

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации  
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«САМАРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

**Е.А. Кандрашина**

**ПРАКТИКУМ  
(СБОРНИК КЕЙСОВ)  
по дисциплине  
«УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ  
БИЗНЕСА»**

Самара  
Издательство  
Самарского государственного экономического университета  
2019

УДК 658:657.421.32(076)

ББК У9(2)-93я7

К19

**Рецензенты:** кафедра «Мировая экономика и экономическая теория»  
ФГБОУ ВО «ВолгГТУ»  
(зав. кафедрой д-р экон. наук, проф. И.А. Морозова);  
д-р экон. наук, доц. М.Г. Светульников

Издается по решению  
редакционно-издательского совета университета

**Кандрашина, Елена Александровна.**

К19 Практикум (сборник кейсов) по дисциплине «Управление стоимостью бизнеса» [Электронный ресурс] / Е.А. Кандрашина. - Самара : Изд-во Самар. гос. экон. ун-та, 2019. - 1 электрон. опт. диск. - Систем. требования: процессор Intel с тактовой частотой 1,3 ГГц и выше ; 256 Мб ОЗУ и более ; MS Windows XP/Vista/7/10 ; Adobe Reader ; разрешение экрана 1024×768 ; привод CD-ROM. - Загл. с титул. экрана. - № государственной регистрации: 0321903230.  
ISBN 978-5-94622-958-6

Использование кейсов направлено на развитие навыков экономического и стратегического анализа для принятия управленческих решений, а также на овладение методикой построения организационно-управленческих моделей на основе концепции VBM (Value-Based Management - управление, нацеленное на создание стоимости).

В данном сборнике представлены тренинговые кейсы, благодаря которым приобретается опыт анализа структурированных проблемных ситуаций, разработки управленческих решений. Содержание кейсов отражает реальные деловые ситуации в деятельности российских и международных компаний. Кейсы составлены на основе материалов, опубликованных в открытых информационных источниках.

Адресуется участникам образовательной программы «Управление развитием бизнеса» по направлению 38.04.02 «Менеджмент» (уровень магистратуры).

УДК 658:657.421.32(076)

ББК У9(2)-93я7

ISBN 978-5-94622-958-6

© ФГБОУ ВО «Самарский государственный  
экономический университет», 2019  
© Кандрашина Е.А., 2019

## Содержание

Введение.....	4
Корпоративные скандалы.....	8
«Русская аквакультура»: размещение акций.....	19
Кубышка «Сургутнефтегаза» .....	25
Конкурентная стратегия «Сибири» .....	32
«Уралкалий». Смена стратегии .....	42
Модернизация ЦБК.....	54
Разделение корпорации «Крафт Фудс».....	62

## Введение

Кейс-метод для обучения менеджеров впервые был предложен в 20-е гг. XX в. Гарвардской школой бизнеса. Преподаватели попросили успешных бизнесменов подробно описать историю создания своей компании и на основании этих рассказов изложили ситуации («презентовали проблемы»), решения которых находили учащиеся. Применение этого метода стало ключевым механизмом для достижения интеграции экономической теории и практики. Выход в свет в 1965 г. коллективного учебника Гарвардской школы бизнеса «Политика бизнеса: Текст и кейсы» закрепил статус кейс-метода в подготовке менеджеров сферы стратегического управления. Этот метод обучения и сейчас считается одним из самых продуктивных.

В 2010 г. появился термин «адаптивный кейс-менеджмент» (Adaptive Case Management, АСМ). Данная технология позволяет найти эффективное решение поставленной задачи. Для этого применяются наработанные шаблоны, которые адаптируют участников АСМ к конкретной ситуации, т.е. подбирают лучшее из того, что было уже использовано раньше. Обучающимся предлагается осмыслить реальную ситуацию, описание которой, с одной стороны, отражает какую-либо практическую проблему, а с другой - актуализирует определенный комплекс знаний и умений, которые необходимо использовать при рассмотрении представленной ситуации и разрешении проблемы. При этом проблема может не иметь однозначного решения. Таким образом, метод направлен не столько на освоение конкретных знаний и умений, сколько на развитие навыков их применения в конкретных ситуациях, связанных с проведением анализа, с подготовкой и обоснованием управленческих решений.

Кейс-метод - это неигровой имитационный активный метод обучения, основанный на разборе реальных ситуаций, которые имели место

в прошлом. Учебный кейс (от англ. case - «случай») представляет собой специально подготовленный учебный материал, в котором содержится методически структурированное описание таких ситуаций, включающее в себя необходимое и достаточное количество информации для достижения целей обучения. Таким образом, кейс - это инструмент, позволяющий перенести в аудиторию реальную ситуацию, возникшую в той или иной сфере профессиональной деятельности, обоснованное решение которой и предстоит разработать студентам. Кейс привязывает дискуссию в аудитории к реальным управленческим ситуациям, с которыми студентам в том или ином контексте придется столкнуться на практике.

Преимущества кейс-метода по сравнению с традиционными методами обучения:

1) практическая направленность. Кейс-метод позволяет соотнести теоретические знания с практическими ситуациями, требующими их применения;

2) активный формат обучения. Кейс-метод обеспечивает более эффективное усвоение материала за счет высокой эмоциональной вовлеченности и активного участия обучаемых в образовательном процессе. Акцент при обучении делается не на овладение готовым знанием, а на его выработку;

3) формирование конкретных навыков. Кейс-метод позволяет совершенствовать «мягкие навыки» (soft skills), которые являются крайне необходимыми в реальном рабочем процессе. К таковым относятся, во-первых, навыки работы с информацией (анализировать имеющиеся данные, делать гипотезы и предположения, логично и структурированно оформлять полученные результаты); во-вторых, навыки управления бизнесом (искать решения в условиях ограниченного времени и нехватки информации - в бизнесе редко есть возможность выяснить все детали и иметь перед глазами полную картину); в-третьих, навыки работать в команде (участвовать в командной деятельности, формулировать свое мнение, убеждать в нем других людей, искать компромиссы, презентовать выработанное командой решение).

Цель применения кейсов в преподавании дисциплины «Управление стоимостью бизнеса» состоит в обучении студентов на основе опыта

практическому применению теоретических знаний и методических умений, формируемых в рамках изучаемой дисциплины, а также предшествующих дисциплин.

Value-Based Management (наиболее подходящий перевод данного термина - «управление, нацеленное на создание стоимости») - появившаяся в 1990-х гг. концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости. В рамках данной концепции главная цель управления бизнесом определяется как максимизация его стоимости для собственников. Концепция VBM предполагает, что показатель стоимости бизнеса используется менеджерами при принятии стратегических решений, а собственниками - при оценке работы менеджмента.

Использование кейсов в процессе подготовки магистров по направлению 38.04.02 «Менеджмент» в рамках образовательной программы «Управление развитием бизнеса» направлено на развитие владения навыками экономического и стратегического анализа для принятия управленческих решений, методикой построения организационно-управленческих моделей на основе концепции VBM, что подразумевает развитие способностей студентов и индивидуально, и в составе группы:

- анализировать информацию;
- сортировать ее для решения поставленной задачи;
- выявлять ключевые проблемы;
- определять причины их возникновения и возможные пути решения и анализировать их;
- выбирать оптимальное решение.

Кейсы различаются по формату использования и уровню сложности.

В данном сборнике представлены тренинговые кейсы, направленные на приобретение опыта анализа простых и сложных структурированных проблемных ситуаций, на получение навыков разработки управленческих решений.

По формату использования кейсы могут быть охарактеризованы как тематические - они предназначены для разбора на учебном занятии и общей дискуссии; иногда предполагается краткая предварительная подготовка участников. По уровню сложности кейсы являются структурированными, т.е. они включают в себя минимальное количество дополнительной информации. В них заложена определенная модель решения - оптимальное решение может быть одно (при этом оно не всегда может быть реализовано в реальной ситуации), при этом эффективных решений несколько.

## КОРПОРАТИВНЫЕ СКАНДАЛЫ

Кейс основан на эпизодах корпоративной истории крупных международных компаний, связанных с выявлением и переходом в публичную плоскость фактов недобросовестного делового поведения, и посвящен обсуждению влияния таких событий на стоимость бизнеса.

Информационной базой для формирования кейса послужили материалы открытых источников, публикующих деловую информацию.

**Основные понятия.** Главным показателем, характеризующим динамику развития бизнеса публичных компаний, выступает их капитализация.

Капитализация может колебаться под воздействием как внешних, так и внутренних причин. Одна из внутренних причин, вызывающих снижение капитализации компании, - появление публичной информации о нарушениях, допущенных работниками и/или руководством корпорации.

Большинство корпоративных скандалов - событий, связанных с выявлением нарушений в практике бизнеса и получивших широкое публичное освещение, укладывается в одну из трех разновидностей.

Первая - многие люди пользуются пробелами или двусмысленностями в законе. Те, кто оказался фигурантом скандала или приговора, пострадали потому, что либо зашли слишком далеко, либо были выбраны регулятором в назидание для прочих. Ряд (хотя и не все) скандалов с бухгалтерской отчетностью попадает в этот раздел. Бухгалтерия отнюдь не точная наука. Клиенты могут отчаянно нуждаться в том, чтобы аудитор слегка раздвинул границы приемлемого. И так их раздвигают до тех пор, пока компании не приходит конец, а аудитору - штраф.

Вторая категория скандалов - когда корпоративный злоумышленник продает клиентам в лучшем случае бесполезную, а в худшем - вредную для них вещь. Такие компании любят повторять, что решение

о покупке принимают не они, а потребитель. К этой категории относятся, например, продажи ряда финансовых услуг.

Третья категория скандалов называется «все это делают»: если ваша компания не займется тем же, то проиграет в конкуренции. Сюда можно записать все от вроде бы легального, но опасного для репутации перевода центров прибыли в страны с низкими налогами до абсолютно аморальных поступков вроде сокрытия вреда от лекарств, взятки и манипулирования LIBOR<sup>1</sup>.

В условиях отделенности собственности от управления вопросы качества корпоративного менеджмента становятся для инвесторов важным фактором при принятии решений о вложении средств в акции тех или иных компаний, а значит, корпоративное управление все в большей степени становится самостоятельным и значимым драйвером стоимости корпораций.

**Постановка проблемы.** В 2015 г. компания **Volkswagen** (VW), крупнейший мировой автопроизводитель, признала мошенничество при проведении тестов на измерение уровня выхлопных газов своих дизельных двигателей в США и Европе. Скандал стоил бывшему генеральному директору концерна Мартину Винтеркорну работы, во многих странах власти начали расследования в отношении компании.

Неприятности Volkswagen начались в пятницу 18 сентября, когда Агентство по охране окружающей среды США раскрыло информацию о том, что концерн использовал программные методы для занижения показателей во время тестирования автомобилей с дизельным двигателем на выбросы вредных веществ.

Уже 22 сентября 2015 г. агентство Bloomberg со ссылкой на источники сообщило, что министерство юстиции США начало расследование действий компании, по итогам которого Volkswagen могут быть предъявлены уголовные обвинения. Слушания по делу планируется провести в Конгрессе США.

Также о начале проверки автомобилей компании объявило правительство Германии. Министр экономики земли Нижняя Саксония (крупнейший акционер Volkswagen с 20% голосующих акций) Олаф Лис

---

<sup>1</sup> LIBOR (London Interbank Offered Rate) - лондонская межбанковская ставка предложения. Она определяется как средневзвешенная процентная ставка по кредитам на Лондонском межбанковском валютном рынке.

призвал к всеобщей проверке, которая бы затрагивала и других автомобилестроителей.

В понедельник цена бумаг Volkswagen рухнула почти на 20%: со 163 до 132 евро за акцию. В ходе торгов во вторник падение составляет также порядка 20%, а акции торгуются на отметке 107 евро. Таким образом, за два дня капитализация компании рухнула на треть: с 77 млрд до 52 млрд евро.

VW признал, что продал в мире 11 млн автомобилей с такими закладками в ПО. Регулятор пригрозил концерну штрафом в размере 18 млрд долл., VW зарезервировал 6,5 млрд евро - а это треть свободных средств компании - на устранение проблем и создал комиссию по расследованию ситуации.

Больше всего дизельных машин в мире продает как раз VW (2,44 млн в 2013 г.), хотя они составляют лишь четверть продаж компании.

В апреле 2016 г. Volkswagen сообщил об операционном убытке за 2015 г. в 4,1 млрд евро (4,61 млрд долл.), что обусловлено расходами 16,2 млрд евро на покрытие последствий скандала с фальсификацией выбросов дизельных двигателей. Концерн отчитался о чистом убытке в размере 1,58 млрд евро по итогам 2015 г. по сравнению с 10,85 млрд евро чистой прибыли годом ранее. Но при этом выручка компании выросла на 5,4% - до 213,3 млрд евро - благодаря улучшению выбора продуктов в автомобильных подразделениях и высоким показателям финансового подразделения, а также в связи с положительными эффектами обменного курса. Volkswagen, располагавший 24,5 млрд евро чистой ликвидности на конец декабря 2015 г., настаивает, что его бизнес достаточно устойчив, чтобы выйти из кризиса без сокращения числа рабочих мест.

Автопроизводитель прогнозирует аналогичные объемы продаж на 2016 г., но произошло снижение доходов компании на 5% на фоне, по признанию ее менеджеров, «сложной обстановки». Операционная прибыль прогнозируется на уровне 5-6% от продаж по сравнению с 6,3% в 2014 г.

Volkswagen снизил дивиденды по обыкновенным акциям с 4,8 до 0,11 евро, а по привилегированным - с 4,86 евро за 2014 г. до 0,17 евро, что является самым низким показателем с 2000 г.

Финансовые последствия ситуации с подложными выбросами сейчас «не поддаются количественной оценке», признала компания.

VW 21 апреля сделал существенный шаг к разрешению кризиса в США, согласовав с властями США ремонт или выкуп около 480 000 автомобилей с подложными параметрами выбросов.

Компания **Olympus** была основана в 1919 г., она базируется в Токио, имеет региональные штаб-квартиры в США и Германии. Изначально Olympus специализировалась на производстве микроскопов и термометров, сейчас она занимается производством оптики, фототехники, а также оборудования для медицинских и биологических исследований. Годовой оборот Olympus составляет около 11 млрд долл.

Скандал разгорелся осенью 2011 г., когда стало известно, что бывшие руководители компании с 1990-х гг. скрывали от акционеров потери от неудачных операций с ценными бумагами, чтобы поддерживать высокую цену на акции.

В августе 2011 г. японский журнал *Facts* попытался провести исследование сомнительных сделок Olympus. Затем в октябре внимание общественности к завышенным суммам сделок и необычайно высоким выплатам консультантам Olympus привлек ее президент Майкл Вудфорд, первый иностранец в руководстве компании, приступивший к работе лишь в апреле предыдущего года. В частности, М. Вудфорд подверг критике платеж в размере 687 млн долл. двум компаниям, которые выполняли функции советчиков в процессе покупки Olympus в 2008 г. фирмы *Syrgus Group Plc* за 2 млрд долл. Обычно такие услуги оплачиваются в пределах 1-5% от суммы сделки, но в данном случае речь шла о трети суммы.

Резкое падение стоимости акций Olympus началось 14 октября, после того как накануне совет директоров компании уволил М. Вудфорда с поста президента. Формальной причиной его отставки было названо "непонимание стиля руководства компании и японской культуры".

