



Алексей Москвич
Грабли в сторону

Алексей Константинович Москвич

Грабли в сторону

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=63735841

SelfPub; 2021

Аннотация

Третья книга известного бизнес-брокера Алексея Москвича, эксперта рынка купли-продажи бизнеса. Автор продолжает и развивает тему стоимости и инвестиционной привлекательности бизнеса как товара, а также экономических, юридических и психологических аспектов успешной сделки. Этот сборник представляет собой занимательное пособие как для читателей, задумывающихся о выходе из бизнеса или инвестировании в его покупку, а для специалистов – хорошее подспорье в вопросах оценки бизнеса и сопровождении сделок. Автор и на этот раз не изменяет своему немного ироничному стилю, что видно уже из названия книги.

Содержание

Предисловие	4
Волны передела: да кто их считает?	5
Что делать? Советы бизнес-брокера	11
Форс-мажор и стоимость бизнеса	13
Где взять деньги?	14
Выход не лежит на поверхности	16
Пора слияний и поглощений	18
Как оценить стоимость компании	21
Стоимость компании сквозь призму управленческого учёта	29
О «невидимой руке рынка»	40
Оценка производственных предприятий	44
Конец ознакомительного фрагмента.	46

Алексей Москвич

Грабли в сторону

Предисловие

Моя третья книга тоже не совсем научная. Она включает в себя важные материалы, на вошедшие в «Ненаучный трактат о продаже бизнеса», а также новые статьи и блоги в СМИ и социальных сетях. Публикации подобраны так, чтобы были интересно и познавательно читать широкому кругу предпринимателей, консультантов, оценщиков и моих коллег бизнес-брокеров. Много полезной информации найдут и те, кто только задумывается о карьере предпринимателя или хочет стать настоящим бизнес-брокером. Наиболее популярные среди читателей Ненаучного трактата статьи, например, эмпирические правила, опубликованы ещё раз. Занимательного и полезного чтения!

Для обращений тел. +7(985) 764 92 87 moskvich-consult@mail.ru а также страница ФБ «купля-продажа бизнеса» и одноимённый телеграм-канал

Волны передела: да кто их считает?

За время, прошедшее после дефолта 1998 года, российский рынок испытал две большие волны передела активов и значительного изменения списка лидеров отраслей. Первая большая волна связана с открывшимися возможностями импортозамещения и была скорее связана с появлением новых игроков, создававших бизнес с "нуля". Примерно с середины нулевых годов на волне всеобщего оптимизма произошёл передел рынка в пользу крупных отечественных и зарубежных компаний, а также появления инвесторов, готовых платить большую премию при поглощении стратегически выгодных объектов. В настоящее время наблюдаются признаки третьей волны, абсолютно не похожей на две предыдущие.

На рынке купли-продажи малого и среднего бизнеса уже третий год наблюдается необычная ситуация: инвесторов, имеющих достаточно средств для осуществления сделок слияния и поглощения на сумму от 200 млн. руб. до 600 млн. руб. и выше, довольно много, и число их постоянно растёт. Это связано с тем, что многие возможности получения высокого дохода на инвестиции (строительство, девелопмент, торговля товарами премиум-класса, фондовый рынок), снизились, и бизнесмены стараются диверсифициро-

вать вложения. Благодаря государственной политике в страну вернулись выведенные ранее денежные активы, значительная часть которых попадает на рынок слияний и поглощений. С другой стороны, количество объектов для покупки, обладающих инвестиционной привлекательностью, явно недостаточно и со временем уменьшается. И это понятно: большинство компаний пострадало от нынешнего кризиса, но их владельцы продолжают оценивать свой бизнес по докризисным мультипликаторам. В итоге срываются сделки, а новых интересных объектов на рынке не прибавляется.

Как ни странно, но арендный бизнес, несмотря на резкое снижение ставок, по-прежнему продолжает пользоваться спросом. Я знаю примеры, когда на начальном этапе падения цен на торговые и офисные центры "суровые" инвесторы с деньгами и связями агрессивно скупали эти объекты с большим дисконтом. Через некоторое время они поняли, что цены продолжают падать и стали фиксировать убытки. В настоящее время проявляются признаки достижения дна и робкие попытки роста. Привлекательные объекты с хорошей заполняемостью и проходимостью по-прежнему в цене. Что касается реального сектора экономики, то лидерами спроса выступает сельское хозяйство, в первую очередь молочная отрасль и пищевое производство. Особенно много заявок на покупку хлебопекарных и кондитерских производств. Общий посыл инвесторов такой: нужен устойчивый бизнес с перспективами развития из отраслей, нацеленных

на конечного потребителя с широким присутствием в торговых сетях.

Если на гребне второй волны передела мультипликатор к чистой прибыли поглощаемого объекта учитывал общий оптимизм и радужные перспективы, то в настоящее время компании оцениваются инвесторами исключительно по ретроспективным (2-3 предыдущих года) и текущим показателям. Никого не интересует, каких успехов вы достигли в 2007 году и с какой премией вас готовы были купить. Подавляющее большинство потенциальных покупателей на малый и средний бизнес не готовы к доходности вложений ниже 30% годовых, и лишь отдельные "стратеги" могут снизить до мультипликатора в 4-4,5 годовых прибыли. С компаниями, не приносящими доход или работающими в убыток, дело обстоит ещё сложнее. Продажа по рыночной (а не ликвидационной) стоимости активов считается большим успехом. А ведь раньше давали до 30% сверху за "действующий" бизнес.

