимые для активизации синергии.

Очевидные вопросы, возникающие в ходе данного изложения, заключаются в следующем:

Пример 1–1. Сравнение справедливой рыночной стоимости и инвестиционной стоимости

Инвестиционная стоимость – 2 _____

Инвестиционная стоимость – 1 _____

Премия поглощения

Справедливая рыночная стоимость _____

- Почему покупатель должен платить больше справедливой рыночной стоимости?
- Если покупатель должен уплатить премию, чтобы осуществить поглощение, насколько больше справедливой рыночной стоимости он должен заплатить (т. е. в какой степени

крупной должна быть премия поглощения, будь то в денежном или в процентном выражении от справедливой рыночной стоимости)?

Глава 4 обобщает статистику, указывающую: за последние 10 лет среднеарифметические значения и медианы³ премий поглощения при покупке публичных компаний в Соединенных Штатах составляли около 40 и 30 % соответственно. Эти данные не являются руководством к действию или целевым значением. Уплаченные премии основаны на конкурентных факторах, тенденциях консолидации, экономии на масштабе, а также мотивах продавца и покупателя. То есть на фактах, снова подчеркивающих необходимость достижения полного понимания стоимости и отраслевых тенденций еще до начала переговоров. Например, компания со справедливой рыночной стоимостью 10 млн. долл. имеет намного более сильные переговорные позиции, если ее максимальная инвестиционная стоимость составляет 20 млн. долл., а не всего лишь 12 млн. долл. При этом, чтобы выторговать наилучшую из возможных цену, продавец должен попытаться определить: какова максимальная инвестиционная стоимость, какой потенциальный покупатель может позволить себе заплатить в сделке поглощения больше других, а также какие альтернативы имеет каждый покупатель – и только потом вести

³ Медиана (median), или медианное значение – значение, разбивающее выборку на две равные части, т. е. срединное значение в выборке. – *Прим. ред.*

переговоры соответствующим образом.

Говоря в общем, покупатели должны начинать переговоры, отталкиваясь от справедливой рыночной стоимости. Прежде чем вступить в процесс переговоров, где верх берут эмоциональные факторы и желание «провернуть сделку», покупатели должны установить свою предельную цену. Это та максимальная сумма выше справедливой рыночной стоимости, которую они готовы уплатить, чтобы совершить поглощение. Установление максимальной цены заранее побуждает покупателей сосредоточиваться в большей степени на стоимости, а не на «победе» в сделке. Естественно, чем дальше движется цена вверх от справедливой рыночной стоимости к инвестиционной стоимости данного покупателя, тем менее привлекательной становится сделка. Ориентирующиеся на стоимость покупатели понимают, что приобретения по цене, близкой к их инвестиционной стоимости, требуют полного достижения почти всех синергетических эффектов в запланированные сроки, чтобы получить прогнозируемую стоимость. И чем ближе подходит цена приобретения к инвестиционной стоимости, тем меньшую стоимость может создать поглощение для акционеров покупателя и тем меньше допустимый размер возможной ошибки покупателя. Когда продавец требует слишком высокую цену, для покупателя нередко лучшим выбором становится отказ от этой сделки и поиск другой – с лучшим потенциалом создания стоимости.

Этот факт иллюстрирует фундаментальный, но обязательный урок для совершения любой инвестиции: идентифицируйте различие между хорошей компанией и хорошей инвестицией. В то время как хорошая компания может обладать многими сильными сторонами, она окажется плохой инвестицией, если уплаченная за нее цена слишком высока. Наоборот, слабая компания может оказаться хорошей инвестиционной возможностью, если цена адекватно низка относительно прогнозируемых прибылей, особенно для стратегического покупателя, обладающего возможностями, компенсирующими слабые стороны цели.

Взаимные выгоды от слияний и поглощений

Чтобы проиллюстрировать взаимную выгоду от слияний и поглощений для покупателей и продавцов, в дальнейшем повествовании обобщается оценка Cardinal Publishing Company, подробно представленная в главе 16. В приводимом здесь примере многие из технических этапов объясняются лишь кратко. Более подробно каждый шаг описан в последующих главах. Различные технические аспекты будут представляться курсивом со ссылками на главы, в которых объясняется, как решать данные вопросы.