После 14 октября за три сессии торгов акции Olympus упали в цене на 43%, что соответствует потерям в размере 3,8 млрд долл. В целом, после ухода Вудфорда компания потеряла около половины рыночной капитализации. М. Вудфорд подал иск к Olympus, обвинив компанию в незаконном увольнении. Изначально она отвергала обвинения в нарушениях, однако затем признала, что почти двадцать лет пыталась

скрыть потерю **1,5 млрд долл.** в результате неудачных инвестиций. Для этого фирма использовала так называемую «схему тобаси» и помощь внешних инвестиционных фондов. Топ-менеджеры Olympus продавали убыточные активы фондам, которые были созданы самой компанией, переводя деньги в эти фонды и покупая активы по завышенной цене или выплачивая очень высокие комиссионные посредникам при поглощении предприятий. Этими расходами в бюджете маскировались дыры от неудачных инвестиций в ценные бумаги.

Самое интересное, что ни один из внешних аудиторов ничего странного в операциях Olympus не обнаружил. В 1990-х гг. их благополучно проверяли специалисты Arthur Andersen. Затем компания сотрудничала с KPMG и Ernst&Young, которые тоже ничего не сообщили инвесторам.

Глава компании Цуеси Кикукава подал в отставку еще в октябре 2011 г., когда скандал вокруг Olympus только начался. В феврале 2012 г. Кикукаву и его сообщников - вице-президента Хисаши Мори и аудитора Хидео Ямаду - арестовали. Одновременно компания Olympus подала в суд на своих 19 бывших и действующих топ-менеджеров за экономические махинации. Непосредственно виновные в сокрытии убытков получили от 2 до 4,5 года тюрьмы.

Фирма Olympus смогла выжить и продолжить работать, хотя раскрытие мошенничества с отчетностью привело к сокращению ее капитализации более чем на **4 млрд долл.**, т.е. более чем вдвое.

Скандал подорвал доверие не только к самой компании, но и к до этого считавшейся безупречной системе корпоративного управления в Японии.

Фармацевтическая компания **Takeda Pharmaceutical Company** - одна из крупнейших фармпроизводителей Азии. Основана в 1781 г. Штаб-квартира в Осаке (Япония). Располагает 17 производственными площадками в 14 странах мира.

Благодаря приобретению в 2011 г. за 9,6 млрд евро швейцарской фармацевтической компании Nyscomed Takeda поднялась с 16-й на 12-ю строчку рейтинга фармкомпаний по объему чистых продаж и увеличила свое присутствие с 32 до 70 стран.

Акционеры: почти 100% акций в свободном обращении, крупнейший институциональный инвестор - Nippon Life Insurance Company (7,14%).

Капитализация - 37,9 млрд долл.

Финансовые показатели (финансовый год, закончившийся 31 марта 2012 г.): выручка - 19,1 млрд долл., чистая прибыль - 1,6 млрд долл.

В 2014 г. суд в США приговорил японскую Takeda к рекордному в истории фармотрасли штрафу в 6 млрд долл. Американский партнер Takeda - Eli Lilly - продавала долг в США до 2006 г. и должна выплатить 3 млрд долл. Обе компании были завалены тысячами исков от пациентов, после того как в 2011 г. Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США предупредило, что использование Actos в течение более чем года может повысить риск развития рака мочевого пузыря. Компания Takeda заявила, что будет оспаривать решение всеми возможными правовыми методами.

В дополнение к штрафным санкциям суд Луизианы постановил выплатить компенсацию Терренсу Аллену, истцу, который связывал свое заболевание раком с Actos. Фирма Takeda не согласна с вердиктом и по-прежнему убеждена в преимуществах своего препарата, в «его важности в лечении диабета второго типа». Но победа в федеральном суде дает надежду другим истцам, которые могут обратиться с претензиями к Takeda.

Препарат Actos был ранее наиболее хорошо продающимся, он принес Takeda более 16 млрд долл. выручки с запуска в 1999 г. Однако из-за конкуренции со стороны дженериков и вследствие страхов, связанных с возможными рисками рака, продажи лекарства в последнее время резко сократились.

После того как решение суда в Луизиане было оглашено, акции Takeda рухнули на 7,6% на торгах в Токио.

Позднее окружной суд США удовлетворил ходатайство Takeda и Eli Lilly по сокращению совокупной суммы выплат более чем на 99% - до 36,8 млн долл. Присяжные признали компанию виновной в сокрытии риска развития онкозаболеваний, однако судья постановил, что размер штрафа слишком велик. Выручка компании в 2014 г. составила 16,4 млрд долл. (1,691 млрд иен). При этом Takeda объявила, что вычитет 2,7 млрд долл. из прибыли IV квартала 2014 г., чтобы покрыть затраты на урегулирование свыше 8000 претензий в отношении противодиабетического препарата Actos (пиоглитазона), сообщает Bloomberg. Из этой суммы 2,37 млрд долл. составят прямые выплаты истцам - около 287 000 долл. по каждому случаю, остальная сумма бу-

дет направлена на юридические расходы. Претензии к компании связаны с тем, что компания Takeda не предупредила пациентов о рисках развития онкозаболеваний, связанных с приемом лекарственного средства.

После официального заявления компании о готовности начать выплаты стоимость ее акций на токийской бирже снизилась на 2,1%.

Корпорация **Toshiba** основана в Токио в 1875 г. За 130 лет своей истории компания стала транснациональной корпорацией и вошла в число крупнейших мировых производителей электроники и электротехники. По состоянию на 2014 г. рыночная капитализация Toshiba Corporation составляла 36,36 млрд долл., а чистая прибыль - 368,3 млн долл.

В понедельник 20 июля 2015 г. независимые аудиторы обнародовали результаты проверки корпорации. Из них следовало, что в течение шести лет под давлением топ-менеджеров Toshiba сотрудники компании занижали либо завышали некоторые показатели работы, что приводило к искажению финансовой отчетности и к завышению прибыли.

Анализ отчетности за период с 2008 г. показал, что руководство Toshiba завысило размер доходов компании на 152 млрд иен ( $\approx$  1,1 млрд евро). Ошибки были связаны с разночтениями в учете по инфраструктурным проектам. Ранее компания прогнозировала, что сумма списаний за последние четыре года составит порядка 55 млрд иен.

После того как компания в мае 2015 г. сообщила о том, что не может из-за расследования в отношении нее составить финансовый отчет за предыдущий финансовый год и выплатить дивиденды, капитализация Toshiba упала на 3,6 млрд долл.

Ответственность за разразившийся скандал взял на себя президент корпорации Хисао Танака (Hisao Tanaka), 21 июля 2015 г. объявивший о своей отставке. Вместе с ним в отставку подали вице-президент совета директоров Норио Сасаки и советник главы Toshiba Ацүтоши Нишида, также в прошлом стоявшие во главе корпорации.

Министр финансов Японии Таро Асо (Taro Aso) назвал нарушения при составлении финансовой отчетности корпорации Toshiba очень прискорбными, отметив, что такие факты подрывают доверие глобальных инвесторов к японским компаниям.

В 2015 г. 7 декабря стало известно о том, что Toshiba может быть оштрафована на рекордную для японского рынка сумму за фальсификацию финансовых данных: Комиссия по ценным бумагам и биржам Японии выступила с рекомендацией по наложению на Toshiba штрафа в размере 7,3 млрд иен (59 млн долл.).

В июне 2016 г. самый большой в мире пенсионный фонд Government Pension Investment Fund (GPIF), чьи активы оцениваются в 1,3 трлн долл., подал в суд на Toshiba, требуя взыскать с корпорации 900 млн иен (около 8,6 млн долл.). Таковы убытки, понесенные сторонними управляющими фондами GPIF при покупке акций Toshiba в 2009 г. в рамках их второго публичного размещения. GPIF стал первым институциональным инвестором Toshiba, который подал в суд на корпорацию. Ранее это сделали около 50 индивидуальных инвесторов, а также другие компании, в том числе Seibu Railway и Livedoor.

Компания Toshiba опубликовала 12 мая 2016 г. отчет о работе за 2015 финансовый год, завершившийся 31 марта 2016 г.: чистые убытки Toshiba достигли 483,2 млрд иен (4,4 млрд долл.), что более чем в 10 раз превышает денежные потери годичной давности. Операционный убыток составил 719,1 млрд иен (6,6 млрд долл.), тогда как годом ранее была получена операционная прибыль в размере 188,4 млрд иен (1,7 млрд долл.).

Выручка корпорации за год сократилась на 15%, составив 5,67 трлн иен (51,9 млрд долл.). Одной из причин падения доходов корпорации стала реструктуризация - в результате скандала конгломерат вынужден был сокращать рабочие места и распродавать непрофильные подразделения.

Финансовый упадок Toshiba из-за возросших расходов связан также со списанием 260 млрд иен (2,3 млрд долл.) - стоимости активов американского подразделения Westinghouse Electric (работает в сфере атомной энергетики).

Акции компании к июню 2016 г. упали в цене более чем на 40% с апреля 2015 г., когда фирма Toshiba призналась в финансовых махинациях.

По итогам финансового года, завершившегося в марте 2017 календарного, Toshiba надеется на возвращение к чистой прибыли, ожидая ее размер в 100 млрд иен (915 млн долл.), благодаря работе подразделений, отвечающих за ядерные проекты и производство микросхем

памяти. Однако аналитики считают, что компании будет очень непросто выйти на устойчивый рост - ей не хватает денег для инвестиций в борьбе с Samsung Electronics на рынке флеш-памяти, в то время как новые заказы на поставку ядерных установок остаются слабыми.

Причина скандала, раскручивавшегося в 2016 г. вокруг **Wells Fargo**, - обыкновенная жадность. В 2011-2015 гг. сотрудники розничного подразделения банка без ведома клиентов открыли 2 млн счетов, за ведение которых организация брала комиссию. Как рассказывают бывшие сотрудники Wells Fargo, перед ними ставилась задача открывать по 10 клиентских счетов в день - вот они и открывали.

Даже для банка, у которого более 70 млн клиентов и который обслуживает треть домохозяйств США, 2 млн липовых счетов - это много. Трудно представить, что эти нарушения исключительно на совести младшего персонала, открывавшего счета, а менеджеры об этом не догадывались.

Жадность национальности не имеет. Подобные случаи известны и в России. Например, выдача кредитов по краденым паспортам в торговых центрах. Говорят, что банки и МФО не особенно внимательно смотрят в паспорт в числе прочего и потому, что магазины, на покупки в которых берут такие кредиты, дают понять, что неплохо бы помочь в выполнении плана продаж. Или, к примеру, дилеры сотовых операторов, выписывавшие на один паспорт по несколько sim-карт. Жадность есть везде, а вот масштаб нарушений в Wells Fargo и их продолжительность трудно с чем-то сравнить.

До начала скандала банк Wells Fargo был самым дорогим в мире (251,77 млрд долл.) банком с хорошей репутацией. У этой структуры мало инвестбанковских операций, и посткризисные штрафы миновали ее. Зарабатывает Wells Fargo на старой доброй рознице. И даже скандал со счетами начинался как недоразумение, которое будет улажено быстро и бескровно. В 2016 г. 8 сентября стало известно, что Wells Fargo заплатит 185 млн долл., чтобы в досудебном порядке урегулировать претензии двух регуляторов и прокурора Лос-Анджелеса. Для Wells Fargo 185 млн долл. что слону дробина, а 2,6 млн долл., которые банк решил вернуть пострадавшим клиентам, вообще копейки.

Но бескровного урегулирования не получилось. Вот уже банк Wells Fargo отменил планы продаж для розничного подразделения. Вот уже его гендиректор Джон Стампф пережил слушания банковско-

го комитета сената с требованиями отставки топ-менеджера, возвращения бонусов и начала расследования минюста США. Вот уже шесть бывших сотрудников, которых банк Wells Fargo уволил за нарушения со счетами, подали к нему коллективный иск с требованием вернуть 7,2 млрд долл. (всего было уволено 5300 сотрудников), и 27 сентября стало известно, что Стампф вернет 41 млн долл., а Кэрри Толстедт, ушедшая в июле с поста руководителя розничного подразделения, - 19 млн долл.

К банку выдвинуты иски его бывшими сотрудниками и акционерами. Калифорния, Иллинойс и некоторые американские города (включая Сиэтл) отказались от работы с Wells Fargo по ряду направлений, в том числе от использования его услуг для продажи облигаций. В ходе слушаний в банковском комитете сената 20 сентября сенатор от Массачусетса Элизабет Уоррен призвала гендиректора и председателя совета банка Джона Стампфа уйти в отставку. Банк Wells Fargo 13 октября 2016 г. официально объявил об отставке Стампфа.

Сотрудники объяснили свои действия «нереальными» нормативами продаж. Банк отменил норматив продаж для своего персонала.

После признания незаконных действий банк Wells Fargo потерял более 25 млрд долл. своей рыночной стоимости и перестал быть самым дорогим банком в мире.

## Задание

1. Определите для каждой ситуации источник возникновения корпоративного скандала.

2. В результате биржевых скандалов сокращение капитализации компаний (совокупной стоимости ее акционерного капитала), как правило, превышает сумму штрафов и издержек по судебным искам. Как вы думаете, почему?

3. Во всех приведенных ситуациях действия менеджеров направлены на то, чтобы рынок не знал о компании плохих новостей. Почему появление плохих новостей и следующее за ним падение капитализации опасны для менеджмента корпорации?

## Источники информации

Автопром попал в грязную историю // Ведомости. 2015. 28 сент. (№ 3926).

Жертвы жадности // Ведомости. 2016. 29 сент. (№ 4171).

Рекордный штраф Takeda // Ведомости. 2014. 9 апр. (№ 3566).

Руководство Toshiba уходит в отставку // Euronews : [сайт]. URL: <http://ru.euronews.com/2015/07/21/toshiba-boss-quits-over-billion-euro-accounting-scandal/>, свободный.

Olympus подвела выдержка // Коммерсант. 2011. 8 нояб. (№ 208).

Toshiba // T Adviser. Государство. Бизнес. ИТ : [сайт]. URL: <http://www.tadviser.ru/index.php/%D0%9A%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F:Toshiba>, свободный.

## «РУССКАЯ АКВАКУЛЬТУРА»: РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ

Кейс основан на эпизодах корпоративной истории компании «**Русская аквакультура (Русское море)**», связанных с ее выходом на финансовый рынок для привлечения долевого финансирования. Кейс посвящен обсуждению соответствия параметров предложения и уровня фактического спроса при проведении первичного и вторичного размещения акций.

Информационной базой для формирования кейса послужили публикации в газете «Ведомости», в открытых источниках деловой информации и на страницах информационных ресурсов, ориентированных на инвесторов.

**Основные понятия.** Открытое размещение акций направлено на привлечение финансовых ресурсов широкого круга инвесторов и, как правило, приводит к формированию раздробленной структуры собственности в корпорации. При этом инвесторам важно понимать, что цели, которые преследуют собственники корпорации, принимая решение о размещении акций, и соответственно, содержание данной операции могут быть различными. Открытое размещение акций - первичное (IPO) или вторичное (SPO) - может предполагать два принципиальных варианта:

- 1) размещение дополнительного выпуска акций на открытом рынке;
- 2) публичную продажу пакета акций действующих акционеров (как правило, пропорционально долям каждого из них).

