



24 ноября 2025

КАК ВЫБОР СТРАТЕГИИ РОСТА ВЛИЯЕТ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА И БЛАГОСОСТОЯНИЕ ОСНОВАТЕЛЕЙ

© ink Advisory 2025

Insights | Strategy

ПОЧЕМУ ВЫБОР СТРАТЕГИИ РОСТА ОПРЕДЕЛЯЕТ БУДУЩУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ И ДОЛИ ОСНОВАТЕЛЯ

В статье «Стратегия активного роста: пример ГК «Мать и дитя» мы рассказывали про три варианта стратегии развития компании в зависимости от структуры капитала: стратегию внутреннего роста, стратегию устойчивого роста и стратегию активного роста. В этой статье мы делаем следующий шаг – на основе финансовой модели показываем, как выбор структуры капитала влияет на скорость развития бизнеса, его будущую стоимость и доходность для основателя.

Большинство владельцев компаний считает, что возможности роста бизнеса определяются только качеством продуктов и команды, технологиями в производстве и продажах, рыночными трендами. Однако на практике темпы развития определяются также и тем, каким образом финансируется рост бизнеса. Структура капитала влияет на масштаб, устойчивость и будущую стоимость компании так же сильно, как качество продуктов, маркетинговая эффективность и отношения с клиентами.

Основатели бизнеса по-разному оценивают роль внешнего капитала – и это влияет на их представления о возможных стратегиях роста.

Для одних важна полная независимость, поэтому они предпочитают полагаться только на собственные средства и осторожно относятся к привлечению долга. Другие рассматривают банковские кредиты как основной, если не единственный, инструмент финансирования роста. Для третьих привлечение инвестора воспринимается как стратегическая возможность.

На практике выбор структуры капитала – соотношения акционерного капитала и долга – определяет темпы роста компании в долгосрочной перспективе и ее будущую стоимость. Решения в этой области часто принимаются интуитивно, а не на расчетах, хотя финансовые последствия такого выбора оказываются значительными.

Мы решили показать это на практике и построили финансовую модель, которая демонстрирует, как развивается один и тот же бизнес при разных стратегиях роста в среднесрочном и долгосрочном горизонте.

Мы взяли условную частную компанию среднего размера и смоделировали ее развитие в течение десяти лет в нескольких сценариях в зависимости от стратегии.

Логика формирования затрат, загрузки мощностей и рабочего капитала в разных стратегиях остается единой, однако скорость масштабирования и операционные показатели различаются в зависимости от того, как финансируется развитие бизнеса.

По мере увеличения масштабов бизнеса меняются рентабельность, оборачиваемость активов и эффективность использования инфраструктуры. Эти эффекты проявляются сильнее или слабее в каждом сценарии – именно различия в структуре капитала определяют, насколько быстро компания достигает уровня, где начинает проявляться эффект масштаба.

Мы рассмотрели три базовые стратегии компании на растущем рынке:

1. Внутренний рост – только собственные ресурсы

Компания развивается постепенно, reinvestируя прибыль. Масштабирование ограничено скоростью накопления средств – эффект масштаба проявляется медленнее.

2. Устойчивый рост – сочетание собственных средств и умеренного финансового долга

Долговое финансирование ускоряет запуск проектов и помогает быстрее достигнуть эффекта масштаба. При этом долговая нагрузка сохраняется в допустимых пределах – $Debt/EBITDA \leq 3,0x$.

3. Активный рост – сочетание акционерного капитала и финансового долга

Привлечение нового капитала позволяет компании масштабироваться заметно быстрее и раскрывать операционные эффекты на более ранних этапах. В результате растет как скорость развития, так и будущая стоимость бизнеса.

СТРАТЕГИИ РОСТА: ВОЗМОЖНОСТИ И ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ ОСНОВАТЕЛЯ

Финансовая модель позволяет сравнить три сценария роста – **Внутренний рост (Стратегия А)**, **Устойчивый рост (Стратегия В)** и **Активный рост (в двух вариантах – Стратегии С1 и С2)**. Во всех стратегиях используются одинаковые операционные параметры в начале периода, что позволяет сопоставить влияние структуры капитала на темпы масштабирования бизнеса.

Финансовая модель отражает динамику основных финансовых показателей, темпы реализации инвестиционной программы, формирование денежного потока и устойчивость компании.

Такой подход позволяет определить оптимальный баланс между скоростью развития и финансовой устойчивостью в условиях растущего рынка.

Расчеты показывают, что **выбор структуры капитала – один из ключевых вопросов стратегии**. Структура капитала существенно влияет на возможности компании привлекать внешнее финансирование, а это, в свою очередь, отражается на скорости масштабирования и эффекте масштаба для компании. В конечном итоге, эти факторы отражаются на стоимости компании и доходности для ее владельцев.

<p>Стратегия А – Внутренний рост (Internal Growth)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Описание: Компания развивает бизнес за счет внутренних источников (операционных денежных потоков). Инвестиции ограничены доступными денежными потоками, поэтому для введения новых мощностей компании требуется период для накопления средств; ▪ Что получает основатель: Полная финансовая независимость и сохранение 100% контроля над бизнесом; ▪ Ограничения: Низкие темпы роста бизнеса, упущенные рыночные возможности и ограниченный рост стоимости компании.
<p>Стратегия В – Устойчивый рост (Sustainable Growth)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Описание: Компания развивается с умеренным использованием долга (показатель Debt/EBITDA не превышает 3,0х), что позволяет ускорить развитие без потери финансовой устойчивости. Инвестиционная программа реализуется быстрее, и за 10 лет возможны несколько раундов инвестирования, что позволяет быстрее масштабировать бизнес; ▪ Что получает основатель: Ускорение темпов роста бизнеса с сохранением 100% владения бизнесом. При грамотной долговой политике стоимость бизнеса увеличивается более чем вдвое относительно сценария со стратегией внутреннего роста; ▪ Ограничения: Возможности привлекать внешнее финансирование у компании все еще ограничены чистой прибылью и потолком долговой нагрузки (Debt/EBITDA ≤ 3,0х).
<p>Стратегия С1 – Активный рост с акцентом на акционерный капитал (Active Growth – Equity Focus)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Описание: Компания привлекает долговой и акционерный капитал, что позволяет еще более ускоренно и масштабно реализовать инвестиционную программу. Компания полностью использует возможности растущего рынка. Показатель Debt/EBITDA также не превышает 3,0х. Инвестор получает 49,9% долю в компании в обмен на инвестиции; ▪ Что получает основатель: Максимальный рост стоимости бизнеса и доходности, благодаря ускоренному достижению эффекта масштаба, увеличению EBITDA и росту рыночной доли. Инвестор также привносит управленческие компетенции, усиливая позиции компании. ▪ Ограничения: Уменьшение доли основателя в капитале компании, необходимость построения корпоративного управления и эффективного взаимодействия с партнером.
<p>Стратегия С2 – Активный рост только за счет финансового долга (Active Growth – Debt Only)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Описание: Компания также стремится к ускоренному масштабированию, но финансирует рост только за счет долга (кредиты и облигационные займы). Несмотря на ускоренную реализацию инвестиционной программы, высокая долговая нагрузка снижает устойчивость бизнеса и ограничивает его возможности обслуживать обязательства; ▪ Что получает основатель: Краткосрочный эффект масштабирования за счет значительного кредитного плеча. Формально сохраняется полный контроль над компанией, однако в случае реализации финансовых рисков бизнес перейдет под контроль кредиторов; ▪ Ограничения: Чрезмерная долговая нагрузка (Debt/EBITDA свыше 4,0х) приводит к потере способности компании обслуживать долг, росту риска дефолта и, как следствие, разрушению акционерной стоимости.

