ink ADVISORY

24 Июля 2025

СОЗДАНИЕ СТОИМОСТИ И ЕЕ РАЗРУШЕНИЕ: КАК СТРАТЕГИЯ ОПРЕДЕЛЯЕТ СУДЬБУ КОМПАНИИ

© ink Advisory 2025

M&A Insights

ИНЕРЦИЯ, КАК ЛОВУШКА: ОТСУТСТВИЕ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИЗМЕНЕНИЙ РАЗРУШАЕТ СТОИМОСТЬ

На любом зрелом рынке одновременно есть растущие игроки и компании в инертном состоянии. Одни наращивают продажи и операционную эффективность, другие – довольствуются сохранением уровня продаж и прибыли. Однако в условиях сдвигов в потребительском поведении, роста стоимости капитала и инфляционного давления, стратегическая пассивность становится особенно опасной: она напрямую влияет на способность компании сохранять или создавать акционерную стоимость.

В этом контексте интересно рассмотреть сравнительный кейс двух игроков на рынке молочной продукции. **Компания А** и **Компания В** на протяжении 2020–2024 гг. работали в одном макроэкономическом окружении, но применяли принципиально разные подходы к управлению бизнесом и капиталом. Обе компании производят молочную продукцию, находятся в разных областях Центрального федерального округа недалеко от г. Москвы, их продуктовые линейки полностью совпадают, и по итогам 2020 г. имели сопоставимые размеры бизнеса. Эти компании выбраны для рассмотрения по причине схожести бизнеса и идентичности рынка – другими словами, различия в траекториях развития этих компаний после 2020 г. объясняются во многом разными подходами к стратегии развития.

1. Рост и стратегия развития бизнеса

Компания А и Компания В: финансовые результаты 2020-2024 гг., млн руб.

Показатели	Компания А					Компания В				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
I. ОФР										
Продажи	**6 881,0**	**7 074,7**	**9 555,6**	**10 481**	**13 677,1**	**6 188,9**	**6 462,4**	**7 625,1**	**6 470,8**	**8 098,2**
Рост продаж, г-к-г, %		*2,8%*	*35,1%*	*9,7%*	*30,5%*		*4,4%*	*18,0%*	*-15,1%*	*25,2%*
Валовая прибыль	1 130,7	1 415,6	2 295,6	2 367,9	3 276,2	1 089,9	1 025,5	1 429,9	714,6	1 118,0
Рентабельность по ВП	*16,4%*	*20,0%*	*24,0%*	*22,6%*	*24,0%*	*17,6%*	*15,9%*	*18,8%*	*11,0%*	*13,8%*
Операционная прибыль	**168,3**	**409,2**	**1 093,7**	**862,7**	**1 134,1**	**677,2**	**468,2**	**661,8**	**(28,6)**	**443,9**
Рент. по опер. прибыли	*2,4%*	*5,8%*	*11,4%*	*8,2%*	*8,3%*	*10,9%*	*7,2%*	*8,7%*	*-0,4%*	*5,5%*
Прочие доходы	18,4	11,0	30,6	81,6	149,9	25,0	20,6	18,4	51,8	82,3
Прочие расходы	(55,5)	(64,4)	(129,2)	(106,1)	(168,0)	(164,2)	(170,2)	(210,9)	(100,0)	(105,0)
EBIT	**131,2**	**355,8**	**995,1**	**838,2**	**1 115,9**	**537,9**	**318,6**	**469,3**	**(76,8)**	**421,1**
+ Амортизация	128,7	114,2	86,1	104,5	235,9	94,5	103,8	95,8	158,0	165,4
EBITDA	**259,9**	**470,0**	**1 081,3**	**942,7**	**1 351,8**	**632,4**	**422,4**	**565,1**	**81,3**	**586,5**
Рентабельность EBITDA	*3,8%*	*6,6%*	*11,3%*	*9,0%*	*9,9%*	*10,2%*	*6,5%*	*7,4%*	*1,3%*	*7,2%*

Источник: СПАРК, расчеты ink Advisory

Компания А демонстрирует устойчивый рост и продаж, и EBITDA: с 6,9 млрд руб. в 2020 г. до 13,7 млрд руб. в 2024 г., при этом EBITDA выросла более чем в 4 раза.

