

Управление ростом компании.

Основные параметры стратегического развития предприятия:

- 1) темп роста продаж;
- 2) рентабельность и реализация продукции;
- 3) структура и затраты на капитал;
- 4) инвестиции в оборотный капитал;
- 5) инвестиции в основные фонды.

Данные параметры являются основными, поскольку они влияют на операционную деятельность компании, ее финансовый результат, свободный денежный поток.

Свободный денежный поток (Free Cash Flow – FCF) – это сумма денежных средств, которые можно изъять из оборота компании, не навредив ее основной деятельности. Находится по формуле:

$$FCF = EBIT - T + A - \Delta NWC - CapEx,$$

где: *EBIT* – операционная прибыль (прибыль от продаж до выплаты процентов и налогов), *T* – налоги, *A* – амортизация, ΔNWC – вложения в оборотный капитал, *CapEx* – вложения в основные фонды. Показатели *EBIT*, *T*, *A* отражают основной вид деятельности компании; ΔNWC и *CapEx* – ее инвестиционную деятельность.

Такие параметры, как темп роста продаж и рентабельность и реализация продукции влияют на операционную прибыль предприятия (*EBIT*); структура и затраты на капитал оказывают влияние на средневзвешенную стоимость всего капитала (*WACC*); инвестиции в оборотный капитал и основные фонды – на структуру капитала.

Определение стратегических показателей развития компании проходит в три этапа:

- 1) разработка параметров;
- 2) разработанные параметры подставляются в доходную модель оценки стоимости компании;
- 3) если рассчитанная оценка стоимости предприятия устраивает нас, то выбранные на первом этапе параметры стратегического развития

утверждаются. Если оценка стоимости компании не устраивает, то выбранные стратегические параметры пересматриваются.

Впоследствии все долгосрочные управленческие решения, которые принимает руководитель предприятия, должны соответствовать выбранным и утвержденным параметрам стратегического развития.

Что такое сбалансированный темп роста?

Сбалансированными (устойчивыми или стабильными) темпами роста (sustainable growth rate) называются темпы роста, которые не истощают финансовые ресурсы и увеличивают стоимость бизнеса.

Примерами темпа роста, не истощающего финансовые ресурсы компании, являются:

- 1) поставщики продолжают отгружать сырье и материалы с отсрочкой платежа,
- 2) банки предоставляют кредит на обычных условиях,
- 3) акционеры принимают решения о реинвестировании прибыли и т.д.

Устойчивый рост – это рост, который компания может поддерживать без снижения доходности и изменения финансовой политики.

Он определяется в первую очередь величиной и рентабельностью собственного капитала. Используя модифицированную формулу «Дюпон», можно представить факторы устойчивого роста более детально, выделив среди них операционные (рентабельность продаж и оборачиваемость активов) и финансовые (долю реинвестированной прибыли и отношение активов к собственному капиталу на начало года).

Сбалансированный темп роста рассчитывается по формуле:

$$g = P \times R \times A \times T,$$

где: g – сбалансированный темп роста, P – рентабельность продаж, R – доля заработанной и реинвестированной прибыли, A – оборачиваемость активов, T – отношение активов к собственному капиталу на начало года, P и A представляют операционную деятельность компании, R и T – финансовую деятельность фирмы.

Сбалансированный темп роста может также быть определен по формуле:

$$g^* = R \times T^* \times ROA,$$

где: ROA – рентабельность активов (произведение рентабельности продаж P и оборачиваемости активов A – формула Дюпона).

Пример 1. Каков будет темп сбалансированного роста для компании, если она реинвестирует 40 % прибыли, отношение активов к собственному капиталу – 1,5, рентабельность активов – 5 %?

Решение:

$$g^* = R \times T^* \times ROA = 0,4 \times 1,5 \times 0,05 = 0,03 \text{ (или 3\%)}.$$

Пример 2. Компания имела следующие показатели в течение пяти лет.

