



## ПРОБЛЕМА РОСТА

когда стоит отпустить часть бизнеса  
в свободное плавание

Почему уходят  
из материнской компании

Вауег вырастил  
«дочку»

Самые интересные проекты  
по выделению бизнеса

## ДОЛЯ НА ВЫДАНИЕ

Крупные международные корпорации освоили новую стратегию развития бизнеса — выделение в отдельную структуру быстро растущих подразделений. Подобное решение позволяет увеличить суммарную стоимость бизнеса и добиться улучшения финансовых показателей. Неслучайно по этому пути пошли такие мировые гиганты, как eBay, HP, Bayer, а также российские «Северсталь» и «Норильский никель».

ТЕКСТ [ Алексей Лоссан ]

У выделения подразделений в отдельную структуру могут быть разные причины. «Это может быть и попытка минимизировать юридические и политические риски», — объясняет управляющий партнер UFS Investment Company Елена Железнова. Например, по ее словам, российские металлурги, имеющие активы в США, пытались выделить их в отдельные компании, но не смогли найти должного спроса на открытом рынке. «Это также может быть отчаянная попытка привлечь средства, когда компания в целом уже не в состоянии этого сделать на приемлемых условиях», — говорит Железнова. Однако в большинстве случаев, утверждает эксперт, причины выделения подразделений корпораций в отдельные структуры чисто экономические: речь идет о максимизации совокупной стоимости компаний. В целом инвесторы начинают интересоваться этой схемой, когда совокупная стоимость бизнеса в случае разделения оказывается выше, чем в рамках одной компании. «В таком случае акционеры компании ожидают, что рыночная капитализация отдельно торгуемых активов в совокупности превысит капитализацию единой компании. Подобного эффекта действительно можно достичь в случае, если темпы роста финансовых и операционных показателей одного сегмента существенно превышают таковые у другого», — считает финансовый аналитик инвестицион-



## ПОСЛЕ ВЫДЕЛЕНИЯ PAYPAL В ОТДЕЛЬНУЮ СТРУКТУРУ ЕЕ ДОХОД В ТРЕТЬЕМ КВАРТАЛЕ 2015 ГОДА ВЫРОС НА 27% И ДОСТИГ \$2,3 МЛРД

ного холдинга «Финам» Тимур Нигматуллин. По словам экспертов, с этой точки зрения наиболее типичен пример eBay, который в середине 2015-го выделил быстрорастущий PayPal в отдельную структуру и добился таким образом значительного роста совокупной рыночной капитализации обеих компаний. Сразу после публикации в 2014 году данных о возможном выделении PayPal акции eBay выросли в цене на 4,8%, до \$55,89. Как объяснил глава eBay Джон Донахью, eBay и PayPal выиграли от того, что более десяти лет были частью одной компании, однако с точки зрения стратегии и конкурентоспособности им следует развиваться отдельно. Кроме того, на PayPal активно давили конкуренты. В частности, корпорация Apple создала собственную систему мобильных платежей Apple Pay для пользователей мобильных



ФОТО: Getty Images

## \$25 млрд

на столько выросла суммарная капитализация Kraft Foods и Mondelez Int. после выделения Mondelez в самостоятельную компанию

устройств. После выделения PayPal в отдельную структуру ее доход в третьем квартале 2015-го достиг \$2,3 млрд, увеличившись на 27% по сравнению с доходом, который PayPal демонстрировала, будучи в составе группы.

В последнее время популярность подобного рода сделок растет, говорит Тимур Нигматуллин и приводит в пример компанию Hewlett-Packard. Год назад она объявила о намерении разделить бизнес на два направления: одно будет заниматься разработкой программного обеспечения и инфраструктурными проектами, а второе — развитием продуктовой линейки, включая компьютеры и принтеры. Это будут две отдельные компании. Как ожидается, разделение произойдет уже до конца 2015 года через распределение акций между акционерами. В результате должны появиться две публичные компании с годовой выручкой более \$50 млрд у каждой. В 2014-м году EBITDA HP составила \$111,5 млрд. По такому же пути ранее пошли два других международных гиганта — нефтяная компания ConocoPhillips и производитель продовольствия Kraft Foods. В частности, в 2011 году ConocoPhillips разделила свой бизнес на два направления: разведка и добыча; нефтепереработка и сбыт. В результате американский нефтегазовый гигант стал крупнейшей энергетической компанией, когда-либо проводившей разделение. «Две независимые компании, работающие каждая в своей сфере, смогут более эффективно

следовать собственным бизнес-стратегиям, их менеджмент сможет лучше сконцентрироваться на реализации задач в своих конкретных областях», — заявил тогда гендиректор ConocoPhillips Джим Малва. По сути речь шла о выделении в отдельную структуру направления по разведке и добыче.