Результаты финансового моделирования

Наше моделирование показывает, что при одинаковых операционных параметрах на растущем рынке разница в темпах масштабирования бизнеса становится главным фактором, влияющим на будущие финансовые результаты. Чем больше инвестиционных ресурсов доступно компании в первые годы, тем быстрее она масштабируется и тем выше итоговая стоимость компании.

Показатели компании в зависимости от реализуемой стратегии роста в 10 году, млн Р

Период	0	Стратегия А		Стратегия В		Стратегия С1		Стратегия С2	
		10	CAGR 0-10	10	CAGR 0-10	10	CAGR 0-10	10	CAGR 0-10
Продажи	1 500,0	3 589,8	9,1%	7 690,1	17,8%	17 079,4	27,5%	8 463,2	18,9%
EBITDA	225,0	574,4	9,8%	1 461,1	20,6%	3 586,7	31,9%	1 354,1	19,7%
EBITDA margin, %	15,0%	16,0%		19,0%		21,0%		16,0%	
Чистая прибыль	109,8	369,0	12,9%	756,2	21,3%	1 589,6	30,6%	263,9	9,2%
Основные средства	757,9	1 178,4	4,5%	3 257,4	15,7%	9 229,3	28,4%	2 868,6	14,2%
Накопленный CapEx за 10 лет	-	980,0		4 430,0		13 700,0		4 650,0	
Equity (Book Value)	979,4	2 615,0	10,3%	3 345,2	13,1%	7 090,1	21,9%	(221,5)	< 0%
Debt	-	-	-	752,0	-	3 350,0	-	3 576,0	-

Источник: расчеты ink Advisory

Особенно этот эффект заметен в сценарии со **Стратегией С1**: привлечение акционерного капитала позволяет в первом году увеличить объем инвестиционной программы и создать базу для реализации еще более масштабных инвестиций в последующие годы. Компания раньше достигает размеров бизнеса, при которых начинают проявляться эффекты масштаба – в результате EBITDA и свободный денежный поток растут быстрее.

Такая стратегия позволяет достичь максимального увеличения акционерной стоимости компании (Equity Value) при сохранении ее финансовой устойчивости. Несмотря на снижение доли основателя, стоимость его доли растет кратно за счет ускоренного роста бизнеса и снижения стоимости капитала (WACC).

Стратегия А и **Стратегия В** проигрывают **Стратегии С1** из-за ограничений в объемах инвестиций, а **Стратегия С2** также уступает **Стратегии С1** из-за чрезмерной финансовой нагрузки и низкой финансовой устойчивости.

Решение о структуре капитала, принимаемое владельцем бизнеса в исходной точке, закладывает фундамент будущей стоимости бизнеса. Эффект выбора стратегии **усиливается в промежутке между 5 и 10 годами** – в этом периоде расхождения в показателях компании в разных сценариях достигают максимума. Технологии, продукт, команда и другие факторы определяют успешность бизнеса, но именно решение о структуре капитала выводит компанию на более высокий уровень или разрушает его.

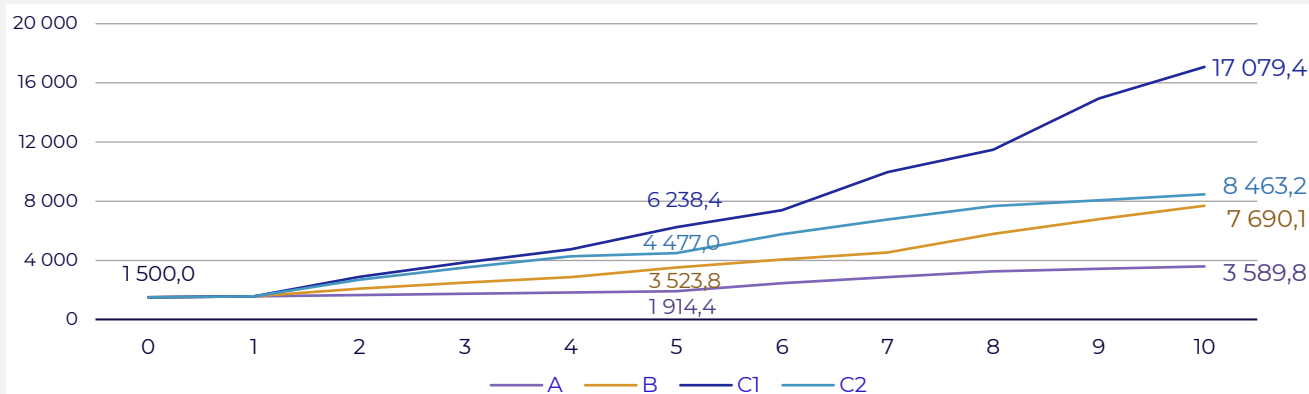
Сравнение стоимости акционерного капитала (Equity Value) в конце 10 года в разных сценариях (в зависимости от выбранной стратегии роста), млн Р

Варианты активной стратегии роста	Акционерная стоимость компании		Стоимость доли (акций) основателя компании		IRR основателей 0-10 лет
	Акции	Debt	Акции	Debt	
Акционерная стоимость на начало периода	1 765,3		1 765,3	100,0%	
А. Внутренний рост	6 917,8		6 917,8	100,0%	16,4%
В. Устойчивый рост	15 560,3		15 560,3	100,0%	24,6%
С1. Активный рост: использование Equity	38 446,3		19 279,4	50,1%	27,3%
С2. Активный рост: только Debt	262,7		262,7	100,0%	-17,3%

