

Кейс-Стади по предмету «Оценка и управление стоимостью бизнеса»

(составитель С.В.Валдайцев)

Мажоритарные акционеры на заседании совета директоров алюминиевого завода оживленно обсуждают проект стратегического плана акционерного общества, чьи единственным материальным активом является этот завод. Для всех акционеров первейшим приоритетом является рост рыночной стоимости компании и их долей в ней.

До сих пор компания производила и продавала прокат алюминия. Технологическое оборудование находится в рабочем состоянии, и необходимость его модернизировать в обозримом будущем отсутствует. У компании есть стабильные заказчики из России (70% продаж) и Украины (30% продаж). Портфель заказов обеспечивает стопроцентную загрузку предприятия до конца следующего года. Среднегодовая выручка от продаж (без налога на добавленную стоимость) за предыдущие 4 года (в текущих ценах) составила 30 млрд. руб. Переменные издержки в среднем в год были 17 млрд. руб. (тоже в текущих ценах), постоянные – 8 млрд. руб. Среднегодовая чистая прибыль равнялась 3,3 млрд. руб., показатель EBITDA равнялся 4,7 млрд. руб. Ранее бравшиеся для технического перевооружения долгосрочные кредиты погашены.

С учетом названных выше в целом положительных финансовых результатов часть мажоритарных акционеров настаивает на продолжении наложенного бизнеса.

Другая часть акционеров не удовлетворена сравнительно низкой рентабельностью продукции и отчетливо циклическим характером изменения рыночных цен на алюминий и прокат алюминия. Они предлагают вертикально («вверх») интегрировать компанию и вместо алюминиевого проката освоить производство колеса для легковых и коммерческих автомобилей и компоненты для них (диски, крепления и пр.). При этом используя в качестве материала собственного изготовления слябы из упрочненного алюминия.

Чтобы осуществить эту идею, компании придется:

- внедрить технологии выплавки упрочненного алюминия (добавляя к составу регулярно используемых покупных ресурсов соответствующие присадки),
- заказать, приобрести, смонтировать и наладить новое специальное штамповочное оборудование,
- освободить помещения, занимаемое в настоящее время оборудованием для холодного проката алюминия,
- переподготовить местный персонал.

Главный аргумент тех, кто предлагает перепрофилировать завод на производство автомобильных колес и компонентов для них, состоит в том, что емкость отечественного и местного (регионального) рынков таких товаров быстро растет. Они говорят, что:

- на этих рынках пока есть и будет быстро увеличиваться «свободная ниша» – следовательно, ее надо, мол, как можно быстрее занимать,
- в силу того, что речь при этом идет быстро растущем рынке, можно рассчитывать на то, что и рентабельность продукции, и рентабельность инвестиций по подготовке выхода на подобный рынок будут серьезно выше, чем на насыщенном рынке проката из алюминия,
- логистика продаж для компании по предлагаемому новому для фирмы продукту будет гораздо лучше, чем по алюминиевому прокату, потому что завод компании расположен всего на расстоянии около 100 км. от Санкт-Петербурга (и на путях к Москве и центральным регионам России), а только в этом городе построено и расширяются 5 заводов промышленной сборки легковых автомобилей и намечается строительству еще двух заводов по промышленной сборке грузовых и коммерческих автомобилей,
- освоение новых рынков сбыта, закрепление клиентуры позволит в будущем расширить «продуктовую линейку» для тех же крупных корпоративных клиентов (это, по сути, так называемый встроенный реальный опцион на расширение проекта) и он имеет свою самостоятельную ценность.

Если указанный опцион реализовывать, то можно рассчитывать как минимум на 7% в среднем роста ежегодных продаж закрепленной клиентуре в течение неопределенно длительного времени. Однако это потребует ежегодных дополнительных инвестиций в диверсификацию своей продуктовой линейки» в размере примерно по 0,6 млрд. руб. в год.

