

**Асиль Аль-Дахер**

директор департамента маркетинга и развития

швейцарской оценочной компании *Swiss Appraisal* в России и СНГ

ОЦЕНКА БИЗНЕСА — ЗАЛОГ УСПЕШНОГО ВЫХОДА НА IPO

АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА, КОТОРЫЕ КОТИРУЮТСЯ НА БИРЖАХ, ОБЯЗАНЫ ПРИДЕРЖИВАТЬСЯ ОПРЕДЕЛЕННЫХ НОРМ И ЗАКОНОВ, УСТАНОВЛЕННЫХ ТЕМ ГОСУДАРСТВОМ, НА ЧЬЕЙ ТЕРРИТОРИИ ДЕЙСТВУЕТ ДАННАЯ ПЛОЩАДКА. ПРАВИЛА РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ГАРАНТИРУЮТ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ СОБСТВЕННИКОВ И АКЦИОНЕРОВ КОМПАНИЙ. ОЦЕНКА АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ, ВЫХОДЯЩИХ НА IPO, ПРЕДПОЛАГАЕТ УЧЕТ НЕ ТОЛЬКО ВСЕХ МАТЕРИАЛЬНЫХ И НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АСПЕКТОВ ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ВЛИЯЮЩИХ НА СТОИМОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ НА БИРЖЕ, НО И ВЫГОД ДЛЯ СОБСТВЕННИКОВ ОТ ТАКОГО СПОСОБА ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА.

Малые и средние предприятия (*SME*) — это бизнес, который зачастую находится в самом начале своего развития. Акции таких компаний, как известно, имеют очень высокий уровень риска и весьма высокую доходность. Кроме того, инвестиции в такие проекты могут быть потеряны ввиду большого количества стартапов и скорости их ухода с рынка. Тем не менее во всем мире открываются биржевые площадки, поддерживающие листинг малых и средних предприятий, обеспечивающие доступ к финансированию *SME* и облегчающие процедуры для инвесторов, заинтересованных в стартапах.

На текущий момент доступ к финансированию является одной из ключевых задач по развитию бизнеса для собственни-

ков многих *SME*. Макроэкономические и финансовые условия в последние годы позволяют удачно завершать выход предприятий малого и среднего бизнеса на *IPO*. Ведущими игроками на этом рынке становятся компании сфер *IT*, биотехнологий и биопромышленности. Поскольку листинг *SME* является успешным, многие компании рассматривают *IPO* в качестве возможного варианта привлечения инвестиций в их бизнес.

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ *SME*

Выяснить реальную стоимость выходящего на *IPO* стартапа, иногда не обладающего никакими активами, кроме не-

материальных в виде интеллектуальной собственности и идей по инновационным проектам, — непростая задача, с которой, учитывая множество факторов, сталкиваются профессиональные консультанты-оценщики. Такие расчеты можно применить отчасти к науке, а отчасти к искусству. И оценка перед публичным размещением зачастую может отличаться от рыночной стоимости акций на вторичном рынке после *IPO*.

Что касается стоимости малого и среднего бизнеса, то здесь есть три слабых звена. Во-первых, это неликвидность, т. е. ситуация, при которой денежных средств и ликвидного имущества не хватает для того, чтобы осуществлять обязательные платежи. Во-вторых, недостаток формализованных и общепри-

знанных процедур ведения операционной деятельности бизнеса, в большей мере это относится к России, где огромное количество предприятий предпочитают использовать «серые» схемы налогообложения. И наконец, в-третьих, что немаловажно, это размер компании. Любой инвестор будет анализировать данные факторы, принимая решение о финансировании предприятия. Кроме того, инвестору необходимо учитывать и риски относительно денежных потоков компании, а также рентабельность капиталовложений.

Для получения благоприятных оценок бизнеса для выхода с первичным публичным предложением на биржу руководящему составу компаний малого и среднего бизнеса нужно сделать все возможное для создания качественной системы управления, включая формирование команды, управленческой структуры и клиентской базы, организацию производственных процессов и пр.

К основным элементам стоимости компании относятся операционная деятельность (цена продукции, объем производства и рентабельность), финансовая деятельность (кредиты, ликвидность), инвестиционная деятельность (капиталовложения) и корпоративное управление (квалифицированный персонал). Определение стоимости компании — это фундаментальное понятие. Независимые оценщики совместно с собственниками *SME* всегда ищут движущую силу бизнеса, влияющую на его стоимость при оценке для *IPO*, и конкурентное преимущество, выделяющее предприятие среди других на рынке.

