

УДК 336.764

ОЦЕНКА БИЗНЕСА ОРГАНИЗАЦИИ НА ЭТАПЕ ВЫХОДА НА РЫНОК АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Марупов Д.М.

ГОБУ ВПО «Московский государственный университет экономики, статистики
и информатики (МЭСИ)», Москва, e-mail: dilshodmarupov@mail.ru

Проведено исследование мирового рынка IPO и анализ оценки стоимости компании при организации первичного публичного размещения акций. Рассматриваются специфика и особенности оценки стоимости акций в процессе размещения и условия, детерминирующие динамику капитализации компаний в период, следующий за размещением. В статье раскрываются эффективные методы оценки акций и стоимости бизнеса организации. Отмечается, что в росте стоимости акций заинтересованы как эмитенты, так и инвесторы, поэтому акционерам компаний крайне важно понимать, готова ли она к выходу на IPO. Идентифицировано, что помимо вырученных от продажи акций средств публичный статус дает компании обеспечивают следующие преимущества: повышение деловой репутации и известность на рынке; приобретение рыночной стоимости, что имеет решающее значение для выхода на зарубежные рынки; появляется возможность привлекать кредиты, размещать облигации под более низкие проценты и т.д.

Ключевые слова: первичное публичное предложение, мультипликатор, денежные потоки, дисконтирование, недооценка, стоимость капитала

EVALUATION OF ORGANIZATION'S BUSINESS DURING THE EXITING TO SHARE CAPITAL MARKET

Marupov D.M.

Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics (MESI),
Moscow, e-mail: dilshodmarupov@mail.ru

An investigation of the global IPO market and analysis of valuation of the organization's business in initial public offering was made. We consider the specific features and characteristics of valuation of shares during the placement and conditions that determine the dynamics of the capitalization of companies in the period following after the placement. The article describes the effective evaluation methods of shares and value of the business organization. It is noted that the growth in the value of the shares concerned both issuers and investors, so it is extremely important to the shareholders of companies to understand whether it is ready to enter the IPO or not. It was identified that in addition to the proceeds from the sale of shares of funds, public status provides to the company the following benefits: increased goodwill and reputation in the market, the market value of the acquisition, which is crucial for entry into foreign markets, it is possible to obtain loans, issue bonds at lower interest, etc.

Keywords: initial public offering, multiplicere, cash flow, discounting, underpricing, cost of capital

Одна из известных инвестиционных стратегий строится на акциях компаний, которые проводят первичное публичное предложение (IPO). Первоначальное публичное предложение (Initial public offering, IPO) – это первоначальное публичное предложение акций на фондовом рынке эмитентом или андеррайтером по поручению эмитента. Данный процесс является сложным и состоит из комплекса различных процедур. Весь процесс по привлечению капитала с помощью IPO может в среднем занять три–четыре года. Следовательно, прежде чем разместить свои акции на фондовой бирже, компаниям необходимо совершить целый ряд действий и пройти различные этапы с целью максимально эффективно продать предлагаемые ими ценные бумаги. Успешность IPO зависит от уровня подготовки компаний, поэтому в процессе выхода на фондовый рынок принимают участие множество посредников и консультантов [1].

Оценка бизнеса компании при организации IPO. Одним из важных финансовых этапов процесса IPO является именно

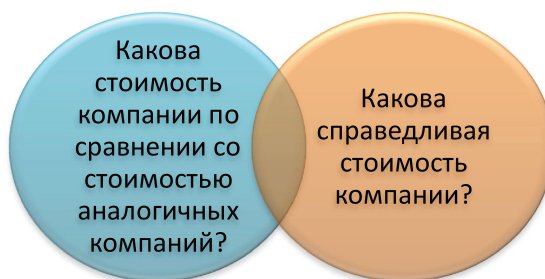
формирование инвестиционного позиционирования, который содержит наиболее очевидные основания приобретения акций потенциальными инвесторами. Основой инвестиционного позиционирования является стоимость бизнеса компании, который размещает акции на фондовом рынке. Потенциальные инвесторы не хотят переплачивать – они хотят приобрести акции компании, которые оцениваются с дисконтом к уже торгуемым компаниям. Для обеспечения отчетливого понимания инвестиционного позиционирования организаторы размещения (андеррайтеры) должны в начале процесса IPO представить индикативную оценку или ценовой диапазон (т.е. максимальную и минимальную стоимость) акции компании. Обычно первая оценка компании производится на этапе борьбы андеррайтеров за мандат по организации размещения. На практике для обеспечения выигрыша мандата андеррайтеры представляют компаниям или продающим акционерам индикативную оценку бизнеса компании. Далее она будет уточняться в ходе комплексной

проверки компании со стороны андеррайтеров-организаторов. Другими словами, оценка стоимости бизнеса компании до выхода на фондовый рынок определяется посредством переговоров инвесторов с собственниками бизнеса. Стоимость компании рассчитывается исходя из размера инвестиций и доли инвесторов в уставном капитале компании. Например, инвестор хочет приобрести 1/3 компании (акционерного капитала) инвестируя 1 млн долл., следовательно, послеинвестиционная стоимость компании равна 3 млн долл., а доинвестиционная – 2 млн долл. Допустим, компания имеет 500 тыс. акций, тогда стоимость одной акции равна 4 долл. (2 млн долл./500 тыс.).