В свою очередь в 2012 году Kraft Foods решила выделить в отдельную структуру бизнес по производству шоколада, кофе, печенья и жевательной резинки за пределами Северной Америки. Новая компания получила название Mondelez Int. При этом выделенный в ее состав бизнес генерировал \$32 млрд выручки. Как заявила после этой реформы новый гендиректор Mondelez, в прошлом глава Kraft Foods Айрин Розенфельд, после выделения отдельной структуры суммарная капитализация двух компаний превысила бывшую капитализацию единой компании на \$25 млрд.

В числе компаний, пошедших по такому пути в последнее время, эксперты называют корпорацию Bayer, которая выделила свой химический бизнес в новую структуру Covestro. «Covestro в большей степени химическая компания, она производит материалы и реагенты для широкого круга потребителей и отраслей. Решение обособить это направление от основной компании выглядит логичным, так как в этом случае на компанию не будут распространяться регулятивные, репутационные и иные риски, связанные непосредственно с медициной», — объясняет Елена Железнова. В то же время, по ее словам, Bayer довольно дорогая компания в терминах мультипликаторов, причем фармацевтические компании в целом стоят дороже химических. В целом, как считает Тимур Нигматуллин, Covestro ускорит свои темпы роста за счет роста CAPEX — капитала, который используется компаниями для приобретения или модернизации физических активов и за который теперь ей не придется конкурировать с другими подразделениями в рамках одного холдинга.

В России также есть примеры выделения перспективных компаний в отдельные структуры. По словам Елены Железновой, довольно удачный с точки зрения роста совокупной стоимости компаний пример — выделение золотодобывающей NordGold из «Северстали» в декабре 2011 года: акционерам предложили обменять бумаги одной компании на акции другой. Примерно по той же схеме в 2006 году из структуры ГК «Норильский никель» была выведена золотодобывающая «Полюс Золото». Впрочем, акции «Полюса» достались акционерам «Норникеля» не через обмен, а напрямую — пропорционально их доле в материнской компании.

## BAYER ОТПУСТИЛ «ДОЧКУ»

В сентябре одно из направлений концерна Bayer — Bayer MaterialScience было выделено в дочернюю компанию: полимерному департаменту стало тесно внутри гиганта, тратящего почти все ресурсы на развитие фармацевтического и сельскохозяйственного направлений. Новообразованной Covestro придется доказать рынку, что самостоятельность не только не помешает удержать высокие результаты компании, но и позволит достичь большего.

ТЕКСТ [ Ольга Лихина ]

### Фокус на биомедицину

Полиуретан, один из основных продуктов Covestro, был изобретен в 1937 году Отто Байером, однофамильцем основателя фармгиганта Bayer AG. Современники не сразу оценили изобретение и с издевкой называли новый материал неудачной заменой швейцарскому сыру — тоже желтый, тоже с дырками, но несъедобный. В XXI веке в необходимости полиуретанов никто не сомневается, однако уместить под одной крышей фармацевтическое направление и полимерное теперь непросто — разные рынки требуют разных подходов.

К самостоятельности Covestro готовилась почти год. Решение о том, что полимеры больше не будут одним из направлений деятельности Bayer, было принято за 11 месяцев до официального объявления о выделении компании из концерна. Bayer MaterialScience на протяжении многих лет лидировал на рынке полимеров, занимая первое место в мировом рейтинге химических компаний и второе-третье — в европейском. Тем не менее медицинское направление для Bayer сегодня более приоритетно. То, что происходит в фарме, совсем не похоже на ситуацию с полимерами, которые активно захватывают все новые рынки. «Мы встраиваемся во многие направления, которые появляются сегодня. Планшеты — десять лет назад этого направления не было. Сегодня я читал про легкие очки, которые в будущем заменят телефон. Возможно, это наш новый рынок», — считает генеральный директор ООО «Ковестро» Музаффер Унвер.



