ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИОТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

PROBLEMS OF BIOTECH COMPANIES' VALUATION

УДК 33

Кривошеев Глеб Вячеславович, Магистр, Санкт-Петербургский Государственный Экономический Университет, Санкт-Петербург, Россия

Krivosheev G. V., Master's degree**,** Saint Petersburg State University of Economics, Saint Petersburg, Russia. E-mail: gzap47@gmail.com

Аннотация

Оценка компаний фармацевтической отрасли приобретает все большее значение в связи с быстрым развитием индустрии, интересом институциональных инвесторов и крупных компаний. Оценка бизнеса всегда имеет индивидуальный подход к объекту оценки, еще более высокое значение это приобретает в случае оценки фармацевтических компаний, в частности биотехнологических. Они имеют существенные отличия от остальных индустрий, которые сказываются на самом процессе оценки.

Не каждый из трех основных подходов в оценке бизнеса применим к оценке биотехнологических компаний в силу особенностей их бизнес-процессов и финансов. Затратный подход считается наименее применимым, так как не позволяет учесть специфику инновационной компании. Не каждый метод сравнительного подхода удовлетворяет целям оценщиков: необходимо учитывать высокие темпы роста и низкие доходы (если компания находится на ранних этапах развития) для получения достоверного результата. Доходный подход можно

назвать наиболее подходящим для оценки биотехнологических компаний, но и здесь есть возможность применить более комплексные методы, например метод реальных опционов, для достижения наиболее качественного результата.

Abstract

The evaluation of pharmaceutical companies is becoming increasingly important due to the rapid development of the industry, the interest of institutional investors and large companies. Business evaluation always has an individual approach to the object of evaluation, and this becomes even more important in the case of evaluating pharmaceutical companies, in particular biotechnological ones. They have significant differences from other industries, which affect the evaluation process itself.

Not all of the three main approaches to business valuation are applicable to the valuation of biotech companies due to the specifics of their business processes and finances. The cost approach is considered the least applicable, since it does not allow taking into account the specifics of an innovative company. Not every method of comparative approach meets the goals of appraisers: it is necessary to take into account high growth rates and low revenues (if the company is in the early stages of development) to obtain a reliable result. The income approach can be called the most suitable for evaluating biotech companies, but even here it is possible to apply more complex methods, such as the method of real options, to achieve the highest quality result.

Ключевые слова: Оценка бизнеса, рыночная стоимость компании, доходный подход, сравнительный подход, затратный подход, опционы, биотехнологии, фармацевтическая отрасль, дисконтирование денежных потоков.

Keywords: Business valuation, company market value, revenue approach, comparative approach, cost approach, options, biotechnology, pharmaceutical industry, cash flow discounting.

Введение

В оценке бизнеса крайне важна гибкость оценочных моделей, так как в мире практически не существует идентичных компаний. Фармацевтика - одна из

наиболее вариативных отраслей, во многом за счет эксклюзивных патентных прав на разработки. Среди фармацевтических компаний существует сегмент, называющийся биотехнологические компании. С точки зрения финансов и бизнес-моделей их отличия от вышестоящих очень существенны, а следовательно это сильно влияет на оценку, усложняя её.

Российская фармацевтическая отрасль активно развивается. 2020 год стал переломным в результате высокого роста спроса на лекарственные средства со стороны государства. Российский фармацевтический рынок в своей основе растет за счет роста стоимости лекарств, нежели роста объема продаж [5, с. 6]. Помимо оказания влияния на рост продаж, 2020 год стал важным для российских производителей фармацевтической продукции: локализованные лекарственные препараты смогли занять около 1/3 российского рынка фармацевтической продукции. Ранее они делили рынок с импортными препаратами приблизительно пополам [4, с. 7]. К сожалению, российский биотехнологический рынок не так сильно развит, как во многих развитых странах. У нас существуют компании, имеющие уникальные разработки, но в сравнении их число не велико.