Я наблюдаю за судьбой компаний моих клиентов, отказавшихся от предложений о покупке, посчитав предложенную цену невыгодной или даже оскорбительной. В начале кризиса многим предпринимателям казалось, что это – временное явление и скоро возобновится рост, поэтому есть опасность продешевить. Потом финансовые показатели постепенно снижались, но цена не корректировалась. Была надежда на то, что можно будет "подобрать" долю рынка, которую занимали ушедшие с рынка конкуренты. Постепенно иллю-

зии рассеиваются, и когда-то предложенная потенциальным инвесторам цена уже не кажется заниженной. Но время-то ушло! Как показывает практика, владельцы компаний, выставленных на продажу, прилагают усилия только для поддержания бизнеса "на плаву", но никак не его развития, что дополнительно даёт до 5% "усыхания" цены в месяц. А наиболее упорствующие могут стать кандидатами в банкроты.

По моему мнению, прямые инвестиции в предприятия реально сектора экономики значительно выгоднее, чем арендный бизнес, фондовый рынок или венчурные инвестиции. Да, бизнесом надо грамотно управлять и жить его жизнью. Но это компенсируется более высоким доходом и возможностями для развития. За счёт инноваций в производственной и управленческой сфере вы можете выигрывать конкурентную борьбу и расти даже на падающем рынке, что показывает опыт многих моих клиентов. Для предприятий, нацеленных на выпуск высокотехнологичной продукции, имеющей экспортный потенциал, предусмотрено множество льгот и преференций. И даже застарелая проблема нехватки квалифицированных специалистов постепенно теряет свою остроту.

Основной проблемой для инвесторов становится поиск подходящего объекта для инвестиций. Использовать для этого ресурсы типа Avito попросту бессмысленно, а качественного ресурса для купли-продажи среднего бизнеса до сих пор не создано. Действительно привлекательные объекты широко не рекламируются, а продвигаются в узкой среде

с использованием личных наработок бизнес-брокеров и инвестиционных консультантов. Полезными в этом плане могут быть открытые и закрытые встречи клубов предпринимателей и инвесторов, форумы и круглые столы, профессиональные сообщества в социальных сетях.

Извечная проблема "как не купить кота в мешке", к счастью, потеряла свою остроту. Более двух лет назад вступил в силу законодательные новшества, придавшие бизнесу статус товара. Так называемое "соглашение о намерениях" теперь имеет законный статус предварительного договора, может быть заверено нотариально и оспорено в суде. Подводные камни и "косяки", которые невозможно выявить в ходе процедуры due diligence, минимизируются с помощью так называемого indemnity, или института возмещения потерь. Также покупатель вправе требовать от продавца подписания заверения об обстоятельствах, подразумевающее возможное снижение цены вплоть до отказа от покупки. Процедура задатка, редко используемая ввиду её сложности и дороговизны, может быть заменена внесением обеспечительного платежа на счёт нотариуса. При покупке доли в бизнесе, и особенно в стартапе, большую роль может сыграть корпоративный договор, который имеет правовой приоритет над уставом. Кстати, корпоративный договор и такое интересное новшество, как возможность иметь двух и более директоров, позволяют решать застарелую проблему равенства долей участников (50/50), приводившую в случае конфликта

к патовой ситуации.

Остаётся надеяться, что третья волна передела рынка не обернётся штормом и принесёт пользу для всех его участников.

P.S. За время, прошедшее после опубликования этой статьи, накатила следующая, уже четвёртая, «пандемийная» волна передела рынка. Об этом – в новых публикациях.

Что делать? Советы бизнес-брокера

– Если у вас всё плохо, попробуйте продать свой бизнес по цене чистых активов. А коли повезёт с покупателем, то можно выручить до 25% сверху как бы "за действующий бизнес". Не тяните, промедление смерти подобно

– Если есть "подкожный жирок", можно занять позицию "все умрут, а я останусь" и наблюдать, как по реке плывут трупы ваших конкурентов

– При наличии ещё большего запаса прочности можно попытаться продать компанию по рыночной цене конкуренту или на открытом рынке. Вырученные деньги рекомендую вложить в IT- бизнес или фармакологию, а ещё лучше – купить производство моющих средств, туалетной бумаги или гречишную плантацию

– Не исключён вариант дружеского слияния с конкурентом или даже поглощения. Денег много не получите, но можете остаться в бизнесе

– Отличный выход – найти правильного партнёра, и поступиться долей в обмен на деньги в капитал (кэш-аут исключён). Стратегический партнёр однозначно лучше финансового – вы попытаетесь вдвоём вдохнуть в бизнес новую жизнь. Только не забудьте тщательно подготовить корпора-

тивный договор и инвестиционное соглашение, иначе рискуете в будущем остаться совсем без доли.

Для инвесторов открываются замечательные перспективы. Утверждения о том, что никто не станет продавать курицу, несущую золотые яйца, не имеют под собой достаточных оснований. Рынок пополняется двумя ручейками, которые вскоре станут полноводными реками. Первый – проверенные временем бизнесы предпринимателей первой волны, отходящих от дел по возрасту. Второй – компании успешных, энергичных и выдавших виды людей, покидающих страну.

Форс-мажор и стоимость бизнеса

Как я уже писал, в не самый лучший для бизнеса период растёт число заявок на покупку, а качество предложения снижается. Многие владельцы успешных до недавнего времени компаний склонны впадать в уныние, убеждая себя и меня в том, что "в таком виде мой бизнес никому не нужен".

Но это далеко не так. Во-первых, если у вас есть силы и возможности в форс-мажорных обстоятельствах сохранить клиентскую базу и персонал и не допустить начала процедуры банкротства, то довольно скоро ваша компания снова станет привлекательной для покупателя. Особенно это касается производственных, дистрибьюторских, строительных компаний. Неудовлетворённый спрос приводит к восстановительному росту, и надо дождаться его с минимальными потерями

Во-вторых, падение доходности, связанное с форс-мажорными обстоятельствами, не влияет на рыночную стоимость бизнеса. По правилам оценки период, резко выпадающий из общего тренда доходности, просто не учитывается. Денежный поток, подлежащий капитализации или дисконтированию, берётся как усреднённое значение прошлых, докризисных лет.