### ВМЕСТЕ С НОВЫМ НАЗВАНИЕМ И НОВЫМ ЛОГОТИПОМ У COVESTRO ПОЯВИЛСЯ И НОВЫЙ ДЕВИЗ «СДЕЛАТЬ МИР ЯРЧЕ»

Президент и исполнительный директор Covestro Патрик Томас отметил: «Структура затрат компании скорее отражает медико-биологическое прошлое, а не химическое будущее, поэтому у нас будет много возможностей для усовершенствования производства». Действительно, инвестиции Bayer последних лет — это покупка Schering, приобретение бизнесов безрецептурных препаратов у Merck и Roche.

Поскольку полимеры внутри концерна оказались не в тренде, то добиться финансирования каких-либо проектов было затруднительно. Требовалось просить одобрения головного офиса, который почти всегда предпочитал дать денег медицинскому направлению Bayer HealthCare.

Кроме того, MaterialScience нуждался в ином управлении и подходе к бизнесу. Музаффер Унвер в недавнем интервью РБК отмечал: «Важно понимать, что полимерный бизнес больше подвержен



ФОТО: Пресс-служба

колебаниям, нежели продажа лекарственных препаратов и средств защиты растений. Наступил момент, когда такая сложная конструкция стала малоэффективной для сегодняшних темпов ведения бизнеса».

## Свободный полиуретан

Как самостоятельная компания Covestro развивает три ведущих направления: полиуретаны, поликарбонаты и покрытия, адгезивы и специальную продукцию, например сырье для производства лаков, пленок и клеев. Каждое ее подразделение имеет представительства и производственные площадки в Европе, Азии и США, где на 30 предприятиях компании работают 16,8 тыс. человек. Рынок потребителей продукции Covestro обширен — это строительство, автоиндустрия, электроника, медицинская продукция, информационные технологии и продукты массового потребления. Самая перспективная часть бизнеса компании и мировой тренд в химической промышленности — производство разнообразных покрытий. Объем этого сегмента рынка оценивается в €2 млрд и имеет устойчивую тенденцию к росту. Область применения искусственных покрытий постоянно расширяется. Производство мономеров, низкомолекулярных веществ, из которых потом «собирается» готовая продукция, — еще один конек компании. В Европе Covestro удерживает первое место в этом сегменте, а в мире находится на втором или третьем. Компания производит шесть мономеров, из которых получается 2300 готовых продуктов, востребованных у 4300 клиентов.



ФОТО: L'Oré

### ПОЛТОРА ВЕКА BAYER

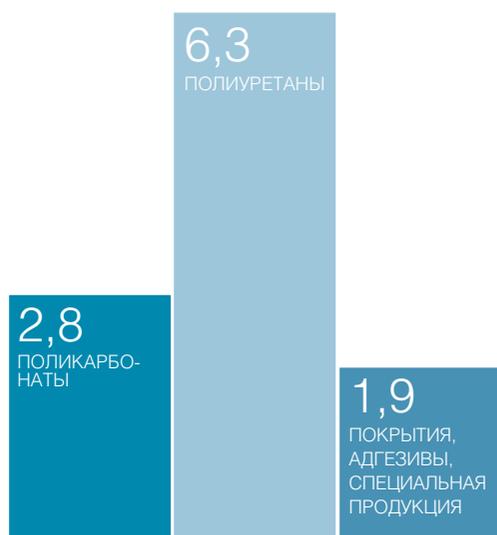
Международный концерн Bayer AG был основан в Германии в 1863 году. Первой значительной разработкой концерна стала ацетилсалициловая кислота

(аспирин). В настоящее время Bayer специализируется на здравоохранении, сельском хозяйстве и высокотехнологичных материалах. В 2014 финансовом году численность сотрудников концерна составила 118,8 тыс. человек, объем продаж — €42,2 млрд. Капитальные затраты составили €2,5 млрд, расходы на исследования и разработки — €3,6 млрд. Коммерческая деятельность компании ориентирована на внедрение инноваций, экономический рост и обеспечение высокой доходности.