Рост фармацевтического рынка положительно сказывается на слияниях и поглощениях в этой отрасли, в особенности, биотехнологиях. В международной фармацевтике слияния и поглощения очень развиты – крупные компании часто приобретают молодые стартапы с перспективными разработками. Некоторые компании из этой отрасли становятся публичными за счет проведения первичного размещения акций, в целях привлечения дополнительного капитала. Все эти процессы обязательно сопровождаются проведением дью-диллиженса и оценки бизнеса.

Фундаментальные отличия между фармацевтическими и биотехнологическими компаниями

Различия между обычными фармацевтическими и биотехнологическими кроются в первую очередь в бизнес-моделях этих компаний. Несомненно, оба типа работают с целью создать продукт, оказывающий позитивное влияние на здоровье человека, но подходы применяются совершенно разные.

Фармацевтические компании занимаются исследованиями, разработкой, производством и продажей лекарств [1, с. 3]. Это могут быть как оригинальные лекарственные средства, так и дженерики (лекарства с истекшим сроком уникального права производства). Биофармацевтика - отрасль не новая, но начавшая активно развиваться относительно недавно. В ее основе лежит применение живых организмов в разработке лекарств и методов лечения, генная инженерия. В результате сочетания технологий и живых организмов получаются экспериментальные лекарства, которые могут быть очень эффективны в лечении сложных болезней. Основу бизнеса биотехнологических компаний составляют исследования и разработка, а не продажа. Создаваемые препараты зачастую существенно сложнее и требуют больших инвестиций.

Процесс разработки любого фармацевтического лекарства занимает очень много времени, но в случае биотехнологических компаний, он может быть существенно дольше. Как следствие, компаниям требуется больше денег, а срок выхода на стабильную прибыль может быть очень долгим. Долгое время биофармацевтические компании являются убыточными, но, в случае успеха, они достигают очень высоких темпов роста выручки и прибыли. Рано или поздно, такие компании выходят на прибыль за счет диверсификации продуктовой линейки и поиска долгосрочных покупателей.

Проблемы, связанные с оценкой стоимости биотехнологических компаний

Ключевая проблема оценки таких компаний лежит в их сущности. Биотехнологические компании по своей сути являются стартапами – перспективными, с высокими темпами роста, но убыточные и с очень высоким

риском. Эти свойства ведут к неопределенности. Никогда нельзя заявить, что весь многолетний труд увенчается успехом. Неопределенность создает высокую волатильность значений оценочных показателей, а следовательно, модели оценки должны быть крайне гибкими.

Другой проблемой является зависимость деятельности компании от многочисленных юридических событий. Ровно, как и фармацевтические компании, биотехнологические напрямую связаны со здоровьем человека. Поэтому в этой отрасли существует огромное число нормативных актов, регулирующих органов и требуемых лицензий. В фармацевтической отрасли компании следуют нескольким этапам, чем ближе к последнему, тем важнее и сложнее становится соответствовать всем нормативам. Любая удача и неудача могут оказать существенное влияние на оценку компании. Особенно это заметно на примере биотехнологических компаний, торгующихся на бирже. В качестве примера можно отметить американской биотехнологической компании Moderna, акции которой начали резко дорожать за счет положительной новости о создании высокоэффективной вакцины в ноябре 2020 года.

Проблемы, указанные выше, сводятся к одной глобальной проблеме – сложность и важность прогнозирования при оценке биотехнологических компаний.

Применимость существующих методов оценки бизнеса в отношении биофармацевтических компаний

В оценке бизнеса выделяют три основных подхода: затратный, доходный и сравнительных. Все они имеют свою методологию и могут показывать различный результат. Вследствие этого не каждый из них применим для оценки того или иного объекта. Биотехнологические компании, как было упомянуто выше, это крайне сложный объект оценки, требующий использования особых, нестандартных подходов.

Затратный подход наименее применим для оценки биотехнологических компаний, так как не отражает корректных перспектив создаваемых препаратов. К тому же могут возникнуть некоторые сложности с оценкой нематериальных активов, которые крайне важны для компаний такого рода. В рамках затратного подхода оцениваются составляющие баланса предприятия [4, с. 4]. Биотехнологические компании зачастую имеют малое количество ликвидных активов, а следовательно, оценка рыночной стоимости может быть затруднена.

