

Размещение обязывает

Сегодня в России, наверное, уже не осталось уважающей себя компании – хоть национальной, хоть региональной, – которая бы не планировала в ближайшей перспективе выйти на IPO. Не остались в стороне от этого процесса и оценщики. Оценка бизнеса "в целях IPO" сейчас так же популярна, как несколькими годами ранее оценка "в целях перехода на МСФО".

Бумажный бум

Конференции, посвященные размещению российскими компаниями акций на крупнейших мировых биржах, стали обыденным событием в российской деловой жизни. Интерес к этим форумам умело подогревается российскими и зарубежными консультантами и инвесторами, а также торговыми площадками, зазывающими эмитентов. Не остается в стороне от этого процесса и Федеральная служба по финансовым рынкам.

А все потому, что в настоящее время первичное публичное размещение акций (IPO) -- один из наиболее реальных и эффективных механизмов привлечения средств как для молодых компаний, стремящихся к получению нового капитала, так и для брэндовых структур, чьи инвесторы заинтересованы в выходе из участия в капитале и реализации прибыли на свои инвестиции.

Елена Чиркова, директор департамента корпоративных финансов Deloitte: Безусловно, Россия сейчас переживает период бума. Многие размещения проходят по аномально высоким ценам. Так, например, акции группы "Черкизово" были размещены по мультипликатору "стоимость бизнеса--прибыль до амортизации, процентов и налогов (EBITDA)", равному 22. Вы никогда не получите подобную оценку такого бизнеса "по модели", если он умеренно растущий. Скорее всего, расчетный показатель не превысит 10-15. Характерно, что подобная цена была достигнута усилиями российских инвестиционных банков, тогда как, например, Morgan Stanley отказался от участия в размещении из-за несогласия с ценой размещения, требуемой эмитентом.

Недооценка бизнеса

Компания принимает решение о выходе на IPO, когда начинает осознавать, что стоимость бизнеса для нее – гораздо более существенный источник благосостояния, чем текущая прибыль. В этот момент меняются приоритеты и стратегии ее развития.

Конечно, как это часто бывает, для многих компаний IPO так и останется радужными перспективами, однако другие уже вышли на биржевые площадки. Причем некоторые компании в результате IPO оказались недооценены. С чем это связано? Существует несколько гипотез.

Дарья Грищенко, руководитель отдела инвестиционного консалтинга компании "Брокеркредитсервис Консалтинг": *Одна из причин того, что компании выходят на IPO недооцененными, причем зачастую намеренно, связана с необходимостью подогреть интерес инвесторов к своим акциям, дать возможность рынку разогнаться, что уже в первый день может привести к "выстрелу" торгов. Причем стоимость может быть занижена как организаторами выпусков, так и самим эмитентом по вполне понятным причинам: при справедливой оценке размещения спрос на акции компании будет значительно ниже, чем при определенном дисконте к справедливой стоимости акций. Ведь одна из основных целей инвестора -- приобрести бумаги, которые имеют хороший задел для роста в дальнейшем. В свою очередь, дисконт -- естественный механизм создания массового спроса на бумаги среди инвесторов, что существенно поднимает шансы проведения успешного IPO и распределения бумаг среди широкого круга институциональных инвесторов. Как одно из следствий перечисленных факторов -- эмитент имеет ликвидность рынка своих бумаг.*

Что же касается непосредственно котировок, то недооцененность акций формирует потенциал дальнейшего роста. Причем через совокупность составляющих стоимости компании можно управлять движением котировок. Наиболее действенным с точки зрения управления ожиданиями инвесторов становится ряд нефинансовых факторов, в том числе информация, выходящая на рынок, способная вызвать как рост (и как минимум компенсировать дисконт, заявленный компанией при размещении), так и падение курсов. Поэтому эмитенту очень важно вести грамотную политику investor relations не только перед IPO, но и после размещения своих акций, чтобы снизить риски по недооценке компании уже во время их обращения на бирже.