В первом случае размещение акций представляет собой способ пополнения капитала корпорации для обеспечения ее дальнейшего развития, во втором - способ первоначальных инвесторов сократить свое участие в капитале и зафиксировать прибыль на первоначальные инвестиции, получив справедливую компенсацию за свои предпринимательские усилия. В большинстве случаев проводимое размещение

ценных бумаг представляет собой определенную комбинацию этих двух вариантов.

Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиций перспектив получения дохода. Стремление получить доход на инвестиции, адекватный уровню риска, обеспечивает выравнивание рыночных цен: близкие по характеристикам компании имеют достаточно близкие соотношения между стоимостью (для публичных компаний ключевым показателем стоимости выступает рыночная капитализация) и важнейшими финансовыми показателями. Эти соотношения называются оценочными мультипликаторами. Наибольшее распространение, особенно в зарубежной практике, имеет мультипликатор «Капитализация / EBITDA»<sup>1</sup>.

**О компании.** Группа компаний «Русское море» основана в 1997 г. Является одним из ведущих производителей атлантического лосося и форели, а также дистрибутором охлажденной и свежемороженой рыбы. Акционеры: Corsico Limited (контролируется председателем совета директоров «Русского моря» Максимом Воробьевым и менеджментом компании) - 95%, ГК «Русское море» - 5%.

Финансовые показатели (финансовый год, закончившийся 30 июня 2009 г.): выручка - 17,9 млрд руб., прибыль - 115,6 млн руб.

В 2015 г. компания сменила название и статус на публичное акционерное общество «Русская аквакультура» (ПАО «Русская аквакультура»).

Согласно пресс-релизу, переименование компании связано, в первую очередь, со стратегией, направленной на органический рост в секторе аквакультуры и, в долгосрочной перспективе, на создание первой вертикально интегрированной компании в этой сфере. Дистрибуторское направление продолжает оставаться основным бизнесом компании (две трети ее бизнеса приходится на дистрибуцию), играя ключевую роль в развитии компании в секторе аквакультуры, так как обеспечивает эффективную логистику и реализацию охлажденной рыбы, поясняется в пресс-релизе.

---

<sup>1</sup> EBITDA - прибыль до выплаты процентов, налогов, обесценения и амортизации (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization).

Стратегическими приоритетами ПАО «Русская аквакультура» к 2019-2020 гг. названы рост объемов производства более чем в 4 раза и производство не менее 21 тыс. т охлажденной рыбной продукции для внутреннего рынка РФ, создание 9 современных действующих рыбных ферм в Мурманской области и национальной дистрибуции, охватывающей 22 филиала и 12 торговых представительств, строительство собственного завода по выращиванию малька атлантического лосося с мощностью до 12 млн штук смолта в год, а также завода по производству кормов производственной мощностью до 80 тыс. т в год.

### **Постановка проблемы**

**Проведение IPO.** В 2007 г. председатель совета директоров и основной владелец «Русского моря» Максим Воробьев говорил «Ведомостям», что группа планирует провести IPO в 2009 г., чтобы меньше зависеть от своего основного акционера.

Кризис внес коррективы, но в апреле 2010 г. сделка все-таки состоялась и предполагала, что 50% от размещения получит Воробьев как акционер, другую половину - компания. Планировались следующие параметры размещения ценных бумаг:

- количество размещаемых акций - 21 692 062 (27,3%);
- ценовой диапазон - 6-8 долл. за акцию;
- сумма, получаемая при размещении, - 130,2-173,5 долл.

Заявки поданы только на 18,9% акций. Всего компания разместила 15 млн акций, в том числе размещено 11 384 746 обыкновенных акций, держателем которых является Corsico Limited, и 3 615 254 казначейских акций самой ГК. Размещение прошло по нижней границе ценового коридора - 6 долл. за акцию. Всего привлечено 90 млн долл. Из них 65 млн долл. получит группа, 25 млн долл. - Corsico, сообщил управляющий директор «Ренессанс капитала» (координатор и букранер сделки вместе с «ВТБ капиталом») Максим Арефьев. Corsico вернет часть денег в группу, выкупив допэмиссию (по расчетам «Ведомостей» - около 7,1 млн бумаг).

Количество размещаемых акций было сокращено преимущественно за счет доли акционера, который не захотел продавать бумаги по сложившейся цене. Воробьев, по словам Арефьева, уверен, что у акций «Русского моря» есть потенциал роста, поэтому и уменьшил объем акций, который первоначально хотел продать.

«Русское море» намерено направить полученные средства на инвестиции в производственные мощности, развитие аквакультуры, частичное погашение долга и увеличение оборотного капитала, необходимое для роста объемов продаж.

Аналитики «ВТБ капитала» и «Ренессанс капитала» ожидали, что EBITDA группы вырастет до 71 млн долл. Получается, что инвесторы оценили группу в 6,72 прогнозируемой EBITDA 2010 г., в то время как организаторы размещения прогнозировали коэффициент «Капитализация / EBITDA» на уровне крупных международных публичных производителей и переработчиков рыбы и морепродуктов.

В качестве базы для сравнения в таблице приведены соответствующие показатели публичных компаний, осуществляющих производство и дистрибуцию продуктов питания.

### Показатели дистрибуторов продуктов питания

Компания	Капитализация, млрд долл.	Капитализация / EBITDA - 2010
SEDC - крупнейший в мире производитель водки, дистрибутор более 700 импортных брендов	2,62	7,66
Группа «Черкизово» - крупнейший в России производитель мясной продукции, ориентированный на потребителя. Основными сегментами компании являются птицеводство и мясопереработка, имеющие, соответственно, 54 и 38% доли в доходах группы	1,21	8,4
«Вимм-билль-данн» - ведущий производитель молочных продуктов и соков в России	3,98	11,6
Крупные международные публичные производители и переработчики рыбы и морепродуктов		8,9

Свои результаты компания объяснила прежде всего дефицитом норвежской рыбы, возникшим из-за того, что в 2007 г. рыбу в Чили, втором после Норвегии поставщике, поразил вирус, поэтому страна за два года сократила поставки на мировой рынок на 75%. В результате норвежская рыба оказалась в дефиците и начала расти в экспортной

цене: только с начала 2010 г. замороженный лосось подорожал на 31,9%, а свежий - на 21,1% (данные Bloomberg).

«Я ошиблась в оценке влияния нехватки рыбы: предложение красной рыбы сократилось во всем мире, из-за этого у «Русского моря» упали объемы продаж, а рост цен на 35% в прошлом году и еще на 10% в I квартале этого года вызвал более существенное ослабление спроса, чем мы ожидали», - говорила старший аналитик «Ренессанс капитала» Наталья Загвоздина. Сама же компания перед размещением планировала быстрый рост и проникновение в регионы, а на деле это происходит медленнее.

**Проведение SPO.** В 2017 г. «Русская аквакультура» провела повторное размещение акций на Московской бирже.

При подготовке к размещению в «Русской аквакультуре» объявляли, что намерены продать в ходе SPO 14-18 млн новых акций примерно на 2 млрд руб.

Инвесторам было продано 8,33 млн новых акций по 120 руб. за бумагу на сумму более 1 млрд руб. - это в 2 раза меньше, чем планировалось при подготовке к SPO. Собрать 2 млрд руб. по 120 руб. за бумагу и направить средства на финансирование инвестпрограммы не получилось, и было решено привлечь необходимый на текущие нужды 1 млрд руб., оставив возможность для дальнейших действий, в том числе для нового размещения акций через год, сообщает источник, близкий к «Русской аквакультуре».

Максим Воробьев был единственным мажоритарным акционером, принявшим участие в SPO, говорят в «Русской аквакультуре». В ходе размещения бизнесмен приобрел 3,31 млн новых бумаг на 397,2 млн руб., менее 40% всего объема размещения. По итогам SPO Воробьеву принадлежит 41,39 млн акций, что соответствует 47,1% увеличенного акционерного капитала.

По итогам размещения free-float компании вырос примерно с 5 до 9%.

По словам гендиректора «Русской аквакультуры» Ильи Соснова, привлеченные в ходе SPO средства будут направлены на поддержание роста бизнеса и на реализацию ряда стратегических целей. К 2020 г. компания планирует увеличить производство рыбы почти в 4 раза относительно показателя 2016 г. (5,3 тыс. т), т.е. до 19,3 тыс. т.

Капитализация компании в декабре 2017 г. составляла 15 млрд руб., рыночная капитализация по цене размещения - 10,5 млрд руб.

Показатель EBITDA в 2017 г. вырос на 36,4% и достиг 2,06 млрд руб.

При определении параметров размещения исходили из его параметров (Коэффициент капитализации / EBITDA), которые сложились при IPO. Фактически инвесторы оценили группу в 5,1.

### **Задание**

1. Определите цели, которые преследовали собственники корпорации, принимая решение о размещении ее акций.
2. Чем было обусловлено сокращение количества размещаемых акций?
3. Определите, насколько корректно, по-вашему, были расценены параметры размещения ценных бумаг.

### **Источники информации**

Первое в 2010 г. российское IPO прошло по нижней границе ценового коридора // Ведомости. 2010. 19 апр.

Русская аквакультура. Общая информация // Investfunds : [сайт]. URL: <http://stocks.investfunds.ru/issuers/1840/>, свободный.

Русская аквакультура (Русское море) (SPO). Полная информация о размещении // PREQECA : [сайт]. URL: <http://www.preqeca.ru/placements/431/>, свободный.

Русское море (IPO). Полная информация о размещении // PREQECA : [сайт]. URL: <http://www.preqeca.ru/placements/68/>, свободный.

## КУБЫШКА «СУРГУТНЕФТЕГАЗА»

Кейс основан на корпоративной истории нефтяной компании «Сургутнефтегаз», которая по своим финансовым активам сопоставима с крупнейшими российскими банками. Кейс посвящен обсуждению ключевых факторов стоимости бизнеса и способов их учета инвесторами.

Информационной базой для формирования кейса послужили материалы открытых источников, публикующих деловую информацию и аналитические материалы, ориентированные на инвесторов.

**Основные понятия.** Главный итоговый критерий результативности функционирования бизнеса - рост его рыночной стоимости. Наиболее явно это проявляется в отношении публичных компаний: богатство акционеров растет, если растет курсовая стоимость принадлежащих им акций. Однако рыночная стоимость зависит не только от усилий менеджеров по обеспечению эффективности функционирования бизнеса, но и от общей конъюнктуры рынка. Менеджеры не могут управлять этим показателем.

Рыночная стоимость определяется представлениями участников рынка (нынешних и потенциальных собственников) о способности бизнеса генерировать доходы (денежные потоки и прибыль). Эти представления могут более или менее точно соответствовать действительности.

Фактическая способность бизнеса генерировать доход определяет его фундаментальную (внутреннюю) стоимость, которая формируется в результате реализации управленческих решений менеджеров.

При расчете фундаментальной стоимости необходимо учитывать следующие факторы:

- стоимость активов;
- вероятные будущие доходы;
- ожидаемые темпы роста;
- уровень операционных и финансовых рисков.

Ключевыми факторами, определяющими ценность бизнеса для собственников, выступают ожидаемые доходы и степень их соответствия прогнозам, отвечающим уровню рисков. Соответственно, при оценке фундаментальной стоимости следует учитывать только те активы, которые, участвуя в деловом обороте, формируют доходы (производственные активы). Если компания имеет избыточный денежный капитал (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения), превышающий объем, объективно необходимый для бесперебойного функционирования бизнеса, текущие собственники могут в любой момент безболезненно его изъять.

**О компании.** ПАО «Сургутнефтегаз» представляет собой одну из крупнейших частных вертикально интегрированных нефтяных компаний, которая активно развивает разведку, добычу, переработку углеводородов и продажу нефтепродуктов (11% нефтедобычи и 7% нефтепереработки в России). Компания работает в трех нефтеносных провинциях: Западно-Сибирской, Восточно-Сибирской и Тимано-Печорской. «Сургутнефтегаз» занимает 2-е место по эксплуатационному и 1-е место по разведочному бурению, его структурные подразделения осуществляют весь комплекс работ по разведке и разработке месторождений. В компании создан полный цикл производства, переработки газа, выработки на его основе собственной электроэнергии, получения готового продукта. «Сургутнефтегаз» экспортирует около 50% добываемой нефти и некоторую часть нефтепродуктов. Большая часть нефтепродуктов реализуется в России - компания располагает сетью АЗС под своим брендом. Основные рынки сбыта компании - регионы Северо-Запада России. Почти весь попутный газ утилизируется, добываемый природный газ полностью перерабатывается на предприятиях компании или используется для выработки электроэнергии.

В 2017 г. «Сургутнефтегаз» добыл 60,5 млн т нефти - это четвертый по величине показатель в России после «Роснефти», «Лукойла» и «Газпром нефти», ранее компания находилась в тройке лидеров. Результат был обусловлен выполнением договоренностей со странами ОПЕК+. Объем производства газа за год составил 9,96 млрд м<sup>3</sup>. На конец 2017 г. у «Сургутнефтегаза» насчитывалось 293 АЗС, реализовано 1,32 млн т нефтепродуктов.

С 1984 г. компанией беспрерывно руководит Владимир Богданов: в 1984-1993 гг. он был генеральным директором ПО «Сургутнефтегаз», с

1993 г. - генеральным директором ОАО «Сургутнефтегаз». Бенефициары компании неизвестны рынку. По данным самой компании, «акции распределены между акционерами, ни один из которых не является конечной контролирующей стороной и не оказывает существенного влияния».

Количество обыкновенных акций компании - 35 725 994 705, из них в свободном обращении (free float) - 25%.

Количество привилегированных акций - 7 701 998 235, из них в свободном обращении (free float) - 73%.

**Постановка проблемы.** «Сургутнефтегаз» располагает большим объемом накопленных денежных средств, которые в основном размещены в депозиты: на конец 2017 г. сумма составляла почти 2,5 трлн руб. Большая часть депозитов размещена на срок более одного года. В 2017 г. сумма полученных процентов по депозитам «Сургутнефтегаза» - почти 58 млрд руб., годом ранее было 50,4 млрд руб. Согласно статистике ЦБ РФ, общий объем депозитов компании на конец 2017 г. составлял 25 трлн руб., при этом доля депозитов в иностранной валюте (преимущественно в долларах США) снизилась до 20,6%.