Те акционеры-члены Совета директоров, кто против обновления продукции завода, напоминают, что для этого нужны большие инвестиции и время на замену оборудования. Мол, в течение этого периода завод должен будет прекратить выпуск продукции и никакого нового производства и продаж не будет – в то время, как постоянные издержки придется продолжать нести.

Один из независимых членов совета директоров также заметил, что если хотеть снизить контрактные риски взаимодействия с крупными корпоративными клиентами и стать в этом отношении сопоставимыми с публичными компаниями отрасли, во 2-м году надо будет потратить около 0,3 млрд. руб. на то, чтобы заказать разработку и внедрение хотя бы системы типа MRP для обеспечения качества менеджмента в компании. При этом затем придется тратить еще по 0,1 млрд. руб. в год на поддержание и модернизацию этой системы.

Что касается возможного финансирования потребных инвестиций, то все участники заседания Совета директоров согласны с тем, что компания сможет обеспечить это финансирование частично – за счет источников самофинансирования и частично за счет получения нового инвестиционного

кредита. В залог под этот кредит могут быть предоставлены недвижимость компании, остающееся оборудование и «казенные» акции компании (рыночная цена последних составляет 0,26 млрд. руб.). Если окажется необходимым, то в крайнем случае акционеры-инициаторы проекта обновления продукции готовы даже под свое поручительство за заемщика заложить в банк соответствующую часть принадлежащих им акций компании-заемщика.

Кредит может быть получен на 3 года со льготным периодом в один год и последующим ежегодным погашением основного тела кредита равными частями. Банк также готов предоставить кредитную линию на 3 года, которую можно использовать траншами. По первому траншу условия те же, что и по обычному трехлетнему кредиту. Последующие транши не будут иметь льготных периодов. Кредитная ставка будет 10% годовых. Поставки самого современного нового оборудования должны быть оплачены авансом.

Прочая информация, относящаяся к предлагаемой инновации содержится в приводимых ниже таблицах.

Таблица 1

Предварительные оценки показателей инвестиционно-финансового процесса при перепрофилировании завода и основные источники его самофинансирования

Общая потребность в инвестициях, млрд. руб.	16,5 ¹
Срок поставки нового оборудования, годы ²	0,9
Продолжительность демонтажа заменяемого оборудования, годы	0,5
Время на ликвидацию заменяемого оборудования, годы	0,12
Длительность монтажа и наладки нового оборудования, годы	0,2
Рыночная стоимость заменяемого оборудования, млрд. руб.	10,4
Ликвидационная стоимость заменяемого оборудования, млрд. руб.	2,8
Портфельные инвестиции и отзывные банковские депозиты компании, млрд. руб.	0,3

¹ Включая 0,5 млрд. руб. на монтаж и наладку нового оборудования.

² Условие поставки – DDP-завод заказчика

Таблица 2

**Целевые параметры предлагаемой инновации
(без учета реализации встроенного опциона по расширению проекта)**

	1-й год	2-й год	3-й год и далее, в среднем в год average per year
Выручка от продаж (без учета налога на добавленную стоимость и транспортного налога), млрд. руб.	0	14,1	50,0
Переменные издержки, млрд. руб.	0	7,2	28,6
Постоянные издержки, без учета амортизации, но с учетом налогов на имущество и недвижимость, млрд. руб.	0	8,6	11,3
Плановая операционная прибыль, млрд. руб.	0	5,3	8,1

Примечание

Обязательные платежи в пенсионный фонд, фонды социального и медицинского страхования учтены в заработной плате основного производственного и прочего персонала, которые принимались в расчет при исчислении переменных и постоянных издержек. К заработной плате персонала прибавлялись (без начисления указанных платежей) и премии (вопрос: правильно ли это?).

Совет директоров не способен принять решения из-за возникшей горячей дискуссии и примерно равного распределения голосов в Совете. Совет директоров решает обратиться к консалтинговой фирме, вынося на аутсорсинг обоснование наилучшего решения и соответствующие сравнительные расчеты.