Сравнительный подход частично применим для оценки компаний биотехнологической индустрии. Выделяют три метода, входящих в сравнительный подход: метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов. У них у всех общий подход – построение оценочных мультипликаторов, но отличающаяся база расчета. Каждый метод может быть применим при достаточном объеме информации, однако, не каждый мультипликатор подходит для оценки подобных компаний.

Как было отмечено выше, у многих биотехнологических компаний есть два свойства: отрицательная (или крайне низкая) прибыль и высокие темпы роста. Вследствие, в случае низкой или отрицательной прибыли (или любого другого доходного показателя), искажается показатель оценки. Это касается как объектов сравнения, так и самой оцениваемой компании. Убыточные компании на раннем этапе не подходят для оценки сравнительным подходом. Крайне важно учитывать темпы роста, но многие индикаторы, которые принято использовать в оценке бизнеса, не используют эту особенность.

Наиболее применимы для оценки биотехнологических оценочными мультипликаторами в сравнительном подходе можно назвать форвардные Цена / Прибыль, Цена / Выручка, EBITDA / Enterprise Value и другие, построенные на показатели доходов будущего периода. Зачастую, форвардные мультипликаторы имеют меньшее значение (за счет более высокой прибыли), а значит и компания оценивается несколько ниже. Другой мультипликатор, который может быть

применен, это Цена / Прибыль / Темп роста. Разумное значение такого мультипликатора у компании, которая оценена на уровне рынка, должно составлять 1. Стоит также провести сравнение с показателями компаний аналогов: у многих инновационных публичных компаний, торгующихся на бирже, этот показатель несколько выше, чем разумная оценка.

Третий подход, доходный, является наиболее применимым и информативным в целях оценки биотехнологических компаний по следующим причинам. Метод дисконтирования денежных потоков является предпочтительным для оценки компаний данного сегмента. Во-первых, он позволяет учесть большой объем информации из разных источников: финансовой отчетности, прогнозы рынка, состояние конкурентов (и финансового рынка). Во-вторых, он базируется на (в большинстве случаев) долгосрочном прогнозировании, а это позволяет наиболее точно предсказать траекторию развития компании. В-третьих, доходный подход позволяет построить гибкую модель оценки, которая учёт все возможные события на пути создания препарата биотехнологической компанией.

Метод дисконтированных денежных потоков позволяет построить различные модели на основе прогнозных показателей финансовой отчетности [2, с. 80]. Вероятно, наиболее подходящей моделью для оценки биотехнологических компаний является метод реальных опционов. Он позволяет на основе теории вероятности спрогнозировать доходы и стоимость компании при наступлении различных событий. Это очень актуально в случае компаний, разрабатывающих продукт в течение длинного срока. Компании фармацевтической отрасли проходят несколько этапов в течение производственного процесса, а на последних стадиях возникает участие регулирующих органов по допуску препарата к использованию на человеке. Успешное прохождение каждого этапа имеет сильный эффект на стоимость организации, также, как и неудача.