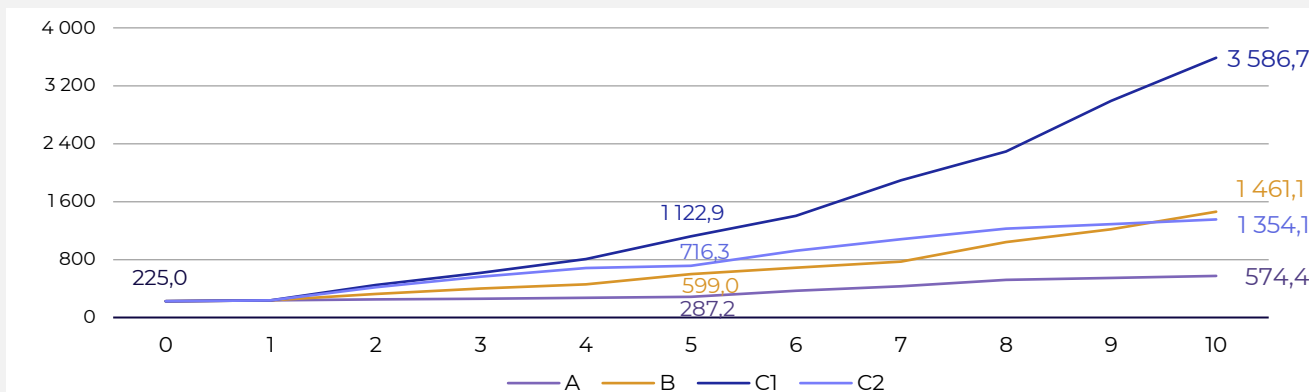
Источник: расчеты ink Advisory

Динамика ключевых показателей компании в различных стратегиях в 10 летнем периоде

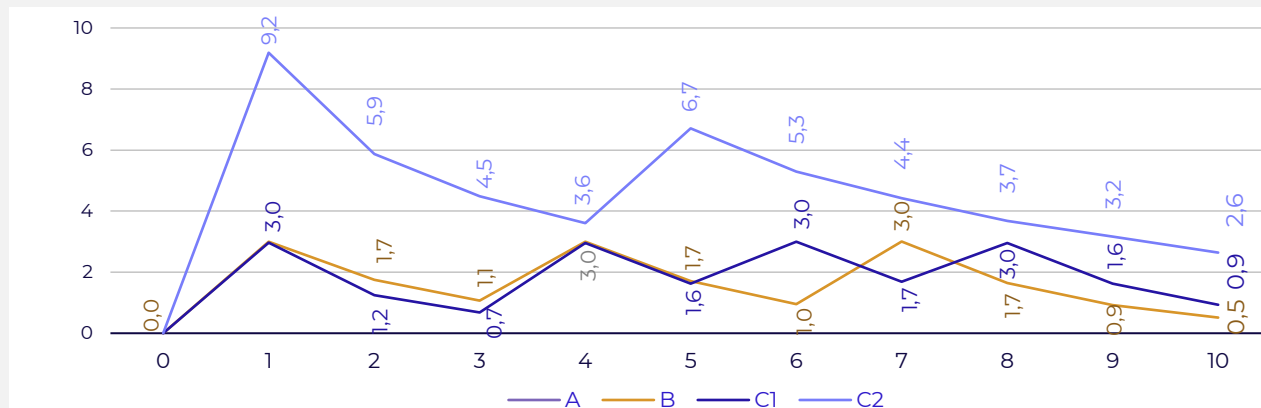
Продажи, млн Р



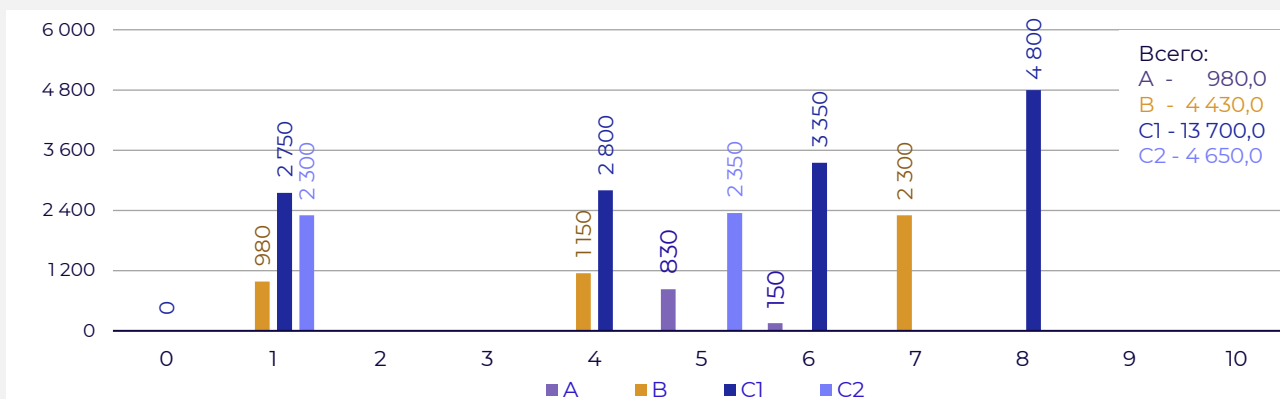
ЕБИТДА, млн Р



Уровень долговой нагрузки (Debt/ЕБИТДА), x



Реализованные инвестиционные программы за период, млн Р



Источник: расчеты ink Advisory

ИСХОДНЫЕ УСЛОВИЯ ДЛЯ АНАЛИЗА СТРАТЕГИЙ РОСТА

Финансовая модель позволяет сравнить влияние трех рассматриваемых стратегий в сопоставимых условиях и увидеть влияние структуры капитала на скорость масштабирования бизнеса. Ключевые допущения:

1 МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СРЕДА И РЫНКИ КАПИТАЛА

Макроэкономический фон и состояние рынков капитала нейтральные, но благоприятные (отсутствуют экстремальные макроэкономические шоки):

- **Процентные ставки на финансовых рынках постепенно снижаются** – стоимость заемного финансирования стабилизируется на умеренном уровне в среднесрочном периоде;
- **Налоговая система и регуляторные требования стабильные** – существенных изменений ставок и требований не ожидается;
- **Банковский сектор и рынки капитала устойчивые** – компания при разумных финансовых показателях может привлекать как долговой, так и акционерный капитал.

2 ОТРАСЛЬ И РЫНОК

Компания работает на растущем рынке, который создает условия для масштабирования и реализации стратегии активного роста:

- **Рынок растет быстрыми темпами ($\geq 15\text{-}25\%$ в год)**, как в натуральном, так и в денежном выражении. Драйверами роста выступают потребительский спрос, расширение продуктовых сегментов и развитие каналов продаж;
- **Конкуренция на рынке – высокая**, что стимулирует компании непрерывно повышать эффективность, инвестировать в технологии и улучшать качество продукции. Преимущества на рынке получают те компании, которые способны масштабироваться быстрее других;
- **Более крупные игроки достигают эффекта масштаба**: у них растет валовая прибыль и EBITDA, снижаются удельные затраты и улучшается оборачиваемость оборотного капитала. Быстрое увеличение размера бизнеса повышает операционную эффективность компании.