**Таблица 1**  
**Показатели отчета о финансовом положении «Сургутнефтегаза» (МСФО)**  
**на конец года, млн руб.**

<b>Показатели</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Внеоборотные активы, в т.ч.</b>	2 348 593	3 230 486	3 106 646	2 971 417	3 438 934
Основные средства	1 112 476	1 230 789	1 331 593	1 430 760	1 474 831
Размещенные депозиты	1 186 001	1 940 169	1 714 883	1 488 934	1 913 002
<b>Оборотные активы, в т.ч.</b>	957 500	821 273	814 939	1 268 273	1 209 492
Денежные средства, их эквиваленты, размещенные депозиты	756 068	633 639	574 250	1 049 050	983 289
<b>Собственный капитал</b>	2 909 048	3 582 625	3 445 412	3 613 197	3 962 557
<b>Долгосрочные обязательства</b>	219 192	248 014	263 774	302 722	331 232
<b>Краткосрочные обязательства</b>	177 853	221 120	212 399	323 771	354 637
<b>Валюта баланса</b>	3 306 093	4 051 759	3 921 585	4 239 690	4 648 426
<b>Капитализация</b>	1 067 446	1 554 412	1 352 723	1 213 171	1 281 500

По итогам 2016 г., несмотря на рост выручки, компания получила чистый убыток. Основная причина - отрицательная переоценка валютных активов, вызванная укреплением курса рубля. В табл. 1 и 2 сгруппированы показатели финансовой отчетности компании в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

**Таблица 2**

**Показатели отчета о прибылях и убытках «Сургутнефтегаз» (МСФО)  
на конец года, млн руб.**

Показатели	2014	2015	2016	2017	2018
Выручка от реализации (за вычетом экспортных пошлин)	890 574	1 002 605	1 020 833	1 175 019	730 194
Операционная прибыль	162 800	243 991	260 529	272 387	198 666
Прибыль до налогообложения	1 069 539	919 522	-72 197	246 433	473 331
Налог на прибыль	-184 706	-157 949	10 164	-51 715	-83 331
Чистая прибыль	884 833	761 573	-62 033	194 718	390 000

Дивидендная политика ОАО "Сургутнефтегаз" предусматривает, что при вынесении на голосование вопроса о дивидендах компания ориентируется на финансовые результаты, внешние и внутренние факторы, а также на интересы своего дальнейшего развития. Отдельно оговаривается, что выплаты по привилегированным акциям составляют 10% от чистой прибыли по РСБУ и платятся они на 25% уставного капитала (доля привилегированных акций). При этом, если сумма дивидендов, выплачиваемая по каждой обыкновенной акции, превышает сумму, подлежащую выплате в качестве дивидендов по каждой привилегированной акции, размер дивиденда, выплачиваемого по ним, должен быть увеличен до размера дивиденда по обыкновенным акциям.

**Таблица 3**

**История дивидендных выплат компании «Сургутнефтегаз», руб.**

Год	Дивиденды на одну акцию	
	обыкновенную	привилегированную
2018	0,65	1,38
2017	0,65	0,6
2016	0,60	6,92
2015	0,60	8,21
2014	0,65	2,36

Такое положение во многом предопределило тот факт, что привилегированные акции «Сургутнефтегаза», как правило, торгуются по цене, которая выше, чем у обыкновенных акций (табл. 3).

Для сравнения в табл. 4 приведены показатели публичных компаний отрасли, сопоставимых по капитализации и производственным параметрам.

Таблица 4

Сравнительные коэффициенты по годам

Компания	Страна	Р, млн долл.	EV, млн долл.	EV/S		EV/EBITDA		P/E		Чистый долг/ EBITDA
		2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2017
Сургутнефтегаз	РФ	22 157	22 157	1,46	1,12	4,41	4,21	4,11	4,53	-7,51
Repsol SA	Испания	23 980	32 829	0,81	0,66	5,78	5,20	12,71	11,18	1,56
Woodside Petroleum Ltd	Канада	20 240	24 928	6,12	5,90	9,12	7,96	23,32	18,27	1,71
Ecopetrol SA	Колумбия	19 066	34 194	2,07	1,80	5,50	4,33	35,28	9,20	2,43
Lundin Petroleum AB	Швеция	6 573	10 648	9,18	5,92	13,56	7,30	23,87	16,48	5,19
Aker BP ASA	Норвегия	5 632	8 057	5,91	2,90	9,77	4,08	52,96	16,64	2,94
Santos Ltd	Австралия	5 613	9 105	3,51	2,91	14,07	5,86	89,10	18,52	5,40
<b>Медиана</b>				<b>4,71</b>	<b>2,91</b>	<b>9,44</b>	<b>5,53</b>	<b>29,57</b>	<b>16,56</b>	<b>2,69</b>

**Условные обозначения:**

**P** - рыночная капитализация компании, рыночная стоимость всех ее акций;

**EV (Enterprise Value)** - аналитический показатель, представляющий собой оценку стоимости компании с учетом всех источников ее финансирования. Принципиальное отличие данного показателя от капитализации состоит в том, что он учитывает обязательства компании по ее краткосрочным и долгосрочным долгам. Определяется как сумма капитализации и задолженности компании;

**S (Sales)** - годовая выручка;

**EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)** - прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации. EBITDA показывает финансовый результат компании, исключая влияние эффекта структуры капитала (т.е. процентов, уплаченных по заемным средствам), налоговых ставок и амортизационной политики организации. Показатель полезен при сравнении предприятий одной отрасли, но имеющих различную структуру капитала;

**Чистый долг (net debt)** - представляет собой весь совокупный долг компании, скорректированный на денежные средства и инвестиции;

**P/S** - является одним из основных показателей, применяющихся для сравнительной оценки инвестиционной привлекательности компаний в однородной отрасли. Малые значения коэффициента сигнализируют о недооцененности рассматриваемой компании, большие - о переоцененности. Показатель может также отражать ожидания инвесторов по поводу будущих доходов компании: если он выше среднерыночного, то инвесторы ожидают увеличения доходов компании, а если меньше - наоборот, сокращения;

**EV/EBITDA** - чаще используется в сравнительном анализе при оценке стоимости компании. По этому показателю можно судить о недооценке или переоценке рынком какой-либо компании. Однако следует учитывать, что показатель EV/EBITDA варьируется в зависимости от отрасли; в частности, более высокий показатель характерен для быстро развивающихся отраслей, низкий - для традиционных;

**P/E** - один из важнейших аналитических показателей того, сколько лет должна работать компания, чтобы вернуть ее владельцу заплаченную за нее стоимость;

**Чистый долг/EBITDA** - показывает, сколько лет потребуется компании для закрытия всех долговых обязательств при сохранении их количества и размера прибыли на уровне момента рассмотрения. Является одним из определяющих факторов для потенциальных инвесторов и кредиторов, так как дает представление о финансовой устойчивости компании. Слишком большое значение отношения чистого долга к EBITDA предполагает высокую вероятность возникновения проблем с выплатами по взятым обязательствам, слишком малое - упущенную выгоду, связанную с незначительностью доли заемных средств.

Приведенные в табл. 4 показатели - это оценочные коэффициенты, которые используются инвесторами для сравнения компаний. Для расчета оценочных коэффициентов важны как показатели финансовой отчетности (например, S - объем продаж), так и аналитические показатели (например, EV - стоимость компании).

## Задание

1. Определите, как соотносятся между собой рыночная и фундаментальная стоимость бизнеса.
2. Если различия между рыночной и фундаментальной стоимостью признаны значимыми, определите причины этого расхождения.
3. Какая, по-вашему, может быть фундаментальная стоимость компании?

## **Источники информации**

ПАО «Сургутнефтегаз» // CONOMY : [сайт]. URL: <https://www.conomy.ru/emitent/surgutneftegaz>, свободный.

Сургутнефтегаз // Forbes : [сайт]. URL: <http://www.forbes.ru/profile/244786-surgutneftegaz>, свободный.

«Сургутнефтегаз» - потенциал выше рисков // FINAM : [сайт]. URL: <https://www.finam.ru/international/imdaily/surgutneftegaz-potencial-vyshe-riskov-20170517-161057/>, свободный.

## КОНКУРЕНТНАЯ СТРАТЕГИЯ «СИБИРИ»

*Кейс основан на корпоративной истории авиакомпании «Сибирь», которая, едва не разорившись в кризис 2009 г., превратилась из полубанкрота в успешный бизнес. Кейс посвящен обсуждению ключевых факторов отраслевой и финансовой конкурентоспособности бизнеса, а также определению конкурентной стратегии.*

*Информационной базой для формирования кейса послужили публикации в газете «Ведомости» и других открытых источниках деловой информации.*

**Основные понятия.** Потенциал роста стоимости бизнеса обусловливается его конкурентоспособностью, зависящей от типа конкурентных преимуществ компании и ее рыночных целей, масштаб которых определяется доступными для развития бизнеса ресурсами. В 1980 г. М. Портер сформулировал базовые конкурентные стратегии, основанные на сочетании рыночных целей компании и типа конкурентоспособности, которого компания хочет достичь.

Конкурентные преимущества формируют отраслевую конкурентоспособность бизнеса - характеристику того, насколько успешно компания борется на своем отраслевом рынке за деньги потребителей. Ключевым фактором, обуславливающим отраслевую конкурентоспособность бизнеса, выступает конкурентоспособность его продукции.

Объем доступных для компании финансовых ресурсов определяется финансовой конкурентоспособностью бизнеса - характеристикой его инвестиционной привлекательности.

Отраслевая и финансовая конкурентоспособность бизнеса взаимосвязаны. Чем выше конкурентоспособность продукции - текущая и перспективная, а соответственно, и отраслевая конкурентоспособность бизнеса, - тем выше потенциал получения прибыли, т.е. качество бизнеса, за которое готовы платить инвесторы. Соответственно, чем выше у компании способность привлекать деньги потребителей, тем

большие средства она сможет получить и от инвесторов. В свою очередь, чем выше финансовая конкурентоспособность компании, тем активнее она может расширять свою долю рынка и укреплять конкурентные позиции, повышая отраслевую конкурентоспособность.

**О компании.** Авиакомпания «Сибирь» (бренд S7 Airlines) - второй по величине авиаперевозчик в России после "Аэрофлота". Компания обладает широкой сетью внутренних маршрутов, выстроенной на базе авиатранспортных узлов в Москве (Домодедово) и Новосибирске (Толмачёво). S7 Airlines также выполняет регулярные полеты в страны СНГ, Европу, на Ближний Восток, в Юго-Восточную Азию и страны Азиатско-Тихоокеанского региона. S7 Airlines является участником глобального авиационного альянса oneworld. S7 Airlines, наряду с другими авиакомпаниями, осуществляющими деятельность в сфере авиаперевозок, входит в группу компаний S7<sup>1</sup>.

**Постановка проблемы.** Из-за кредитного кризиса и высоких цен на топливо в России в 2008 г. разорились несколько авиаперевозчиков. Общий долг «Сибири» к февралю 2009 г. составлял 10,7 млрд руб. Филев просил чиновников выделить компании 4,5 млрд руб. господдержки - около 15% от средств, зарезервированных властями для спасения авиаотрасли. Но денег компания не получила и едва избежала поглощения «Аэрофлотом». Компания допустила реальный дефолт, не расплатившись по облигациям на общую сумму в 2,3 млрд руб. Спасителем стал Альфа-банк, выделивший «Сибири» в 2009 г. два пятилетних кредита на 8,9 млрд руб. Ему же перешли в залог акции всех значимых компаний группы S7, по кредитам дали личное поручительство и сами Филевы.

---

<sup>1</sup> Группа компаний «S7 Group» была основана в 2005 г. путем реформирования структурных подразделений авиакомпании «Сибирь». 100 % акций ЗАО «Группа компаний "С7"» принадлежит частным акционерам - Владиславу и Наталье Филевым. В состав группы, кроме авиакомпании «Сибирь», входят также авиакомпания «Глобус», туристическое агентство «S7 Tour», Агентство продаж авиабилетов «S7 Ticket», служба сервисного обслуживания в аэропортах «S7 Service», служба технического обслуживания воздушных судов «S7 Engineering», служба грузовых перевозок «S7 Cargo», центр технического обслуживания и ремонта авиационной техники «Siber Technics», авиационный учебный центр «S7 Training», IT-подразделение «S7 Travel Retail», владелец плавучего космодрома «Морской старт» - «С7 космические транспортные системы».

**Финансовое положение.** Уже по итогам 2013 г. авиакомпания имела нулевой чистый долг, а в 2014 г. она вышла на отрицательный чистый долг. При кредиторской задолженности в 6,8 млрд руб. у компании на счетах скопилось более 8 млрд руб.

Консолидированная выручка группы S7 к концу 2015 г. превысила 80 млрд руб. У группы S7 на счетах находилось 12 млрд руб. при ее кредиторской задолженности в 7,8 млрд руб.

По словам финансового аналитика, знакомого с отчетностью группы S7 по МСФО, у нее в 2013 г. был и самый низкий скорректированный чистый долг - очень важный для авиаперевозчиков расчетный показатель, учитывающий, помимо займов и кредитов, также платежи по операционному лизингу. У S7 долг составлял около 50 млрд руб. против примерно 110 млрд руб. у «Трансаэро», 130 млрд руб. у «ЮТэйр» и 200 млрд руб. у «Аэрофлота».

**Восстановление бизнеса.** Как владельцам S7 - супругам Владиславу и Наталье Филевым - удалось за несколько лет не только погасить кредиты, но и собрать внушительную денежную подушку?

«В отличие от некоторых игроков в отрасли у Филевых подход к бизнесу очень структурированный. По нашему совместному опыту работы, Филевы каждый день думают, что еще в бизнесе сделать лучше», - говорит Гордиенко.

«И никогда не тратили лишнего, что даже по их офису видно: у Филева весь кабинет, как туалет при кабинете у руководителей некоторых конкурирующих компаний», - шутит знакомый бизнесмена. Владельцы «Сибири», в отличие от многих конкурентов, вели очень взвешенную коммерческую политику, умели угадать спрос, хвалит авиакомпанию вице-президент Ассоциации туроператоров России и гендиректор крупного билетного оператора «Вип-сервис» Дмитрий Горин. «Каким-то чутьем они предвидели риск падения выездного туризма и делали ставку на развитие внутренних рейсов», - говорит Горин. Владельцы S7 интересовались туризмом и международными рейсами, но пришли к выводу, что хорошо зарабатывать в этом сегменте могут только туроператоры, владеющие отелями, уверяет знакомый Филевых, добавляя, что «возить туристов, как такси, с минимальной прибылью им было неинтересно».

Сейчас, когда соотношение внутренних и международных перевозок сменилось на прямо противоположное докризисному (теперь 60%

перевозок делаются внутри страны), стратегия «Сибири» себя оправдала, говорит Горин. Кроме того, компания развивала удобные веерные стыковки для пассажиров, не увлекалась широкофюзеляжными самолетами, работала в составе международного альянса и никогда не уходила в демпинг, перечисляет очевидец другие достижения компании.

Представитель S7 говорит, что на вопросы про эффективность нет простого ответа, и напоминает про рутинную ежедневную работу по управлению тарифами, по эффективному использованию самолетов и оптимизации бизнес-процессов.

В кризис Филевы «посадили» половину своего флота - прежде всего 37 российских Ту-154 и Ил-86. Их компания продала, а средства направила кредиторам. Также «Сибирь» отказалась от контракта на 15 Boeing 787 Dreamliner, вернув депозит в 30 млн долл. Деньги пошли на погашение кредиторской задолженности. В авиапарке группы осталось 35 самолетов - все иностранного производства и все в лизинге.

Сокращение парка позволило компании отказаться от низкодоходных маршрутов и сократить более 30% персонала - только на выплаты компенсаций уволенным 3000 летчиков было потрачено 20 млн долл., вспоминает знакомый акционеров S7.

Тактика выживания быстро себя оправдала. «Сибирь» потеряла рыночную долю, скатившись к 2010 г. со 2-го на 4-е место по пассажирским авиаперевозкам, но начала зарабатывать.

Отказ от российских самолетов дал S7, как минимум, двойную экономию на топливе. Расход топлива на Ту-154 составлял 5,6 т на один летный час, а на Airbus A320 - 2,7 т. По данным «Сибири», в 2005 г. доля расходов на топливо в себестоимости составляла 51%, к 2006 г. ее удалось сократить до 40% за счет новых «иномарок». К 2016 г. затраты на топливо в группе S7 составляют всего 24%, сообщил представитель компании.