Так что выход есть всегда, крепитесь.

Где взять деньги?

Бизнес – такая особенная материя, которая способна в критических ситуациях возрождаться из пепла, как сказочная птица. Конечно, если создавалась настоящим предпринимателем. Где же этому настоящему предпринимателю добыть денег, чтобы возродиться в новой среде, сулящей новые возможности?

1. Испытанное правило 3Д (не путать с принтером) – друзья, домашние и дураки в современных условиях не работают. Во-первых, даже эти испытанные временем ресурсы поистощились. Во-вторых, за просто так денег никто не даст, уже пообжигались

2. Собственные средства предпринимателя. Если они у вас остались в достаточном количестве, то вы – гений и дальше можете не читать

3. Банковские кредиты. Если сильно повезёт и вы попадёте в заветные списки спасаемых. всё равно этих денег не хватит на будущее, разве что снизится вероятность банкротства. Если не попадёте – в современных условиях нормального кредитования не видать ещё длительное время.

4. Внешнее финансирование. Неплохая идея. Как я уже писал, здесь могут быть варианты. Это и дружеское слияние с конкурентом, и уступка доли финансовому или стратегическому инвестору. Второй безусловно лучше, поскольку будет

вместе с вами возродить компанию

Выход не лежит на поверхности

Предприниматели – тоже люди, и ничто человеческое им не чуждо. Казалось бы, предприниматель – такое разумное существо, которое способно к риску и может принимать нестандартные решения в условиях дефицита времени. Однако, как показывают события последнего времени, чутьё стало их подводить. Или в кризисное время они стали приближаться к такому желанному для власти образу, как "торгаши"?

Простой пример. Возникает внезапный дефицит защитных масок и антисептиков. Тут же появляются заявки на покупку швейных цехов и действующих предприятий по производству моющих и дезинфицирующих средств. Неужели не понятно, что покупка бизнеса – дело не одного дня и даже месяца. А в горячке вам могут "впарить" проблемный объект? Что цена покупки не будет оптимальной, а спрос вечным?

В своё время я не успевал отбиваться от атак криптовалютчиков, теперь пошли атаки адептов гигантских партий масок из Китая. Но время расставляет всё на свои места: уже есть признаки того, что многим "коронопредпринимателям" уже не удастся не то что заработать, но и продать закупленный в панике товар хотя бы по "ажиотажной" закупочной цене. Далеко ходить не надо, посмотрите на динамику цен на

лимоны и имбирь.

Глядите в глубь, решения редко лежат на поверхности

Пора слияний и поглощений

На рынке купли-продажи действующих предприятий, существующем в России мене двадцати лет, настала очередная волна диверсификации рынков, связанная с последствиями печально известной «самоизоляции». Переделы рынков случаются не только в кризисные времена. Ещё свежа в памяти, например, волна поглощений отечественных торговых сетей западными гигантами ритейла. Но нынешняя ситуация по-своему уникальна.

Первый характерный признак – появление большого числа владельцев компаний, просто мечтающих, чтобы их бизнес оказался в роли «мишени» для богатенького «поглотителя». При этом очень часто за этими мечтами стоит банальная проблема расчётов с кредиторами и получение солидного «кэшauta». В обычной, не кризисной ситуации инициатором сделки M&A выступает как раз сам поглотитель, а целью сделки служит получение эффекта масштаба и увеличение доли рынка.

Второй особенностью является увеличение межотраслевых сделок. Владельцы компаний, разочарованные в своём рынке (например, нефтетрейдеры), ищут более привлекательные отрасли и компании, имеющие перспективы к росту и масштабированию. Не так давно я узнал, что строительные компании и холдинги очень любят покупать мелкий клинин-

говый бизнес, который становится источником налички для выполнения «домашних заданий».

Совсем неожиданной стала популярность бизнеса, имеюмого на западе «windows dressing», или почти дословно – «украшательство витрин». Суть его состоит в поиске и покупке задёшево активов, пострадавших от кризиса (distressed assets) и выведение их на устойчивую прибыль. Воплощая стратегию роста стоимости, предприниматели стремятся выручить от продажи бизнеса втрое больше стоимости покупки.

В связи с преобладающими негативными тенденциями на рынке и в умах владельцев компании, обостряются и противоречия в вопросе о стоимости таких сделок. Практически не осталось оптимистов, готовых переплачивать за перспективы и известное когда-то имя компании-«мишени». Проще обанкротить конкурента, чтобы не путался под ногами и/или выкупить за копейки интересные активы.

Момент истины настаёт и для застарелых конфликтов между совладельцами компаний. Получить реальную стоимость доли с учётом многолетнего вклада в развитие бизнеса выходящему партнёру практически невозможно в связи с кризисным обнулением чистых активов. Остаётся надежда на стратегического инвестора, который помог бы выйти из тупика.

И, наконец, возрастает роль предпринимателей первой волны, начинавших свой бизнес 30 лет назад, как поставщи-

ков объектов на рынок купли-продажи. Такие компании уже давно доказали свою устойчивость и обладают достойной репутацией. Появление нового владельца вместо уходящего по возрасту и состоянию здоровья основателя сродни вливанию свежей крови и началу новой жизни бизнеса.

Уверен, что эти тенденции сохранятся и в ближайшем будущем, и мы ещё услышим о новых интересных сделках.

Как оценить стоимость компании

Оценка бизнеса – это процесс определения наиболее вероятной стоимости, по которой компания может быть отчуждена на открытом рынке. Данный вид стоимости называется рыночной стоимостью.