3 ДРАЙВЕРЫ РОСТА КОМПАНИИ

Рост компании определяется тремя группами драйверов. Логика одинакова во всех стратегиях – различается структура капитала и скорость масштабирования бизнеса:

- **Расширение производственных возможностей**. Компания вводит новые производственные мощности и достигает целевого уровня загрузки постепенно – в течение трех лет, в том числе за счет расширения продуктовой линейки и входа в новые сегменты на внутренних и внешних рынках;
- **Повышение операционной эффективности**. Инвестиции в автоматизацию и модернизацию производственных и логистических процессов позволяют снижать удельные затраты и повышать рентабельность бизнеса. Эти улучшения создают основу для дальнейшего масштабирования и роста производительности;
- **Эффект масштаба и оборачиваемость**. По мере развития компании снижаются удельные постоянные затраты, улучшается оборачиваемость активов и сокращается потребность в оборотном капитале. Благодаря этому поддерживается устойчивый рост EBITDA и свободного денежного потока.



Примечание

На зрелых и высококонкурентных рынках расширение производственных мощностей часто не приводит к ожидаемому результату: рост предложения может вызвать перепроизводство, снижение цен и падение рентабельности бизнеса.

В таких условиях компании, стремящиеся к активному росту, масштабируются не за счет ввода новых мощностей, а через сделки M&A – консолидацию существующих игроков.

ПОДРОБНЕЕ О СТРАТЕГИЯХ ВНУТРЕННЕГО И УСТОЙЧИВОГО РОСТА

Стратегия А – Внутренний рост

Ключевая идея: полная независимость – владелец компании сохраняет полный контроль над бизнесом и решениями, не берет кредиты и не привлекает инвесторов.

Компания финансирует инвестиции постепенно, по мере накопления прибыли. Такой подход делает рост предсказуемым и безопасным, но ограничивает масштаб бизнеса – без внешнего капитала невозможно полностью воспользоваться рыночными возможностями, быстро нарастить объемы бизнеса и достичь эффекта масштаба.

На ранних этапах стратегия выглядит надежной, но со временем отставание по темпам роста от других стратегий на растущем рынке становится ощутимым.

Стратегия В – Устойчивый рост

Ключевая идея: стратегия устойчивого роста предполагает использование собственных средств и привлечение долга в умеренном объеме, с потолком долговой нагрузки ($Debt/EBITDA \leq 3,0x$).

Такая стратегия позволяет ускорить рост – Компания становится финансово гибкой, может инвестировать активнее, и не выходит за рамки безопасной долговой структуры. Финансовый долг выступает инструментом масштабирования, а не риском.

Часто привлечение долга в пределах допустимого значения может быть ограничено отсутствием обеспечения. В таком случае компании потребуется рассмотреть привлечение инвестора (**Стратегия С1**).

Сравнительная таблица основных показателей Стратегий А и Стратегии В, млн ₽

Период	Стратегия А						Стратегия В				
	0	3	5	7	10	CAGR 0-10	3	5	7	10	CAGR 0-10
Продажи	1 500,0	1 736,4	1 914,4	2 867,7	3 589,8	9,1%	2 493,5	3 523,8	4 534,8	7 690,1	17,8%
EBITDA	225,0	260,5	287,2	430,2	574,4	9,8%	399,0	599,0	770,9	1 461,1	20,6%
EBITDA margin, %	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	16,0%		15,0%	17,0%	17,0%	19,0%	
Чистая прибыль	109,8	172,9	193,3	212,0	369,0	12,9%	125,5	165,4	302,0	756,2	21,3%
Основные средства	757,9	688,0	1 482,3	1 430,6	1 178,4	4,5%	1 481,8	2 330,2	4 282,5	3 257,4	15,7%
Накопленный CapEx*	-	-	830,0	980,0	980,0		980,0	2 130,0	4 430,0	4 430,0	
ЧОК**	31,2	36,1	39,8	59,7	243,1	22,8%	79,8	119,8	154,2	321,4	26,3%
Денежные средства	190,3	600,0	73,0	375,9	1 193,5	20,2%	99,6	124,9	9,0	518,3	10,5%
Equity (Book Value)	979,4	1 324,1	1 595,0	1 866,2	2 615,0	10,3%	1 235,8	1 551,2	2 129,6	3 345,2	13,1%
Debt	-	-	-	-	-	0,0%	425,4	1 023,8	2 316,0	752,0	-
ROA	9,8%	11,6%	10,9%	9,9%	12,5%		6,1%	5,2%	7,2%	14,2%	
ROE	11,9%	13,7%	12,7%	11,9%	14,9%		10,7%	11,3%	15,3%	24,4%	
Debt/EBITDA	-	-	-	-	-		1,1(x)	1,7(x)	3,0(x)	0,5(x)	
Debt/Equity	-	-	-	-	-		0,3(x)	0,7(x)	1,1(x)	0,2(x)	
Инвестиционная стоимость											
Forward EV/EBITDA	6,7(x)	7,3(x)	6,5(x)	8,0(x)	10,0(x)		15,0(x)	13,6(x)	10,3(x)	10,8(x)	
Enterprise Value	1 575,0	1 996,8	2 392,1	4 179,6	5 724,3	13,8%	6 864,3	9 363,1	10 734,8	15 793,9	25,9%
Equity Value (EqV)	1 765,3	2 596,8	2 465,1	4 555,5	6 917,8	14,6%	6 538,5	8 464,2	8 427,8	15 560,3	24,3%
EqV основателя	1 765,3	2 596,8	2 465,1	4 555,5	6 917,8	14,6%	6 538,5	8 464,2	8 427,8	15 560,3	24,3%
IRR основателя			9,1%		16,4%			36,8%		24,6%	
WACC	18,9%	14,9%	12,9%	12,9%	12,9%		14,9%	12,5%	12,4%	12,7%	
ROIC	11,9%	11,3%	10,8%	11,6%	13,6%		10,8%	9,7%	12,0%	20,5%	
EP Spread	-7,0%	-3,6%	-2,1%	-1,3%	0,7%		-4,1%	-2,8%	-0,3%	7,8%	

Примечание: * CapEx – Капитальные инвестиции, направленные на масштабирование бизнеса, ** ЧОК – Чистый оборотный капитал.