Компания Cardinal была основана около 10 лет назад Лу Бертином (Lou Bertin), сделавшим успешную карьеру в рекламном бизнесе. Бертин полагал, что многие люди разделяют его любовь к открытому воздуху и простой сельской жизни, а потому они подпишутся на журналы, посвященные этой теме. Вооруженный своим предпринимательским духом, существенными знаниями и опытом в области прямой почтовой рекламы, 1,7 млн. долл. акционерного капитала, внесенного им и двумя миноритарными акционерами (по 10 %), а также хорошо продуманным бизнес-планом, он основал Cardinal. Благодаря дружественному тону и стилю в сочетании с превосходными фотографиями, минимальной рекламой, привлекательными ценами на подписку и твор-

ческими действиями в прямой почтовой рекламе компания Cardinal быстро выросла из концепции в несколько прибыльных специализированных журналов.

Однако, как это часто бывает в случаях вновь появившихся компаний, сопровождающие начало бизнеса крупные риски и ограничения сильно измотали Бертина. Он стремится удалиться от дел или по крайней мере сократить свое рабочее время. И хотя Cardinal преуспевает, Бертин наблюдает, как его личное состояние все более и более связывается с судьбой компании. В то же время его жизненный опыт подсказывает: диверсификация является намного более разумной инвестиционной стратегией.

Следует ли оценивать 80 %-ную долю акционерного капитала Бертина в Cardinal или какую-то другую инвестицию? Отличался бы процесс оценки, если бы Бертин владел компанией на 100 % и никаких миноритарных акционеров не существовало или принадлежи все акции миноритарным акционерам? (См. главу 12.)

В прошлом году объем продаж Cardinal превысил 75 млн. долл., а прибыль до уплаты процентов и налогов (earnings before interest and taxes, EBIT) с поправкой на отражение текущих операций составит приблизительно 7,5 млн. долл. Является ли EBIT лучшим измерением дохода для Cardinal? Не правильнее ли будет использовать выручку или чистую прибыль до либо после уплаты налогов либо следует ориентироваться на денежный поток? (См. главу 6.) Cardinal использу-

ет большие объемы заемного капитала. Чтобы достичь долгосрочной стабильности, требуются значительные вложения дополнительного капитала. Влияет ли финансовый рычаг на стоимость, и если да, то как? (См. главу 9.) Затрагивают ли стоимость ожидаемые вложения капитала и как мы это учитываем? (См. главу 6.)

По стандартам отрасли ассортимент продукции компании узок, хотя она и создала лояльную и быстро растущую базу платежеспособных читателей. Из-за природы специализации Cardinal имеет слабую систему распределения, полностью опирающуюся на генеральных дистрибьюторов, которая усложняет усилия Бертина, направленные на создание новых продуктов и привлечение дополнительной рекламы. Как оценка может отразить эти различные факторы, определяющие риск и стоимость? Что, если покупатель сумеет устранить некоторые из этих слабых сторон? (См. главы 3 и 8.) Персонал Cardinal состоит главным образом из членов семьи Бертина и сторонних энтузиастов, а сам Бертин не имеет склонности к стратегическому планированию, которое требуется компании для продолжения продемонстрированных ею в прошлом результатов деятельности. Следует ли внести поправки, если некоторые из этих сотрудников не приносят материальный вклад в успех компании? А также если кто-либо получает вознаграждение выше или ниже среднерыночной компенсации? (См. главу 6.)

К Бертину постоянно обращаются брокеры по продаже

предприятий и знакомые по издательской деятельности с предложениями продать компанию, и он особенно обеспокоен тем, что в последние два года несколько крупных издателей запустили новые продукты, нацеленные на его рынок. Хотя новым периодическим изданиям не хватает качества и творческого потенциала Cardinal, они имеют намного лучшую рекламу, продаются в газетных киосках и ко всему прочему продвигаются через отрывные купоны в нескольких общенациональных периодических изданиях. Эта конкуренция заставила Бертина отложить запланированное повышение цен, и хотя он продолжает искать новых рекламодателей, у него не получается привлечь те компании, которые для него наиболее интересны и важны. Можно ли идентифицировать эти проблемы конкуренции, изучая финансовые отчеты Cardinal? Какие нужны дополнительные исследования, если они вообще требуются? Каким образом эти конкурентные факторы отражаются в оценке? (См. главы 3 и 8.)