Приступая к оценке компании, необходимо руководствоваться следующими основополагающими принципами:

1)

Оценка является наукой только наполовину. Вторая половина скорее близка к искусству, но и в ней должна превалировать логика;

2)

Круг потенциальных покупателей на вашу компанию неограничен, и все они маргиналы в хорошем смысле этого слова (от англ.

margin

, то есть доходность). Иными словами: люди, вкладывающие деньги в покупку бизнеса, руководствуются исключительно экономическими соображениями, а не эмоциями;

3)

Бизнес не может стоить меньше, чем ликвидационная стоимость его активов. Верхняя планка стоимости ограничена текущей стоимостью его будущих доходов.

Известны три подхода к оценке компании: затратный (он

же имущественный), сравнительный (или рыночный) и доходный подходы. Стандарты оценки обязывают использовать все три подхода. Если применение того или иного невозможно или затруднительно, то отказ от применения этого подхода должен быть аргументирован.

Специалисты по оценке компаний справедливо полагают, что основным подходом к определению стоимости действующих предприятий должен быть сравнительный (рыночный) подход. Существующие в рамках данного подхода методы основаны на сравнении оцениваемой компании с объектами-аналогами. В роли аналогов выступают сходные по размеру предприятия из той же отрасли, что и объект оценки. Причём сделки с объектами-аналогами должны быть совершены в период не более года до даты оценки. В связи с тем, что в нашей стране данные о сделках с бизнесами практически отсутствуют в свободном доступе, сравнительный подход почти не применяется.

Может показаться странным и нелогичным, но в мировой практике затратный (имущественный подход) при оценке компаний почти не применяется. И этому есть довольно простое объяснение: действующий бизнес должен приносить доход. И если стоимость денежного потока меньше стоимости активов, то это свидетельствует о неэффективном использовании этих самых активов. Другой критерий: доходность бизнеса составляет менее 15% от стоимости имущественного комплекса. В данном случае рекомендуется либо

продавать объект как имущественный комплекс, либо сдавать его в аренду.

В затратном подходе чаще всего используется метод чистых активов. Для этого необходимо нормализовать некоторые статьи баланса: основные средства подлежат переоценке и учёту в управленческом балансе по рыночной стоимости; кредиторская и дебиторская задолженности дисконтируются в зависимости от срока их выплаты; невозвратная или проблемная дебиторская задолженность, а также неликвидные товарные запасы из учёта исключаются. Полученная в результате стоимость чистых активов и есть стоимость компании.

Иногда применяется и такой метод в рамках затратного подхода, как метод замещения, широко применяемый при оценке недвижимости. Суть его состоит в определении стоимости создания подобного бизнес с «нуля», а также денег и времени, необходимых для вывода нового предприятия на достигнутые объектом оценки показатели.

В рамках доходного подхода к оценке компании существует несколько десятков признанных методов, однако наиболее часто применяются два из них. Метод капитализации денежного потока и метод дисконтирования денежных потоков. Метод капитализации денежного потока рекомендуется применять для зрелых компаний с устоявшимися показателями доходности. *В качестве отступления: в общем случае для малых и средних компаний в качестве показателя*

денежного потока принимается чистая прибыль бизнеса.

Для получения стоимости компании с помощью этого довольно простого метода необходимо умножить величину денежного потока на ставку (коэффициент) капитализации. Под денежным потоком понимается среднее значение прибыли за 3-5 лет до даты оценки. Существует несколько способов получения средней величины (средняя арифметическая, геометрическая, гармоническая), но я рекомендую использовать так называемый метод суммы числа лет. Суть метода состоит в том, что значениям денежного потока пяти (минимум – трёх) лет до даты оценки присваиваются весовые коэффициенты по номеру года, но в обратном порядке. Пятому 1, четвёртому 2, и т. д., а первому (практически прошлому году) – 5. Затем денежные потоки последовательно умножаются на присвоенные коэффициенты, а полученные результаты суммируются. Итоговым действием будет деление полученной суммы на сумму числа лет (лет), т. е. $(1+2+3+4+5)$ т. е. на 15.

При усреднении денежного потока следует иметь в виду следующие правила: 1) усреднённый показатель не может быть больше самого высокого показателя ретроспективного периода; 2) если показатель одного из годов резко выбивается из последовательности в большую или меньшую сторону, то этим показателем можно пренебречь. Я использую данное правило, в частности, при отсечении данных за печально известный период «самоизоляции». Данные правила усредне-

ния применимы также для построения прогноза для первого и последующих периодов в методе дисконтирования денежных потоков.

Как же выбрать подходящую ставку капитализации? Существует несколько способов, основанный на средневзвешенной стоимости капитала, рыночной экстракции, стоимости капитальных активов, кумулятивном построении. Мне же больше нравится признанный во всём мире метод «экспертного мнения оценщика». Проще говоря: специалист, проводящий оценку, просто обязан свободно ориентироваться в рынке в целом и отдельных отраслях и хорошо представлять текущие требования инвесторов по срокам окупаемости вложений в компании с учётом присущих разному бизнесу риску. К примеру, большинство покупателей «крупных малых» и средних компаний ориентированы на возврат инвестиций в течение 2,5-4 лет. Сроку окупаемости в 4 года соответствует ставка, равная 4, или 25%. И если величина денежного потока определена в 120 денежных единиц, то стоимость бизнеса будет равна $(120/25) \times 100\% = 480$ денежных единиц.

Если у компании прослеживается тенденция к росту или падению доходности примерно равными темпами, например, на 3% в год, то эти тенденции могут быть учтены в ставке капитализации. Если прогнозируется рост, то от ставки надо отнять 3% (т. н. коэффициент g) и капитализировать под 22%, что приведёт к росту оценочной стоимости. С прибав-

лением коэффициента g стоимость компании уменьшается.