## Люди — планета — прибыль

Вместе с новым названием и новым логотипом у компании появился и новый девиз «Сделать мир ярче». Этот девиз не входит в противоречие с направлением развития, которое было задано под крылом Bayer. Компания не просто расширяет производство, а стремится к тому, чтобы уменьшить его негативное воздействие на окружающую среду. Еще один важный тренд на всех производственных площадках компании — сокращение потребления энергии. Все эти цели были обозначены в плане, разработанном на 2005–2020 годы еще для Bayer MaterialScience, и по многим направлениям достигнуты уже сегодня. Например, выбросы углекислого газа на предприятиях MaterialScience сократились

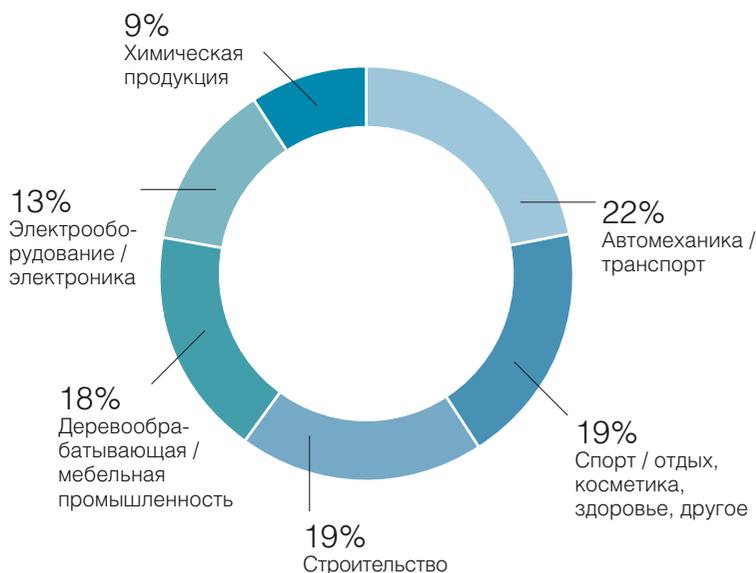
ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ПРОИЗВОДСТВА COVESTRO\*, € МЛРД



\* В стоимостном выражении; по итогам 2014 года

Источник: Covestro

СТРУКТУРА ПРОДАЖ ПО РЫНКАМ СБЫТА В 2014 ГОДУ



Источник: Covestro

с 2005 по 2014 год на 39%, хотя 40-процентного снижения планировалось достичь лишь к 2020 году. Примерно так же дело обстоит и с экономией энергии. Опираясь на эти результаты, компания намерена двигаться дальше. Например, разрабатывать технологии с использованием биологического сырья, углекислого газа (CO<sub>2</sub>) или перерабатываемых материалов. Директор Covestro по устойчивому развитию Ричард Норткуот объясняет, что экологически безопасные технологии — ядро стратегии развития. «Все решения и действия в компании строго подчинены концепции 3P «Люди — Планета — Прибыль» (People — Planet — Profit). Если проект не соответствует критериям 3P, мы не будем за него браться», — говорит он. Устойчивое развитие — это своеобразный девиз компании, о котором здесь не забывают ни на минуту. Сохранить заданный вектор должна помочь оптимизация бизнеса: новые технологические решения и расширение производства во всех странах, где у Covestro есть производственные площадки. Вопросы, связанные с новыми технологиями, компания теперь будет решать проще, так как она получила возможность самостоятельно принимать решения по финансированию собственных разработок, не забывая, разумеется, о концепции 3P. Хорошая иллюстрация — новый завод в Германии, производящий толу-

илендиизоцианат (сырье для производства полиуретанов); в предприятие было инвестировано €250 млн. Благодаря использованию новых технологий завод расходует на 60% меньше энергии, чем обычные предприятия этого профиля. В самостоятельной компании изменится подход не только к инвестициям, но и к научной работе. Чистой науки, как под крылом у Bayer, больше не будет. В Covestro появился отдел промышленного маркетинга, где научные изыскания ведутся согласно требованиям рынка.

ЯРКОЕ НАСЛЕДИЕ

Среди известных проектов бывшей Bayer MaterialScience — программа строительства детского сада с нейтральными климатическими условиями в 2009 году в Германии, которая перешагнула границы и стала международной — аналогичные здания были построены в Бельгии, Индии и США. Одна из самых ярких разработок — участие в разработке проекте Solar Impulse по созданию самолета, работающего на солнечной энергии. Специалисты Bayer MaterialScience разработали специально для этого летательного аппарата инновационный полимерный материал, который делает его особенно легким и устойчивым, и предоставили высокоэффективный изоляционный материал. Теплоизоляция особенно важна для самолета, потому что он подвергается воздействию экстремальных температурных колебаний. Дизайн обшивки самолета — также разработка Bayer MaterialScience.