Расчет справедливой рыночной стоимости Cardinal как отдельного бизнеса

Как компания, относящаяся к категории малого или среднего бизнеса, Cardinal подвержен множеству рисков, включая ограниченный капитал, высокий финансовый рычаг, узкий ассортимент продукции, слабую систему распределения

и весьма ограниченное управление. В сочетании с лояльной клиентской базой компании, быстрым ростом объема продаж, высоким качеством продукта и средней доходностью эти факторы определяют для Cardinal ставку средневзвешенных затрат на капитал в размере 18 %, отражающую профиль риска и перспективы роста компании.

Соответствуют ли средневзвешенные затраты на капитал ставке дисконтирования? Равны ли они ставке капитализации? (См. главы 7 и 9.) Чистый доход компании на инвестированный капитал, составляющий в этом году 4,8 млн. долл., делится на ставку капитализации по средневзвешенным затратам на капитал (weighted average cost of capital, WACC) в размере 14 %; справедливая рыночная стоимость предприятия как отдельного бизнеса определяется в размере 36 млн. долл. Является ли эта сумма стоимостью собственного капитала? (См. главу 6.) Почему для расчета стоимости используется прибыль только за один год? В какой степени это отражает рост в будущем году? (См. главу 7.)

Инвестиционная стоимость для стратегического покупателя

Большая публичная компания, желающая быстро приобрести присутствие на этом новом «сельском» рынке, осознает сильные и слабые стороны Cardinal. Поскольку крупный покупатель зачастую способен ликвидировать многие

или все ограничения этой компании, он может гораздо быстрее увеличивать рост ее объема продаж и прибыли. Cardinal также будет подвергаться гораздо меньшему риску как подразделение крупной компании, обладающей сильными позициями на рынке. Как эти изменения риска отражаются в оценке? Кто получает эту стоимость? (См. главу 3.)

После перехода в собственность стратегического покупателя EBIT Cardinal за следующие несколько лет может быть увеличена за счет повышения эффективности ведения операций, а также доступа к более широкому рынку и обширной системе распределения. В постпрогнозном периоде рост Cardinal должен соответствовать темпам развития издательской индустрии. Как должны использоваться прогнозный и постпрогнозный периоды в расчете стоимости? (См. главу 7.)

В то время как Cardinal имеет ставку капитализации WACC 18 %, ее возможный покупатель Omni Publications, крупная известная публичная компания, характеризуется ставкой дисконтирования по WACC приблизительно на уровне 12 %. В чем отличие между ставкой капитализации и ставкой дисконтирования и в каком случае должна использоваться каждая из них? (См. главы 7, 8 и 9.) Поскольку Cardinal работает на новом для этого покупателя рынке, имеет ограниченное управление и усиливающуюся конкуренцию, покупатель корректирует свою ставку дисконтирования на добавляющийся от Cardinal риск. Следует ли покупателю использовать свою собственную ставку дисконти-

рования для расчета инвестиционной стоимости Cardinal? Если нет, как следует ее корректировать? Как должна измениться эта ставка под воздействием высокого финансового рычага Cardinal? (См. главу 9.) Дисконтирование прогнозируемого чистого денежного потока на инвестированный капитал Cardinal с поправкой на синергетический эффект позволило определить: инвестированный капитал Cardinal стоит для некоторого стратегического покупателя 50 млн. долл. Что такое чистый денежный поток на инвестированный капитал, как он рассчитывается и на сколько лет следует выполнять прогнозирование? (См. главу 6.) Как процесс дисконтирования отражает возможные поправки к доходу и норме доходности для рассмотренных факторов риска и стоимости? (См. главы 7 и 8.) 15-миллионное превышение инвестиционной стоимости инвестированного капитала в размере 50 млн. долл. над справедливой рыночной стоимостью Cardinal в размере 35 млн. долл. означает, что этот покупатель может заплатить до 15 млн. долл. сверх справедливой рыночной стоимости, чтобы приобрести Cardinal. Какой должна быть минимальная стоимость, рассматриваемая и покупателем, и продавцом, чтобы начать переговоры? На сколько больше 35 млн. долл. должен быть готов заплатить этот покупатель, чтобы приобрести Cardinal? Должно ли это решение подвергаться влиянию со стороны конкурентов, также предлагающих цену за Cardinal? Если покупатель заплатит 50 млн. долл., будет ли сделка выгодна для него? В

какой степени? (См. главы 1, 4 и 5.)