Источник: расчеты ink Advisory

Акционерная стоимость (Equity Value) компании при реализации **Стратегии В** к концу периода превысит показатель **Стратегии А** в 2,2 раза – дополнительная стоимость ~8,6 млрд Р создана за счет использования финансового рычага и следующих факторов:

- **Скорость масштабирования бизнеса.** За счет возможности проходить больше инвестиционных циклов (3 против 1), компания в **Стратегии В** увеличивает активы и продажи быстрее, чем в **Стратегии А**;
- **Эффективность капитала.** **Стратегия В** эффективнее использует капитал (ROE) благодаря финансовому рычагу и позволяет выйти на более высокий положительный EP Spread (ROIC минус WACC);

- **Финансовая гибкость и управление рисками.** Ограничение долговой нагрузки показателем $Debt/EBITDA \leq 3,0x$ позволяет контролировать риски, сохраняя доступ к заемному капиталу. **Стратегия А**, наоборот, не дает возможности гибко реагировать на рыночные возможности;
- **Фактор стоимости капитала (WACC).** В сценарии устойчивого роста WACC снижается за счет оптимизации структуры капитала и привлечения долга, даже в ограниченном объеме. В сценарии внутреннего роста WACC выше из-за полной зависимости от акционерного капитала.

Сравнение стратегий по ключевым показателям и эффектам для владельца компании

Стратегия А – Внутренний рост	Стратегия В – Устойчивый рост
<p>а. Темпы роста и потенциал компании</p> <p>При реализации Стратегии А у компании низкие темпы роста и ограниченный потенциал масштабирования, поскольку компания вынуждена «накапливать» денежные средства для реализации инвестиционной программы.</p> <p>Именно поэтому компания в этом варианте стратегии реализовала только один этап капитальных вложений на сумму 1,0 млрд Р.</p>	<p>Стратегия В позволяет компании расти более высокими темпам по сравнению со Стратегией А. Однако этот потенциал ограничен возможностью привлечь новый долг – соразмерно росту нераспределенной прибыли.</p> <p>Компания привлекает долг на финансирование стратегии до тех пор, пока уровень $Debt/EBITDA$ не достигнет 3,0x. Как результат, компания может привлечь финансирование на три этапа инвестиций на общую сумму 4,4 млрд Р.</p>
<p>б. Стоимость акционерного капитала</p> <p>Денежная оценка акционерного капитала по методу DCF в конце 10 года составит 6,9 млрд Р (в 2,2 раза ниже, чем в Стратегии В).</p>	<p>Денежная оценка акционерного капитала по методу DCF в конце 10 года составит 15,6 млрд Р.</p>
<p>с. Доходность бизнеса для владельцев (IRR)</p> <p>Доходность для основателей (IRR) за весь период ограничена 16,4% из-за следующих факторов:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ компания растет темпами, недостаточными для обеспечения доходности владельцев; ▪ компания финансируется за счет дорогого акционерного капитала, который повышает WACC компании и снижает ее капитализацию. 	<p>Основатели компании в среднем получают доходность около 24,6% годовых за счет:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ высоких темпов роста продаж и денежных потоков; ▪ низкой стоимости капитала компании за счет более оптимальной структуры капитала (WACC ниже, чем в Стратегии А, за счет наличия долга).
<p>д. Ключевые выводы для владельца бизнеса</p> <p>Стратегия А безопасна, но слишком консервативна. Контроль над бизнесом сохраняется, но сам бизнес масштабируется медленно.</p> <p>Стратегия А подходит для тех владельцев, для кого приоритетна независимость, а не динамика роста бизнеса. Ключевые риски такой стратегии – отставание от конкурентов и потеря рыночных позиций.</p>	<p>Сбалансированный вариант между безопасностью и скоростью. Стратегия В позволяет нарастить капитализацию, сохраняя управленческий контроль, при условии соблюдения дисциплины по долговым показателям.</p> <p>Стратегия В оптимальна, когда доступный уровень долговой нагрузки ($Debt/EBITDA \leq 3,0x$) позволяет компании расти темпами не ниже рынка. Если же при таком уровне долга бизнес не успевает за динамикой отрасли, для сохранения доли рынка или ее увеличения уже требуется привлечение акционерного капитала.</p>

ПОДРОБНЕЕ О СТРАТЕГИИ АКТИВНОГО РОСТА

Стратегия активного роста (С) предполагает привлечение капитала из разных источников – сочетание акционерного капитала и финансового долга. В отличие от **Стратегии А** и **Стратегии В**, бизнес масштабируется значительно быстрее, так как компания не ограничена собственными ресурсами и скоростью накопления прибыли.

Благодаря гибкому использованию внешнего финансирования компания может выполнять более крупные инвестиционные программы на регулярной основе и расти темпами, сопоставимыми с темпами роста рынка, или даже опережать рынок.

- **Вариант 1 (Стратегия С1) – Привлекается 1,8 млрд Р акционерного капитала (в обмен на 49,9% долю) и финансовый долг**

Ключевая идея: максимально ускорить рост за счет акционерного капитала, сохраняя финансовую устойчивость бизнеса. Компания ускоренно запускает новые проекты и быстрее достигает эффекта масштаба. Долговая нагрузка остается под контролем ($Debt/EBITDA \leq 3,0x$).

Инвестор привносит в бизнес не только капитал, но и управленческие компетенции.

- **Вариант 2 (Стратегия С2) – Компания привлекает только финансовый долг**

Ключевая идея: максимизировать эффект финансового рычага - стратегия активного роста финансируется исключительно за счет заемного капитала.

Такой подход встречается достаточно часто, особенно в виде использования льготных кредитов, поэтому он включен в анализ как важный альтернативный вариант.

Основатель сохраняет полный контроль над компанией, но берет на себя весь риск долгового финансирования.

На первом этапе стратегия выглядит привлекательной, особенно если кредиты льготные: бизнес также активно растет. Однако высокий долг ($Debt/EBITDA$ выше $4,0x$) существенно снижает финансовую устойчивость, делает бизнес зависимым от кредиторов, ограничивает его гибкость и затрудняет дальнейшие инвестиции.

Любое замедление продаж или рост процентных ставок приводит к потере бизнеса. Этот вариант наиболее рискованный и неперспективный для владельца компании, так как не создает стоимости и ведет к потере его капитала.