Таблица 1. – Показатели компании

Показатель	1	2	3	4	5
Рентабельность продаж (ROS), %	7,8	8,5	6,3	6,0	8,3
Доля реинвестированной прибыли, %	70,0	62,7	50,9	44,8	68,9
Фондоотдача	2,5	2,1	1,7	1,4	1,4
Отношение активов к собственному капиталу	5,0	4,2	2,0	2,0	1,8
Темп прироста продаж (g), %	5,9	7,0	(5,2)	(1,9)	(0,1)

Рассчитайте темп устойчивого роста компании. С какими проблемами она столкнулась? Правильно ли сделало руководство, объявив о выкупе своих акций на сумму, приблизительно равную валовому доходу в этот год?

Решение:

$$g_1 = P \times R \times A \times T = 7,8 \times 0,7 \times 2,5 \times 5,0 = 68,25\% .$$

$$g_2 = 47,0\% , g_3 = 10,9\% , g_4 = 7,5\% , g_5 = 14,4\% .$$

Компания столкнулась с проблемами медленного роста и нашла выход в снижении финансового левериджа. Выкуп акций позволит увеличить доходы основных акционеров.

Каковы индикаторы роста компании?

Стоимость не создается автоматически в случае роста активов, продаж или прибыли компании. Рост прибыли может не увеличивать стоимость компании, если:

- увеличивается риск;
- ожидания прибыли были выше.

Важнейшими показателями роста компании (ее ценности) являются:

1) **Рыночная добавленная стоимость (Market Value Added – MVA)** – это величина добавленной за период стоимости (разность между рыночной стоимостью собственного капитала и вложенными акционерами средствами). Величина MVA измеряет эффект от работы компании за определенное время.

Ценность (стоимость) компании на основании MVA рассчитывается по формуле:

$$V_N = K_0 + \frac{S_N \times (1+g)}{WACC - g} \times (ROS - WACC \times \frac{CR}{1+g}),$$

где: V_N – стоимость компании на основе рыночной добавленной стоимости на момент N, K_0 – вложенный капитал на момент N, S_N – величина продаж в момент N, ROS – рентабельность продаж, измеряемая как отношение дохода после выплаты налогов к выручке от продаж, CR – потребность в капитале, равная отношению используемого капитала к выручке от реализации, g – темп роста продаж.

Или:

$$V_N = K_0 + \frac{K_0 \times (EROIC_N - WACC)}{WACC - g},$$

где: $EROIC_N$ – ожидаемая доходность от инвестиций на момент N.

Пример 4. Рассчитайте приблизительно стоимость компании «Альбатрос», если известно, что величина продаж составляет 10 млн. руб., рентабельность продаж (по чистой прибыли) – 7,3 %, потребность в капитале – 20 % от выручки, темп роста продаж – 10 %, средневзвешенная цена капитала – 16 %, на начальном этапе было вложено 3 млн. руб. Что изменится, если рентабельность продаж составит 2 %?

Решение:

$$\begin{aligned} V_N &= K_0 + \frac{S_N \times (1+g)}{WACC - g} \times (ROS - WACC \times \frac{CR}{1+g}) = \\ &= 3 + \frac{10 \times (1+0,1)}{0,16 - 0,1} \times (0,073 - 0,16 \times \frac{0,2}{1+0,1}) = 10,88 (\approx 11) \text{ млн. руб.} \end{aligned}$$

Если рентабельность продаж составит 2 %, тогда:

$$\begin{aligned} V_N &= K_0 + \frac{S_N \times (1+g)}{WACC - g} \times (ROS - WACC \times \frac{CR}{1+g}) = 3 + \frac{10 \times (1+0,1)}{0,16 - 0,1} \times (0,02 - 0,16 \times \frac{0,2}{1+0,1}) = \\ &= 3 + 183,33 \times (0,02 - 0,16 \times 0,182) = 1,33 \text{ млн. руб.} \end{aligned}$$

Таким образом, стоимость компании существенно упадет.

Пример 5. Рассчитайте приблизительно стоимость компании «Южный ветер», если известно, что первоначально вложенный капитал составлял 5 млн. руб., ожидаемая доходность инвестиций – 25 %, средневзвешенная цена капитала – 18 %, темпы роста – 10 % в год. Что изменится, если компания сможет привлекать деньги в среднем а) по 25 %, б) по 30 %?