Метод дисконтирования денежных потоков достаточно сложный, поскольку содержит множество переменных, математических действий, дробей и возведение знаменателя в возрастающую степень. Любая умышленная или неумышленная неточность может серьёзно повлиять на результат в ту или иную сторону. Поэтому данный метод рекомендуется к применению только опытным оценщиками. Однако он имеет широкое применение именно в силу его же недостатков.

Суть метода основана на процедуре дисконтирования, т. е. приведения будущих доходов к ценам на дату оценки, то есть текущим ценам. Не вдаваясь в подробности: дисконтирование – одна из шести функций денег, обратная функции накопления. Она основана на том, что деньги должны работать (кто бы спорил!), а доходность покрывать не только инфляцию, но предпринимательские усилия и риски, связанные с получением дохода. Вкладывая деньги сегодня, покупатель ожидает получения достойной премии.

Начало процедуры оценки схоже с методом капитализации – определяется денежный поток первого года после смены владельца и ставка дисконтирования. Далее выбирается срок жизни (полезного использования) бизнеса, обычно от 3 до 5 лет. Самый сложный момент – построение прогноза будущего денежного потока на каждый год прогнозного периода. Дело в том, что «нарисовать» можно любые

цифры. Проблема в том, чтобы найти того, кто бы вам поверил. Затем денежный поток каждого года дисконтируется (читай: умножается) на дисконтный множитель, который уменьшается с каждым годом в геометрической прогрессии. При ставке дисконтирования в 25% множитель первого года будет равен $100/(1,25) = 0,8$, а пятого года $100/(1,25)^5$ в пятой степени, т. е. 0,3276. Другими словами, доход пятого года сегодня будет стоить меньше трети от номинала.

Следующая операция – сложение дисконтированных денежных потоков прогнозного периода. Таким образом получается стоимость бизнеса в прогнозный период. Далее возникает вопрос: а что в последующие годы, в так называемый постпрогнозный период? Существуют два сценария: 1) так называемая «реверсия». Предполагается, что компания будет продана, и полученная сумма, дисконтированная на множитель пятого прогнозного года, и есть стоимость реверсии. Эта сумма прибавляется к стоимости прогнозного периода; 2) определение пролонгированной стоимости, или стоимости в бесконечный период. Денежный поток первого года постпрогнозного периода делится на ставку дисконтирования и умножается на дисконтный множитель первого года постпрогнозного периода. В большинстве случаев это даёт 30-40% прибавки в цене.

На заключительном этапе стоимость бизнеса корректируется на величину собственного оборотного капитала (СОК). При избытке СОК относительно нормативных показателей

стоимость компании увеличивается на сумму превышения, при недостатке – уменьшается. Логично, ничего не попишешь.

Если вы применяете два или три подхода к оценке бизнеса, то необходимо их согласовать, усреднив при помощи весовых коэффициентов. Веса придаются согласно величине вклада того или иного подхода в общую стоимость. Если сумма, полученная с применением одного из подходов, сильно (более чем на 30%) отличается от сумм, полученных с помощью двух других (или одного другого) подходов, то ею можно пренебречь. Просто изначально этот подход был выбран неверно. Хорошая иллюстрация случая, когда имущественный комплекс просто «подавляет» денежный поток.

Существует ещё как минимум два адаптированных мною под российскую действительность метода – метод избыточной прибыли и метод множителя дискреционных доходов владельца бизнеса. Но это тема других публикаций.

Стоимость компании сквозь призму управленческого учёта

Давайте вспомним историю становления рыночных отношений в нашей стране. Правительство и фискальные органы создавали и утверждали стандарты и правила бухгалтерского учёта с единственной целью – пополнение казны любыми способами. Количество всевозможных налогов и сборов, федеральных и местных с «драконовскими» ставками превышало все мыслимые и немыслимые пределы. Не секрет, что бухгалтерская отчётность большинства частных компаний не отражала реального финансового положения и доходности бизнеса. Существовала т. н. «чёрная» бухгалтерия, ведущаяся в секретных тетрадах и книгах и хранящаяся, как правило, в гаражах предпринимателей, а то и вовсе уничтожаемая.

Понятно, что в таких условиях невозможно было рассчитать рыночную стоимость бизнеса. Для стороннего инвестора подтверждение реальной доходности представляла значительную трудность, а ставка дисконтирования зашкаливала по причине «прочих особенных рисков», чаще всего налоговых. Ситуация стала меняться в лучшую сторону в 1995 г., когда международная аудиторская фирма «Андерсен Консалтинг», входившая в тогдашнюю «большую шестёрку»,

стала практически насаждать в России понятие «управленческий учёт». Проводилось множество конференций и семинаров по всей стране, публиковались статьи и разъяснительные материалы.

Главный упор делался на то, что управленческий и бухгалтерский учёт хоть и взаимосвязаны, но построены на абсолютно разных принципах и посылах. Задача главбуха – свести баланс к «0», при этом не допустив явных ошибок в исчислении налоговой базы. Задача управленческой отчётности – дать информацию владельцам о реально финансовом состоянии компании для принятия стратегических решений и бизнес-планирования. Как выяснилось позднее, главный бухгалтер и финансовый директор – абсолютно разные люди по менталитету и психотипу личности. И если компания в силу своего размера не может позволить себе такую роскошь, как финансовый директор, то управленческий учёт лучше всего вести самому предпринимателю, а не бухгалтеру. Усиление конкуренции заставило большинство предпринимателей освоить азы управленческого учёта и наладить и даже автоматизировать систему движения информации в компании. Однако ещё есть немало владельцев бизнеса, не отличающих управленческий баланс от бухгалтерского.

В управленческом учёте существует всего три основных документа, позволяющих оперативно отслеживать финансовое состояние, устойчивость и доходность бизнеса.