Последствия выбора каждого варианта структуры капитала для финансирования стратегии активного роста

Параметр	Стратегия С1: Финансирование роста за счет акционерного и долгового капитала	Стратегия С2: Финансирование роста за счет долгового капитала
Уровень долговой нагрузки	Умеренный	Максимальный
Стоимость долга	Умеренная	Существенная
Кредитные ковенанты	Мягкие	Строгие
Срок кредитования	Длинный	Короткий
Возможность развиваться дальше	Высокая	Ограничена
Дивиденды	Выше	Отсутствуют и ограничены ковенантами
Размытие доли основателей	Максимальное	Отсутствует
WACC	Минимальный	Максимальный (Distressed Asset)
Доходность для основателей	Максимальная	Отрицательная или минимальная (потеря капитала)

ЗАБЛУЖДЕНИЯ ОСНОВАТЕЛЕЙ ПО ВОПРОСАМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Большинство владельцев компаний предпочитают наиболее понятные им варианты стратегии – внутреннего или устойчивого роста, а если рассматривают стратегию активного роста, то с привлечением также понятного им долгового финансирования.

В итоге они не рассматривают стратегию активного роста, или игнорируют вариант этой стратегии с привлечением акционерного капитала. Часто это объясняется отсутствием понимания многих процессов. Ниже мы приводим перечень заблуждений, которые сужают возможности роста бизнеса.

Недопонимания и фобии основателей компаний	Как обстоят дела на самом деле?
1. Предположение, что внутренних ресурсов и банковских кредитов достаточно для развития бизнеса	<ul style="list-style-type: none"> Привлечение акционерного капитала расширяет возможности для реализации стратегии роста и создает основу для последующего привлечения кредитов на развитие компании. Исключая акционерный капитал как возможный источник финансирования, компании упускают возможность расти вместе с рынком или опережающими темпами.
2. Опасаются размытия своей доли в компании	<ul style="list-style-type: none"> Реализация стратегии активного роста с привлечением инвестора приводит к тому, что денежная оценка доли основателей в капитале компании растет даже с учетом размытия доли. Если стратегические цели компании достигнуты при правильной структуре финансирования, то доходность основателей всегда выше, чем в сценарии без инвестора. Инвесторы – это не только про капитал, но и про другие важные компетенции: внедрение передовых стандартов корпоративного управления, укрепление позиций в переговорах с контрагентами, и в целом помощь в реализации стратегии роста. Альтернатива – кредитное финансирование – часто приводит к избыточной долговой нагрузке и снижает стоимость доли основателей. В случае вынужденного привлечения акционерного капитала в дальнейшем, доля основателя после сделки может оказаться существенно ниже, чем если бы он изначально привлекал акционерный капитал.
3. При привлечении капитала инвесторы недостаточно высоко оценивают стоимость компании	<ul style="list-style-type: none"> Владельцы зачастую безосновательно переоценивают стоимость бизнеса и отказываются от сделок, которые могли бы обеспечить капитал и партнеров, необходимых для последующего роста бизнеса.
4. Избегание риска: владельцы предпочитают статус-кво и боятся пробовать новые рынки или продукты	<ul style="list-style-type: none"> Без инноваций компания теряет конкурентоспособность, а конкуренты захватывают рыночную долю компании и быстрее занимают новые ниши. Низкие темпы роста бизнеса снижают стоимость компании, особенно если рынок и конкуренты растут быстрее.
5. Краткосрочное мышление: ориентация на дивиденды сейчас, без роста компании	<ul style="list-style-type: none"> Постоянное изъятие прибыли из бизнеса и отсутствие инвестиций и внятной стратегии роста приводит к потере конкурентных позиций и, соответственно, стоимости бизнеса.
6. Развитие бизнеса будет тормозиться из-за необходимости согласования всех решений с инвестором и недобросовестных действий инвестора	<ul style="list-style-type: none"> Привлечение инвестора предполагает изменение подходов владельцев бизнеса к управлению, и наделение инвестора определенными правами. Эффективная система корпоративного управления и правовые инструменты позволяют защитить основателя от возможных недобросовестных действий инвестора. Инвестор заинтересован в развитии бизнеса, поскольку для него также важен рост стоимости бизнеса.

Структура финансирования в стратегии активного роста определяет не только финансовую устойчивость компании, но и ее операционный потенциал.

При умеренной долговой нагрузке (**Стратегия С1**) менеджмент концентрируется на развитии бизнеса, поддерживает темпы инвестиций и развивает новые продукты и услуги.

Комфортный размер выплат по кредитам в **Стратегии С1** снижает давление на денежные потоки, обеспечивает финансовую гибкость и позволяет компании реализовывать стратегические инициативы без риска попадания в долговую зависимость.

Если же стратегия активного роста строится исключительно на долговом финансировании (**Стратегия С2**), бизнес быстро сталкивается с негативными последствиями: увеличением финансовых рисков, снижением акционерной стоимости и риском утраты контроля над компанией.

Высокая операционная эффективность не компенсирует последствия чрезмерного долга – обслуживание обязательств становится ключевым фактором, определяющим устойчивость компании.

В **Стратегии С2** даже незначительное ухудшение операционной эффективности делает обслуживание долга невозможным. Мы оцениваем вероятность успешной реализации стратегии активного роста только за счет долга крайне низкой: возможность погашения долга и выхода на прибыльную операционную деятельность маловероятна.

Однако, даже в случае успешного преодоления финансовой турбулентности, акционерная стоимость компании будет ниже, чем в **Стратегии А, Стратегии В и Стратегии С1**.

Таким образом, стратегия агрессивного роста «любой ценой» за счет долга не является оправданной и приведет к разрушению акционерной стоимости в ближайшие годы.