Это свидетельствует о наличии ясной стратегии масштабирования в Компании А и работе собственников и топ-менеджмента над операционной эффективностью.

Компания В показывает незначительный рост продаж за 2020-2024 гг. (с 6,2 млрд руб. до 8,1 млрд руб. с просадкой в 2023 г. по сравнению с 2022 г.). Однако, рентабельность по EBITDA, напротив, существенно снизилась. В результате EBITDA Компании В за этот период снизилась на 7,3%.

Такая динамика финансовых показателей Компании В косвенно указывает либо на отсутствие стратегии роста, либо на низкую эффективность в ее реализации.

© 2025 ink Advisory

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

2. Эффективность капитала и экономическая прибыль (EP)

ROIC **Компании А** стабильно выше WACC на протяжении всего периода – компания создает экономическую прибыль (EP) и эффективно использует вложенный капитал.

Такие показатели отражают способность Компании А эффективно управлять вложенным капиталом и последовательно увеличивать свою акционерную стоимость.

У **Компании В** ситуация обратная: с 2022 г. ROIC ниже WACC, а в 2023 и 2024 гг. этот разрыв становится еще более существенным.

Подобная динамика показателей ROIC и WACC показывает, что Компания В теряет акционерную стоимость, а доходность ее владельцев – отрицательная.

Компания А и Компания В: эффективность инвестированного капитала, млн руб.

Показатели	Компания А					Компания В				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
II. IC и ROIC										
EBIT	**131,2**	**355,8**	**995,1**	**838,2**	**1 115,9**	**537,9**	**318,6**	**469,3**	**(76,8)**	**421,1**
Ставка налога	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
NOPAT	**104,9**	**284,7**	**796,1**	**670,5**	**892,7**	**430,4**	**254,9**	**375,5**	**(61,4)**	**336,9**
Инвестированный капитал	**1 555**	**1 437**	**2 255**	**3 464**	**6 046**	**2 385**	**2 408**	**2 706**	**2 692**	**2 756**
Акционерный капитал	445	538	1 073	1 709	2 583	890	1 003	1 124	978	1 038
Заемный капитал	1 109	899	1 182	1 756	3 463	1 495	1 405	1 582	1 714	1 718
ROIC	**6,8%**	**19,0%**	**43,1%**	**23,4%**	**18,8%**	**19,6%**	**10,6%**	**14,7%**	**-2,3%**	**12,4%**
WACC	**8,5%**	**9,5%**	**19,1%**	**15,2%**	**17,3%**	**8,7%**	**9,6%**	**18,0%**	**14,8%**	**17,0%**
EP Spread	-1,7%	9,5%	24,0%	8,2%	1,5%	10,9%	1,1%	-3,4%	-17,0%	-4,7%

Источники: СПАРК, расчеты ink Advisory

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – Прибыль до вычета процентов и налогообложения
NOPAT (Net Operating Profit After Tax) – Операционная прибыль после налогообложения
ROIC (Return On Invested Capital) – Доходность инвестированного капитала (акционерного и заемного)
WACC (Weighted Average Cost of Capital) – Средневзвешенная стоимость капитала
EP Spread – Разница между ROIC и WACC

© 2025 ink Advisory

ВЛИЯНИЕ СТРАТЕГИИ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ И ДОХОДНОСТЬ ЕЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ

3. Упущенное владельцами Компании В окно для сделки по продаже бизнеса

Компания В в 2020-2021 гг. имела ROIC, превышающий WACC, и потенциал для роста. Это создавало благоприятные условия для продажи бизнеса на пике оценки.

