



# СОВРЕМЕННЫЙ БИЗНЕС:

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ И ЭФФЕКТИВНОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ



### **Андрей ГУСЕВ,**

*канд. экон. наук, доцент, ведущий преподаватель  
ВШМБ РАНХиГС при Президенте РФ, генеральный  
директор консалтинговой компании «Star Manager  
Consulting»*

**В**се бизнес-процессы, протекающие в современной компании, согласно практике лидеров ведущих отраслей, должны строго подчиняться стоимостному подходу. Стоимостное мышление позволяет за короткое время малому бизнесу обеспечить высокую капитализацию, после чего собственник может думать о возможной продаже своих активов или других вариантах реструктуризации.

Всем участникам потенциальных сделок надо учитывать современные тенденции развития рынка купли-продажи активов и те условия, в которых работает конкретный бизнес.

Из каких же конкретных моментов состоит этот стоимостной подход? На данный вопрос и призвана ответить статья.

Стоимость любого актива складывается из его прошлого, настоящего и будущего (если есть для этого основания у аналитиков). С позиции прошлого времени самое главное — расчи-

тать сумму всех затрат, которые были ассоциированы с данным активом, начиная с момента его создания или покупки, конечно, учитывая износ (физический, функциональный, экономический). Часто такой способ оценки устраивает продавцов, которые хотят подчеркнуть ценность своего реализуемого актива и переложить на покупателя свои риски предыдущей деятельности (т.е. покупатель компенсирует продавцу все его прошлые затраты). Но для инвестора более

интересно другое: его волнуют не прошлые затраты продавца, а будущие доходы от эксплуатации приобретаемого актива, т.е. он, в основном, руководствуется доходным подходом.

Что же можно посоветовать продавцам бизнеса или отдельных активов?

Прежде всего, до применения «математических» технологий оценки необходимо тщательно изучить окружающую среду и условия, в которых функционирует данный бизнес, и выявить инструменты повышения его эффективности. Этому посвящена первая часть статьи.

## 20 НОЯБРЯ ▶

За последние двадцать с небольшим лет зарубежная и отечественная практика выработала определенные условия достижения эффективности, которые необходимо учитывать при продаже бизнеса. Автор данной статьи выделяет 4 основных условия.

**Во-первых,** в подавляющем большинстве отраслей существенно сократился период владения бизнесом конкретным собственником. Это означает, что, начиная деятельность и создавая новую компанию, необходимо постоянно помнить о сроках про-

дажи для получения максимальной отдачи при выходе из бизнеса.

Почему же наблюдается такое значительное сокращение, и для компаний какого масштаба оно актуально? Прежде всего, это относится к малому и среднему бизнесу, который является вполне логичной целью поглощений более крупными компаниями. У крупного мультинационального бизнеса практически всегда есть дополнительные ресурсы на покрытие ниш, не освоенных ранее в целях диверсификации или обычного желания резко поднять уровень рентабельности в еще не стагнирующих отраслях. А владельцы малого и среднего бизнеса опасаются быть поглощенными по низкой цене, если допустят промедление при продаже своих активов.

Когда на рынке появляется очередной потенциально успешный start up, то желание крупных корпораций его приобрести и «добавить» к своим основным активам часто даже без долж-

### **НАЧИНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И СОЗДАВАЯ НОВУЮ КОМПАНИЮ, НЕОБХОДИМО ПОСТОЯННО ПОМНИТЬ О СРОКАХ ПРОДАЖИ ДЛЯ ПОЛУЧЕНИЯ МАКСИМАЛЬНОЙ ОТДАЧИ ПРИ ВЫХОДЕ ИЗ БИЗНЕСА.**

ной оценки эффекта синергии вполне оправданно. Поэтому, когда проходит несколько «рыночно — успешных» лет новой созданной компании, то собственники стараются «почувствовать» пик стоимости своего бизнеса по финансовым и другим показателям. Это сделать для них совсем не сложно, так как они инсайдеры в хорошем понимании этого слова. К примерам таких ситуации можно отнести: в начале 2000

гг. продажу бренда «Дарья» О. Тиньковым, в середине 2000 гг. продажу А.Коркуновым своего шоколадного бизнеса и т.д. Если бы банк «Русский Стандарт» был бы продан французским банкам до кризиса и по той цене, которую они предлагали, и этот пример встал бы в один ряд с предыдущими. Все перечисленные компании до продажи просуществовали на рынке как самостоятельные единицы от 3 до 7-8 лет, т.е. практика подтверждает: оптимальное количество лет для «раскрутки» стоимости малого и отчасти среднего бизнеса должно укладываться в указанные сроки.