Решение:

$$V_N = K_0 + \frac{K_0 \times (EROIC_N - WACC)}{WACC - g} = 5 + \frac{5 \times (0,25 - 0,18)}{0,18 - 0,1} = 9,375 \text{ млн. руб.}$$

А) если компания сможет привлекать деньги в среднем по 25 %, тогда:

$$\begin{aligned} V_N &= K_0 + \frac{K_0 \times (EROIC_N - WACC)}{WACC - g} = \\ &= 5 \times (1 + 0,25) + \frac{5 \times (1 + 0,25) \times (0,25 - 0,18)}{0,18 - 0,1} = 11,719 \text{ млн. руб.} \end{aligned}$$

А) если компания сможет привлечь деньги в среднем по 30 %, тогда:

$$V_N = K_0 + \frac{K_0 \times (EROIC_N - WACC)}{WACC - g} =$$
$$5 \times (1 + 0,3) + \frac{5 \times (1 + 0,3) \times (0,25 - 0,18)}{0,18 - 0,1} = 12,188 \text{ млн. руб.}$$

2) **Экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added – EVA)** – это показатель, позволяющий учесть, насколько увеличивается стоимость компании в результате привлечения капитала (инвестиций) в данном году. EVA вычисляется по формуле:

$$EVA = NOPAT - IC \times WACC,$$

где: *NOPAT* (*EBT-T*) – прибыль после налогообложения, *IC* (*NAV*) – инвестированный капитал (суммарные чистые активы), *WACC* – средневзвешенная величина всего капитала.

Прибыль после налогообложения и суммарные чистые активы базируются на бухгалтерских записях. Поэтому они зависят от применяемых бухгалтерских стандартов и подвержены влиянию инфляции и валютных курсов. Да и манипуляций со стороны менеджмента предприятия полностью исключить нельзя.

$$\frac{NOPAT}{IC} = ROIC,$$

где: *ROIC* – рентабельность инвестированного капитала.

Тогда, $EVA = (ROIC - WACC) \times IC$.

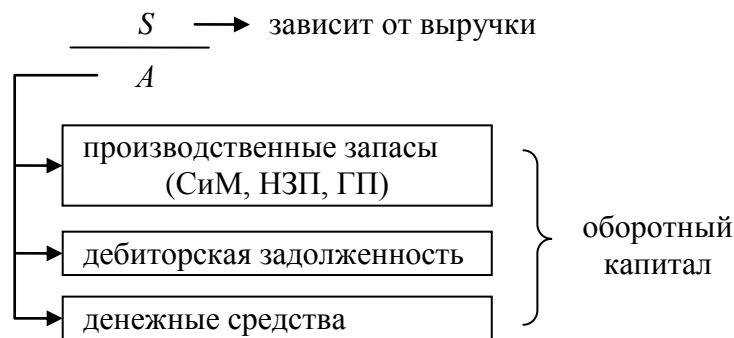
Если $ROIC > WACC$, тогда $EVA > 0$.

Рентабельность инвестированного капитала зависит от двух факторов: рентабельности продаж (*ROS*) и оборачиваемости активов (*AT*):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{S} \times \frac{S}{A(=IC)},$$

где: *S* – выручка от реализации, *A* – активы компании.

Поэтому для увеличения рентабельности инвестированного капитала необходимо повышать рентабельность продаж и оборачиваемость капитала (активов) предприятия.



Для повышения оборачиваемости оборотного капитала необходимо увеличить оборачиваемость дебиторской задолженности, осуществлять отсрочку платежей по минимальной сумме и в минимальные сроки.

EVA характеризует доход компании после выполнения всех обязательств, связанных с привлечением капитала. Компания создает *новую стоимость* (ценность) для своих владельцев, если ее прибыль превышает сумму средств, уплаченную за привлечение капитала.

EVA стремится измерять дополнительную стоимость, созданную в данном году, а не за все время существования проекта. Поэтому она позволяет сконцентрироваться на оценке деятельности (оценке проекта) за конкретный период.

Сторонники *EVA* советуют менеджерам принимать те проекты, которые максимизируют *EVA*, и так управлять проектами, чтобы максимизировать ее каждый год. Менеджеры должны контролировать проекты и вносить изменения, поощрять инициативы и налагать штрафы, чтобы непрерывно увеличивать *EVA*.