Теперь S7 принципиально берет самолеты только в операционный лизинг, а не в финансовый, предусматривающий переход судна к плательщику по завершении платежей. И тем более не приобретает их в собственность. «Самолеты - это не автомобили, которые теряют в стоимости сразу после выезда из автосалона. Здесь все намного сложнее», - рассказывает знакомый акционеров S7. При доступе к большим финансовым ресурсам и при административной поддержке легко

набрать большой парк, но при этом сделать много критических ошибок, как это произошло с «Трансаэро». Эта авиакомпания брала самолеты в финансовый лизинг, ее лизинговый портфель составлял около 4,5 млрд долл., но продать самолеты компании сейчас можно лишь за несколько сотен миллионов долларов.

Прогнозирование остаточной стоимости самолета является ключевым при его покупке. Самолет правильного типа даже через 12 лет эксплуатации будет стоить столько же, сколько при покупке, а неправильного - уже при выходе от производителя не стоит тех денег, которые за него заплачены. К неправильному типу знакомый Филевых относит Sukhoi Superjet 100, Airbus-340 и Boeing 747-400. Дело в том, что новые, более экономичные Boeing 787 и A350 «убили» своих предшественников, включая даже Boeing 777, считавшийся несколько лет назад лучшим пассажирским самолетом в мире. Правильным самолетом в S7 считают, например, Airbus-320, цена на которые не снижается уже 15 лет.

Старшая дочь Филевых Татьяна, работающая вице-президентом S7 по маркетингу, в 2010 г. закончила мехмат МГУ. Ее диплом как раз был посвящен теме, как угадать стоимость самолета. Двумя годами ранее младшая Филева прошла практику в люксембургской РК AirFinance (структура одной из крупнейших авиализинговых компаний GECAS), где ежедневно проводила математический анализ прогнозной стоимости самолетов и акций авиакомпаний. В итоге Филевы решили, что хорошо зарабатывать на перепродаже самолетов можно только при заказе от нескольких сотен судов. Поэтому и не стоит рисковать, объясняет другой их знакомый.

В итоге бизнесмены оптимизировали расходы на самолеты. В течение всей жизни воздушного судна авиаперевозчику требуется создавать резерв для его обслуживания: «Пролетел он час, ты обязан отложить деньги». В «Сибири» научились экономно расходовать данный резерв. «Это и есть главные деньги в авиации», - уверен знакомый Филевых.

Кроме того, критически важен налет самолета. Сам Филев приводит обычно такие расчеты: при лизинговом платеже в 400 000 долл. в месяц самолет авиакомпании условно может налетать 200, 300 или 400 ч, а может и вовсе ничего не налетать, если вдруг не хватит летчиков или понадобился ремонт. При налете в 200 ч каждый час обойдется в

2000 долл. лизинговых платежей, при налете в 400 ч - всего в 1000 долл. Последовал вывод: «Не важно, за сколько ты взял самолет в лизинг, важно, сколько он сможет налетать». В условном рейсе протяженностью 2 ч в самолете на 160 кресел при налете в 200 ч себестоимость одного кресла в час составит 25 долл., у Филевых с налетом в 400 ч - 12,5 долл. «Вот на сэкономленные 12,5 долл. Филевы и живут», - шутит их знакомый. «Знаете, почему «Сибирь» остается в более дорогом аэропорту «Домодедово», а не перебазирована в «Внуково», где обслуживание дешевле?» - спрашивает один из авиационных аналитиков. Филев давно научил «Домодедово» готовить прибывшие самолеты к вылету за 40 мин, а это влияет на частоту полетов и затраты.

S7 летает, как минимум, больше всех в России и Европе. В Европе полеты ночью запрещены, и там самолеты стоят восемь часов, тогда как в России летают круглые сутки. Значительному налету авиатехники помогает и небольшой по сравнению с конкурентами парк самолетов - с кризисного 2008 г. Филевы увеличивают его очень аккуратно. Именно тот кризис научил владельцев S7 осторожности.

Двойную экономию компании обеспечила и собственная техническая база в Москве, Новосибирске и Минеральных Водах, которую группа создавала несколько лет. «Если бы у S7 не было своей технической базы, самолеты пришлось бы обслуживать за рубежом, а это означает валютные расходы. По примерной оценке, расходы могли быть в два раза больше», - говорит знакомый Филевых. Точные расходы компании не раскрываются. Объем экономии можно оценить по данным, обнародованным «Уральскими авиалиниями». Компания в годовом отчете сообщила, что создание собственного технического центра в 2014 г. позволило ей экономить до 4 млн руб. на каждом с-check самолета A320 - на «большом» техосмотре, проходящем в среднем каждые полтора года или 4000 ч налета.

В 2014 г. «Сибирь» договорилась с Альфа-банком о значительном снижении процентной ставки и переносе срока погашения кредита на I квартал 2017 г., говорится в годовом отчете компании.

S7 Airlines применяет собственную систему управления рисками, в которую, в числе другого, входит и единственная в России полностью автоматизированная система планирования рабочего времени летного и cabinного экипажей, рассказывает представитель компании. Данная система позволяет с точностью до минуты соблюдать все нормы

по налету и времени отдыха и при этом уменьшать количество экипажей, необходимых для выполнения полетов. Кроме того, система позволяет не держать отдельный штат экономистов, кадровых и других работников для обработки информации и бумажного документооборота в компании.

В «Сибири» всегда занимались развитием сервиса, электронных продаж и выигрывали на мелочах. В декабре 2015 г., в самый тяжелый для рынка момент, Филевы первыми из конкурентов ввели так называемый безбагажный тариф и привлекли внимание пассажиров, желающих сэкономить. Действительно, предложение слетать, например, из Москвы в Сочи и обратно за 5000-6000 руб. на фоне средних на тот момент 10 000 руб. оказалось привлекательным.

Или еще, казалось бы, мелочь, но высоко оцененная контрагентами «Сибири»: компания берет за продажи на своем сайте агентский сбор в 100 руб., что позволяет и агентам брать такой же сбор с билетов - т. е., учитывая тенденцию к полной отмене комиссии за продажу авиабилетов, зарабатывать больше, чем на билетах других авиакомпаний.

S7 ценит агентов, но много вкладывает в развитие своей электронной системы: в результате у нее самая высокая доля собственных продаж при реализации билетов через Интернет. Компания продает через свой сайт 33% электронных билетов, тогда как у «Аэрофлота» этот показатель на уровне 25-27%.

В итоге «Сибирь» в 2015 г. вернулась на 2-е место. С рынка ушел второй игрок - «Трансаэро», и почти в 2 раза просела по объему перевозок компания «Ютэйр», которой удалось спастись благодаря поддержке совладельца - НПФ «Сургутнефтегаз» - и государства. Но Филевы 2-му месту не очень-то рады - теперь они фактически остались один на один с «Аэрофлотом», доля которого вместе с дочерними компаниями составила в 2015 г. почти 43%, у «Сибири» с «Глобусом» - 11,5%.

По словам знакомого Филевых, акционеры S7 продолжают тонкую настройку бизнеса и в 2016 г. Не исключено, что одной из антикризисных мер может стать отказ от бизнес-класса в самолетах А319 из парка авиакомпании. Самолеты в одноклассной компоновке авиакомпания будет ставить на короткие рейсы продолжительностью до 2,5 ч. Дело в том, что в кризис бизнес-класс на коротких дистанциях оказался невостребованным.

Дальше чем на два года Филевы планов не строят: «Может, к тому времени нефть станет стоить 10 долл. за баррель и все перестанут летать». Бизнесмены не верят, что есть безграничный горизонт для роста, если правительство продолжит себя вести так же. «Посмотрите, как сильно «Аэрофлот» поднял тарифы на зарубежных направлениях и какие тарифы на внутренних линиях», - говорит знакомый Филевых, по расчетам которых пассажиропоток зависит от ВВП с коэффициентом 2. Если российский ВВП упадет на 4%, то перевозки упадут на 8%.

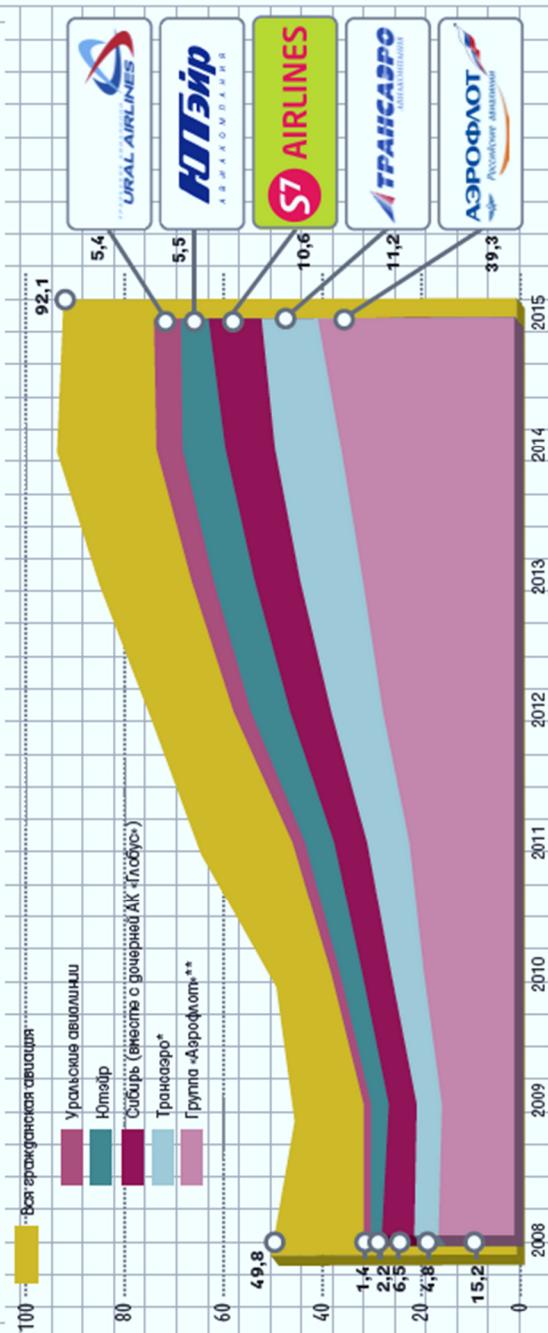
«Возможностей дальнейшего развития у S7 не так много: российские перевозки в большинстве своем убыточны, рост на международных рейсах ограничен межправительственными соглашениями (большинство международных назначений принадлежит «Аэрофлоту» и его «дочке» «России»), низкой покупательной способностью населения и отсутствием у S7 в парке дальнемагистральных самолетов», - перечисляет руководитель аналитического отдела агентства «Авиапорт» Олег Пантелеев.

Однако в отличие от других авиакомпаний у S7 есть два хаба - в Москве и Новосибирске, и компания может делать ставку на разлет из Новосибирска, в том числе на стыковку для пассажиров из Москвы на Дальний Восток. Одно это может серьезно увеличить пассажиропоток S7. Второй вариант - экспансия в Европу: за счет создания европейской авиакомпании и стыковок в европейских аэропортах S7 могла бы создать себе дополнительный мощный поток международных пассажиров, несмотря на скромные в сравнении с «Аэрофлотом» международные коммерческие права.

«Авиакомпании группы S7, безусловно, самые эффективные в России, они зарабатывают деньги. Но после ухода «Трансаэро» сохранение конкурентной среды во многом является вопросом доброй воли «Аэрофлота», - предупреждает ведущий научный сотрудник Института экономики транспорта Высшей школы экономики Федор Борисов. Большинство самых прибыльных международных маршрутов, дополнительные доходы в виде пролетных денег от иностранных перевозчиков (оцениваются не менее чем в 500 млн долл. в год. - «Ведомости») дают «Аэрофлоту» мощное конкурентное преимущество. Но возможности для роста есть: S7 может за счет более низких издержек побороться за пассажиров «Трансаэро», за высокодоходных пассажиров самого «Аэрофлота», а также за пассажиров небольших авиакомпаний,

## С кем летаем

КРУПНЕЙШИЕ АВИАКОМПАНИИ ПО ОБЪЕМУ ПАССАЖИРСКИХ ПЕРЕВОЗОК, МЛН ЧЕЛ.



\* Компания прекратила деятельность 26 октября 2015 г.

\*\* В группу «Аэрофлот» входит одноименная компания и ее «дочки» – авиакомпании «Россия», «Победа», «Донavia», «Оренбургские авиалинии» и «Аврора».

ИСТОЧНИК: ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ВОЗДУШНОГО ТРАНСПОРТА

которые будут уходить с рынка вследствие кризиса в отрасли и высокой конкуренции, считает Борисов.

В 2018 г. авиакомпания «Сибирь» занимала вторую строчку после «Аэрофлота» и входила в топ-5 крупнейших российских авиаперевозчиков по объему перевозок, по надежности и безопасности авиаперелетов.

### **Задание**

1. Какую конкурентную стратегию реализует компания?
2. Определите ключевые факторы отраслевой и финансовой конкурентоспособности компании.
3. В чем принципиальное различие бизнес-моделей регулярных и чартерных перевозок? С чем был связан отказ собственников S7 Group от чартерных рейсов?

### **Источники информации**

Группа компаний S7. Досье // ТАСС : [сайт]. URL: <https://tass.ru/info/3659952>, свободный.

Сибирь - от дефолта до успеха // Ведомости. 2016. 14 марта (№ 4032).

## «УРАЛКАЛИЙ». СМЕНА СТРАТЕГИИ

Кейс основан на эпизоде корпоративной истории компании «**Уралкалий**», связанном с кардинальным пересмотром стратегии летом 2013 г., что вызвало изменения конъюнктуры отраслевого рынка и резкую негативную реакцию финансового рынка. Кейс посвящен обсуждению реакции финансового рынка на изменение стратегии работы компании на отраслевом рынке.

Информационной базой для формирования кейса послужили публикации в газете «Ведомости», в открытых источниках деловой информации и на страницах информационных ресурсов, ориентированных на инвесторов.

**Основные понятия.** Выход компании на фондовый рынок в целях вовлечения в свой деловой оборот средств широкого круга инвесторов означает приобретение компанией статуса публичной.

С одной стороны, компания получает таким образом доступ к значительным объемам финансирования, которые инвесторы размещают на открытом конкурентном рынке. Конкуренция, как известно, приводит к снижению цены. Поэтому публичные компании получают доступ к более дешевым источникам финансирования.

С другой стороны, статус публичной компании связан с необходимостью раскрытия информации, нужной инвесторам для принятия решения о приобретении финансовых активов, которые компания выпускает на рынок. При этом принятие решения инвесторами имеет два аспекта: учет имеющейся информации об объектах инвестирования и ожидания.

Создание инвестиционной привлекательности предполагает донесение до потенциальных инвесторов информации, позволяющей справедливо оценить компанию в соответствии с ее внутренней (фунда-

ментальной) стоимостью, определяемой способностью компании генерировать финансовые результаты.

Создание инвестиционной привлекательности публичной компании означает формирование о ней такого мнения инвесторов, которое обеспечит как можно более высокую оценку выпускаемых ею финансовых активов. Недостаток информации приводит к тому, что рынок (совокупность инвесторов) оценивает компанию существенно ниже ее фундаментальной стоимости.

Работа с инвесторами является сферой ответственности финансового директора, которая может быть определена как финансовый маркетинг. К функциям финансового маркетинга относятся:

- обеспечение понимания рынком предпринимательской модели компании и формирование доверия к ее способности создавать финансовые результаты;
- обеспечение понимания рынком перспектив развития компании и управление ожиданиями инвесторов.