Отчёт о движении денежных средств (ДДС, или cash-

flow). Это документ планирования, показывает будущие поступления и расходы компании. Для стратегического планирования не совсем подходящий инструмент. Идеально подходит для краткосрочного прогнозирования (месяц, квартал, год) с целью отслеживания возможных кассовых разрывов и их недопущения. С его помощью также можно вовремя распорядиться свободными денежными средствами.

Управленческий отчёт о прибылях и убытках (P&L report). На первый взгляд, этот документ ничем не отличается от привычной формы №1. Но это далеко не так! В отличие от бухгалтерии, учитывающей бухгалтерскую прибыль (в основном для целей налогообложения), в управленческом учёте существует понятие «нормализованной» прибыли, иногда значительно отличающейся от привычной. Например, для малых компаний, не имеющих значительных капитальных вложений, начисленную амортизацию можно прибавит к чистой прибыли. Несистематические и непериодические расходы также можно посчитать со знаком «+». Например, если сгорел незастрахованный склад и утрачено имущество, то ежегодная вероятность таких расходов ничтожно мала. И наоборот, из показателей прибыли надо вычесть непериодический расход в виде продажи неиспользовавшегося помещения или оборудования. В «плюс» идут также личные траты владельца или необоснованная выгода (лизинг личного автомобиля, представительские расходы, напрямую не связанные с бизнесом и другие выплаты из реального дохода ком-

пании). Надо понимать, что в большинстве случаев эта самая нормализованная прибыль служит показателем денежного потока при оценке бизнеса методом дисконтирования денежного потока.

Управленческий баланс – на мой взгляд, самый важный инструмент управления стоимостью компании. Его отличие от бухгалтерского хотя бы в том, что вместо классической двойной записи, изобретённой Лукой Пачоли в 1492 г., содержащей дебет, кредит и нулевое сальдо (баланс), управленческая форма содержит разделы «Актив», «Пассив», записываемые в столбик. Полученная разница между этими разделами и есть стоимость чистых активов компании. Следует заметить, что такие пассивы, как уставный и добавочный капитал, дополнительные взносы учредителей, нераспределённая прибыль (убыток) прошлых лет в управленческом балансе не отражаются, а могут быть приведены лишь как справочная информация. Но и расшифровка статей активов и пассивов может сильно отличаться от бухгалтерской, особенно в части стоимости основных средств. К примеру, имеющаяся недвижимость и оборудование надо учитывать по рыночной цене (это к вопросу регулярной переоценке активов), а не по балансовой. Это, с одной стороны, увеличивает налог на имущество, с другой – повышает стоимость компании. В последнее время стало модным проводить рыночную оценку нематериальных активов (лицензий, патентов и даже но-хау) и учитывать их по гипотетической

рыночной цене. Замечу, что с недавнего времени так можно делать и в бухгалтерском балансе. 3 оборотных активов исключаются неликвидные запасы и безнадежная дебиторская задолженность. Просроченная дебиторская задолженность дисконтируется с учётом вероятности и времени её получения. Кредиторская задолженность учитывается с повышающим коэффициентом в зависимости от сроков её погашения. В некоторых случаях долгосрочная задолженность может временно рассматриваться как собственные средства.

При стандартном анализе финансово-хозяйственной деятельности компании (АФХД) предпочтительнее использовать данные именно управленческого баланса. Кроме стоимости чистых активов, большую роль играет СОК (собственный оборотный капитал). Величина СОК показывает разницу между собственными средствами компании и краткосрочной задолженностью и характеризует: 1) способность компании быстро рассчитываться по своим обязательствам; 2) возможность закупать и держать запас сырья, материалов и комплектующих; 3) не прекращать работу критических ситуациях. Существуют нормативы по минимальной величине СОК для различных отраслей. На практике чаще всего применяется формула: среднегодовой размер СОК должен быть не менее 10% от годовой выручки компании.

Размер собственного оборотного капитала также влияет на стоимость компании при её продаже. При оценке методом дисконтирования денежного потока заключительным

этапом служит именно определение размера СОК и его сравнение с нормативным. При недостатке собственных оборотных средств стоимость компании уменьшается на эту сумму, при излишке – увеличивается.

Для владельцев малых и средних компаний я рекомендую составлять управленческий баланс не ежеквартально, а ежемесячно, потому что он, по моему опыту, лучший инструмент контроля стоимости и инвестиционной привлекательности бизнеса. Во-первых, стоимость чистых активов – это практически стоимость вашей компании, рассчитанная с использованием затратного (имущественного) подхода. И чем она выше, тем большую сумму вы можете выручить при выходе из бизнеса путём его продажи. Во-вторых, если в прошедшем месяце у вас не было реализации или постановки активов на баланс, а также изъятия части оборотных средств, то разница между стоимостью чистых активов компании на первое число предыдущего месяца и первым числом месяца текущего и есть показатель чистой прибыли за прошлый месяц. Сравнивая эти показатели, к примеру, за 1 полугодие, вы увидите динамику роста (или падения) доходности и сможете принять правильное решение о дальнейших действиях.

Для тех, кто задумывается о продаже бизнеса или привлечении прямых инвестиций в уставный капитал, сам факт ведения управленческого учёта повышает привлекательность бизнеса в глазах покупателя. И если у вас учёт прозрачный и понятный для инвестора, это значительно упрощает про-

цесс принятия им решения о покупке и повышает стоимость сделки. Так что рекомендую 1-го числа каждого месяца собирать данные для управленческого баланса, благо в эпоху цифровизации это не так сложно.

«

Железяки» против денежного потока

Ситуация, сложившаяся в экономике, вынуждает многих владельцев производственных компаний задумываться о выходе из бизнеса путём его продажи. При этом в большинстве случаев основную часть стоимости предприятия составляет стоимость имеющихся активов, особенно если бизнес ведётся на собственных площадях.