Когда $EVA > 0$, компания работает хорошо, зарабатывает больше, чем тратит; когда $EVA < 0$, компания работает плохо, не оправдывает вложения, тратит больше, чем зарабатывает.

Пример 6 (самостоятельно). Рассчитайте величину экономической добавленной стоимости для компании «Весенние товары», если выручка от

продаж составляет 7 млн. руб., производственная себестоимость – 3 млн. руб., административные и коммерческие расходы – 2 млн. руб., налоги – 480 тыс. руб., капитал компании – 3 млн. руб., средневзвешенная цена капитала – 20 %. Что изменится для компании, если выручка упадет до 5,5 млн. руб., налоги сократятся до 120 тыс. руб.?

Использование EVA в проектном анализе возможно на основе формулы:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{EVA_t}{(1+r)^t}.$$

Способы увеличения EVA:

- 1) увеличение рентабельности капитала без новых капиталовложений;
- 2) осуществление капиталовложений, рентабельность которых выше стоимости капитала;
- 3) изъятие капитала из бизнеса, рентабельность которого ниже затрат на привлечение капитала;
- 4) ведение бизнеса с минимальным объемом капитала;
- 5) уменьшение затрат на привлечение капитала.

Показатель EVA не универсален и не свободен от недостатков:

- 1) подразделения с быстрым ростом могут демонстрировать низкую или даже отрицательную EVA в течение длительного периода;
- 2) использование EVA в качестве единственного критерия может привести к снижению стоимости компании (например, за счет снижения инвестированного капитала);
- 3) в основе EVA лежит прибыль, которой можно манипулировать.

Вывод:

1. Для молодых растущих компаний показатель EVA может не подходить;
2. EVA – это наиболее надежный метод оценки стабильных предприятий, действующих в экономической среде с низкой инфляцией, имеющих относительно постоянный уровень капитальных расходов и хорошо предсказываемые доходы в будущем.

Основные этапы управления стоимостью компании на основе модели

EVA:

- 1) оперативное планирование и создание системы сбалансированных показателей (СBS-система);
- 2) мониторинг ключевых факторов стоимости;
- 3) разработка системы мотивации персонала с использованием ключевых факторов создания стоимости;
- 4) создание программ коммуникации с инвестором, т.е. инвесторам необходимо рассказывать о работе компании по данному проекту.

Пример 7. Средневзвешенная стоимость капитала компании «АЛЬФА» равна $WACC=10\%$. Прогноз прибыли предприятия после налогообложения (NOPAT) по годам соответственно 50 000 \$, 60 000 \$ и 70 000 \$. Предполагается, что с четвертого года предприятие будет расти ежегодно на 5 %. Прогноз суммарных чистых активов (NAV) компании по годам соответственно 250 000 \$, 270 000 \$ и 290 000 \$. Определите экономическую добавленную стоимость предприятия (EVA).

Заполним таблицу.

Показатели	годы		
	1	2	3
Прибыль после налогообложения, \$	50 000	60 000	70 000
Суммарные чистые активы, \$	250 000	270 000	290 000
Экономическая прибыль EVA, \$	25 000	33 000	41 000

$$EVA_1 = NOPAT - NAV \times WACC = 50000 - 250000 \times 0,1 = 25000\$$$

$$EVA_2 = NOPAT - NAV \times WACC = 60000 - 270000 \times 0,1 = 33000\$$$

$$EVA_3 = NOPAT - NAV \times WACC = 70000 - 290000 \times 0,1 = 41000\$$$

Для определения остаточной стоимости предприятия воспользуемся моделью Гордона.

Т.к. предполагается, что с четвертого года компания будет расти ежегодно на 5 %, то экономическая прибыль четвертого года равна $EVA_4 = EVA_3 \times (1 + g) = 41000 \times (1 + 0,05) = 43050\$$.