Балансовый отчет Cardinal показывает активы в размере почти 44 млн. долл. и собственный капитал в 15 млн. долл. Как они влияют на стоимость компании? (См. главы 11 и 12.) Публичные компании в отрасли Cardinal продаются с мультипликаторами EBIT в диапазоне от 3 до 18 при среднем значении, равном 8. Следует ли это учитывать и как? Показывают ли мультипликаторы EBIT затраты на собственный капитал? (См. главу 10.) Другая публичная издательская компания была недавно продана с премией в 72 % сверх ее рыночной стоимости. Следует ли рассматривать эту сделку при определении стоимости? (См. главу 10.)

Поскольку Cardinal не является публичной компанией, следует ли вносить скидку за более низкую ликвидность? Поскольку Cardinal имеет миноритарных акционеров, необходима ли премия за контроль или скидка за недостаток контроля? (См. главу 13.)

Может ли покупатель использовать стратегии для уменьшения риска в процессе поглощения? (См. главы 4 и 16.) Каким образом покупатели могут наиболее точно прогнозировать синергетические эффекты? (См. главу 5.)

Могут ли продавцы использовать стратегию для наращивания стоимости? Можно ли эффективно заранее планировать продажу? (См. главы 2 и 4.)

Покупатели и продавцы, вне всякого сомнения, обладают возможностью материально выигрывать через слияния и по-

глощения. Однако чтобы создавать стоимость, они должны уметь измерять ее и управлять ею. Этот процесс начинается со способности идентифицировать и измерять факторы, влияющие на стоимость. Наиболее часто это приходится делать в частной компании или подразделении публичной корпорации, для которых не существует рыночных котировок акций. В последующих главах объясняется, как наращивать операционную стоимость частной компании, а также как создавать, измерять и управлять стоимостью в процессе слияний и поглощений.

2. Создание стоимости в компании, не имеющей публичного рынка акций

О «стоимости» и «создании стоимости» было написано так много, что эти концепции приобрели множество трактовок. Чтобы достичь максимальной выгоды от решений, связанных с покупкой или продажей, а также в повседневных операциях, когда немедленной продажи не ожидается, покупатели и продавцы должны понимать, как стратегии влияют на стоимость. Для эффективного управления созданием стоимости в закрытых компаниях, сегментах публичных компаний и в компаниях, чьи акции вяло торгуются на публичных рынках, сначала эту стоимость нужно измерить. В свою очередь, это требует аккуратности в определении и измерении прибыли (return), инвестиций (investment) и нормы доходности (rate of return), чтобы можно было точно рассчитывать стоимость и прибыль на инвестированный капитал. Однако для непубличных компаний каждый из этих параметров почти всегда измеряется и сообщается неправильно. В результате их истинные экономические результаты и любой получающийся итог – будь то создание или разрушение стоимости – оказываются не известны. При этом даже инвесторы редко когда осознают, что они дезинформированы. Правиль-

ный путь к определению этих параметров начинается с понимания основ оценки и прибыли на инвестированный капитал.

Стоимость и создание стоимости

Стоимость является выражением ценности чего-либо. Она может быть измерена различными способами. Например, семейная реликвия может иметь большую сентиментальную, но небольшую финансовую стоимость. Данный материал посвящен в основном финансовой стоимости, но признает, что в непубличных компаниях на инвестиционные решения часто влияют нефинансовые или личные соображения. Когда инвесторы принимают решения по личным причинам, их воздействие должно измеряться так, чтобы они осознавали финансовые последствия своих действий.

Чтобы ощущать финансовую выгоду от инвестиции, владелец должен иметь возможность получать свою прибыль или через владение, или через фондовый рынок. Чтобы измерять стоимость и прибыль на инвестированный капитал для сопоставления, мы признаем рыночные условия и денежные единицы, которые снабжают инвестора возможностью передавать права и обеспечивают ликвидность.

Основные принципы оценки и прибыли на инвестированный капитал включают следующие ключевые параметры:

- *Прибыль (return)* представляет собой ожидаемый будущий чистый денежный поток от инвестиции (net cash flow from an investment), что описывается в главе 6. Параметры дохода являются лишь оценками экономических результа-

тов, которые обычно основаны на накопительных методах бухгалтерского учета, а не на фактических поступлениях денег поставщикам капитала. Ретроспективные параметры дохода или денежного потока могут давать понимание истории деятельности компании, но они не применимы к любому текущему инвестиционному решению. Инвесторам следует сосредоточиться исключительно на будущих чистых денежных потоках, поскольку в них заключается единственная финансовая выгода для инвесторов.