Важным инструментом повышения инвестиционной привлекательности компании является Roadshow - он предназначен для продвижения компании, улучшения ее имиджа, для активной работы с существующими инвесторами и привлечения новых. В рамках roadshow руководители компании встречаются с ведущими инвесторами и аналитиками, рассказывая им о результатах деятельности компании, ее положении на рынке, отношениях с конкурентами, поставщиками, клиентами и т.д.

Roadshow может проходить по схеме deal или non-deal. Deal - это классический вариант, при котором целью является привлечение инвестиций. Вариант non-deal направлен на сохранение привлекательности компании в глазах инвесторов.

**О рынке.** Мировой калийный рынок представляет собой явно выжатую олигополию (рис. 1). Благодаря тому, что калийных компаний в мире немного, а спрос растет, условия в отрасли до сих пор диктовали продавцы.

В 2012 г. 42% рынка контролировали производители из СНГ «Уралкалий» и «Беларуськалий» через Белорусскую калийную компанию (БКК) и Uralkali Trading, а 25% - трейдер Canpotex, через него торгуют Potash Corp., Mosaic и Agrium (рис. 2).

### Мировые запасы калийных руд, %



Рис. 1

### Структура экспорта калийных удобрений по группам продавцов в 2012 г., %



Рис. 2

Белорусская калийная компания - совместное предприятие «Уралкалия» и «Беларуськалия». При его создании «Уралкалий» и «Беларуськалий» договорились, что БКК отгружает продукцию пропорционально мощностям партнеров.

После того как в 2011 г. «Уралкалий» присоединил «Сильвинит», его мощность превысила мощность «Беларуськалия» (10,6 млн т против 9,2 млн т, до слияния у «Уралкалия» было около 7 млн т; к 2012 г. мощность «Беларуськалия» достигла 10,3 млн т). Под давлением белорусской стороны «Уралкалий» согласился в перспективе на продажи калия в пропорции 50 на 50.

БКК выступала эксклюзивным продавцом продукции «Беларуськалия» и «Уралкалия». Претензии белорусской стороны были связаны с тем, что часть продукции концерн «Уралкалий» продавал через свою дочернюю компанию Uralkali Trading, несмотря на то, что трейдер был ориентирован на другие рынки и не оттягивал контракты у БКК. В конце 2012 г. указ Лукашенко об эксклюзивности был отменен.

**О компании.** ПАО «Уралкалий» - крупнейший в мире производитель калия, обеспечивает около 20% мировых поставок калийных удобрений в более чем 70 стран. Вертикальная интеграция обеспечивает контроль за всей производственно-сбытовой цепочкой от добычи калийной руды и производства калийных удобрений до поставок продукции покупателям.

«Уралкалий» возник еще во времена СССР. В 2011 г. произошло слияние «Уралкалия» и «Сильвинита».

В 2007 г. проведено IPO, первичное размещение акций на Московской и Лондонской фондовых биржах. Подавляющее большинство акций было размещено в Лондоне. Доля акций, находящихся в свободном обращении, превышала 60%.

Чистая прибыль "Уралкалия" по МСФО за 2012 г. выросла на 5% и составила 1,6 млрд долл., выручка упала на 6% и составила 3,950 млн долл.

В 2012 г. «Уралкалий» попал в рейтинг 500 крупнейших компаний мира по рыночной капитализации сразу на 374-е место с капитализацией 23,38 млрд долл.

В 2013 г. «Уралкалий» спустился на 450-ю строчку (-76 ступеней) с 21,8 млрд долл.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>Данные о капитализации компаний снимались по итогам 28 марта 2013 г.

**Постановка проблемы.** 30 июля 2013 г. компания «Уралкалий» объявила об отказе продавать калий БКК. Отвечая на последовавшие вопросы журналистов, генеральный директор «Уралкалия» Владислав Баумгертнер сообщил о том, что компания кардинально пересматривает свою стратегию, отказываясь от принципа «цена превыше объема», и будет делать ставку на то, чтобы продать максимум продукции. По словам представителей компании, «Уралкалий» намерен уже в 2014 г. увеличить производство с 10,5 до 13 млн т.

Новая стратегия была утверждена 29 июля 2013 г. экстренно созванным советом директоров, после чего последовало официальное заявление, вызвавшее негативную реакцию рынка и резкий обвал котировок - почти на 20% в течение дня - не только самого «Уралкалия», но и крупнейших калийных компаний мира (рис. 3).



**Рис. 3**

В целом калийный рынок потерял более 20 млрд долл. капитализации.

Свое решение разрушить существующий уклад россияне объяснили тем, что конкуренты чересчур рьяно наращивают производственные мощности и «начинают вести себя агрессивно». Генеральный директор «Уралкалия» Владислав Баумгертнер выразил недовольство

действиями Беларуси, которая принялась расширять долю рынка без согласования с Россией.

Ожидается, что в результате произошедшего события на рынке развернется жесткая ценовая конкуренция.

По прогнозу «Уралкалия», стоимость калийных удобрений упадет с нынешних 400 до 300 долл. за тонну. При этом «Уралкалий» имеет самый низкий уровень производственных затрат - себестоимость продукции в Пермском крае (именно там располагается основное месторождение компании - Верхнекамское) составляет 62 долл. за тонну. Себестоимость добычи «Беларуськалия» - 72 долл. за тонну. Разницу в себестоимости добычи «Уралкалия» и «Беларуськалия» компенсируют транспортные расходы: у российской компании они 40-50 долл., у белорусской - 30-35 долл. В Северной Америке себестоимость превышает 100 долл. (Potash Corp. добыча тонны калия обходилась в 121 долл.), в Европе - 240 долл.

«Если цены на хлоркалий упадут ниже 300 долл., целый ряд новых горнорудных проектов в отрасли окажутся в зоне риска», - считает аналитик Metzler Equities Ларс Хетче.

Оценку глобальных депозитарных расписок (GDR) «Уралкалия» Morgan Stanley понизил 7 августа 2013 г. на 40% - с 36,5 до 22 долл., что подразумевало дополнительное снижение на 4% относительно текущей цены.

Компания планирует разъяснить свою новую стратегию ключевым инвесторам и аналитикам в рамках традиционного двухнедельного roadshow в начале сентября в Северной Америке и Европе. Пока проводятся конференц-звонки с крупными инвесторами для того, чтобы объяснить им, что произошло.

### **Дополнительная информация:** фрагмент интервью В. Баумгертнера.

**- Когда мы встречались с вами в декабре, вы говорили, что у рынка есть еще пять-шесть лет такой жизни, какая была всегда: «цена выше объема», все тихо-мирно живут дальше. Что изменилось с тех пор? Почему все закончилось быстрее?**

- Честно говоря, если бы мы могли жить и дальше так, как жили до сих пор, мы с удовольствием бы продолжали это делать, реализовывая стратегию «цена выше объема», работая с «Беларуськалием» через БКК, наслаждаясь высокими мультипликаторами и высокой рентабель-

ностью. То, что произошло, случилось не потому, что нам так захотелось, а потому, что так сложились объективные обстоятельства.

Не было никакого секрета в том, что у нас были определенные проблемы с белорусскими партнерами. Очевидным это стало на калийном рынке в декабре прошлого года, когда вышел указ Александра Григорьевича (Лукашенко, президента Белоруссии. - «Ведомости») о том, что «Беларуськалий» может продавать продукцию не только через БКК, но и через независимых трейдеров, неаффилированных с БКК и несогласующих ни объемы, ни ценовые параметры. Фактически так создавалась внутренняя конкуренция. До поры до времени это выглядело как давление белорусской стороны на российского партнера с целью получения преференций в наших внутренних дискуссиях, которые всегда были, но неизменно носили рабочий характер. Но с какого-то момента рынок начал чувствовать, что за этим указом стоят реальные действия, которые белорусская сторона собирается предпринимать. Возможно, реакцией на эти действия и стало неожиданное подписание Canpotex (трейдер канадской PotashCorp., американских Mosaic и Agrium. - «Ведомости») договора с китайскими компаниями в декабре 2012 года. Я не могу точно сказать, но предполагаю, что за этим иррациональным шагом стояли опасения, что БКК на грани развала, и поэтому Canpotex решил действовать первым. Тогда нам удалось удержать ситуацию: акционеры встречались с руководством страны, менеджмент встречался с премьер-министром (Михаилом Мясниковичем. - «Ведомости»), с представителями владельца «Беларуськалия» - «Белнефтехима».

Переговоры шли до последнего момента на всех уровнях - мы доносили свою мысль о том, что БКК - уникальный проект, который занял лидирующее положение на рынке и позволил заработать большие деньги и для «Беларуськалия», и для «Уралкалия». Но, видимо, наша аргументация воспринималась или как блеф, или как пустые слова. Все это время мы просили вторую сторону отменить данный указ, чтобы дать ясный сигнал рынку о том, что мы по-прежнему вместе и выступаем единым фронтом. К сожалению, этого не произошло. В июне в Белоруссии работала согласительная комиссия, в рамках которой мы договорились практически по всем пунктам, кроме основного - о восстановлении эксклюзивности поставок через БКК и отмене указа. Окончательное решение должно было быть принято на совещании у президента Белоруссии, где руководитель комиссии господин Румас должен был сделать соответствующий доклад. Совещание состоялось 22 июля, но указ так и не был отменен. После этого мы увидели, что на рынке появляются письменные предложения от различных трейдеров, которые предлагают товар от лица «Беларуськалия», - и дальше мы стали перед

выбором: или смотреть и наблюдать, как разваливается БКК, или начать действовать на опережение.

Проанализировав ситуацию, мы решили действовать. Информационно совет директоров к принятию такого решения был готов. Все эти месяцы мы информировали совет директоров о том, что происходит: о поведении конкурентов, о сложной конъюнктуре, о том, что нас не поддержали на рынках с точки зрения увеличения цены. Поэтому, когда мы в экстренном порядке создали совет директоров, он единогласно одобрил стратегию, основывающуюся на том, что, если в данной ситуации невозможно максимизировать цены, то надо максимизировать объемы. Это очень рационально для такой компании, как «Уралкалий», которая занимает лидирующие позиции в отрасли по себестоимости, располагает возможностью быстро нарастить объем производства, а также имеет очевидные географические преимущества. Ну, а дальше последовало наше официальное заявление.

**– Почему отгрузки калия в обход БКК оказали такое негативное влияние - они предлагали слишком низкие цены?**

– Вопрос не в низких ценах, вопрос - в единой торговой позиции. Когда есть один лидирующий поставщик, тогда появляется возможность занять крайне жесткую переговорную позицию, и покупатели уже не могут разводять производителей, устраивая торги и т.д.

**– Но, например, «Сильвинит» (в 2011 г. был присоединен к «Уралкалию» после смены акционеров. - «Ведомости») тоже всегда играл на объемах и готов был поступиться ценой...**

– Одно дело, когда играет такая небольшая компания, как «Сильвинит», и совсем другое, когда отдельно играет «Беларуськалий». Кроме того, по-другому в 2013-м выглядела сама ситуация: сознание североамериканских производителей существенно изменилось. На конференциях с инвесторами они стали не исключать того, что имеет смысл поменять стратегию и больше объемов размещать на рынке. К сожалению, за этими заявлениями последовали действия: в первом полугодии БКК серьезно потеряла в объемах, которые ушли в основном к Canpotex. В том числе это было одним из упреков нам от некоторых наших белорусских оппонентов. БКК теряет в объемах и уступает позиции Canpotex, так в чем смысл реализовывать стратегию «цена превыше объема»? «Раз БКК не умеет работать, то бессмысленно отменять указ, наоборот - нужно запускать продажи через независимых трейдеров, которые смогут наверстать объемы», - говорили они. Ослабление рынка шло с разных сторон, и, по сути, мы оказались между молотом и наковальней, будучи при этом лидером рынка и обладая уникальными конкурентными преимуществами. Тогда перед нами встал вопрос: если мы

обладаем таким сильнейшим арсеналом, то почему мы должны финансово страдать, находясь при этом в ситуации неопределенности? При том, что внешняя конъюнктура рынка сельскохозяйственной продукции и экономика фермеров фантастически хороши. При таких хороших условиях мы не смогли добиться высоких цен и к тому же ограничены объемом продаж. Дальше последовал логичный шаг.

**- Это было предложение менеджмента - заявить о новой стратегии, четко и недвусмысленно, или идея кого-то из акционеров?**

- Естественно, бизнесом управляет менеджмент, а акционеры принимают стратегические решения. Проанализировав рынок, мы внесли на совет директоров разные варианты развития событий с оценкой всех плюсов и минусов, с финансовым прогнозированием, на основании чего совет директоров принял решение. Все эти варианты не первый раз обсуждались. В том числе они рассматривались на июньской стратегической сессии в Березниках. Поэтому ничего принципиально неожиданного для членов совета директоров не произошло. Когда события начали приобретать негативный для компании оборот, совет директоров сказал: «Хорошо, мы согласны с предложением менеджмента, что настало время двигаться в другом направлении, поскольку старая стратегия больше не работает».

**- Вы ожидали такую бурную реакцию? Аналитики называют этот день «черным вторником» калийной отрасли.**

- Мы не считаем реакцию рынка такой уж сильной и неадекватной. Да, все произошло достаточно быстро. Очевидно, что инвесторы должны были подобным образом отреагировать, потому что теперь картина калийного мира существенно поменялась. И сегодня мы оказались в ситуации, когда важно обращать внимание на себестоимость, маржинальные производители должны испытывать на себе естественное давление рынка. То, что это произошло за один день, наверное, не очень приятно, но по-другому мы поступить не могли. Компания не делала каких-либо специальных заявлений, лишь раскрыла, что решила больше через БКК не осуществлять экспортные продажи. А дальше мы просто отвечали на естественные вопросы журналистов. Что будет делать компания, выйдя из БКК? Чтобы реализовывать стратегию «цена превыше объема», мы недостаточно велики, поэтому в этом нет экономической логики. А значит, нужно максимизировать выручку другим способом, и этот способ - максимизация объемов. Не нужно быть управленческим гением, чтобы до этого дойти. Следующий вопрос - что тогда будет происходить с ценами? И здесь мы все знаем, как работают рынки commodities: нужно смотреть на состав производителей, на себестоимость маржинальных игроков - и это будет ориентиром того, как будут

меняться цены. На вопрос, какая будет цена, честным ответом является: «Я не знаю». Но тренд движения цен очевиден. Раз увеличиваются объемы, то цены могут идти до себестоимости маржинальных производителей, а это около \$250 за тонну. А значит, вскоре мы можем увидеть такие показатели.

**– Когда вы это произносили, вы понимали, что меняете рынок?**

– Конечно, мы же ответственные люди. Мы понимаем, что и когда мы делаем. В данной ситуации это было неизбежно. А если что-то неизбежно, то лучше это сделать быстрее, и получить от этого максимальную пользу.