Таким образом, окончательная стоимость размещения определяется вследствие

переговоров между компаниями и привлеченными андеррайтерами. В случае предложения по установленной стоимости ведущий организатор-андеррайтер имеет доступ к ограниченной оценке спроса и ожидаемой оценке со стороны инвесторов. При размещении по методу формирования книги заявок андеррайтеры-организаторы размещения проводят широкий маркетинговый опрос для того, чтобы определить мнения потенциальных инвесторов в отношении стоимости и спроса на ценные бумаги, предлагаемые компанией.

На практике существуют два подхода оценки бизнеса компании, которые используются андеррайтерами при принятии участия в тендере на роль ведущего организатора IPO, а также при первой оценке стоимости бизнеса компании (рисунок).



Два подхода оценки компании

Ответы на данные вопросы дают примерное значение стоимости, по которой акции компании будут торговаться на фондовом рынке после проведения IPO и которую заплатил бы потенциальный инвестор, желающий купить 100 % акций компании.

В случае сравнительного анализа с компаниями-аналогами, прогнозируемый ко времени проведения IPO чистый доход на акцию (E) умножается на среднее соотношение стоимости акций к доходу (P/E) для сопоставимых компаний-аналогов [2]. Сравнительная оценка является наиболее примитивным и известным методом оценки стоимости акций компании. В соответствии с данным способом сравниваются несколько финансово-операционных показателей и мультипликаторов компании с такими же показателями сравнимых публичных компаний, акции которых котируются на бирже. Такой подход достаточно прост с точки зрения расчетов и особенно полезен в том случае, если на рынке работают несколько действительно сравнимых компаний и рынок дает правильную оценку подобных компаний [3]. Очень важно для сравнения отобрать действительно подходящие компании, что зачастую бывает достаточно сложно. В идеальном варианте при выборе компа-

ний-аналогов необходимо подбирать зрелые и ликвидные предприятия и ориентироваться на размер компании и перспективы роста, рентабельность, ассортимент выпускаемой продукции, рискованность бизнеса, взаимодействие с поставщиками и покупателями. Характеристики компаний-аналогов должны соответствовать профилю, к которому стремится компания к моменту выхода на IPO. На практике андеррайтеры при выборе компаний-аналогов для включения в группу сравнимых компаний сконцентрируются на следующих параметрах: размер и перспективы дальнейшего роста, рискованность бизнеса компании, специализация производимых товаров, клиентская база, география деятельности, текущая и будущая рентабельность и др. Кроме того, андеррайтеры используют собственное профессиональное суждение при выборе правильного мультипликатора (финансового показателя) для определения диапазона оценки бизнеса компании.

Существуют разные виды мультипликаторов, которые могут быть использованы для сравнения стоимости компаний и которые можно разделить на две группы [5].

Первая группа мультипликаторов нужна для общего применения, они могут быть использованы любой компанией вне

зависимости от отрасли, в которой она ведет свою деятельность. Среди основных мультипликаторов первой группы можно выделить следующие показатели:

– price/earnings, P/E – рыночная капитализация компании/чистая прибыль компании;

– price/EBIT (earnings before interest and tax) – рыночная капитализация компании/прибыль до вычета процентов и налога на прибыль;

– price/bookvalue – рыночная капитализация компании/балансовая стоимость компании, т.е. рыночная стоимость акций/балансовая стоимость акций (marketvalue/bookvalue).

– enterprise value/EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) – стоимости компании с учетом всех источников ее финансирования/прибыль до вычета расходов по процентам, уплаты налогов и амортизационных отчислений.

– enterprise value/revenues or sales, EV/Revenues – стоимость компании с учетом всех источников ее финансирования /валовая выручка.

Первые три из вышеприведенных показателей дают оценку стоимости акций компании, т.е. рыночной капитализации компании. Последние два базируются на оценке бизнеса компании и дают оценку стоимости акций с учетом стоимости долга и обязательств компании. Существует много других рыночных финансовых показателей, которые применяются при оценке компаний.

Вторая группа финансовых показателей является отраслевыми мультипликаторами, которые применяются для компаний, действующих в конкретной отрасли, например, P/NAV – для девелоперов, P/subscriber – для интернет-провайдеров и сотовых операторов, P/Запасы и P/Резервы – для промышленных компаний.