В рамках отдельной компании были пересмотрены и некоторые важные решения, принятые ранее. Например, восстановлено производство поликарбонатов, закрытое три года назад. «Тогда это направление было убыточным, но сегодня спрос значительно превышает предложение», — объясняет президент и исполнительный директор Covestro Патрик Томас. По его словам, в первом квартале 2015 года, когда официально компания еще находилась в составе концерна, но процесс отделения уже шел полным ходом, EBITDA Covestro выросла до 14%.

## Точка роста

Полиуретан появился не вчера, но время для его обширного применения наступает как раз сейчас. Рынок расширяется за счет все новых и новых направлений. Этот материал все чаще используют вместо стекла — он такой же прозрачный, но более легкий и безопасный. Например, из полиуретана делают прозрачные крыши над стадионами и фары современных автомобилей. Одно из ведущих направлений — использование полиуретана в производстве матрасов и мебельной промышленности, которая динамично развивается. Планшеты и «умные очки» — это тоже полиуретан. В России пока не так много производств, которые можно назвать высокотехнологичными, и потребление полиуретанов невелико.

«Разница в потреблении полиуретана на душу населения между развитыми и развивающимися странами огромная. Например, в Западной Европе приходится 8 кг полиуретана в год на одного человека. А в России, несмотря на рост, до сих пор лишь 2 кг. Мы убеждены, что здесь одна из точек роста», — считает Музафер Унвер. Российский рынок полимерных материалов выглядит несколько иначе, чем европейский. Основное применение полиуретаны находят в строительстве. «Сегодня полиуретан — самый энергоэффективный утеплитель», — говорит глава Национального объединения организаций в области энергосбережения Алексей Горохов. Поставки мебельного поролона и других мебельных материалов пока уступают по объемам «жесткому» строительному полиуретану. Тем не менее у «мягкого» полиуретана, который используется для производства мягкой мебели и матрасов, на российском рынке большие перспективы, — считает Алексей Горохов. Кроме того, подразделение Bayer, а теперь новая компания Covestro поставляет в Россию поликарбонаты и специальные добавки для химического производства.



ФОТО: пресс-служба

## Патрик Томас, президент и исполнительный директор Covestro

Выделение Covestro из состава крупного химико-фармацевтического концерна в самостоятельную компанию усилило наши позиции. Статус независимой компании, представленной на фондовой бирже, дает прекрасные возможности для развития наших технологий. У нас четко сформулированы стратегия и основная задача — повышение прибыли. Благоприятная ситуация, складывающаяся в тех секторах экономики, где представлены наши продукты, создает все условия для достижения поставленных целей.

В ближайшие годы ожидается, что рост спроса на высокотехнологичные полимеры, которые разрабатывает и производит Covestro, будет выше, чем рост мирового ВВП. Столь быстрый рост востребованности полимеров обусловлен бурным развитием таких рынков, как автомобильный, строительный и электронный. Эти отрасли экономики растут под воздействием глобальных макротрендов, таких как изменение климата, увеличение транспортных перевозок и растущая урбанизация. Предлагая этим рынкам инновационные продукты и решения, Covestro будет способствовать их дальнейшему развитию. Став независимой компанией, мы продолжим инвестировать значительные средства в исследования и разработки. Наши принципы продвижения инноваций и устойчивого развития по-прежнему занимают центральное место в стратегии компании. Разумеется, мы по-прежнему будем искать новые возможности в области энергоэффективности, снижения выбросов углекислого газа, отходов и водопотребления в нашем производстве.

После выделения в самостоятельную компанию мы создали новый бренд, разработали новый корпоративный стиль и новую миссию — «Сделать мир ярче». Имя Covestro является составной частью этого бренда. Иметь собственный корпоративный стиль и быть узнаваемым на рынке — это важно не только для компаний b2c-сектора, но и для b2b-компаний, таких как Covestro. Я уверен, что наш новый бренд привлечет внимание на конкурентном рынке.

## ДЕЛЕНИЕ ДЛЯ ПРИУМНОЖЕНИЯ

РБК+ отобрал самые интересные проекты по выведению направлений бизнеса в самостоятельные компании.

