

УДК 336.05

**МОДИФИКАЦИЯ МЕТОДА ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ
СТРАТЕГИЧЕСКОГО АНАЛИЗА КОМПАНИЙ-РИТЕЙЛЕРОВ**

Пискунов С.С.

аспирант

*Новосибирский государственный университет экономики и управления
Россия, г. Новосибирск*

Леонова М.А.

магистрант

*Новосибирский государственный университет
Россия, г. Новосибирск*

Аннотация

В статье рассматриваются подходы к оценке стоимости компаний в разрезе применимости их использования для компаний-ритейлеров. Стоимость компании представляется в виде классической модели Блэка-Шоулза-Мертонна, которая учитывает не только продисконтированные денежные потоки, но и компонент роста, связанный с активной экспансией ритейлеров. В виду высокой сложности применения данной формулы на практике при оценке стоимости, авторы предлагают модификацию модели, упрощая расчет премии за расширение сети и экспансии.

Ключевые слова: оценка стоимости компании, компании-ритейлера, модель Блэка-Шоулза-Мертонна.

**MODIFICATION OF THE VALUATION METHOD FOR THE PURPOSES OF
STRATEGIC ANALYSIS OF PRODUCT RETAIL COMPANIES**

Piskunov S.S.

graduate student

*Novosibirsk State University of Economics and Management
Russia, Novosibirsk*

Leonova M.A.

master degree student

*Novosibirsk State University
Russia, Novosibirsk*

Annotation

The article examines approaches to the valuation of companies in terms of the applicability of their use to retailers. The company's value is presented in the form of a classic model of Black-Scholes-Merton, which takes into account not only the discounted cash flows, but also the growth component associated with the active expansion of retailers. In view of the high complexity of the application of this formula in practice in assessing the value, the authors propose a modification of the model, simplifying the calculation of the premium for expansion of the network and expansion.

Key words: valuation of the company, retailer, Black-Scholes-Merton model.

Методы оценки стоимости предприятия являются во многом универсальными и, поэтому, конкретных рекомендаций и моделей по оценке ритейлеров нет. Не существует также единственного верного и точного метода оценки, так как каждый метод имеет свои достоинства и недостатки. Несмотря на сложность выбора подходящих методов существует ряд косвенных индикаторов, указывающих на то, какую модель оценки применить к конкретной компании. Рассмотрим все четыре подхода с позиции применимости для целей стратегического анализа деятельности компании и компаний-ритейлеров в частности:

- 1. Сравнительный подход:** Данный подход прост и интуитивно понятен, однако оценка полученная методами этого подхода дает нам только точечную оценку стоимости на настоящий момент и возможность сделать вывод о недооценённости или переоценённости компании по сравнению с аналогами. Данный подход не позволяет нам проследить, каким образом и на каких этапах создавалась стоимость и как те или иные стратегические решения влияют на нее.
- 2. Затратный подход:** Строго говоря, данный подход является бухгалтерским и имеет в своей основе простую идею о том, что компания стоит столько, сколько стоят ее активы. Этот метод является вполне допустимым для анализа в рамках аудита, сделки купли-продажи. Однако его применение в

целях стратегического анализа затруднено, так как не учитываются ряд важных факторов: временной, наличие НМА, структура и стоимость капитала, возможные будущие доходы, специфика формирования доходов и др. Методы данного подхода больше подходят для оценки компаний, которые имеют разнородные активы или когда компания не генерирует устойчивый доход и планируется её реорганизация или ликвидация.