А что же крупный бизнес? Почему он так часто не перепродается, не переходит полностью из рук в руки? Ответить на эти

### **НО ДЛЯ ИНВЕСТОРА БОЛЕЕ ИНТЕРЕСНО ДРУГОЕ: ЕГО ВОЛНУЮТ НЕ ПРОШЛЫЕ ЗАТРАТЫ ПРОДАВЦА, А БУДУЩИЕ ДОХОДЫ ОТ ЭКСПЛУАТАЦИИ ПРИОБРЕТАЕМОГО АКТИВА, Т.Е. ОН, В ОСНОВНОМ, РУКОВОДСТВУЕТСЯ ДОХОДНЫМ ПОДХОДОМ.**

вопросы можно, если учесть структуру владения этими компаниями, «распыленность» пакетов акций, неготовность конкурентов выкладывать десятки миллиардов долларов собственных средств, невозможность или ограниченную возможность использования технологий выкупа компаний на заемные средства (LBO) в условиях роста процентных ставок как следствия «волн» мирового финансового кризиса. Если серьезно, то кто готов сразу купить 50% или 100% компании типа Coca Cola или Макдоналдс?

Естественно, никто. Поэтому крупные компании также подвержены воздействию циклов роста стоимости бизнеса, но уже не на основе купли-продажи, а на основе механизмов реструктуризации в самом широком смысле этого слова. Реструктуризация может включать в себя продажу отдельных групп непрофильных и



даже профильных активов, находящихся, как правило, на поздних стадиях своего жизненного цикла, стратегическое обновление ассортимента продукции и услуг с ориентацией на более рентабельные виды деятельности и т.д.

Если рассмотреть структуру выручки компаний Coca Cola и Pepsi, например, в 1980 г. и в настоящее время, то можно заметить, что тогда преобладали «газированные прохладительные напитки черного цвета», а сейчас их доля неуклонно снижается, и основную массу доходов компании получают, конкурируя друг с другом, от реализации обычной воды (Bon Aqua, Aqua Minerale), холодного чая (Nestea, Lipton), энергетических напитков (Burn, Adrenaline), соков (в России Coca Cola владеет компаниями Мултон и Нидан, а Пепси — компаниями Лебедянский и Вимм Билль Данн). Далее наметилась экспансия в молочную отрасль и некоторые другие пищевые направления. Так что можно сделать вывод, что если компания не отвечает на вызовы времени и не меняет (порой кардинально) свой ассортимент и его структуру, она обречена на отставание от лидеров рынка и на существенное снижение стоимости своих активов.

**Во-вторых**, благодаря компаниям, первыми перенявшим стоимостное мышление, наблюдается резкое расширение рынка аутсорсинговых услуг. Все, что невыгодно, нерентабельно или невозможно делать самим, можно заказать у специализированных компаний, сконцентрированных на определенном наборе продуктов и услуг, которые, благодаря накопленным компетенциям, производятся/выполняются наиболее грамотно и эффективно. В середине 20 века перейти из одной отрасли в другую было делом крайне сложным и не очень распространенным. Владельцы часто «прилипали» к своим ак-

тивам, несмотря на то, что существенно снижалась рентабельность деятельности. А что им еще оставалось? В другую, более динамичную отрасль, мы не можем войти, не обладая хотя бы 30% минимально допустимых компетенций. В настоящее время картина изменилась до неузнаваемости. В офисе компании, имеющей миллиардные обороты, может находиться 5-10 чело-



век. Все остальные процессы отданы на субподряд. Производство — Юго-Восточная Азия, логистика и ВЭД — специализированная компания, бухгалтер — компания, оказывающая бухгалтерские услуги.

### **ИМЕННО АУТСОРСИНГ ПЕРЕВЕРНУЛ ПРЕДСТАВЛЕНИЕ О ВОЗМОЖНОСТИ БЫСТРОГО ПЕРЕЛИВА КАПИТАЛА ИЗ ОТРАСЛИ В ОТРАСЛЬ В РЕАЛЬНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ.**

Не говоря уже об ИТ услугах, клининге, охране, кейтеринге и т.д. Именно аутсорсинг перевернул представление о возможности быстрого перелива капитала из отрасли в отрасль в реальном секторе экономики. Поэтому, продав бизнес или отдельный актив в одной отрасли, можно относительно безболезненно перейти в другую, с намного более высокой рентабельностью, и

работать там, пока не найдется что-либо более выгодное. Такая «отраслевая миграция» — основа для постоянного поддержания капитализации бизнеса, что ранее было в принципе невозможно.