Владельцы **Компании В** не принимали решения о продаже бизнеса и, в отсутствии также решения об активном росте, эффективность бизнеса снижалась.
В результате, к концу 2024 г. акционерная стоимость (EqV) **Компании В** снизилась более чем в 2 раза.

Ситуация с Компанией В представляет собой пример упущенной возможности по выходу ее владельцев из бизнеса на пике стоимости. Бизнес целесообразно продавать в момент максимальной рентабельности, пока мультипликаторы позволяют получить максимальную стоимость для его владельцев. Если компания активно не растет, то с этого момента начинается снижение эффективности, рентабельности и, как следствие, мультипликаторов.

Компания А и Компания В: стоимость предприятия (EV) и акционерного капитала (EqV), млн руб.

Показатели	Компания А					Компания В				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
III. Оценка компании										
EBITDA	259,9	470,0	1 081,3	942,7	1 351,8	632,4	422,4	565,1	81,3	586,5
Диапазон оценки										
EV/EBITDA (min)	7,0(x)	6,0(x)	6,0(x)	6,0(x)	6,0(x)	7,0(x)	6,0(x)	5,0(x)	5,0(x)	5,0(x)
EV/EBITDA (max)	8,0(x)	8,0(x)	8,0(x)	8,0(x)	8,0(x)	8,0(x)	7,0(x)	6,0(x)	6,0(x)	6,0(x)
Enterprise Value (min)	**1 819,3**	**2 820,0**	**6 487,7**	**5 656,2**	**8 110,7**	**4 427,1**	**2 534,6**	**2 825,7**	**406,3**	**2 932,5**
- Net Debt	(1 097,0)	(881,5)	(1 127,4)	(1 089,2)	(3 114,4)	(1 458,7)	(1 393,3)	(1 566,7)	(1 422,8)	(1 668,0)
Equity Value (min)	**722,3**	**1 938,5**	**5 360,2**	**4 567,0**	**4 996,3**	**2 968,4**	**1 141,3**	**1 259,0**	**(1 016,5)**	**1 264,4**

Enterprise Value (EV) – Стоимость предприятия (сумма акционерного и заемного капитала)
Equity Value (EqV) – Стоимость акционерного капитала, Debt – Заемный капитал, Cash – Денежные средства

Показатели	Компания А					Компания В				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
IV. Доходность акционеров										
Стоимость EqV	(722,3)				4 996,3	(2 968)				1 264,4
Дивиденды	-	157,8	255,4	111,6	121,7	129,0	43,4	76,2	-	24,0
Поток Инвестора	**(722,3)**	**157,8**	**255,4**	**111,6**	**5 117,9**	**(2 839)**	**43,4**	**76,2**	**-**	**1 288,4**
IRR акционеров 2020-2024	**76,3%**					**-16,7%**				

IRR – внутренняя ставка доходности акционеров

Источники: СПАРК, расчеты ink Advisory

Компания А демонстрировала эффективное использование капитала и рост акционерной стоимости: IRR акционеров могла бы составить 76,3% (относительно стоимости в начале 2020 г.) в случае продажи бизнеса в конце 2024 г.

Это результат системной работы над стратегией, которая привела к росту EBITDA и росту рентабельности капитала.

Компания В, напротив, потеряла более 50% акционерной стоимости (EqV), а доходность ее акционеров – отрицательная: IRR = –16,7% (относительно стоимости в начале 2020 г.) в случае продажи бизнеса в конце 2024 г.

Снижение ROIC относительно WACC, вызванное отсутствием стратегией активного роста, привело к разрушению акционерной стоимости.

© 2025 ink Advisory

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.

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

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

Данная статья защищена авторским правом. Исключительные права на данную статью принадлежат ink Advisory. Цитирование статьи допускается при условии указания автора(-ов) и источника заимствования. Любое использование статьи за пределами цитирования допускается при наличии письменного разрешения ink Advisory или при указании оговорки «Исключительное право на материал принадлежит ink Advisory».