Елена Чиркова: *Что касается недооценки в ходе IPO, то мне симпатично одно довольно простое объяснение: инвесторы, вкладывающиеся в акции при покупке IPO, несут повышенные риски по сравнению с покупкой давно обращающихся бумаг, за что должны быть компенсированы дополнительной доходностью. Кстати, первые котировки еще нельзя назвать настоящей рыночной ценой на акции. Во-первых, потому, что держатели крупных пакетов акций связаны по рукам и ногам, они не имеют права продавать свои пакеты после IPO в течение 6-12 месяцев, чтобы не обвалить котировки. Их связывает организатор размещения. В противном случае владельцы крупных пакетов, зная о феномене недооценки, старались бы продать как можно меньше акций в ходе IPO и как можно больше – после, что привело бы к падению цен акций после IPO. Если бы это продолжалось систематически, умер бы сам рынок первоначальных размещений.*

Во-вторых, в первые месяцы после начала котирования банк-андеррайтер стабилизирует котировки – скупает с рынка акции, если спрос на них падает, и продает дополнительные, специально зарезервированные пакеты, если спрос растет. И только через шесть месяцев–год открытых торгов можно говорить о возникновении подлинной рыночной цены.

Таким образом, оценка в ходе IPO мигрирует от оценки по денежным потокам к коридору возможных цен, цене размещения, цене в первый день торгов и, наконец, рыночной цене.

Инструмент для выхода

Как известно, стоимость акции на фондовом рынке, а следовательно, и капитализация компании формируются спросом и предложением сторон--участниц рынка. Публичная стоимость акций, а соответственно, и капитализация компании зависят от внешних факторов. Например, от времени размещения и конъюнктуры фондового рынка; привлекательности отрасли и ценовой конъюнктуры; планов конкурентов по размещению; круга заинтересованных инвесторов; степени подготовки, качества и достоверности операционной и финансовой информации.

Очевидно, что капитализация компании зависит и от внутренних факторов. Знание механизмов, определяющих внутреннюю стоимость компании, позволяет разработать и внедрить план мероприятий по максимизации стоимости (этот процесс должен происходить неразрывно с работой над факторами, влияющими на капитализацию компании).

Таким образом, именно независимая оценка бизнеса как совокупность всех его составляемых – основа не только для принятия решения о направлениях его совершенствования, но и для представления компании на рынках капитала (определения цены акций на рынке). Независимая оценка бизнеса для собственника сегодня становится системой страхования рисков бизнеса, рисков неэффективного вложения средств при привлечении ресурсов в процессе IPO.

Екатерина Демина, начальник управления корпоративных финансов компании "РСМ Топ-Аудит": *Оценка бизнеса, реализуемая независимым оценщиком, должна предоставить возможность сегодняшним акционерам компании осознать сегодняшнее положение дел в компании, финансовые проблемы, проблемы управления компанией,*

перспективы бизнеса в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Отчет об оценке бизнеса, основанный на требованиях международных и российских стандартов оценки, сегодня состоит из ряда разделов, каждый из которых при условии их продуманности в отдельности и взаимосвязи между собой открывает сегодняшнему собственнику картину его бизнеса и заставляет его оценить перспективы выхода на открытые рынки капитала и возможные риски вложения средств в процесс привлечения ресурсов. В данном случае речь идет не только о том, что качественный отчет независимого оценщика раскроет проблемы, которые повлияют на результаты отчетности, предоставляемой по МСФО, или укажет на вопросы, внимание на которые будет обращено в процессе процедуры due dilligence. Оценка бизнеса должна стать контрольной процедурой проверки бизнеса компании с точки зрения представления акционерам реальной картины его сегодняшнего состояния, его финансовых, структурных, управленческих проблем, перспектив его развития, его выживаемости в микро- и макроэкономических условиях.

Как известно, существует три общепринятых метода оценки – затратный (по активам), доходный (по дисконтированным денежным потокам) и сравнительный (по рыночным мультипликаторам компаний-аналогов).

Елена Чиркова: *В применении к публичным компаниям доходный и сравнительный методы дают близкие результаты в случае, если ситуация на рынке нормальная. Он не перегрет, но и не подвержен панике – словом, на море штиль, сделки не заключаются под принуждением срочно размещаться или закрывать позиции. В период бума на фондовом рынке цены акций могут существенно отклоняться в большую сторону от справедливых, то есть рассчитанных по денежным потокам, стоимостей, в период панического бегства инвесторов, наоборот, проваливаться вниз. Кстати, большинство эмитентов стараются проводить размещения на "горячем" рынке, а в периоды стагнации рынок IPO умирает. Этот факт статистически подтвержден.*

Сотрудничество с независимыми оценщиками и умение использовать результаты работы оценщика в качестве критериев для принятия управленческих решений – необходимая предпосылка для успешного роста бизнеса. Владельцы компаний, используя стоимостную оценку – важный инструмент ведения бизнеса, могут достигать устойчивого уровня прибыли, улучшив бизнес и позиционируя его так, чтобы повысить его стоимость перед IPO. Но как найти хорошего оценщика?