Основные показатели Стратегии С1 и Стратегии С2, млн Р

Период	Стратегия С1						Стратегия С2				
	0	3	5	7	10	CAGR 0-10	3	5	7	10	CAGR 0-10
Продажи	1 500,0	3 860,8	6 238,4	9 967,4	17 079,4	27,5%	3 513,2	4 477,0	6 751,3	8 463,2	18,9%
EBITDA	225,0	617,7	1 122,9	1 893,8	3 586,7	31,9%	562,1	716,3	1 080,2	1 354,1	19,7%
<i>EBITDA margin, %</i>	15,0%	16,0%	18,0%	19,0%	21,0%		16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
Чистая прибыль	109,8	176,9	259,0	524,4	1 589,6	30,6%	(261,5)	(171,5)	(199,2)	263,9	9,2%
Основные средства	757,9	2 915,5	4 976,5	7 141,0	9 229,3	28,4%	2 551,0	4 511,3	3 749,1	2 868,6	14,2%
<i>Накопленный CapEx*</i>	-	2 750,0	5 550,0	8 900,0	13 700,0		2 300,0	4 650,0	4 650,0	4 650,0	
ЧОК**	31,2	123,5	224,6	378,8	654,1	35,6%	171,4	256,1	386,2	484,1	31,5%
Денежные средства	190,3	382,8	149,2	171,7	556,7	11,3%	14,8	6,8	12,2	1,8	-37,4%
Equity (Book Value)	979,4	3 001,8	3 530,3	4 491,4	7 090,1	21,9%	212,2	(29,9)	(629,5)	(221,5)	0,0%
Debt	-	420,0	1 820,0	3 200,0	3 350,0	0,0%	2 525,0	4 804,0	4 777,0	3 576,0	0,0%
Debt/EBITDA	-	0,7(x)	1,6(x)	1,7(x)	0,9(x)		4,5(x)	6,7(x)	4,4(x)	2,6(x)	
Debt/Equity	-	0,1(x)	0,5(x)	0,7(x)	0,5(x)		11,9(x)	(160,9)	(7,6)	(16,1)	
Инвестиционная стоимость											
Forward EV/EBITDA	6,7(x)	19,8(x)	15,9(x)	12,9(x)	11,5(x)		1,4(x)	0,3(x)	2,7(x)	2,8(x)	
Enterprise Value	1 575,0	15 930,3	22 289,8	29 652,4	41 239,7	38,6%	940,7	273,0	3 272,9	3 836,9	9,3%
Equity Value (EqV)	1 765,3	15 893,1	20 619,0	26 624,1	38 446,3	36,1%	(1 569,5)	(4 524,2)	(1 492,0)	262,7	-17,3%
EqV Основателя	1 765,3	7 969,8	10 339,7	13 351,0	19 279,4	27,0%	(1 569,5)	(4 524,2)	(1 492,0)	262,7	-17,3%
IRR основателя			42,4%		27,3%			< 0 %		-17,3%	
WACC	18,9%	14,9%	12,6%	12,5%	12,6%		20,4%	42,5%	42,5%	41,7%	
ROIC	11,9%	6,6%	7,8%	10,5%	18,1%		7,5%	9,8%	11,7%	22,5%	
EP Spread	-7,0%	-8,3%	-4,7%	-2,0%	5,5%		-12,9%	-32,7%	-30,8%	-19,2%	
Структура владения											
Основателя		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Инвесторы		50,1%	50,1%	50,1%	50,1%		0%	0%	0%	0%	

Примечание: * CapEx – Капитальные инвестиции, направленные на масштабирование бизнеса, ** ЧОК – Чистый оборотный капитал.

Источник: расчеты ink Advisory

➤ Несмотря на снижение доли основателя, Стратегия С1 обеспечивает основателю наилучший финансовый результат: максимальную оценку доли к 10 году (19,3 млрд ₪) и наивысшую доходность инвестиций – 27,3% годовых с учетом дивидендов.

Стратегия С1 – наиболее выгодный для основателя вариант, несмотря на то, что он предполагает снижение его доли в бизнесе до 50,1% и передачу инвестору 49,9% доли:

- Максимальная доходность и стоимость доли основателя к концу 10-летнего горизонта благодаря более быстрому росту бизнеса и достижению эффекта масштаба;
- К концу 10 года уровень долговой нагрузки компании (Debt/EBITDA) снижается до 0,9х и создает потенциал для дальнейшего роста через привлечение новых кредитов.

Стратегия С2, основанная только на долговом капитале, приводит к разрушению стоимости бизнеса.

Компания работает на пределе долговой нагрузки и теряет финансовую устойчивость. Любое отклонение в продажах или увеличение стоимости долга приводит к потере капитала владельцев.

В результате стоимость компании стремится к нулю, а бизнес становится зависимым от кредиторов и может перейти под их контроль через процедуру реструктуризации компании.

Сравнение вариантов Стратегии С по ключевым показателям и эффектам для основателя

Стратегия С1 – Привлечение инвестора	Стратегия С2 – Финансирование за счет долга
<p>a. Темпы роста и потенциал компании</p> <p>При реализации Стратегии С1 у компании максимальные темпы роста и наивысший потенциал масштабирования, поскольку компания использует всевозможные источники финансирования инвестиционных программ, ограничивая финансовый риск и уровень долговой нагрузки.</p>	<p>Компания привлекает долг на финансирование стратегии активного роста и доводит долговую нагрузку (Debt/EBITDA) до 9,2х.</p> <p>В этой ситуации любое изменение операционной эффективности может привести к потере контроля над компанией.</p>
<p>b. Стоимость акционерного капитала</p> <p>Денежная оценка акционерного капитала по методу DCF в конце 10 года составит 39,7 млрд ₪ (в 22 раза выше стоимости в нулевом году). Рост стоимости капитала отражает эффект финансового рычага без чрезмерного риска.</p>	<p>Акционерный капитал компании практически отсутствует и может составить всего 253 млн ₪ в случае ее выхода из чрезмерной долговой нагрузки.</p> <p>Финансовый рычаг перестает работать в пользу акционеров – стоимость собственного капитала стремится к нулю из-за риска дефолта. Возможны требования кредиторов по конвертации долга или смене контроля.</p>
<p>с. Доходность бизнеса для владельцев (IRR)</p> <p>Доходность основателей – максимальная и составляет 27,3% из-за следующих факторов:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Компания растет высокими темпами и генерирует существенные денежные потоки; ▪ Компания финансируется в рамках оптимальной структуры капитала и имеет низкий WACC. 	<p>Владелец компании может потерять стоимость своего капитала поскольку у компании:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ чрезмерный уровень долга и риска, что также отражается на ставке WACC; ▪ значительная часть (или все) денежных потоков уходит на обслуживание долга. <p>IRR становится отрицательной, так как денежные потоки уходят кредиторам, а компания теряет финансовую устойчивость. В результате владелец теряет стоимость и контроль над бизнесом.</p>
<p>d. Ключевые выводы для основателя</p> <p>Стратегия С1 максимально выгодна основателю бизнеса, поскольку обеспечивает максимальную доходность и стоимость компании.</p> <p>В долгосрочном горизонте именно Стратегия С1 предоставляет оптимальное сочетание роста, доходности и контроля над активом.</p>	<p>Обеспечение активного роста за счет чрезмерной долговой нагрузки в Стратегия С2 приведет к падению акционерной стоимости компании (потере капитала).</p>

РЕШЕНИЯ СЕГОДНЯ ЗАДАЮТ ТРАЕКТОРИЮ БУДУЩЕГО РОСТА БИЗНЕСА И КАПИТАЛА ОСНОВАТЕЛЯ

Стратегия роста работает только тогда, когда за ней следует управляемая реализация: дисциплина в работе с капиталом, прозрачная финансовая модель, контроль инвестиционной программы и оперативная адаптация к рыночным условиям.

От идей к планированию, от планирования к действиям



Наше исследование показывает: решение о структуре капитала, принятое сейчас, определяет будущие возможности компании – темпы масштабирования, финансовую устойчивость и доходность для основателя.

Для того, чтобы выбранная стратегия превратилась в измеримый результат, компания должна перейти от интуитивного принятия решений к решениям, основанным на данных.