- *Инвестиция (investment)* рассчитывается как текущая стоимость (present value) ожидаемых будущих чистых денежных потоков (anticipated future net cash flow), которые описаны выше, дисконтированная на норму прибыли (rate of return) и отражающая их уровень риска. Справедливая рыночная стоимость чаще всего отражает стоимость для финансового покупателя, в то время как инвестиционная стоимость для стратегического покупателя обычно выше. Разумные инвесторы должны иметь представление о размере каждой величины. Альтернативные способы измерения стоимости инвестиции, такие, как балансовая стоимость или фактические суммы, инвестированные в предшествующие периоды, в данном случае неуместны. Только текущая стоимость может влиять на существующее богатство инвестора – через решение держать либо продать инвестицию.

- *Риск (risk)* измеряет неопределенность получения ожидаемых в будущем чистых денежных потоков. Без учета рис-

ка каждый доллар будущей прибыли независимо от того, насколько спекулятивной она является, был бы одинаково привлекателен. Таким образом, риск является обязательной переменной, используемой для измерения справедливой рыночной стоимости и инвестиционной стоимости будущих денежных потоков. Измерение риска или необходимой нормы доходности для непубличной компании требует проницательности и компетентности. Однако риск может быть достоверно измерен, что объясняется в главах 7–9.

Модель создания стоимости публичной компании

Путь к пониманию создания стоимости в компаниях, не имеющих публичного рынка акций, начинается с понимания модели публичной компании. Эта модель оценивает поступления будущих чистых денежных потоков и показывает стоимость через рыночные котировки акций, которые отражают восприятие инвестором относительного уровня риска компании.

Создаваемая стоимость и доход на инвестированный капитал – достаточно ясные концепции при инвестициях в обыкновенные акции публичных корпораций. Инвесторы ожидают будущих денежных поступлений (чистых денежных потоков), которые они получают в виде выплаты дивидендов и положительной разницы в цене при продаже акций. Повышение курса акций есть функция ожидаемых денежных поступлений в последующих периодах, а также ожидаемого роста этих поступлений. Таким образом, стоимость обыкновенной акции публичной компании в конечном счете может быть сведена к дивидендным выплатам и ожидаемому росту этих денежных поступлений, отражаемому в повышении рыночного курса акций.

Эта теория оценки обыкновенных акций, основанная на ожидаемых денежных поступлениях, широко распространена

на. Однако многие инвестиционные решения принимаются на основе неадекватных инвестиционных или ценовых данных. Располагая текущей информацией о котировках акций, существующих для публично торгуемых ценных бумаг, одни инвесторы акцентируют свое внимание на сумме, которую они первоначально вложили в ценную бумагу, в то время как другие сосредоточены на ее текущей стоимости. Правильным выбором является последний вариант. На бухгалтерском языке первоначальные инвестиции определяются как «невозвратные издержки» (sunk cost). Они не имеют отношения к сегодняшнему решению инвестора, поскольку это не будущий доход и они не могут быть изменены в результате выбора каких-либо альтернатив, доступных инвестору. Текущая же стоимость ценной бумаги имеет непосредственное отношение к делу, так как представляет собой сегодняшний выбор инвестора среди альтернативных инвестиций. Инвесторы должны сосредотачиваться на этой стоимости, поскольку решение держать акцию является решением не инвестировать эту текущую стоимость каким-либо иным способом.

Количественно риск определяется, когда прибыль правильно идентифицируется как чистый денежный поток и внимание обращается на текущую, а не на историческую стоимость. Различные уровни риска отражаются в соотношении рыночного курса акции и ожидаемого от нее дохода. Более рискованные инвестиции должны генерировать повы-

шенные нормы доходности, когда инвесторы для достижения своих инвестиционных целей совершают выбор из общей совокупности вариантов соотношений между потенциальным риском и прибылью. Имея легко доступные ежедневные цены фондового рынка и периодически публикуемые показатели, демонстрирующие качество работы компании, инвесторы, сосредоточенные на публично торгуемых акциях, изучают их текущую стоимость и будущие денежные потоки.