В конечном счете конкретные данные показатели корректируются и рассчитываются на основе профессионального экспертного мнения аналитиков инвестиционных банков. Например, можно поправить полученные мультипликаторы по аналогам, если базироваться на возможных перспективах роста бизнеса компании, не находящего отражения в мультипликаторах по зрелым торгующимся компаниям-аналогам.

Еще одним известным способом оценки акций при выходе на IPO является оценка по методу дисконтированных денежных потоков (с англ. discounted cash flow). В целом оценка компании в процессе IPO не отличается от оценки в других ситуациях. Однако на практике ввиду того, что на IPO выходят

молодые развивающиеся компании, которые работают в высокотехнологичных областях, историческая бухгалтерская информация имеет ограниченное значение при прогнозировании будущей чистой прибыли и денежных потоков.

Оценка акций с использованием денежных потоков (cash flow, CF) проводится андеррайтером, когда тот уже выбран эмитентом на роль организатора IPO. Такая процедура является стандартной процедурой построения финансовых моделей, а также расчета денежных потоков. Метод дисконтированных денежных потоков основан на теоретическом фундаменте, поэтому многие специалисты и аналитики полагают, что оценка по методу дисконтированных денежных потоков является самым надежным показателем при оценке стоимости бизнеса организаций. На практике применение данного метода часто ограничено, так как бывает трудно оценить будущие денежные потоки (cash flow, CF) и точный коэффициент дисконтирования. В странах СНГ оценка стоимости компании данным методом затрудняется тем, что рынок СНГ является развивающимся, и зачастую очень сложно делать надежные и точные прогнозы.

Следующие шаги позволяют получить оценку компании с помощью метода дисконтированных денежных потоков:

1. Прогнозирование будущих денежных потоков в течение следующего цикла развития компании или, по крайней мере, ближайших пяти лет. Если прогноз сделан на основе финансовой отчетности компании, следует внести соответствующие корректировки для учета амортизации, износа, капиталовложения и изменений оборотного капитала.

2. Оценить стоимость компании в пост-прогнозный период (например, остаточную стоимость).

3. Применяя соответствующую ставку дисконтирования, необходимо подсчитать чистую приведенную стоимость (NPV) всех денежных потоков (CF).

4. Добавить избыточные денежные средства или эквиваленты (например, ликвидные ценные бумаги) и стоимость неоперационных активов для получения стоимости компании (EV).

5. Отнять текущий долг и обязательство компании для определения стоимости акционерного капитала компании.

Свободный денежный поток, используемый в методе дисконтирования денежных потоков, рассчитывается на основе информации, которая содержится в финансовой отчетности компании. На практике аналитики в области корпоративных

финансов прогнозируют денежные потоки компании на пять-шесть лет вперед.

Формула для расчета свободного денежного потока компании:

1. Скорректированная операционная прибыль (net operating profit after tax, NOPAT) = Прибыль до учета процентов и налога на прибыль (EBIT) минус сумма налога на прибыль, применяемая к EBIT (произведение EBIT и максимальной ставки налога на прибыль компании).

2. Свободный денежный поток = Скорректированная операционная прибыль (netoperatingprofitaftertax, NOPAT) плюс расходы в неденежной форме, в частности, амортизация и износ минус капиталовложения минус увеличение (уменьшение) неденежных статей оборотного капитала.

Свободный денежный поток представляет собой денежные средства, которые теоретически могут быть выплачены владельцам капитала, как кредиторам, так и акционерам. Расчет стоимости компании по методу дисконтированных денежных потоков начинается именно с расчета свободных денежных потоков (cashflow).

При дисконтировании прогнозируемых денежных потоков специалисты должны использовать стоимость капитала (cost of capital), которая рассчитывается как сумма (в процентном исчислении), которая компания должна «уплатить» владельцам капитала, т.е. акционерам. Каждый источник финансирования имеет свою стоимость, при этом стоимость акционерного капитала традиционно выше стоимости долга.

Наиболее популярный феномен при IPO – это недооценка в момент размещения акций. Недооценка (от англ. underpricing) определяется как рост котировок акций компаний в первый день торгов (цена закрытия первого дня минус цена предложения, помноженная на количество акций, проданных инвесторам). Если для инвесторов недооценка акций является прямым путем для построения выигрышных стратегий, то для компаний, которые размещают акции, это потери, так как акции продаются по стоимости ниже, чем могли бы (т.е. ниже справедливой стоимости). Различные эмпирические исследования показывают, что недооценка акций и размер сверхдоходности в первые торговые дни зависят не только от действий эмитента и андеррайтера и других участников IPO, но также от характеристики компаний, макроэкономических и других различных факторов.