Тогда остаточная стоимость предприятия на конец третьего года равна:

$$C_{остат.3} = \frac{EVA_4}{(WACC - g)} = \frac{43050}{0,1 - 0,05} = 861000\$$$

Таким образом, экономическая добавленная стоимость компании равна:

$$EVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_t + C_{остат.3}}{(1 + WACC)^t} = \frac{25000}{(1 + 0,1)^1} + \frac{33000}{(1 + 0,1)^2} + \frac{41000 + 861000}{(1 + 0,1)^3} \approx 727685,95\$$$

Пример 8 (самостоятельно). Средневзвешенная стоимость капитала компании «В» равна $WACC=12\%$. Прогноз прибыли предприятия после налогообложения (NOPAT) по годам соответственно 60 000 \$, 70 000 \$ и 80 000 \$. Предполагается, что с четвертого года предприятие будет расти ежегодно на 6 %. Прогноз суммарных чистых активов (NAV) компании по

годам соответственно 260 000 \$, 280 000 \$ и 300 000 \$. Определите экономическую добавленную стоимость предприятия (EVA).

Ответ:

$$EVA_1=28\ 800\$, EVA_2=36\ 400\ \$, EVA_3=44\ 000\ \$.$$

$$EVA_4=44\ 000 \times (1+0,06)=46\ 640\ \$.$$

$$C_{остат} = 46\ 640 / (0,12 - 0,06) = 777\ 333,33\ \$.$$

$$EVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_t + C_{остат_t}}{(1+WACC)^t} = \frac{28800}{(1+0,12)^1} + \frac{36400}{(1+0,12)^2} + \frac{44000 + 777333,33}{(1+0,12)^3} .$$
$$= 25714,29 + 29017,86 + 584608,84 \approx 639340,99\$$$

Реструктуризация как инструмент управления ростом компании.

Внутренний рост компании происходит за счет правильного сочетания инвестиционной, финансовой и текущей хозяйственной деятельности.

Внешний рост происходит, когда компания меняет структуру собственности, капитала и текущую хозяйственную деятельность (слияния, распродажи финансов, выкуп контрольного пакета акций за счет кредита).

Основной идеей корпоративной реструктуризации является создание и увеличение стоимости бизнеса.

Классификация сделок:

1. С точки зрения сферы бизнеса:

а) *горизонтальная* – когда объединяются фирмы одной сферы бизнеса с целью расширения сферы бизнеса;

б) *вертикальная* – расширение влияния на последующую или предыдущую стадию производства;

2. По отношению к менеджменту компании:

а) *дружественная* – добровольное объединение двух или более компаний. Фактически акционерам добровольно предлагают передать свои акции определенному финансовому институту для переоформления права собственности в пользу *приобретающей компании* (это компания, которая ищет, что и как купить). Затем акционеры *целевой компании* (это компания, которая выбрана для покупки) получают в соответствии с договоренностью причитающееся им возмещение в виде:

- обыкновенных акций приобретающей компании (в этом случае акционеры целевой компании становятся акционерами приобретающей фирмы);

- денежной компенсации;
- облигаций;
- или некоторой комбинации денежных средств и ценных бумаг;

б) *жесткая (враждебная)* – поглощение фирмы путем покупки акций.

Очень часто управляющие целевой компании сопротивляются слиянию. Вероятно, они полагают, что предложенная цена слишком низка, или просто хотят сохранить свою работу. В этом случае приобретающая фирма вынуждена сделать прямое обращение к акционерам целевой фирмы.

При враждебном слиянии приобретающая компания также будет делать предложение о покупке акций и также будет просить акционеров целевой фирмы продать свои акции по предложенной цене. Тем временем управляющие целевой фирмы будут настаивать на том, чтобы акционеры не выставляли на продажу свои акции, заявляя обычно, что предложенная цена (денежная наличность, облигации, акции приобретающей фирмы) слишком мала;

3. С точки зрения финансов:

а) корпоративная реструктуризация с получением синергетического эффекта (это когда $2 + 1 = 4$);

б) корпоративная реструктуризация, от которой не ожидается, что компания будет действовать как единое целое.

Из ст. 16, 17 Закона «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995 г. (с изм. и доп.) следует, что:

- **Слияние** – любое объединение компаний, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур. Это возникновение новой компании на базе двух или нескольких ранее самостоятельных.

При слиянии, за счет экономии (устранение дублирования работ, выпуск дополняющей продукции, увеличение производства), стоимость образованной компании значительно превышает сумму стоимостей ее составных частей (эффект синергизма).

- **Присоединение (объединение)** – прекращение деятельности одной или нескольких компаний и передача прав на имущество и ведение деятельности другой фирме.