Здесь в анализ включаются показатели прошлых прибылей компании. Коэффициент цена/прибыль (price-to-earnings multiple, P/E), на который обычно ссылаются, сравнивает текущую цену акции с прибылью прошлого периода. Но инвесторы все более и более признают, что будущие обстоятельства могут отличаться от тех, что были в прошлом. Это наиболее очевидно проявляется в том, каким образом средства информации в настоящее время раскрывают сведения о прибылях компаний. Объявленная прибыль публичной компании обычно сравнивается с ожиданиями рынка, при этом подчеркивается зависимость стоимости от будущего, в то время как исторические данные используются в первую очередь для оценки надежности прогнозов.

Исторические данные о доходности публично торгуемых акций снабжают инвестора реальным пониманием ожиданий соотношения риска и прибыли, а также вытекающих из этого норм доходности, которых могут ожидать инвесторы. Эта

годовая доходность, получаемая инвесторами, основывается на следующих существенных значениях:

- инвестиции, выраженные как исходящий денежный поток на начало периода;
- доход, выраженный как чистый приток денег в течение этого периода.

Используя эти данные, подготавливаемые в ежегодных исследованиях Ibbotson Associates⁴ и описываемые в главе 8, инвесторы могут сравнивать свои ожидания со средними историческими результатами прошлых инвестиций в публично торгуемые ценные бумаги.

Таким образом, модель публичной компании рассчитывает реальную текущую стоимость, основанную на соответствующих ожидаемых будущих поступлениях чистого денежного потока. Причем отношение между ними выражается как мультипликатор или процент, позволяющий измерить риск компании. Эта процедура, помимо всего прочего, позволяет анализировать и сравнивать альтернативные инвестиции. Движение рыночного курса акций отражает реакцию инвесторов на изменения ожидаемого чистого денежного потока компании либо ее риска, либо обоих показателей.

⁴ Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation*® Valuation Edition 2001 Yearbook (Chicago: Ibbotson Associates, 2001).

Модель создания стоимости непубличной компании

Секрет правильной оценки и анализа прибыли на инвестированный капитал для компаний, чьи акции не торгуются на публичном рынке, включая подразделения публичных компаний и тех компаний, бумаги которых торгуются с низкой активностью, состоит в адаптации модели инвестирования в публично обращающуюся ценную бумагу к уникальным характеристикам непубличной компании.

Инвестиции в непубличную компанию редко оцениваются должным образом по нескольким причинам:

- Собственники капитала редко знают свою истинную личную прибыль. Традиционный бухгалтерский подход к измерению прибыли компании редко является точной мерой прибыли акционера на инвестированный капитал. Во-первых, препятствие точной оценки возникает в результате того, что сообщаемые данные о доходах обычно подвергаются манипуляциям в интересах налогового планирования или в иных целях распределения дохода, в результате чего искажаются истинные экономические результаты деятельности компании. Во-вторых, накопительные методы бухгалтерского учета описывают доход, отличающийся от денежного потока. Часто используются альтернативные измерения прибыли, включая прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета

амортизации (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, EBITDA), прибыль до уплаты процентов и налогов (earnings before interest and taxes, EBIT) и чистый доход до налогообложения (net income before taxes). Все эти показатели не отражают денежной прибыли инвесторов, поскольку налоги и инвестиции в оборотный капитал и основные средства должны быть уплачены прежде, чем деньги окажутся доступными поставщикам капитала. В-третьих, затраты на заемный капитал показываются как расходы по уплате процентов. Но при этом исключаются затраты на собственный капитал, поэтому прибыль компании отражает некоторые, но не все ее затраты на финансирование. В результате собственники капитала остаются в неведении относительно их реальной наличной прибыли.

- Обычно используемое бухгалтерское измерение «инвестиций» в большинстве случаев не относится к делу и только вводит в заблуждение. Традиционный анализ прибыли на инвестиционный капитал может рассчитывать инвестиции в закрытый бизнес как сумму, внесенную инвесторами много лет назад. Еще более распространенным является отражение инвестиций по балансовой стоимости (book value) активов или акционерного капитала на основе финансовых отчетов компании, но эти значения редко отражают текущую стоимость. Чтобы преодолеть недостатки этих первых двух методов измерения, инвестиции иногда отражаются по оценочной стоимости материальных активов, принадлежащих биз-

несу. Для прибыльной компании в этом случае игнорируется совокупная нематериальная стоимость, способная представлять большую часть стоимости, принадлежащей инвестору. В силу этих причин собственники капитала зачастую применяют ошибочную стоимость своих инвестиций.