Важно отметить, что процедура ценообразования состоит из различных факторов, в том числе рыночных, финансовых

и нефинансовых. Компании не всегда могут повлиять на такие рыночные и макроэкономические факторы, как конъюнктура рынка, доходность в различных сегментах рынка, динамика роста различных секторов, возможности инвесторов и т.д. Компании могут лишь выбрать удачный момент для проведения IPO.

Финансовые факторы объединяют такие важные при проведении IPO показатели, характеризующие развитие компании, как:

- финансовый и операционный рычаг;
- текущий и прогнозируемый уровень затрат;
- фактические и прогнозные темпы роста выручки;
- различные показатели рентабельности (ROA, ROI, ROE);
- средневзвешенная стоимость капитала (WACC);
- инвестиции в активы компании;
- свободный денежный поток (FCF).

На стоимость компании также оказывают влияние нефинансовые или нематериальные факторы, оценка которых затруднена ввиду вероятного субъективизма. Аналитики предложили индекс создания стоимости (от англ. Value Creation Index — VCI), который рассчитывается компанией Ernst&Young на основе таких нематериальных факторов, как исследования и инновации, способность привлекать и удерживать кадры, сотрудничество и связи, качество оперативного управления, продуктов и услуг, воздействие на окружающую среду, инвестиции в создание и развитие бренда, технологии и удовлетворение потребностей клиентов. Увеличение значения индекса должно повлечь за собой рост рыночной капитализации компании. На основе корреляционно-регрессионного анализа было установлено, что 10% рост индекса ведет к росту рыночной капитализации на 5 процентов (с учетом финансовых факторов).

Заключение

Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод, что для управления своей капитализацией компании должны сосредоточить свои усилия на повышении качества корпоративного управления и оптимизации своей деятельности. Также определенное влияние на принятие решения инвесторами могут иметь исторические данные компании, в том числе и финансовые.

Таким образом, оценка компании является отправной точкой при установлении цены размещения при проведении IPO. На практике много случаев, когда компании, которые ничего не стоили с точки зрения оценки по методу дисконтированных денежных потоков, во время IPO

демонстрировали рыночную капитализацию в миллионы долларов. Однако аналогично рынок может иногда недооценивать компании.

Инвестиционные банки (андеррайтеры), которые вовлечены в размещение, будут совершенствовать свою оценку уже на начальных стадиях процесса IPO. Комплексная проверка компании часто дает полезную информацию в отношении ее стоимости. Но, как отмечалось, самое большое влияние прежде всего на установление цены размещения при IPO оказывают спрос и предложение.

Список литературы

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов // Альпина Бизнес Букс. – 2008.
2. Информационно-деловой журнал о теории и практике международных и национальных стандартах. – URL: <http://www.gaap.ru>.
3. Напольнов А.В. Оценка акций компании и динамика их курсовой стоимости после IPO // Методический журнал «Инвестиционный банкинг». – 2012. – № 2.
4. Риттер Дж. Р. Средняя отдача в Европейских и не Европейских IPO. Университет Флориды. – 2009.
5. Теплова Т.В. Инвестиции: учебник для бакалавров. – М.: Издательство Юрайт; ИДЮрайт, 2011. – 724 с.
6. Толстель М.С. Первоначальное публичное предложение акций // Аналитический журнал «Управление в кредитной организации». – 2010. – № 5.
7. Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии // Альпина Бизнес Букс. – 2011.
8. Эшуорт Г., Джеймс П. Менеджмент, основанный на ценности. – М.: Инфра-М, 2010.

References

1. Damodaran A. Investment Valuation. Tools and techniques for the evaluation of any assets // Harvard Business Review, 2008.
2. Information-business magazine about the theory and practice of international and national standards URL: <http://www.gaap.ru>.
3. Napolnov A.V. Valuation of shares of the company and the dynamics of their market value after the IPO // Methodical magazine «Investment Banking». 2012. no. 2.
4. Ritter J.R. Average First Day Return on European and non-European IPOs. University of Florida. 2009.
5. Teplova T.V. Investment: a textbook for undergraduate. M.: Publishing Yurayt; Foreign Yurayt, 2011. 724 p.
6. Tolstel M.S. Initial Public Offerings // analytical magazine «Managing credit institution». 2010. no. 5.
7. Chirkova E. Evaluation business along the lines // Harvard Business Review, 2011/
8. Eshworth G., James P. Management, based on valuation // INFRA-M, 2010.

Рецензенты:

Хазанович Э.С., д.э.н., профессор кафедры «Экономика и финансы» автономной некоммерческой организации Высшего профессионального образования «Евразийский открытый институт», г. Москва;

Ряховский Д.И., д.э.н., доцент, первый проректор Автономной некоммерческой образовательной организации высшего профессионального образования «Институт экономики и антикризисного управления» (АНОО ВПО ИЭАУ), профессор кафедры «Экономика и финансы» АНОО ВПО ИЭАУ, г. Москва.

Работа поступила в редакцию 05.12.2013.