Выгоды от слияния и объединения компаний (Mergers and Acquisitions -

M&A):

1. Очевидные потенциальные факторы:

- 1) увеличение рынков сбыта;
- 2) усиление влияния в отрасли;
- 3) эффект диверсификации (может стабилизировать денежные потоки и снизить корпоративный риск);
- 4) улучшение доступа к капиталу;
- 5) возможности развития НИОКР.

2. Дополнительные, более тонкие факторы, влияющие на финансовые показатели при слиянии:

1) повышение эффективности управления в целом: объединение влечет за собой перестройку системы управления, вынуждает менеджеров принимать новые решения;

2) увеличение объема продаж при покупке уже готовой компании может быть более дешевым вариантом, чем новое строительство;

3) налоговые преимущества;

4) получение синергетического эффекта (когда $1+2=4$).

3. Прочие факторы:

1) Личные мотивы управляющих и др.

Синергия как явление проявляется в росте капитализированной стоимости объединенного предприятия. Если компании А и В сливаются для создания корпорации С и если капитализированная стоимость С превосходит сумму стоимостей, которые имели А и В в отдельности, то говорят, что произошла синергия (synergy). Такие слияния должны быть выгодны владельцам компаний и А, и В.

Источниками синергетического эффекта могут быть:

1) *операционная синергия* – возникает в результате возрастающей отдачи от масштаба управления, маркетинга, производства или распределения (например, уменьшение затрат на единицу продукции при увеличении объема производства);

2) *финансовая синергия* – проявляется в более низких транзакционных затратах и лучшей подготовке сделок аналитиками;

3) *дифференцированная эффективность* – означает, что управление одной из фирм было неэффективным и после слияния активы фирмы станут более производительными.

Операционная и финансовая синергии желательны и в социальном плане, т.к. слияния увеличивают эффективность управления, в то же время слияния, которые уменьшают конкуренцию, нежелательны и незаконны.

Источники финансовой синергии:

- финансовая экономия (например, снижение издержек по привлечению кредитов и займов, эффект финансового левериджа);
- увеличение объема продаж и экономия производственных затрат (эффект операционного левериджа);
- рост рыночной мощи из-за снижения конкуренции;
- информационный эффект;
- объединение компании «с пассивными деньгами» с компанией, имеющей высокодоходные проекты;
- рост кредитных возможностей с увеличением стабильности;
- личный интерес высших менеджеров: лица, контролирующие компанию, могут пожелать, чтобы их компания была поглощена другой компанией, которая имеет устойчивый рынок своих акций. Таким образом, заметно повышается ликвидность акций компании;
- увеличение прибыли на акцию;
- в результате объединения компаний достигается цель в создании крупной корпорации, чтобы впоследствии быстрее выйти на вторичный рынок и торговать на нем своими акциями.

Анализ дела по корпоративной реструктуризации:

- 1) проводят оценку стоимости компании одним из трех способов (доходный, рыночный или сравнительный, затратный), обычно доходным путем;
- 2) проводят оценку синергетического эффекта (выгода от него, прогноз денежных потоков и их дисконтирование);

3) суммирование стоимости компании и стоимости синергетического эффекта.

Синергетический эффект от объединения компаний можно определить, исходя из формулы:

$$NAV = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - E = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - P - E,$$

где: NAV – чистая стоимость поглощения (Net Acquisition Value), V_{AB} – объединенная стоимость двух компаний, V_A – оценка компанией A своей стоимости, V_B – рыночная стоимость акций компании B , P – премия, выплаченная за компанию B , E – издержки поглощения, $[V_{AB} - (V_A + V_B)]$ – синергетический эффект.

Чтобы окупить слияние, эффект должен быть больше, чем $P + E$.

Как оценить целесообразность слияния или присоединения?

В ходе анализа должны быть получены ответы на вопросы:

- в интересах ли акционеров $M\&A$?
- сколько она стоит?
- целесообразны ли такие расходы?

Ключевые переменные в оценке целесообразности слияния или присоединения:

- размер выгоды,
- вероятность достижения,
- время получения выгоды.

Критерием оценки целесообразности слияния или присоединения является установление максимального времени, в течение которого компания должна достичь некоторых показателей (например, время увеличения EVA или EPS до определенной величины).