- Относительная рискованность инвестиций, т. е. неопределенность получения будущих доходов, не измеряется формальными методами. Хотя инвесторы знают, что компании малого и среднего размера могут содержать в себе существенный риск, они зачастую не понимают, как выразить этот риск в соразмерной норме доходности. В результате собственники капитала редко имеют представление о том, какой должна быть соответствующая норма доходности для их инвестиций.

- Из-за того что ожидаемые прибыли не рассчитываются должным образом, а степень риска практически не определяется, текущая справедливая рыночная стоимость инвестиций, как правило, неизвестна. Хотя такой бизнес или сегмент крупного бизнеса в конечном счете может быть продан стратегическому покупателю, акционеры редко знают стоимость своих инвестиций для потенциальных стратегических покупателей, рассматривающих ожидаемый синергетический эффект. Не зная реальной стоимости компании, поставщики капитала могут упускать хорошие возможности для инвестирования или продажи.

Вышеописанные проблемы могут быть решены, если следовать трем нижеследующим этапам.

1. *Измерьте прибыль.* Оцените истинную экономическую прибыль компании, определенную как ее чистый денежный поток на инвестированный капитал (net cash flow to invested capital, NCF_{IC}). Он представляет собой чистый денежный поток, остающийся в распоряжении поставщиков заемного и собственного капитала после того, как удовлетворяются все внутренние потребности компании, включая налоги, а также финансирование оборотного капитала и капиталовложений. Корректировки, вводимые для этого расчета, описываются в главе 6. Чтобы рассчитать достоверные значения, изучите исторические результаты работы компании, идентифицируя, как будущие условия могут отличаться от тех, что были в прошлом. Внеоперационные или неповторяющиеся доходы или расходы, такие, как издержки, связанные с переездом, или прибыль от продажи активов, не должны учитываться, если они не связаны с продолжающейся основной деятельностью. Аналогично должны быть откорректированы до рыночных уровней манипуляции с доходом, цель которых – минимизировать подоходные налоги, такие, как выплаты компенсации сверх рыночной цены или арендная плата за недвижимое имущество, используемое компанией и принадлежащее акционерам.

В результате выявляются ожидаемые чистые денежные потоки, которые текущие поставщики капитала могут выво-

дить из компании после того, как профинансируют все потребности бизнеса. Темп роста денежного потока является главным фактором стоимости почти в каждой компании.

Что рассчитывают эти три этапа – стоимость собственного капитала или стоимость заемного и собственного капитала?

Хороший вопрос. Модель публичной компании, описанная ранее, рассчитывает затраты на собственный капитал, т. е. цену акций. Три этапа модели создания стоимости в непубличной компании рассчитывают стоимость заемного и собственного капитала. Это делается потому, что мы хотим знать, сколько стоит вся компания независимо от того, как она финансируется. В главе 6 разъясняются эти различия.

Чтобы оценить инвестиционную стоимость компании для стратегического покупателя, пересчитайте денежный поток таким образом, чтобы отразить все синергетические и интегрируемые выгоды, включая повышение доходов и сокращение расходов. Эти выгоды представлены и проанализированы в главе 5.

2. *Измерьте риск.* Поскольку каждая инвестиция несет свой уникальный уровень неопределенности, этот риск должен быть оценен и измерен, чтобы можно было определить его воздействие на стоимость. В качестве измерителя риска выступает требуемая норма доходности или средневзвешенные затраты на капитал (weighted average cost of capital, WACC). Процедуры, более подробно описанные в главах 8

и 9, оценивают нормы, являющиеся подходящими для расчета как справедливой рыночной стоимости компании, так и ее инвестиционной стоимости. Получающиеся в результате значения отражают, как изменились бы наличные прибыли и профиль риска компании, если бы она была поглощена, став сегментом более крупной компании.

Требуемая норма доходности компании отражает риск или вероятность того, что в будущих периодах будут получены чистые денежные потоки согласно сделанной оценке. Этот риск обычно существенно уменьшается, когда компания приобретает более крупным покупателем, и это снижение риска увеличивает стоимость за счет применения более низкой нормы доходности.