Вся остальная необходимая информация должна консультантами быть взята из Интернет-ресурсов и иных внушающих доверие опубликованных источников. Это, в частности, касается информации о:

- ценах на алюминиевый прокат,
- прочих ценах, емкостях рынков, долях на рынках, арендных ставках и их прогнозах,
- процентных ставках и адекватных ставках дисконтирования (коэффициентах капитализации),
- соответствующих технологиях, оборудовании,
- макроэкономических и финансовых показателей и прогнозах,
- и т.п.

Поработайте за консультационную фирму!

Может быть, вам удастся найти иные разумные решения сложившейся ситуации и варианты стратегического бизнес-плана компании. Разработайте его!

Сделайте добротную подготовленную презентацию вашего консалтингового решения и заключения!

Представляемый материал должен содержать:

- презентация не более, чем на 15 минут с использованием слайдов в формате Microsoft Power Point,
- пояснительную записку в формате Microsoft Word и
- соответствующие таблицы Excel, «вызывая» которые на экран можно будет доказать, что вы правильно считали (все используемые формулы, с пояснениями, должны быть в пояснительной записке).

От консалтинговой фирмы ждут, что она применит все современные методы моделирования бизнеса и его оценки. Однако также ожидают, что консалтинговые специалисты будут осторожны и реалистичны в своих оценках, будут специально оговаривать те допущения, которые делают, будут скорее стремиться к интервальным, а не «точечным» (квazиточным) оценкам.

В результате все же заказчики консалтинга рассчитывают получить в свое распоряжение конкретные цифры по поводу того, на какой уровень справедливой рыночной стоимости выйдет компания в случае реализации того или иного стратегического управленческого решения.

Любой новый проект компании в силу некоторых определенных обстоятельств (включая его утверждение на внеочередном общем собрании акционеров и подготовку этого собрания) может быть начат только к концу ноября текущего календарного года.

Если вам не хватает какой-то информации, ищите в вызывающих доверие источниках! Избегайте ссылок на неких экспертов!

Помните, самое главное для всех главных акционеров компании – добиться существенного повышения ее рыночной стоимости!

Тем не менее, при прочих равных (если это не обусловит резкого увеличения стоимости компании), акционеры не хотели бы лишаться дивидендов в ближайшем будущем, так как никто из них пока не планирует продавать свою долю в компании.

Некоторые «подсказки»:

1. Чтобы локализовать рассматриваемую компанию (это важно!), вспомните или узнайте, на какой покупной ресурс приходится почти половина прямых затрат в себестоимости выплавки алюминия!

2. Если вам удастся установить, что же за конкретная российская компания имеется в виду, то ориентируйтесь не на то, как она поступила в конкретном случае, а на то, как развивались другие российские компании,

где доминирующим акционером было то же лицо (юридическое с тем или иным физическим лицом в качестве конечного бенефициара)!

3. Обратите внимание на разницу между планируемыми по проекту операционным денежным потоком и операционной прибылью! Объясните ее для себя и сделайте соответствующий вывод!

4. Не забывайте о моделях EVA и ROV, а также о стандартной и модифицированной моделях капитализации по Гордону!

5. Будьте осторожны по поводу планов финансировать в ближайшие годы потребные инвестиции из текущих операционных денежных потоков, потому что это не позволит в эти годы выплачивать акционерам дивиденды (а внутрикорпоративных конфликтов между теми, кто готов от них отказаться ради еще большего увеличения стоимости компании, и теми, кто к этому не готов, следует все же избегать)!

Конец

Догадайтесь, какая непубличная, но реально существующая компания, сталкивалась недавно с описанным в кейс-стади стратегическим выбором! Само собой, все, что касается финансового состояния и финансовых результатов этой компании автор кейс-стади несколько изменил.

Good luck!

Pour les savants et les meilleur etudiants: Vernuenftige Innovationen immer zum Wachstum des Unternehmenswerts positiv eintragen. Niech szanovne panie, panienki i panowie z tego zawsze zdaią sobie sprawę! Ar'igato! Спасибо.