3. **Доходный подход:** Единственный подход, в рамках которого возможно создать цепочку факторов стоимости и проследить, какие именно прямые и опосредованные фундаментальные факторы создают или разрушают стоимость, и какова степень этого влияния (анализ чувствительности). Наиболее полно это позволяет сделать DCF-модель. Опираясь на уже достигнутые компанией результаты, можно с помощью вспомогательных методов (регрессионный анализ, анализ временных рядов и т.д.) получить прогнозные оценки будущих показателей и определить текущую приведенную стоимость. С другой стороны, можно рассмотреть стоимость ex-post в разные периоды времени в прошлом, чтобы определить, как стратегия компании на том или ином этапе развития влияла на стоимость. Широта влияющих на итоговую стоимость параметров в данной модели, позволяет построить многоуровневую цепочку факторов стоимости. Сложностью в данной модели является большое количество входных параметров, многие из которых построены на прогнозах будущего. Кроме того, составные части модели, зачастую определяются по-разному, в зависимости от целей оценки. Чтобы избежать этого, необходимо при сравнительном анализе компаний использовать единый алгоритм определения всех входных данных.
4. **Условные требования (опционный подход):** Считается, что если компания не имеет патентов, запасов минерального сырья, незастроенной земли, иными словами не имеет активов, которые поддаются опционному ценообразованию, это значит, что для их оценки заведомо неприменимы методы, основанные на условных требованиях. Сложностью является также

тот факт, что модели ценообразования опционов построены на европейском опционе, что предполагает фиксированный срок использования опциона. В контексте расширения розничной сети это бы означало, что мы заранее знаем, с какого момента это расширение начнется и сколько продлится. Кроме, того, параметры вводимые в модель, как правило, имеют мало общего с текущей операционно-финансовой деятельностью компании, а значит, их сложно использовать как инструмент анализа рыночной стратегии.

Таким образом, мы приходим к выводу, что наиболее подходящим с точки зрения оценки стратегических альтернатив является доходный подход и модель дисконтирования денежных потоков (DCF), которая позволяет построить дерево создания стоимости и проследить влияние на нее различных факторов, решений, рыночного поведения. Это подтверждается и отчетом «CFO. The magazine for Senior Financial Executives» (табл.1) [4], где показано, что денежные потоки, на базе которых и основан доходный подход, вносят наибольший вклад в стоимость компании:

Таблица 1 – Вклад различных факторов в цену акции

Фактор стоимости акции	Вес фактора
Денежный поток, доходы и дивиденды текущего года	30%
Ожидаемый денежный поток	20%
Рост цены акций	20%
Другие факторы	13%
Размер компании	6%
Финансовая мощь	6%
Сила бренда	5%

Однако необходимо учитывать, что крупные розничные сети нуждаются в постоянном расширении и географической экспансии. В своей работе С. Майерс пишет, что такой актив компании как возможность роста, может оцениваться как колл-опцион, а его ценность будет зависеть от разумности

инвестиций, которые компания осуществит в будущем [5]. Учитывая большую неосвоенную ритейлерами часть страны, а также принимая во внимание рынки СНГ и ближнего зарубежья, нельзя пренебрегать опционом на расширение как отражением возможной стратегии экспансии. Таким образом, с учетом цены опциона, стоимость компании может быть записана в следующем виде (1). Суть данной формулы заключается в том, что стоимость компании складывается из приведенных свободных денежных потоков, прогнозируемых до периода m . Далее, добавляется опционная премия за рост сети магазинов, после чего компания продолжит стабильный рост, определяемый терминальной стоимостью:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость компании} = & \left[\sum_{m=1}^{m=t} \frac{FCFF_m}{(1+WACC)^m} \right] + [S_m N(d1) - K_{m-1} e^{-rt} N(d2)] + \\ & + \frac{TV_m}{(1+WACC)^t} \end{aligned} \quad (1)$$

Предполагаемая опционная черта нуждается в более подробном объяснении. В формуле она представлена в классическом виде модели Блэка-Шоулза-Мертон для финансовых активов. Впоследствии, данная модель начала применяться для оценки инвестиционных проектов, венчурных инвестиций для того, чтобы учесть управленческую гибкость, несколько раундов инвестирования, возможность отказаться от проекта или совершить дополнительные инвестиции, которые приведут проект к положительной экономической эффективности. Формула в таком случае принимает следующий вид:

$$P_{call} = PV_{\text{проекта}} N(d1) - I_{\text{в проект}} e^{-rt} N(d2) \quad (2)$$

Суть данной формулы сводится к сравнению приведенных денежных потоков, которые получит инвестор в случае реализации проекта с приведенными инвестициями в данный проект. Однако данная формулировка предполагает конечность проекта и, соответственно, известные денежные