**В-третьих**, владельцам современного бизнеса постоянно приходится выбирать между двумя основными стратегиями: концентрации и диверсификации. Не будем перечислять все достоинства каждой стратегии, подчеркнем лишь основные. Зачем компании концентрироваться на одной отрасли, активе или проекте? Чтобы быть № 1 в этой отрасли, чтобы добиться уважения и признания со стороны клиентов, партнеров, конкурентов и т.д. За такую компанию при ее покупке инвесторы готовы существенно переплачивать, средний размер премии за лидерство может достигать 100-200% от базовой стоимости, как в случае продажи кондитерского бизнеса А.Коркунова. Общее мнение всех участников отрасли о такой компании, как правило, крайне уважительное, все хотят стать № 1 и использовать в качестве важного нематериального актива. Но все это относится к

**ЗАЧЕМ КОМПАНИИ  
КОНЦЕНТРИРОВАТЬСЯ  
НА ОДНОЙ ОТРАСЛИ,  
АКТИВЕ ИЛИ ПРОЕКТЕ?  
ЧТОБЫ БЫТЬ № 1 В  
ЭТОЙ ОТРАСЛИ, ЧТОБЫ  
ДОБИТЬСЯ УВАЖЕНИЯ И  
ПРИЗНАНИЯ СО СТОРОНЫ  
КЛИЕНТОВ, ПАРТНЕРОВ,  
КОНКУРЕНТОВ И Т.Д.**

своих местах или перемещаются на другую должность. Также и широко диверсифицированные компании, имеющие активы в 10-20 отраслях, могут смягчить последствия кризиса за счет не пострадавших активов, т.е. риск резкого снижения капитализации таким «холдингам» не очень грозит. Вспомним империи современных российских миллиардеров. Мало кто из них владеет активами в менее, чем 11 отраслях, хотя «основные» деньги они сделали на конкретных, как правило, ресурсных отраслях экономики.

Как же более правильно поступить? Что лучше для компании: диверсификация или концентрация? Ответ и прост, и сложен одновременно. Дело в том, что самым лучшим решением является «наложение» стратегии концентрации на стратегию диверсификации, т.е. одно из, допустим, 10 бизнес-направлений следует считать основным, именно этому направлению необходимо уделять повышенное внимание, чтобы затем успешно эксплуатировать свой имидж компании № 1. Если же через несколько лет по направлению № 1 рентабельность снизится, то из оставшихся 9 выбирают одно с наибольшим потенциалом, чтобы основную ставку делать на него, сохраняя при этом тылы и возможности для отступления.

**В-четвертых**, традиционные постулаты микроэкономики, такие, как цена рыночного равновесия, анализ кривых спроса и предложения на рынке, перестают быть актуальными в условиях новой экономики. Когда десятилетия назад Дж. Траут говорил о дифференциации, большинство специалистов были очень критично настроены на этот счет и не верили, что теория дифференциации будет скоро применима на практике. Но пришло и ее время, в чем мы с Вами можем убедиться практически каждый день. Дело в том, что многим современным компаниям уже невыгодно придерживаться теории рыночного равновесия, предлагая стандартизированные, скучные, безликие продукты. Их цену реализации диктует рынок, а издержками мы управляем (а чаще — не управляем) сами. Рост цен на комплектующие от поставщиков, на энергию, на оплату труда приводит к резкому росту себестоимости продукта. И при невозможности существенно поднять цену из-за конкурентов, компания обречена на убытки, разрушение своей ранее созданной стоимости и вынужденный уход с рынка (или сегмента, если она все-таки достаточно дивер-

временам экономической стабильности и роста. А что же происходит во время кризиса? Как узкоспециализированные сотрудники корпорации становятся первыми кандидатами на увольнение, так и узкопрофильные компании первыми разрушают стоимость и уменьшают рыночную капитализацию. А сотрудники-многоотаночники, не очень ценимые работодателями, как правило, остаются на

**ПОЭТОМУ ЛЮБАЯ  
СОВРЕМЕННАЯ КОМПАНИЯ  
ДОЛЖНА ОТХОДИТЬ ОТ  
ПРЕСЛОВУТОЙ ЦЕНЫ  
РЫНОЧНОГО РАВНОВЕСИЯ  
И ПРИДАВАТЬ СВОИМ  
ПРОДУКТАМ БОЛЬШЕ  
УНИКАЛЬНЫХ СВОЙСТВ И  
ХАРАКТЕРИСТИК.**

сифицирована) без должной компенсации владельцам.

Поэтому любая современная компания должна отходить от пресловутой цены рыночного равновесия и придавать своим продуктам больше уникальных свойств и характеристик. Чем более уникален продукт, тем легче обосновать любую завышенную цену на него. Потребители с готовностью будут потреблять этот продукт, если у него пока нет аналогов на рынке. Принцип ценообразования здесь совсем другой, более «дружественный» к производителям. Но и ценность для потребителя не снижается, пока у этого уникального продукта нет или очень мало конкурентов. Такой уникальный бизнес с такими свойствами продуктов практически всегда можно продать значительно дороже рыночной стоимости. О том, как формируется эта стоимость, какие процедуры нужно использовать и инструменты применять при ее оценке, мы поговорим в следующей части данной статьи.

*Продолжение статьи читайте в одном из ближайших номеров «МИР МВА»*