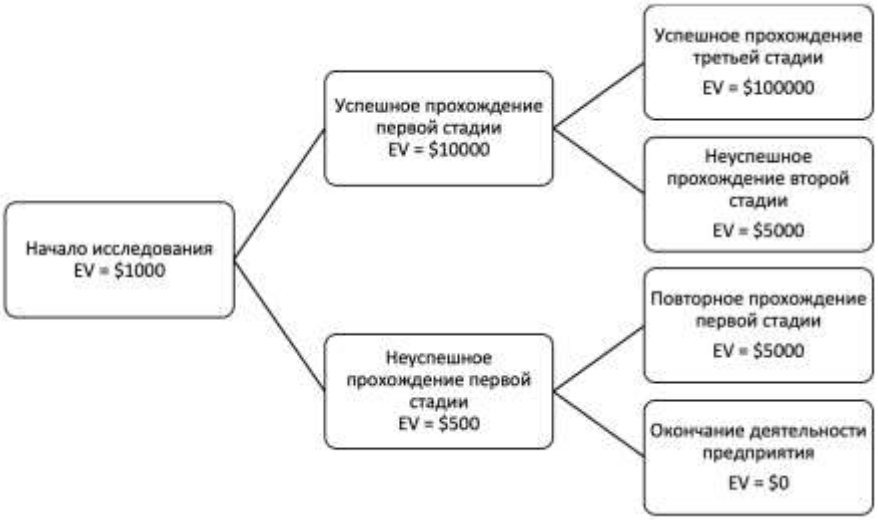

Рисунок 1 – Пример дерева реальных опционов в оценке биотехнологической компании

Включение вероятностей в модель позволяет сделать более точный прогноз развития компании. Как показано на схеме выше, в зависимости от этапа и исхода события, стоимость предприятия может изменяться. Каждой ячейке соответствует своя вероятность и свой денежный поток, в зависимости от наступающего события. Дисконтирование денежных потоков таким способом может дать наиболее точный результат оценки.

Заключение

Существенные отличия между фармацевтическим бизнесом и другими бизнесами являются крайне важными аспектами, на которые необходимо обращать внимание при проведении оценки бизнеса. Биотехнологические компании, которые являются сегментом фармацевтической отрасли, имеют еще более глубокие отличия. Вследствие этого, далеко не каждый подход применим для оценки таких компаний.

Затратный подход не учитывает достаточно информации, чтобы оценщик мог сформировать объективное суждение о стоимости компании. В этом подходе не учитывается специфика бизнеса, например высокая доля сложнооцениваемых нематериальных активов и слабый (с точки зрения собственного капитала) баланс.

Сравнительный подход подходит для оценки подобных компаний, но не каждый метод. Необходимо учитывать высокие темпы роста биотехнологических компаний, а для этого использовать показатели будущих периодов при построении оценочных мультипликаторов или закладывать в них темп роста. Доходный подход является наиболее подходящим для оценки биотехнологических компаний, так как позволяет учесть темпы роста, специфику отрасли и является наиболее гибким. Метод дисконтирования денежных потоков может быть модифицирован, и построена модель оценки с использованием реальных опционов, так как она позволяет учесть вероятности наступления критически важных событий для компаний этой отрасли, которые оказывают прямое влияние на стоимость компаний.

Литература

1. Балашов А.И., Арсентьева И.Э. Обоснование методического подхода к оценке стоимости фармацевтической компании // Экономический анализ: теория и практика. – 2016. – No 43 (394).
2. Касьяненко Т.Г. Оценка стоимости бизнеса: учебник для академического бакалавриата / Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова. – Люберцы: Юрайт. – 2016. – С. 130.
3. Пидяшова О.П., Галицкая А.А. Оценка стоимости компании в современных условиях // Сфера услуг: инновации и качество. – 2017. – No 32.
4. Фармацевтический рынок России. Октябрь 2020. DSM group. – Режим доступа: https://dsm.ru/upload/iblock/91e/91e6bb511fd77e76a4e3a4239f04aa70.pdf (дата обращения 17.03.21)
5. Фармацевтический рынок РФ – государство поможет? Июль 2020. Национальное рейтинговое агентство. – Режим доступа: https://www.ra-

national.ru/sites/default/files/Report%20NRA%20Pharma%20August%202020.pdf (дата обращения 17.03.20)

Literature

1. Balashov A.I., Arsentyeva I.E. Substantiation of a methodological approach to assessing the value of a pharmaceutical company // Economic analysis: theory and practice. - 2016 .-- No. 43 (394).
2. Kasyanenko T.G. Business value appraisal: textbook for academic bachelor's degree / T.G. Kasyanenko, G.A. Makhovikov. - Lyubertsy: Yurayt. - 2016 .-- S. 130.
3. Pidyashova O. P., Galitskaya A. A. Assessment of the company's value in modern conditions // Service sector: innovation and quality. - 2017 .-- No. 32.
4. Russian pharmaceutical market. October 2020. DSM group. - Access mode: https://dsm.ru/upload/iblock/91e/91e6bb511fd77e76a4e3a4239f04aa70.pdf (date of access 03.17.21)
5. Russian pharmaceutical market - will the state help? July 2020. National Rating Agency. - Access mode: https://www.ra-national.ru/sites/default/files/Report%20NRA%20Pharma%20August%202020.pdf (date of access 03.17.20)