Естественно, любому предпринимателю хочется получить максимально возможную цену за своё детище. Для того, чтобы поиск покупателя не стал бесконечной процедурой, для начала надо определиться с позиционированием объекта, а именно: не продажу выставляется производственная площадка (с оборудованием или без него) или действующий бизнес?

Мировой опыт свидетельствует, что из трёх подходов к оценке имущественный (он же затратный) подход практически не применяется. И если стоимость зданий, сооружений и оборудования выше, чем стоимость приносимого имущественным комплексом дохода, то это свидетельствует либо об отсутствии бизнеса как такового, либо об экономической нецелесообразности заниматься таким бизнесом.

Граница, где заканчивается экономическая целесообразность, опять же по мировому опыту, находится в районе 15% доходности от среднегодовой стоимости основных средств. При меньших показателях рекомендуется продать объект по рыночной цене активов, а иногда и по ликвидационной (то есть со скидкой 25% для быстрой реализации). Вырученные деньги можно вложить с такой же доходностью в другие инструменты. Даже банковский депозит экономически выгоднее, поскольку высвобождается самый ценный ресурс – время. Время можно монетизировать, не продавая бизнес, а сдавая имущественный комплекс в аренду.

Всё вышесказанное касается предприятий, вошедших в «пике» задолго до пресловутого локдауна. Множество производственных компаний начали испытывать трудности совсем недавно и по-прежнему обладают инвестиционной привлекательностью. Именно они могут стать объектами вложений так называемых «сигарных» инвесторов. «Сигарными» называются инвестиции, цель которых – покупка пострадавшего от кризиса объекта, выведение его как минимум на прежние, а лучше – на более высокие показатели с целью перепродажи. Причём, если покупается доля в такой компании, то это сравнивается с «подбрасыванием дров в затухающий костер», если бизнес целиком – с «докуриванием сигарных окурков». В зависимости от состояния объекта, его перспектив и интереса инвестора, иногда удаётся в качестве справедливой цены выторговать надбавку до 25% от стоимо-

сти его активов «за действующий бизнес»..

При оценке использование всех трёх подходов нецелесообразно. Достаточно применение одного или двух, наиболее применимых к вашей ситуации. Например, рыночный подход, состоящий в сравнении нескольких похожих (по типу и размеру) на оцениваемый объект компаний, проданных за последние 12 месяцев, практически не применяется в связи с отсутствием в открытом доступе данных по сделкам.

Доходный подход основывается на определении текущей стоимости будущих доходов компании и включает в себя метод дисконтирования будущих доходов. Необходимо составить прогноз доходов на пять-десять лет, затем продисконтировать (привести к нынешней стоимости) и суммировать. На следующем этапе определяют т. н. стоимость бизнеса в "постпрогнозный" периода, то есть на бесконечность. Считается, что в результате суммирования полученных результаты получается полная стоимость компании. При использовании этого метода не учитывается удельный вес стоимости чистых активов предприятия. На самом деле получаются оценочные, приблизительные показатели стоимости. Тем не менее в умелых руках этот метод часто даёт хороший результат. Кроме того, он представляет собой отличное упражнение для покупателя, которое может быть использовано для перекрёстной проверки.

Помимо рыночной стоимости существует и такое понятие, как инвестиционная стоимость. Существуют базовые,

если хотите, концептуальные различия между этими понятиями. Рыночная стоимость опирается на широкий рынок и учитывает интересы неограниченного круга потенциальных покупателей и инвесторов. Инвестиционная стоимость формируется представлениями о ценности конкретного объекта для одного конкретного покупателя. Это могут быть и перспективы рынка, и клиентская база, и ценность деловой репутации, и, получение эффекта масштаба при встраивании бизнеса в свою производственно-логистическую цепочку.

Не стоит забывать, что инвестиционная стоимость, которая может быть значительно выше стоимости активов компании, формируется «сверху», от заинтересованного инвестора. Попытки продавца навязать своё понимание о ценности бизнеса могут привести к срыву сделки. Самая распространённая ошибка -это аргументация в духе «если в мой бизнес вложить совсем немного денег, то очень скоро можно получить в разы и даже десятки раз большую прибыль. На что стратегический инвестор вполне резонно отвечает: – Я привожу в компанию, кроме денег, новые производственные, маркетинговые, управленческие и информационные технологии, позволяющие бизнесу вырасти, и не обязан платить за это при покупке.

Важно помнить, что все эти формулы и методики – всего лишь инструменты, помогающие определить имеющий экономический смысл диапазон стоимости, которую может иметь оцениваемая компания. Окончательная цена сделки

всегда отражает ожидания покупателя насчёт будущей эффективности приобретаемой компании. Поэтому продавцы могут укрепить свои переговорные позиции, создав имидж стабильной компании с минимальной степенью риска и максимальным доходом. И чем успешнее они поддерживают свой имидж, тем выше продажная цена предприятия.

О «невидимой руке рынка»

Рынок купли-продажи действующего бизнеса обрёл характерные черты, как общие для всех сегментов рынка, так и свои особенные. На этом рынке присутствуют продавцы (владельцы компаний), покупатели (инвесторы) и посредники (бизнес-брокеры). Соответственно, действующее предприятие приобретает роль товара со всеми присущими товару свойствами.

Одно из главных свойств товара – его потребительская стоимость, или полезность для владельца. Полезность бизнеса для предпринимателя состоит в способности приносить доход. И чем выше генерируемый компанией доход, тем выше её потребительская стоимость. Отсюда следует простое правило: нижняя планка стоимости бизнеса на рынке – ликвидационная стоимость его активов. Верхняя планка упирается в текущую стоимость его будущих доходов. Поскольку понятие верхней планки стоимости неосвязаемо (в отличие от материальных активов, которые можно пощупать руками), то и представления продавца и покупателя по этому вопросу разнятся, порой довольно сильно.