**– Ваше заявление вызвало такую негативную реакцию в том числе и потому, что не было ни роуд-шоу, ни презентаций. Почему?**

– Потому что ситуация развивалась стремительно. Решение принималось за несколько дней. А роуд-шоу будет - традиционное двухнедельное в начале сентября в Северной Америке, Европе, где мы будем встречаться с ключевыми инвесторами, объяснять нашу новую стратегию, рассказывать, что компания будет делать в новых условиях. Обычно мы это не делаем массово. И сегодня я лично в индивидуальном порядке провожу конференц-звонки с крупными инвесторами, а наш департамент по связям с инвесторами сейчас работает 20 часов в сутки (с учетом разницы во времени с Европой и США), и каждый день руководитель этого подразделения общается с десятками инвесторов, объясняя, что произошло. Да, мы не выложили какую-либо презентацию к решению совета директоров - по большому счету, нечего было выкладывать, - но мы, как вы видите, стараемся объяснять через прессу, что же на самом деле случилось.

**– Как вы теперь будете увеличивать капитализацию компании?**

– Если вы спрашиваете, как мы собираемся вернуть капитализацию на тот уровень, на котором она была, например, в мае, - то никак. Вряд ли рынок в ближайшее время вернется к той оценке калийных активов, которая существовала. Лучший способ встать после падения - хорошо управлять тем бизнесом, который у нас есть, и хорошо реализовывать ту стратегию, которую мы выбрали. Мы должны доказать рынку, что мы способны производить и продавать большие объемы. Мы это сделаем, и люди это увидят уже по результатам второго полугодия. Мы должны продемонстрировать, что способны контролировать низкие издержки, которые у нас есть. Это тоже все увидят в самое ближайшее время. С точки зрения корпоративного управления ничего не меняется: мы всегда считались компанией, которая хорошо управляется, и мы не собираемся ни на миллиметр отступить от наших принципов. Дальше - вопрос времени.

– Меня не оставляло ощущение все эти дни, что это заявление - первый ход в большой игре. Что будет дальше?

– Несомненно, мы никогда не поступаем оппортунистически. Мы давно в этом бизнесе работаем, и у нас есть долгосрочная стратегия - она проста для понимания и, я считаю, очень эффективна. Раз правила изменились, мы должны уничтожить green-field, должны пострадать и сократиться производители, которые не могут работать с низкой себестоимостью, одновременно спрос должен простимулироваться и низкими ценами, и активным продвижением сбалансированного использования удобрений. А дальше - видимо, консолидация.

---

**P.S.** Генеральный директор "Уралкалия" Владислав Баумгертнер 26 августа 2013 г. был задержан в аэропорту Минска и помещен в СИЗО. Ему предъявлено обвинение в злоупотреблении властью и служебными полномочиями. Баумгертнеру по белорусскому законодательству грозил срок до 10 лет с конфискацией имущества, 11 октября статью обвинения переключили со злоупотребления властью и служебными полномочиями на хищение, что грозило уже пожизненным заключением.

В ноябре Белоруссия приняла решение выдать В. Баумгертнера России, здесь ему было предъявлено официальное обвинение в злоупотреблении полномочиями - оно было прекращено за отсутствием состава преступления только в феврале 2015 г. Еще через полгода Баумгертнер возобновил карьеру топ-менеджера, возглавив компанию Global Ports. С марта 2017 г. возглавил швейцарскую компанию Aleva, занимающуюся разработкой технологий хранения электроэнергии.

Чуть позже ареста Баумгертнера белорусские власти объявили в розыск также основного акционера «Уралкалия» российского миллиардера Сулеймана Керимова (доля в капитале 25%).

Данные события привели к смене собственника «Уралкалия». Керимов продал свой пакет группе ОНЭКСИМ Михаила Прохорова, а компания «Уралхим» Дмитрия Мазепина скупала доли мелких акционеров. Доля акций в свободном обращении сократилась до 6%.

## Задание

Аналитики называют происходящее «разрушением рынка».

Владислав Баумгертнер, напротив, говорит о том, что «это оздоровление рынка».

Проведя анализ ситуации по состоянию на начало августа 2013 г., сформулируйте свое мнение о ней.

Если ваше мнение соответствует позиции менеджмента компании, тогда вы выступаете перед инвесторами в рамках проводимого roadshow. В своей презентации вы должны доказать, что стратегия «Уралкалия» верна, и эта компания может быть объектом для инвестирования.

Если ваше мнение соответствует позиции аналитиков, тогда вы выступаете перед инвесторами в качестве эксперта. В своей презентации вы должны доказать, что стратегия «Уралкалия» не верна, и эта компания не может быть объектом для инвестирования.

## Источники информации

Гендиректор «Беларуськалия» призвал забыть калийный скандал и заняться восстановлением рынка // Ведомости. 2013. 2 сент.

Разрушение рынка // Ведомости. 2013. 5 авг.

Чей калий важнее // Ведомости. 2013. 6 сент.

«Это оздоровление рынка», - Владислав Баумгертнер, гендиректор «Уралкалия» // Ведомости. 2013. 5 авг.

Профиль Уралкалий // Finanz.ru : [сайт]. URL: <https://www.finanz.ru/aktsii/uralkali>, свободный.

## МОДЕРНИЗАЦИЯ ЦБК

Кейс основан на материалах о деятельности российских целлюлозно-бумажных комбинатов Северо-Западного федерального округа (Архангельского ЦБК, Сыктывкарского ЛПК, группы «Илим») в период 2007-2008 гг. и посвящен обсуждению логики принятия инвестиционных решений, направленных на модернизацию производства.

Информационной базой для формирования кейса послужили аналитические материалы, а также данные об отечественных предприятиях целлюлозно-бумажной промышленности, опубликованные в открытых информационных источниках.

**Основные понятия.** Стоимость бизнеса зависит как от прошлых, так и от будущих (ожидаемых собственниками) финансовых результатов его функционирования. Уже созданная стоимость бизнеса характеризуется показателем экономической прибыли. Потенциал создания стоимости бизнеса в будущем зависит от размера инвестиций в развитие. Инвестиции влияют на стоимость бизнеса, прежде всего, через создание новых активов, что, в свою очередь, влияет на технический уровень производства, на себестоимость и качество продукции, на объемы ее производства и реализации, а следовательно, и на конечные финансовые результаты.

Одним из направлений осуществления реальных инвестиций являются вложения в модернизацию производства, которая представляет собой частичное или полное обновление технологических систем и оснащения предприятия. При этом возможен принципиальный выбор: следует внедрять новую технику и технологии или модернизировать существующие.

Источником экономического эффекта от инвестиций выступает прирост чистого годового дохода и экономической прибыли. Если говорить об инвестициях в модернизацию производства, источником

экономического эффекта может выступать предотвращение потерь - как явных, связанных с повышением уровня брака, с экологической нагрузкой, так и вмененных, обусловленных низкой производительностью оборудования, низким качеством продукции и т.д.

Экономическое развитие характеризуется цикличностью, т.е. периодическими взлетами и падениями экономической конъюнктуры. Периоды повышения экономической активности характеризуются преимущественно экстенсивным развитием, а периоды понижения экономической активности - началом преимущественно интенсивного развития. Кроме того, колебания экономической конъюнктуры существенным образом влияют на доступность и, как следствие, на стоимость финансовых ресурсов. Соответственно, цикличность экономического развития выступает важным макроэкономическим фактором, влияющим на инвестиционную активность бизнеса.

**Об отрасли.** Целлюлозно-бумажная промышленность объединяет технологические процессы получения целлюлозы (40%), бумаги - писчей, книжной и газетной (30%), картона (10%) и бумажно-картонных изделий (тетради, салфетки, технический картон и др.). Импортируется в основном товарная целлюлоза и картон, так как качество бумаги не соответствует мировым стандартам.

Технология производства целлюлозы считается достаточно «грязной». На производство 1 т продукции требуется 350 м<sup>3</sup> воды (на 1 автомобиль - 200 м<sup>3</sup>), которая не может быть очищена до той степени, которая необходима для возврата в природу. Низкая степень переработки сырья (1 т целлюлозы - 2,5-3,1 т древесины) ведет к образованию отходов с высоким содержанием химических веществ, хранение или захоронение которых требует больших затрат. Щелочная, сульфитная или сульфатная варка как технологический процесс не изменилась, но оборудование, основная часть которого была создана в 1970-х гг., морально и физически устарело (износ 70-80%). Технологический процесс непрерывный, что предъявляет особые требования к оборудованию, обслуживанию и поставкам сырья. Глубина переработки исходного материала в 2,5-3 раза ниже, чем в Норвегии, Японии или США. Серьезных научно-исследовательских работ (НИОКР) в этой области не проводилось.

Россия располагает четвертью мировых запасов леса. Мощностей электрогенерирующих компаний достаточно для двукратного увели-

чения производства. Недостатка в водных ресурсах нет. Но реализуется этот потенциал слабо: доля российской лесобумажной продукции на мировом рынке не превышает 3 %.

В 2007 г. Правительством РФ был принят ряд постановлений по модернизации ЦБП с целью повышения эффективности и снижения экологической нагрузки. Предполагалось, что источниками финансирования будут: государство (44%) и частные инвестиции (56%). Было сформировано 5 проектов, которые охватывали 17 крупных ЦБК. К началу 2012 г. осталось 5 ЦБК, так как остальные не смогли выдержать график модернизации из-за организационно-финансовых проблем.

Динамика мирового производства бумаги и картона: до 2008 г. отмечался рост объемов потребления целлюлозно-бумажной продукции в странах ЕЭК ООН (объединяет 56 стран, расположенных в Европе и Северной Америке, является крупнейшим в мире производителем (60% мирового производства), потребителем (57%), экспортером (77%) и импортером (70%) изделий из древесины и бумаги), а затем началось их перманентное снижение.

Снижение потребления и сокращение производственных мощностей по производству бумаги для печати и письма в современных условиях связываются экспертами не только с последствиями кризиса, с неопределенностью в развитии мировой экономики, но и с началом общей глобальной тенденции по вытеснению с рынка бумажных источников электронными средствами информации. При этом речь идет не только о рекламных материалах и других источниках информации, но и о печатных изданиях - книгах, справочниках, а также деловых документах, бухгалтерских счетах и пр. В письмах, направляемых по электронной почте, с учетом требований экологии, теперь, как правило, содержится строка с просьбой не распечатывать их без видимой необходимости с целью экономии бумаги, а следовательно, и древесины, на основе которой она изготовлена. Предположительно, в отсутствие должного спроса компании, выпускающие графические сорта бумаг, в среднесрочной перспективе будут осуществлять переориентацию производственных мощностей на гигиенические виды бумаги или упаковку, и данный процесс уже начался.

**Постановка проблемы.** Мировая целлюлозно-бумажная промышленность (ЦБП) по состоянию на март 2009 г. 14 месяцев находилась в состоянии кризиса: спрос на продукцию продолжал сокращать-

ся, цены падали, производства закрывались. Российская ЦБП, значительная часть продукции которой поступает на емкий внутренний рынок, ощутила влияние мировых тенденций намного позже. Индекс целлюлозно-бумажного производства, издательской и полиграфической деятельности по сравнению с 2007-м составил 100,8%. Но уже в декабре объем производства по сравнению с декабрем 2007 г. снизился почти на 16%.

В январе-феврале тенденция усилилась - спрос на внутреннем рынке, ставшем в последние полгода основным для отечественных производителей, упал на все виды продукции еще на 10–20%, цены снизились на 25–30%. По прогнозам РАО «Бумпром», целлюлозно-бумажную промышленность России ожидает снижение производства приблизительно на 12%, а сама отрасль может стать убыточной.

Выживание бизнеса на падающем рынке напрямую зависит от умения ужаться в затратах. Российские ЦБК с этой точки зрения неконкурентоспособны: они работают по устаревшим высокзатратным технологиям, износ оборудования достигает 90%. Из-за «лесных войн» и неопределенной позиции российского правительства в отношении лесопромышленного комплекса собственники (а сегодня почти все крупные ЦБК страны принадлежат иностранному капиталу) не спешили инвестировать средства в обновление российских активов.

Лишь в последние годы на крупнейших комбинатах СЗФО запущены многолетние программы технологического обновления. В 2007 г. International Paper объявил о запуске семилетней программы обновления мощностей группы «Илим» стоимостью 2 млрд долл. В июле 2008 г. на Сыктывкарском ЛПК (владелец - Mondi Group) стартовал рассчитанный на два года проект «Степ» стоимостью 500 млн евро. На Архангельском ЦБК (Pulp Mill Holding) действует долгосрочная (до 2017 г.) программа технического развития стоимостью 328 млн евро. Каждая программа обеспечивала не только увеличение объемов производства, но и качественный скачок на новый технологический уровень.

Ни одна из программ, финансируемых преимущественно из прибыли предприятий, пока не завершена. И завершение в связи с кризисом откладывается. «При планировании деятельности на 2009 г. значительно снижены инвестиционные затраты - с 40 до 7,5 млн евро, отложено на год строительство нового потока по варке нейтральной суль-

фитной полуцеллюлозы. Для реализации программы предприятию необходима поддержка государства, так как его собственных средств недостаточно для финансирования инвестиционных проектов», - сообщила PR-директор Архангельского ЦБК (АЦБК) Милена Авада.

«Объективно существуют серьезные ограничения глобальной ликвидности, что снижает возможности заимствований и вынуждает нас отложить начало двух наиболее капиталоемких инвестиционных проектов в 2009 г. В первую очередь - установку новой бумагоделательной машины в Архангельской области, а также строительство целлюлозной линии в Братске», - говорит директор по информации и общественным связям группы «Илим» Елена Коннова, подчеркнув, что, несмотря на кризис, завершается строительство завода по производству нейтральной сульфитной полуцеллюлозы в Коряжме стоимостью около 72 млн долл.

Иная ситуация на Сыктывкарском ЛПК (СЛПК). В проект его модернизации уже вложены значительные средства, так что пока остановка не планируется. «Сегодня по «Степу» законтрактовано три четверти стоимости всего проекта. Поставлено 70% основного оборудования. Несмотря на то, что на всех предприятиях группы составлены антикризисные (сокращенные) бюджеты на этот год, финансирование «Степа» - та статья, на которой мы не станем экономить», - утверждает начальник отдела корпоративных коммуникаций Монди СЛПК Анна Абакумова. Холдинг «Инвестлеспром» объявил, что не намерен сворачивать инвестиционные программы в Карелии и Вологодской области. Но участники рынка оценивают это заявление скептически. Во-первых, упомянутые проекты находятся на начальной стадии. Во-вторых, по некоторой информации, главное предприятие холдинга - Сегежский ЦБК - находится в крайне тяжелом финансовом положении.

Не имея возможности завершить модернизацию, ЦБК сосредотачиваются на сокращении издержек в рамках действующих производственных технологий. Собственно, менеджмент комбинатов вынужден заняться тем, до чего не доходили руки на растущем рынке, - скрупулезной калькуляцией затрат и по возможности их сокращением. Так, группа «Илим» раньше запланированного срока закрыла в Коряжме нерентабельное производство вискозной целлюлозы. Компания также планирует избавиться от непрофильных активов, выставив на продажу восемь «дочек». Важным направлением оптимизации для «Илима» ста-

нет реорганизация технических сервисов. Пилотный проект, предполагающий перемещение акцента в работе техсервисов с устранения неисправностей на профилактические работы, недавно стартовал в Коряжме.