Другие ключевые выводы нашего исследования:

- **Стратегическое планирование и финансовое моделирование.** Планирование и моделирование долгосрочного роста позволяют заранее просчитывать влияние структуры капитала, темпов масштабирования, стоимости финансирования и эффекта масштаба. Такой подход меняет принципы управления бизнесом: стратегия становится системным процессом, а не набором инициатив, что снижает риск принятия непродуманных решений.

Долгосрочное планирование и финансовое моделирование всегда основаны на допущениях, которые со временем теряют актуальность. Поэтому ключевым элементом управления становится регулярная корректировка планов и финансовых прогнозов с учетом внешних изменений. Данный механизм позволяет своевременно пересматривать решения, адаптировать стратегию и сохранять баланс между открывающимися возможностями и возникающими рисками.

- **Управление капиталом и обоснованность решений.** Для стабильного развития компании важны прозрачные правила работы с капиталом: инвестиции, долг, дивиденды, способность генерировать денежные потоки.

Регулярное планирование, принятие решений на основе данных и дисциплина в этих вопросах обеспечивают предсказуемость и управляемость бизнеса.

- **Оптимальная структура капитала в динамике.**

Долговая нагрузка, стоимость капитала, доступность и структура источников финансирования меняются по мере роста бизнеса.

Финансовое моделирование – важный инструмент, который позволяет корректировать сочетание долга и акционерного капитала, сохраняя баланс между скоростью роста и финансовой устойчивостью.

ink Advisory обеспечивает комплексное сопровождение сделок по привлечению акционерного финансирования для владельцев и руководителей компаний. Мы говорим на языке бизнеса и понимаем, что важно для владельцев и руководителей компаний. Наша задача – сделать процесс понятным, комфортным и максимально результативным.

Наша ценность для вашего бизнеса:

- **Анализ стратегии** – оцениваем стратегию компании и дорожную карту: выявляем сильные и слабые стороны, предлагаем практические корректировки;
- **Экспертиза финансовой модели** – проводим анализ исходных данных и логики построения финансовой модели – основу для корректного определения потребностей в капитале и стоимости бизнеса;
- **Инвестиционное консультирование** – консультируем по вопросам текущей инвестиционной стоимости и показываем, как она изменится при определении долгосрочных целей, стратегии и структуры капитала;
- **Разработка стратегии** – если готовой стратегии пока нет, но есть стратегические намерения, мы помогаем воплотить их в стратегию, формулируем документ, отвечающий требованиям рынка капитала, и разрабатываем финансовую модель таким образом, чтобы бизнес был понятным и привлекательным для инвесторов.

О НАС

ink Advisory – инвестиционно-банковская компания, основанная в 2024 г. экспертами с десятилетиями профессионального опыта в США и странах СНГ и ЕС.

До основания ink Advisory команда была известна на инвестиционном рынке России как подразделение Lead Advisory в компании Crowe CRS (Русаудит).

ink Advisory специализируется на организации сделок M&A, организации совместных предприятий, привлечении капитала и разработке корпоративных стратегий и стратегий роста частного капитала.

Свяжитесь с нами, чтобы узнать, чем мы можем Вам помочь.



Кудрат Нурматов
Управляющий партнер
k.nurmatov@ink-advisory.com



Руслан Измайлов
Управляющий партнер
r.izmaylov@ink-advisory.com



Никита Катиев, CFA
Старший менеджер
n.katiev@ink-advisory.com

Наши контакты



ink Advisory
Офис 928 | 34 Этаж
Центральная Башня
Пресня-Сити, Ходынская улица, 2
Москва 123022

www.ink-advisory.com
contact@ink-advisory.com

Ограничение ответственности

Информация, размещенная в настоящем материале Обществом с ограниченной ответственностью «ИНК ЭДВАЙЗОРИ» (сокращенное наименование ООО «ИНК ЭДВАЙЗОРИ»), ОГРН 1247700655180, далее - ink Advisory и/или Правообладатель, включая результаты исследований, прогнозы и данные фундаментального анализа, не представляет собой индивидуальную инвестиционную рекомендацию.

Сведения, содержащиеся в материале, не могут служить гарантией или обещанием будущей доходности инвестиций, уровня риска, величины издержек или безубыточности вложений. Исторические результаты инвестирования не являются индикатором будущей прибыли. Материал предоставлен исключительно в информационных целях и не содержит инвестиционных идей, советов, рекомендаций либо предложений о покупке или продаже финансовых инструментов (включая ценные бумаги, иные активы и цифровые финансовые инструменты).

Приведенные данные носят справочный характер и не должны рассматриваться как гарантия получения дохода. Примеры инвестиционных результатов основаны на статистике за определенные периоды и не отражают динамику будущих доходов. Аналитические материалы, обзоры и новостные статьи ink Advisory предназначены исключительно для информирования клиентов и не являются рекламой ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Информация подготовлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ink Advisory не гарантирует ее абсолютную точность и не несет ответственности за возможные неточности или изменения данных.

Инвестирование в ценные бумаги сопряжено с рисками и решения о вложениях должны приниматься инвестором самостоятельно, с учетом личных финансовых целей и допустимого уровня риска. Даже при наличии положительных оценок, выводы не следует рассматривать как рекомендацию к инвестированию. Настоящий материал не является инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к покупке/продаже ценных бумаг любых компаний. ink Advisory не несет ответственности за любые убытки, возникшие в результате использования представленного материала для совершения сделок или инвестиционных решений.

Защита интеллектуальной собственности

Данная статья защищена авторским правом. Исключительные права на данную статью принадлежат ink Advisory. Цитирование статьи допускается в объеме не более 30% от исходного материала при условии указания наименования Правообладателя и источника заимствования с активной гиперссылкой (для электронных ресурсов) и даты публикации исходного материала. Любое использование статьи за пределами цитирования допускается при наличии письменного разрешения ink Advisory или при указании оговорки «Исключительное право на материал принадлежит ink Advisory».

Запрещается воспроизведение (полное или частичное) материалов за пределами цитирования с целью коммерциализации без письменного разрешения Правообладателя, как то распространение, публикация, переработка или создание производных материалов, использование в СМИ, аналитических обзорах или публичных выступлениях без указания источника заимствования.

Все материалы, включая аналитические обзоры, исследовательские отчеты и новостные статьи, размещенные на данном ресурсе, являются объектами интеллектуальной собственности ink Advisory и охраняются в соответствии с законодательством Российской Федерации. За нарушение данных условий Правообладатель оставляет за собой право обратиться за защитой своих прав.

Более подробная информация размещена в Пользовательском соглашении: https://ink-advisory.com/user_agreement.php