Если следовать макроэкономическим установкам, то бизнес становится товаром только после того, как будет выставлен на продажу. Здесь важен следующий момент: стоимостной подход к управлению бизнесом, предполагает конечной

целью рост рыночной стоимости компании. А рыночная стоимость как раз и есть та сумма, по которой действующее предприятие может быть отчуждено на открытом рынке. Поэтому рекомендую относиться к своему бизнесу не только как к родному детищу (что естественно), но и как возможному товару. Как показывает практика, стратегия «ни за что и никогда не расстанусь с плодом моего многолетнего труда» не всегда оказывается единственно верной.

За годы работы у меня сформировалось твёрдое убеждение, что понятие «невидимой руки рынка» действует и на рынке купли-продажи бизнеса, устанавливая правила и нормы. Недаром действующее законодательство требует от оценщиков определять исключительно рыночную стоимость бизнеса. Добавлю, что неплохо бы и выставлять объекты на продажу по цене, близкой к рыночной (максимум плюс 15% для возможности «дружеской» уступки, что всегда приятно потенциальному покупателю). В противном случае очень высок риск сделать компанию практически непродаваемой.

В мировом сообществе бизнес-брокеров и оценщиков бизнеса выработаны некие неформальные правила, получившие с лёгкой руки американского гуру Асвата Дамодарана название «философия оценки». Справедливо считается, что оценка бизнеса является наукой только наполовину, и в этой половине должна превалировать логика. Вторая часть оценки – своего рода искусство, требующее бережного отношения и виртуозного владения. Приступая к определению ры-

ночной цены, необходимо чётко представлять, что круг потенциальных покупателей (инвесторов) неограничен, и все они маргиналы в хорошем смысле этого слова (второе значение слова «маргинал», в отличие от привычного «находящийся за чертой» происходит от лова «margin» (маржа)). Другими словами, все люди, вкладывающие средства в покупку бизнеса, руководствуются исключительно экономическими соображениями. В сухом остатке – любимая мною фраза о том, что дураков с деньгами не существует и не следует их искать.

Не стоит забывать, что основным закон, олицетворяющий «невидимую руку рынка» – закон спроса и предложения. Существуют объекты, которые будут пользоваться спросом всегда. Например, предприятия сферы услуг (салоны красоты, фастфуд, ремонт квартир и бытовой техники) и производство продуктов питания. Замечу, что стабильно прибыльные и имеющие потенциал роста компании из любой отрасли всегда будут пользоваться спросом у потенциальных покупателей.

На рынке купли-продажи бизнеса существует мода на определённые виды деятельности, которая быстро сходит на нет. Вспомним хотя бы хостелы, онлайн-школы, интернет-магазины и барбершопы. Или отрасли, прошедшие через стадию технологического бума, угасшего вслед за появлением новых технологий – пейджинговая связь, терминалы оплаты сотовой связи, интернет-кафе, во многом издатель-

ский и типографский бизнес. Рынок рынком, но и государственное регулирование тоже играет немалую роль. Ужесточение регулирования может сделать ваш бизнес вовсе непривлекательным для инвестора. Сильно зарегулированной стала спиртовая, ликёро-водочная и табачная отрасли, грузовые и пассажирские перевозки, и даже оценочная деятельность.

До сих пор предприниматели склонны переоценивать рыночную ценность имеющихся у них нематериальных активов и деловой репутации компании. Рыночное правило на этот счёт гласит, что т. н. гудвилл, состоящий из ценности имеющихся у компании патентов, лицензий и ноу-хау, эксклюзивных контрактов, клиентских баз, уникального персонала и доброго имени сам по себе не имеет ценности, если не позволяет продавать товар или услугу дороже конкурентов. Некогда известный бренд, потерявший рыночные позиции, а также средства, вложенные в завоевание полок магазинов и агрессивный маркетинг, не дадут дополнительной стоимости при продаже, если компания приносит доход на уровне ниже среднерыночного, если вообще приносит. Так что будьте реалистами и не пытайтесь идти против рынка.

Оценка производственных предприятий

В статье рассматриваются проблемы оценки и продажи производственных компаний закрытого типа стоимостью от 80 миллионов до 2 миллиардов рублей. Значительная часть этой информации применима и для компаний другого типа, а также более мелких предприятий.

Оценка производственных компаний, как и в большинстве других случаев, представляет собой оценку чистых материальных активов и прошлых показателей работы предприятия, характеризующих его способность приносить доход. Традиционно промышленное производство включает в себя большой объём активов в виде производственной базы.

Эти активы обладают как ликвидационной стоимостью, так и стоимостью в составе действующего предприятия. Основные средства оцениваются по операционной стоимости на месте с учётом их вклада в производственную деятельность компании. Текущие активы (дебиторская задолженность и товарно-материальные запасы) оцениваются по текущей рыночной стоимости. Поэтому соответствующие статьи баланса корректируются таким образом, чтобы они отражали текущую стоимость всех активов и пассивов.

Для получения скорректированной стоимости чистых ак-

тивов нужно из скорректированной суммы активов вычесть скорректированную сумму пассивов компании. К окончательной оценочной стоимости бизнеса необходимо прибавить чистую стоимость недвижимости и избыточных денежных средств. Следует обратить внимание на тот факт, что не так важны точные цифры, как чёткое определение перечня пассивов и активов, передаваемых покупателю по завершению сделки.

Хотя скорректированная стоимость чистых активов имеет большое значение, тем не менее, оно не является самым важным фактором для определения стоимости бизнеса. Это, скорее всего, вспомогательная величина для определения окончательной стоимости предприятия. Дело в том, что показатель чистой стоимости бизнеса будет иметь силу лишь в том случае, если он подкреплён мощным потоком доходов. Если активы не генерируют доход, то их стоимость равна лишь ликвидационной стоимости.

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.