На другой составляющей бизнес-процесса сосредоточено внимание руководства СЛПК. «В 2009 г. на Сыктывкарском ЛПК повышенное внимание уделяют эффективности как производственных, так и управленческих процессов. Особым образом это коснется лесозаготовительных компаний. С сентября 2008 г. специалисты комбината совместно с экспертами крупной иностранной консалтинговой компании реализуют в леспромпхозах СЛПК проект по оптимизации деятельности дочерних компаний. Главная задача проекта - повышение эффективности сортиментной заготовки в среднем на 50%», - рассказывает Анна Абакумова. В жестких условиях комбинаты обнаруживают дополнительные резервы для сокращения собственных потерь. Так, АЦБК первоначально планировал в конце прошлого года остановить на 40 дней для реконструкции одну из картоноделательных машин. Но изменившаяся финансово-экономическая ситуация заставила перенести реконструкцию на «провальный» январь и уложиться с проведением работ в двухнедельный срок.

«Так сложилось исторически, что численность работающих на российских ЦБК была и остается слишком высокой. Количество человек на выпускаемую тонну целлюлозы на наших ЦБК превышает европейский показатель не в два-три, а в семь-десять раз. Наши комбинаты должны были оптимизировать численность работающих еще несколько лет назад, но откладывали это малоприятное решение до последнего. Дальше тянуть нельзя», - уверен заведующий кафедрой комплексной химической переработки древесины Санкт-Петербургского университета растительных полимеров Андрей Бенин.

Сами участники отрасли к резким действиям в этом направлении не готовы. Они подчеркивают, что понимают лежащую на них социальную ответственность, и о возможных увольнениях сотрудников говорят с осторожностью. «Руководство предприятия очень взвешенно подходит к вопросам оптимизации численности персонала, осознавая, что в условиях кризиса его ответственность только возрастает», - сообщили на СЛПК. Подчеркнув, что сокращение в первую очередь про-

исходит за счет приостановки приема на работу новых сотрудников и высвобождения кадров в процессе модернизации оборудования.

«Мы не планируем массовых увольнений в качестве панацеи от кризиса, поскольку количество технологического персонала пока соответствует необходимости, - уверяет Милена Авада. - Однако в связи со стратегией развития АЦБК на период до 2017 г. сокращение персонала будет происходить из-за автоматизации производственных процессов».

Из крупных представителей ЦБП пока только группа «Илим» прямо заявила о намерении снизить численность персонала на 10% в течение 2009 г. Первые уведомления о сокращениях были вручены в Коряжме в связи с закрытием вискозного производства. «Для города с населением 40 тыс. чел. высвобождение 300 работников могло стать значительной социальной проблемой. Чтобы этого не допустить, мы совместно с администрацией Архангельской области провели две ярмарки вакансий для сокращаемых сотрудников, причем не только из нашей компании. На ярмарке оборонные предприятия севера области ФГУП «Звездочка» и «Севмаш» представили вакансии токарей, монтажников, сварщиков и других рабочих специальностей, а также возможности для обучения. К лету 90% работников будут трудоустроены», - рассказывает Елена Коннова.

В дальнейшем группа «Илим» намерена сохранить социально ответственный стиль работы. Впрочем, не все эксперты согласны с продуктивностью такой позиции. «Попытки ЦБК сохранять рабочие места очень тяжелы и могут привести к банкротству предприятий, - уверен Андрей Бенин. - По сути, это попытки государства решить свои проблемы за счет бизнеса. У комбинатов и так непростая ситуация: им не хватило пяти лет, чтобы выйти на современный уровень производства, и теперь, в условиях кризиса, выдержать жесткую конкуренцию им будет крайне трудно».

## Задание

1. Каковы цели проведения модернизации производств в целлюлозно-бумажной промышленности с учетом того, что спрос на продукцию ЦБК постепенно сокращается?

2. Определите причины (объективные и субъективные), способствующие и препятствующие проведению модернизации в условиях растущего рынка и в условиях падения на рынке.

### **Источники информации**

Дубина Н. Целлюлозно-бумажная промышленность в России: вчера, сегодня, завтра... Аналитика «РАО Бумпром» // КомпьюАрт. 2015. № 4.

Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность // Производственные предприятия России : [сайт]. URL: <http://www.wiki-prom.ru/20/cellulozno-bumajnye-kombinaty.html>, свободный.

Экстренные меры // Эксперт Северо-Запад. 2009. 9 марта (№ 9(407)).

## РАЗДЕЛЕНИЕ КОРПОРАЦИИ «КРАФТ ФУДС»

Кейс основан на корпоративной истории разделения компании **Kraft Foods Inc.** на две независимые публичные компании - **Kraft Foods Group, Inc.** и **Mondelez International** в октябре 2012 г. и посвящен обсуждению источников создания стоимости для акционеров.

Информационной базой для формирования кейса послужили публикации в газете «Ведомости», а также открытые финансовые показатели, представленные на страницах информационных ресурсов, ориентированных на инвесторов. Данные о деятельности компаний, возникших в результате разделения бизнесов, представлены за 2013 г.

**Основные понятия.** Концепция управления, основанного на стоимости, позволяет существенно повысить эффективность использования таких широко распространенных инструментов управления, как стратегическое планирование, слияния и поглощения предприятий, стратегии роста (по результатам опроса «Management Tools and Trends, 2009» они входят в число 20 самых распространенных инструментов менеджмента).

Концепция управления, основанного на стоимости, составляет фундамент всех процессов реструктуризации, направленных как на интеграцию, так и на дезинтеграцию бизнес-структур. Все планируемые мероприятия (слияния, поглощения, продажа или ликвидация подразделений) должны быть предварительно оценены с точки зрения приращения общей стоимости бизнеса, а соответственно, богатства его собственников.

Важнейшим показателем при слияниях и поглощениях бизнесов является эффект синергии - дополнительная стоимость компании, созданной в результате объединения.

Если же стоимость интегрированного бизнеса не будет превышать общую стоимость объединенных элементов, собственники предпо-

чтобы такая интегрированная бизнес-структура была ликвидирована, а ее части проданы.

**О компании. Kraft Foods Inc.** - американский концерн, второй по величине в мире производитель упакованных продуктов питания (после Nestlé).

Компания Kraft основана в 1903 г. В 1988 г. ее приобрела компания Philip Morris. В 1989 г. Philip Morris произвела объединение всех принадлежащих ей компаний, производящих продукты питания, в результате которого появилась компания Kraft General Foods.

В 1990 г. Kraft General Foods приобрела компанию Jacobs Suchard.

В 1995 г. Kraft General Foods изменила название на Kraft Foods International.

В октябре 2007 г. Kraft Foods объявила о завершении сделки по приобретению международного бизнеса по производству печенья у группы компаний Danone.

В январе 2010 г. было объявлено о покупке британского производителя сладостей Cadbury.

Компания Kraft Foods производила и продавала свою продукцию в 155 странах мира.

Многие марки компании являются мировыми лидерами в своих категориях (сыр Kraft; сливочный сыр Philadelphia; кофе Jacobs, Carte Noire, Maxcafe и Maxwell House; печенье и крекеры Nabisco, Tuc; шоколад Milka, Toblerone, Alpen Gold).

Финансовые показатели деятельности в 2011 г.:

- выручка составила 54,365 млрд долл. (выросла на 10,5%) по сравнению с 49,207 млрд долл. за предыдущий год;

- производственная прибыль за год составила 6,7 млрд долл., маржа - 12,2%. Распределенная прибыль в расчете на одну акцию достигла 1,99 долл. По итогам года самый большой рост чистой прибыли в 16,2% зафиксирован на рынках развивающихся стран. В Европе этот рост составил 14,9%, а в Северной Америке - 5,1%;

- капитализация - 62,1 млрд долл. (в ретроспективе превышала 74 млрд долл.);

- почти все акции в свободном обращении, крупнейшие инвесторы - Capital Research Global Investors (6,27%), Berkshire Hathaway (5,63%), State Street Corp. (5,01%).

**Постановка проблемы.** В октябре 2012 г. Kraft Foods завершила процесс разделения на две независимые публичные компании - Mondelez International и Kraft Foods Group, Inc. Акционеры Kraft Foods в результате разделения получили акции обеих компаний.

Kraft Foods Group, Inc. ориентирована на высокоприбыльное производство бакалейных товаров (макароны, сыр, мясо, десерты, соусы, напитки) в Северной Америке. Ей отошли находящиеся в США активы по производству бакалейных товаров, прохладительных напитков, сыров, продуктов быстрого приготовления, а также все канадские активы, за исключением снекового бизнеса. На момент разделения предполагалось, что ежегодные продажи этой части Kraft Foods составят порядка 19 млрд долл.

Показатели деятельности компании Kraft Foods Group за 2013 г. представлены в табл. 1, динамика котировок ее акций отражена на рис. 1.

**Таблица 1**

**Ключевые показатели Kraft Foods Group, Inc. (2013 г.)**

<b>Показатели</b>	<b>Значение</b>
Выручка, млн долл.	18 262,83
Дивиденды, млн долл.	2,03
Дивидендная доходность, %	3,77
Прибыль на акцию, млн долл.	2,80
Коэффициент цена/прибыль, млн долл.	19,21
ЕБИТ, млн долл.	2 998,86
ЕБИТДА, млн долл.	3 395,64
Чистая прибыль, млн долл.	1 672,56
Скорректированная чистая прибыль, млн долл.	1 754,30
Прибыль до уплаты налогов, млн долл.	2 630,87
Отчетная прибыль до уплаты налогов, млн долл.	2 844,45
Отчетная прибыль на акцию, млн долл.	3,56
Валовая прибыль, млн долл.	6 013,53
Денежный поток от инвестиций, млн долл.	-377,33
Денежный поток от текущей деятельности, млн долл.	1 679,50
Денежный поток от финансовой деятельности, млн долл.	-1 236,67
Денежный поток на акцию, млн долл.	2,59
Свободный денежный поток, млн долл.	1 013,83
Свободный денежный поток на акцию, млн долл.	0,74
Балансовая стоимость на акцию, млн долл.	6,20
Чистый долг, млн долл.	8 828,91

Показатели	Значение
Расходы НИОКР, млн долл.	207,00
Капитальные затраты, млн долл.	602,25
Общие, сбытовые и административные расходы, млн долл.	2 589,93
Акционерный капитал, млн долл.	3 988,94
Рыночная капитализация, млн долл.	32 490
Общие активы, млн долл.	23 085,50
Акции в свободном обращении, %	93,10

### Kraft Foods Group, Inc.

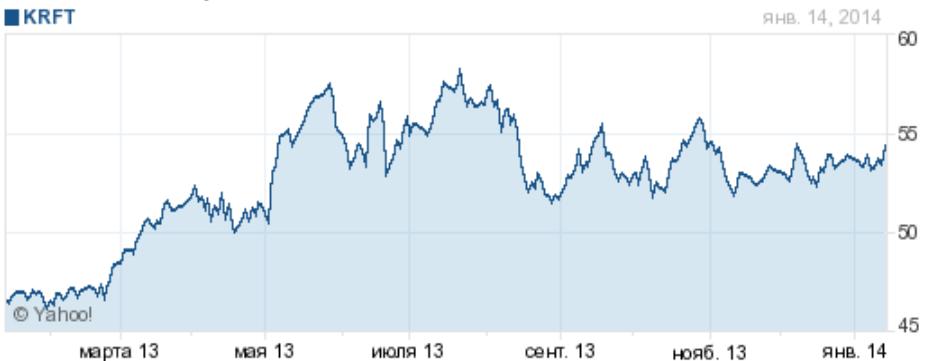


Рис. 1. Котировки акций Kraft Foods Group, Inc. в 2013-2014 гг.

**Mondelez International** ориентирована на производство снеков на глобальном уровне (шоколадки Milka, Cadbury, жевательные резинки, печенье и др.). Ей переданы активы Kraft Foods Europe, подразделения компании на развивающихся рынках, а также расположенные в Северной Америке активы по производству закусок и кондитерских изделий. В качестве основных стратегических приоритетов компании называются усиление позиций на международном уровне, быстрый рост в категориях «бисквиты», «шоколад», «жевательная резинка и конфеты», а также дальнейшее продвижение на быстрорастущих рынках, в том числе и в России. На момент разделения предполагалось, что ежегодные продажи этой части Kraft Foods составят порядка 32 млрд долл.

Показатели деятельности компании Mondelez International за 2013 г. представлены в табл. 2, динамика котировок ее акций отражена на рис. 2.

Таблица 2

## Ключевые показатели Mondelez International (2013 г.)

Показатели	Значение
Выручка, млн долл.	35 429,66
Дивиденды, млн долл.	0,54
Дивидендная доходность, %	1,51
Прибыль на акцию, млн долл.	1,56
Коэффициент цена/прибыль, млн долл.	22,87
ЕБИТ, млн долл.	4 178,77
ЕБИТДА, млн долл.	5 426,58
Чистая прибыль, млн долл.	2 820,56
Скорректированная чистая прибыль, млн долл.	2 785,75
Прибыль до уплаты налогов, млн долл.	3 154,39
Отчетная прибыль до уплаты налогов, млн долл.	3 088,07
Отчетная прибыль на акцию, млн долл.	1,62
Валовая прибыль, млн долл.	13 252,08
Денежный поток от инвестиций, млн долл.	-1 400,67
Денежный поток от текущей деятельности, млн долл.	3 974,86
Денежный поток от финансовой деятельности, млн долл.	-2 508,33
Денежный поток на акцию, млн долл.	1,99
Свободный денежный поток, млн долл.	2 211,38
Свободный денежный поток на акцию, млн долл.	0,29
Балансовая стоимость на акцию, млн долл.	18,99
Чистый долг, млн долл.	14 619,35
Расходы НИОКР, млн долл.	
Капитальные затраты, млн долл.	1 618,90
Общие, сбытовые и административные расходы, млн долл.	8 880,90
Акционерный капитал, млн долл.	37 677,58
Рыночная капитализация, млн долл.	62 620
Общие активы, млн долл.	74 674,84
Акции в свободном обращении, %	94,27

## Mondelez International, Inc.

■ MDLZ



Рис. 2. Котировки акций Mondelez International, Inc. в 2013-2014 гг.

### Задание

1. На основе анализа представленных данных определите, было ли разделение компании Kraft Foods экономически целесообразным.
2. Для каждой из созданных в результате разделения компании выделите источники создания дополнительной стоимости для акционеров.
3. Определите возможные инвестиционные стратегии инвесторов, покупающих акции компаний, образованных в результате разделения.

### Источники информации

Курс акций Kraft Foods Group. Оценки для Kraft Foods Group // Finanz.ru : [сайт]. URL: [http://www.finanz.ru/akcii/otsenki/Kraft\\_Foods\\_Group](http://www.finanz.ru/akcii/otsenki/Kraft_Foods_Group), свободный.

Курс акций Mondelez. Оценки для Mondelez // Finanz.ru : [сайт]. URL: <http://www.finanz.ru/akcii/otsenki/Mondelez>, свободный.

Розенфельд А. Потребитель принимает решение, кто главней // Ведомости. 2011. 17 нояб.

Kraft Foods делит бизнес на растущий и рентабельный // Ведомости. 2011. 5 авг.

Kraft Foods придумала новое название для своего бизнеса по производству сэнэков // Ведомости. 2012. 22 марта.

*Учебное издание*

**Кандрашина Елена Александровна**

**ПРАКТИКУМ  
(сборник кейсов)  
по дисциплине  
«УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ  
БИЗНЕСА»**

Издательская группа: Г.И. Конева, О.В. Егорова, Л.И. Трофимова

Подписано к изданию 26.04.2019. Печ. л. 4,25.  
ФГБОУ ВО «Самарский государственный экономический университет».  
443090, Самара, ул. Советской Армии, 141.