3. *Измерьте стоимость.* Используя оценочный NSF_{IC} из этапа 1 и $WACC$ из этапа 2, оцените текущую стоимость компании, которая представляет собой текущую стоимость ее прогнозируемых будущих денежных потоков с поправкой на риск, как это объясняется в главе 7. Этот процесс должен быть выполнен дважды: сначала для расчета справедливой рыночной стоимости и во второй раз – чтобы рассчитать инвестиционную стоимость. Когда существует несколько вероятных покупателей, должна быть оценена инвестиционная стоимость для каждого из них с учетом различий в рисках и доходах каждого.

Означает ли рост автоматическое создание стоимости?

Многие акционеры и руководители корпораций с удивлением узнают, что стоимость не создается автоматически в случае роста доходов или активов компании. Увеличение размера не обязательно ведет к увеличению денежных доходов или снижению риска. Даже прибыльный рост обычно требует инвестиций денежных средств в оборотный капитал и основные средства, а ведь и то, и другое уменьшает ожидаемый чистый денежный поток компании. Следовательно, рост увеличивает стоимость только в том случае, если он уменьшает риск или создает положительные чистые денежные потоки, причем с учетом необходимых реинвестиций капитала.

Полученные результаты представляют справедливую рыночную стоимость компании как автономного бизнеса и одну или более инвестиционных стоимостей для стратегических покупателей. Все стоимости показываются как обоснованные текущие величины, учитывающие рыночные риски и ожидаемые поступления чистых денежных потоков в пользу собственников капитала.

Для проверки справедливости и точности этих оценок стоимости могут использоваться различные рыночные мультипликаторы результатов деятельности, вроде широко известного коэффициента Р/Е. Это делается путем применения рыночного подхода, который объясняется в главе 10. Рыночный подход основывает стоимость на цене, уплачиваемой за сходные альтернативные инвестиции, причем рыночные

мультипликаторы можно использовать для проверки и справедливой рыночной стоимости, и стратегической стоимости.

Обратите внимание, как близко эти три этапа подходят к модели инвестиций в публично обращающуюся ценную бумагу. При оценке инвестиций в публичные ценные бумаги сначала рассматривается ожидаемая прибыль на инвестиции (чистые денежные потоки в форме дивидендов или повышения цены акций). Затем изучаются рыночные риски – во всей экономике, конкретной отрасли и в самой компании – с целью оценки вероятности получения денежных потоков в будущем. Затем полученные переменные показатели прибыли и нормы доходности объединяются, чтобы определить соответствующую цену, которая и есть стоимость этой ценной бумаги.

Когда инвесторы в акции публичных компаний становятся свидетелями событий, являющихся факторами конкуренции и способных повлиять на ожидаемые доходы или профиль риска компании, они могут в ответ на это покупать или продавать акции, изменяя тем самым их рыночную цену. Этот процесс показывает, как воздействуют на котировки акций ожидаемые изменения в поступлении чистых денежных потоков и норме доходности. Изменение конкурентоспособности непубличной компании также влияет на ее денежный поток и профиль риска, а в конечном счете и на ее стоимость. Инвесторы должны понимать эти факторы, анализировать их воздействие на стоимость и перестраивать стра-

тегию компании, основываясь на этих новых конкурентных обстоятельствах.

Измерение создаваемой стоимости

Мы ясно идентифицировали два ключевых параметра измерения стоимости – прибыль и норму доходности. Концептуально создание стоимости теперь становится очевидным и принципиально простым: следуйте стратегиям, которые повышают прибыль, уменьшают риск или делают и то, и другое. Применять это на практике труднее, но, чтобы добиваться эффективного создания стоимости, эту теоретическую цель необходимо понять.

Поскольку стоимость может быть рассчитана как текущая стоимость будущих прибылей, дисконтированных по ставке, отражающей уровень риска, математика модели оценки (описанная в главе 7) показывается в примере 2–1.

Пример 2–1. Метод оценки с помощью дисконтирования

$$V = (r_1 / (1 + d)) + (r_2 / (1 + d)^2) + \dots + (r_n / (1 + d)^n)$$

где:

V = стоимость;

r = прибыль;

d = ставка дисконтирования;

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.