ТЕКСТ [ Иван Митин ]

### Удачная сделка на российском рынке

Выделение «Полюс Золота» из «Норильского никеля» в 2006 году эксперты считают одним из самых удачных сделок spin-off за всю историю существования публичного бизнеса в России. Положительную роль сыграли как грамотный подход к самому процессу выделения, так и удачное стечение обстоятельств в виде взрывного роста цен на никель и общего интереса к российскому фондовому рынку. В результате spin-off и «Полюс Золото», и «Норильский никель» смогли привлечь дополнительные средства для финансирования своих инвестиционных программ и дальнейшего расширения и укрепления бизнеса, а акционеры — неплохо заработать.

### Самое быстрое IPO новой компании

В сентябре 2015 года европейский концерн Bayer выделил одно из своих подразделений — Bayer MaterialScience в самостоятельную компанию. Новообразованная компания Covestro сейчас четвертая по величине химическая компания в Европе, объем продаж Bayer MaterialScience в 2014 году превысил €11,6 млрд. Уже в октябре Covestro дебютировала на Франкфуртской фондовой бирже. Это IPO стало крупнейшим в Германии с 2000 года. Размещение состоялось в нелегкие для рынка времена: скандал вокруг концерна Volkswagen отразился на всей немецкой экономике, но сильнее всего пострадала автомо-

бильная индустрия — один из важнейших рынков для продуктов Covestro. Компании даже пришлось сдвинуть дату планируемого выхода на биржу. Тем не менее цена размещения бумаг в рамках IPO оказалась выше их эмиссионной стоимости. За первый день торговли акции подорожали на 12%.

### Грузовики — отдельно, легковушки — отдельно

В 2011 году произошло разделение итальянского автоконцерна Fiat Group на две компании — Fiat Spa и Fiat Industrial. Первая сосредоточилась на производстве легковых автомобилей (бренды Fiat, Alfa Romeo, Lancia, Ferrari, Maserati) и автокомпонентов для них. Вторая производит грузовики Iveco, сельскохозяйственную и строительную технику (бренд CNH), морские и промышленные двигатели. Целью реорганизации было повышение эффективности концерна. Бизнесы очень отличались друг от друга по продолжительности экономических циклов, прибыльности, капитальным затратам, рынкам и потребителю. Создание двух групп на основе Fiat позволяло каждой сосредоточиться на собственном бизнесе и расширить круг возможностей. Правда, существуют и другие объяснения этого шага: испытывающий кризис Fiat решил отделить убыточную часть и долги от прибыльной части компании. Как бы то ни было, сразу после объявления о разделении акции концерна на миланской бирже подорожали на 6%.

### Эффективный специалист по отпочкованию бизнеса

В 1998 году Оксфордский университет создал дочернюю компанию ISIS Innovation. Компания занимается трансфером технологий и поддержкой научного консультирования в университете. За время работы ISIS Innovation помогла создать более 70 spin-out компаний (используют технологии или разработки, созданные материнской компанией, их цель — внедрить объект научно-исследовательской деятельности на рынок), принадлежащих Оксфордскому университету. Эти компании получили свыше \$266 млн внешних инвестиций; бумаги пяти из них в настоящее время котируются на Лондонской фондовой бирже.



ФОТО: REUTERS

#### РБК+ «ПРОБЛЕМА РОСТА» (16+)

Тематическое приложение к журналу «РБК» является неотъемлемой частью журнала «РБК» № 12 / 2015

Распространяется в составе журнала. Материалы подготовлены редакцией партнерских проектов РБК+.

Партнер: ООО «Квестро». Реклама

Учредитель: ООО «РБК Медиа»  
Издатель: ООО «БизнесПресс»

Генеральный директор:  
**Екатерина Сон**  
Главный редактор партнерских проектов РБК+: **Наталья Кулакова**  
Выпускающий редактор:  
**Андрей Уткин**  
Редактор РБК+ «Проблема роста»:  
**Елена Новомлинская**  
Дизайнер: **Анна Сытина**  
Фоторедактор: **Алена Кондюрина**  
Корректор: **Ирина Степачева-Бохенек**

Главный редактор журнала «РБК»:  
**Валерий Владимирович Игуменов**  
Арт-директор проектов РБК:  
**Ирина Борисова**

**Рекламная служба:**  
(495) 363-11-11, доб. 1342  
Коммерческий директор издательства РБК: **Анна Батыгина**  
Руководитель спецприложений:  
**Екатерина Кондратьева**

Директор по производству:  
**Надежда Фомина**

**Адрес редакции:** 117393, Москва, ул. Профсоюзная, 78, стр. 1