Елена Петровская, исполнительный директор Ассоциации российских магистров оценки: *При заключении договора на оценку заказчика прежде всего должна насторожиться низкая стоимость работ. Например, оценка стоимости бизнеса предполагает аналитическое исследование всех аспектов деятельности предприятия, включая организацию управления, технологию производства, финансовые потоки, налоговое бремя, разработку различных сценариев развития, анализ рисков. Такая работа не может стоить дешево в принципе.*

Критерием для выбора профессиональной оценочной компании может стать в первую очередь ее опыт и известность на рынке. Столь же важным критерием является наличие в компании специалистов, профессионализм которых подтвержден прошлыми работами, публикациями. Помимо основных дипломов квалифицированный оценщик имеет, как правило, ряд сертификатов и дипломов о прохождении курсов, тренингов, владении различными методиками оценки.

Средством страхования от некачественных работ является прописанный в договоре пункт об обязательном получении оценщиком положительной экспертизы на его отчет саморегулируемой организации оценщиков, членом которой является данный оценщик. Это позволит сократить сроки проведения работ по всему циклу "оценка плюс экспертиза".

Оценка влияния

Итак, в процессе IPO теоретические представления о том, сколько бизнес может стоить "по модели", встречаются с тем, сколько за него готовы платить инвесторы. Как же все-таки оценка влияет на рыночные котировки?

Елена Чиркова: Результаты финансового моделирования служат основой для определения предварительно устанавливаемого коридора цен, о котором может идти речь при размещении. Затем потенциальная цена размещения корректируется на основе предварительного интереса инвесторов. Фактическая цена акций при размещении складывается так, чтобы в какой-то степени сбалансировать спрос и предложение на акции, хотя это удается не всегда. Не исключено, что спрос будет существенно превышать предложение даже при верхней границе коридора и наоборот -- покупателей будет недостаточно даже при размещении по нижней границе. Я была свидетелем случая, когда одна из российских компаний докладывала об успехе своего IPO так: "Спрос на наши акции превышал предложение в восемь раз!" Это, друзья, скорее не успех, вы могли выручить за свои акции гораздо больше.

После размещения акции начинают свободно котироваться, и возникает еще одна цена – цена первого дня торгов. На западных рынках она, как правило, выше, чем цена размещения. Посчитано, например, что на американском рынке недооценка при IPO по отношению к цене в момент начала котирования в среднем составляет 16-17%. Удивительно, но на российском рынке такая тенденция пока не проглядывается.

Оценка рисков

По словам экспертов, сегодня в большинстве оценочных отчетов разделы, связанные с анализом макроэкономики, роли и места оцениваемого бизнеса в российской экономике, финансово-экономической деятельности компаний, представлены в отрыве от собственно оценочной части. А это приводит к игнорированию рисков, возникающих при прогнозировании денежных потоков.

Риски, возникающие при оценке предприятия затратным подходом (методом чистых активов), связаны с корректностью и глубиной проведения финансового анализа; сравнительным подходом – с полнотой и доступностью аналогов и корректностью проведения поправок. При оценке стоимости доходным подходом можно выявить и разделить параметры, влияющие на денежный поток, на несколько групп и оценить их влияние на итоговый результат оценки свободного денежного потока (FCFE): выручка предприятия; себестоимость производства и неоперационные расходы; капитальные вложения и инвестиции; оборотный капитал; ставка дисконтирования.

Екатерина Демина: Сегодня наш опыт свидетельствует, что качественный и, главное, прикладной для заказчика результат можно получить не просто методом формальной группировки статей баланса, а при анализе причин и условий возникновения на балансе каждого остатка. Мы считаем (и в этом контексте вместе с нашими экспертами перестраиваем традиционные взгляды), что именно оценщики, являющиеся эксклюзивными специалистами с точки зрения понимания бизнеса в целом, могут и должны в процессе оценки, привлекая юристов, аудиторов, специалистов в области налогообложения, обнаружить проблемы, имеющиеся на предприятии и влияющие на перспективы развития и стоимость бизнеса. Это означает, что профессиональные оценщики должны постоянно расширять кругозор. Они не должны уметь решать потенциальные технические, налоговые или управленческие задачи, но они должны чувствовать возможность их возникновения, увидеть моменты возникающей опасности в текущей деятельности компании и в ее будущем, ради которого сегодня рассчитывается стоимость бизнеса, принимается решение о привлечении средств для будущего развития.