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ

В ходе подготовки к публичному размещению акций проводится оценка бизнеса, устанавливающая начальный диапазон стоимости акций на бирже. При выходе на *IPO* бизнес оценивается методом дисконтирования будущих денежных потоков (*DCF*). Его суть состоит в расчете текущей стоимости будущих денежных потоков, которую готов «покрыть» потенциальный инвестор. При использовании метода *DCF* определяются модель денежного потока, длительность прогнозного периода, объем расходов и ставка дисконтирования для «перевода» предполагаемых доходов в текущую стоимость. Кроме *DCF* применяется сравнительный метод с учетом компаний-аналогов как в регионе присутствия компании, так и на зарубежных рынках. Компании-аналоги должны совпадать с оцениваемыми по основным характеристикам, таким как

размер, отраслевая спецификация, региональная принадлежность, сопоставимость сделки по выходу на *IPO*. В случае с инновационными компаниями, особенно на ранних стадиях развития, сравнительный метод используется реже в связи со сложностью подбора объектов-аналогов.

Существуют также методики оценки бизнеса крупных предприятий, на которые оказывают влияние такие факторы, как объем продаж, маржинальность, прибыль, сектор деятельности, география присутствия, а также нематериальные активы — управленческая структура, качество команды, стоимость бренда, интеллектуальная собственность и пр. Значимость каждого из указанных факторов может быть определена с помощью различных методик и подходов, в итоге появится множество оценок, которые необходимо объединить и привести к общему результату справедливой стоимости компании.

Для малого и среднего бизнеса такая оценка может вызвать некоторые затруднения. Частные компании, естественно, пользуются преимуществами по соблюдению менее жестких требований к раскрытию информации. Но это также означает, что руководство, стремясь привлечь финансирование за счет выхода с первичным публичным предложением (*IPO*), должно представить ясную картину стоимости своих активов, доли, занимаемой на рынке, и потенциала роста компании. Ключевым элементом создания стоимости бизнеса является сильная бизнес-модель, с которой будет проводиться роуд-шоу для инвесторов.

Оценка стоимости предприятий малого и среднего бизнеса становится особенно актуальной для быстро развивающихся стартапов, потому как любые заемные и привлеченные средства снижают котировки акций путем увеличения их числа относительно доли собственников в акционерном капитале предприятия. Таким образом, очень важно провести скрупулезную работу по оценке справедливой стоимости компании, чтобы ее акционеры после выхода на *IPO* притянули как можно больше средств на минимальную долю собственного капитала, переданную новым собственникам.

Для качественной оценки стоимости бизнеса необходимо приглашать независимых консультантов, что не всегда по душе собственникам бизнеса, которые нередко имеют свое представление о ценности компании, не соответствующее действительной ситуации на рынке. Это

часто касается интернет-стартапов, например туристических порталов или интернет-магазинов, владельцы которых предпочитают экономить ресурсы на финансовых консультантах и делают оценку самостоятельно. В таком случае используется метод чистого приведенного дохода (*NPV*). Для этого понадобятся данные по трафику сайта, помноженные на ежегодный темп прироста. В дальнейшем анализируются финансовые показатели с учетом привлеченного трафика на прогнозный период. Естественно, такую оценку, не учитывающую конкурентов, рынок, макроэкономику, бренд и репутацию компании, инвестор может как принять, так и нет, и зависит это от его ожиданий о стоимости компании. В идеальном варианте стоимость компаний малого и среднего бизнеса должна рассчитываться не только при выходе на *IPO* с участием банка-акцептанта, но и в других случаях получения средств, как, например, по Программе привлечения слушающих компании к приобретению акций предприятий (*ESOP*).

При подготовке отчета об оценке *SME* в целях приведения отчетности в соответствии с *IFRS* (Международным стандартом финансовой отчетности) при выходе на *IPO* заказчиком выступает либо организатор эмиссии — инвестиционный банк, либо фондовая биржа, на которой регистрируется предприятие. Для российских эмитентов, размещающихся в Российской Федерации, существует Рынок Инноваций и Инвестиций Московской Биржи, организованный в 2009 г. Критерии отбора компаний-эмитентов включают в себя наличие инвестиционного меморандума, в рамках которого компания получает рыночную оценку стоимости активов и бизнеса. Подписание этого документа листинговым агентом открывает доступ к торгам ценных бумаг на бирже.

Несмотря на то что результаты профессиональной оценки, проведенной независимым консультантом, могут не совпадать с мнением собственников компании-эмитента, они всегда выявляют области для повышения эффективности и стоимости бизнеса, которые в конечном счете приведут к росту доходов, рентабельности и лояльности клиентов *SME*. В результате, путем выхода на *IPO*, собственники компании получают хорошо упакованный бизнес с качественным корпоративным управлением, прозрачной системой ведения отчетности, положительной репутацией на рынке и, соответственно, улучшенными финансовыми результатами. ■