потоки и срок их получения. В нашем случае, в оценке компании мы исходим из предположения, что компания может существовать и функционировать неопределенно долго, соответственно, невозможно знать точно все денежные потоки и период их получения. Для оценки ритейлеров ситуация осложняется еще тем, что каждый магазин нужно рассматривать как отдельный проект со своей эффективностью. Понятно, что это не является рациональным и требует некоего упрощения. В итоге, предлагается свести премию за расширение сети и экспансию к следующей *модификации* классической модели Блэка-Шоулза-Мертонна:

$$P_{call} = \frac{\Delta EBITDA_t}{WACC} N(d1) - \frac{CAPEX_{t-1}}{e^{wacc * T}} N(d2) \quad (3)$$

$$d1 = \frac{\ln\left(\frac{\Delta EBITDA_t}{CAPEX_{t-1}}\right) + (WACC + \sigma^2/2) \times T}{\sigma\sqrt{T}},$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{T} \quad (4)$$

Суть её в следующем: компания, осуществляет инвестиции – CapEx, уменьшая сейчас свой свободный денежный поток, однако взамен она получает прирост количества магазинов, которые соответственно дают прирост EBITDA компании через год (существует инвестиционный лаг). Открытые магазины в данной модели работают неопределенно долго и генерируют стабильный поток. Значит, приведенную стоимость функционирования открытых в данном году магазинов мы можем представить как перпетуитет или вечную ренту ($P = \frac{CF}{r}$), это первое слагаемое формулы. Дело в том, что EBITDA является хорошим приближением операционного денежного потока, который генерирует компания для акционеров и кредиторов. Это объясняется тем фактом, что амортизация, по сути, не является денежным расходом для компании. Второе слагаемое отражает приведенные по стоимости капитала инвестиции за год в открытие этих новых магазинов. Инвестиции осуществляются за счет собственного и заемного капитала компании, значит, в качестве ставки

фондирования может быть использована средневзвешенная стоимость капитала (WACC), которую имела компания в данный год. В качестве срока жизни опциона T мы будем использовать один год. Это обусловлено тем фактом, что в условиях быстрого роста сетей и экспансии, недостаточное открытие магазинов может считаться серьезной упущенной возможностью, которая вполне может не восполниться в будущем. Последний элемент формулы это показатель стандартного отклонения σ , который определяет изменчивость (волатильность) цены актива, лежащей в основе опциона. И если для финансового опциона мы вполне можем взять за основу волатильность цены акции или индекса акций, то в случае оценки ритейлера мы будем брать изменчивость инвестиций в открытие одного магазина.

Таким образом, мы получаем премию к стоимости за дальнейшее расширение сети за каждый год функционирования. Премия станет нулевой в двух случаях – нет расширения или это расширение не было эффективным. Данные положения хорошо согласуются с теорией капитального бюджетирования в корпоративных финансах, которая утверждает, что положительный приведенный денежный поток от каждого проекта (в нашем случае проект – открытие магазина) добавляет компании стоимости.

Библиографический список

1. Гусев, А.А. Проблема оценки гибкости в теории финансовых и реальных опционов (письмо в редакцию) / А.А. Гусев // Вопросы оценки. — 2006. — № 4. — С. 51-53.
2. Журба Д.Г., Канева М.А., Лактионов А.В., Лычагин М.В. Использование реальных и экзотических опционов для обоснования стратегических решений в электроэнергетике // Стратегическое планирование и развитие предприятий. Секция 2: Модели и методы разработки стратегии предприятия : тезисы докладов и сообщений Пятого Всероссийского

симпозиума. Москва, 13-14 апреля 2004 г. / [под ред. Г.Б. Клейнера] ; ЦЭМИ РАН. - М., 2004. - С. 59-60.

3. Халдин А. А. Управление процессом создания стоимости на примере компаний розничного сектора/ /Экономические и гуманитарные науки (Известия ОрелГТУ), Ор.,-2009.-№6
4. Чернозуб О. Конец маркетинга, каким мы его все еще знаем [Электронный ресурс] // Е-executive. <http://www.e-executive.ru/knowledge/announcement/340205/?page=0> (Дата обращения 14.08.2016)
5. Myers S. Determinants of Corporate Borrowing // J. of Financial Economics. 1977. Vol. 5. P. 147-175