

Оценка влияния экосистемных платформ на инвестиционную привлекательность компаний

Алиев Аяз Аладдин оглы¹

Канд. экон. наук, доц. каф. финансов устойчивого развития
ORCID: 0000-0003-1476-9702, e-mail: aliev.aa@rea.ru

Турсунов Бахром Асрорович¹

Канд. экон. наук, доц. каф. мировых финансовых рынков и финтех
ORCID: 0000-0002-0037-0840, e-mail: tursunov.ba@rea.ru

Коньгин Дмитрий Сергеевич²

Экономист
ORCID: 0009-0003-6671-5199, e-mail: sss777@starlink.ru

¹Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, г. Москва, Россия

²Общество с ограниченной ответственностью «Компания Текнопласт», г. Москва, Россия

Аннотация

Условия исторически низких процентных ставок и активного стимулирования национальных экономик путем масштабного использования методик количественного смягчения центральными банками приводит к стремительному росту стоимости финансовых активов на мировых рынках. В российской экономике наблюдается бурный рост стоимости недвижимости, цен на товары длительного пользования и общей инфляции. Все эти факторы привели к масштабному увеличению брокерских счетов и активному росту частных инвесторов на Московской межбанковской валютной бирже. С ростом числа последних их сбережения, которые перенаправлены в инвестиции на финансовый рынок, имеют все больший вес в формировании трендов на российском рынке. Вместе с тем возникает необходимость в понимании сложившихся рисков и методов работы с ними. Следовательно, все больше возрастает потребность в появлении системного, стратегического подхода, методов и критериев оценки привлекательности компаний. Кроме того, усиливается борьба между публичными компаниями на российском фондовом рынке, все более актуальным становится вопрос повышения инвестиционной привлекательности, эффективности бизнеса и развития инструментов для осуществления данных процессов.

Ключевые слова

Инвестиционная привлекательность, методы оценки, экосистемные платформы, инвестиция, финансовые посредники, риски, финансовые активы

Для цитирования: Алиев А.А., Турсунов Б.А., Коньгин Д.С. Оценка влияния экосистемных платформ на инвестиционную привлекательность компаний // Вестник университета. 2024. № 12. С. 115–128.

Assessing ecosystem platforms impact on investment attractiveness of companies

Ayaz A. Aliev

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. at the Sustainable Development Finance Department
ORCID: 0000-0003-1476-9702, e-mail: aliev.aa@rea.ru

Bakhrom A. Tursunov

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. at the World Financial Markets and FinTech Department
ORCID: 0000-0002-0037-0840, e-mail: tursunov.ba@rea.ru

Dmitry S. Konygin

Economist
ORCID: 0009-0003-6671-5199, e-mail: sss777@starlink.ru

¹Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

²Kompaniya Teknoplast LLC, Moscow, Russia

Abstract

Historically low interest rates and active stimulation of national economies through the large-scale use of quantitative easing techniques by central banks have led to a rapid increase in financial assets value on world markets. The Russian economy is experiencing rapid growth in real estate values, prices for durable goods, and general inflation. All these factors have led to a large-scale increase in brokerage accounts and active growth of private investors on the Moscow Interbank Currency Exchange. As the number of the latter grows, their savings, which are redirected into investments in the financial market, have an increasing weight in shaping trends in the Russian market. At the same time, there is a need to understand the existing risks and methods of dealing with them. Consequently, there is a growing need for a systematic and strategic approach, methods, and criteria for assessing the investment attractiveness of companies. In addition, the struggle among public companies on the Russian stock market is intensifying, and the issue of improving investment attractiveness and business efficiency and developing tools to implement these processes is becoming more and more urgent.

Keywords

Investment attractiveness, valuation methods, ecosystem platforms, investment, financial intermediaries, risks, financial assets

For citation: Aliev A.A., Tursunov B.A., Konygin D.S. (2024) Assessing ecosystem platforms impact on investment attractiveness of companies. *Vestnik universiteta*, no. 12, pp. 115–128.

ВВЕДЕНИЕ

В настоящий момент существует множество подходов и методик для оценки инвестиционной привлекательности финансовых активов, однако большинство из них концентрируются на отдельных показателях и причинах, упуская остальные факторы, оказывающие влияние на деятельность компании.

Увеличение числа частных инвесторов оказывает большое влияние на развитие финансового рынка Российской Федерации. Это происходит за счет того, что значительная часть их сбережений перенаправляется в различные инвестиционные инструменты и таким образом активность частных лиц становится существенным фактором, определяющим динамику рынка. Вместе с тем возникает необходимость в понимании сложившихся рисков и методов работы с ними, следовательно, все больше возрастает потребность в появлении системного, стратегического подхода, критериев оценки привлекательности организаций. Однако усиливается борьба между публичными компаниями на российском фондовом рынке, и все более актуальным становится вопрос повышения инвестиционной привлекательности и эффективности бизнеса.

Все большую популярность набирает такое явление в крупном бизнесе, как строительство глобальных экосистем — набора различных сервисов из разных направлений, объединенных вокруг одной компании, которые несут за собой как новые возможности, так и существенные риски для национальной экономики¹. В 2021 г. ряд компаний уже приступили к построению собственных экосистем: «Сбербанк», «Яндекс», «Тинькофф», Mail.ru, «МТС» и др.

В современной экономической литературе, связанной с инвестиционной деятельностью, единого целостного подхода, отражающего четкое разделение видов на характеристики, не существует.

ВИДЫ ИНВЕСТИЦИИ

Для эффективного разбора дальнейших вопросов в инвестиционной привлекательности компании изучены и структурированы основные виды инвестиций, осуществляемые хозяйствующими субъектами (рис. 1).

По объектам вложения средств	Реальные инвестиции
	Финансовые инвестиции
По характеру участия в инвестировании	Прямые инвестиции
	Непрямые инвестиции
По периоду инвестирования	Краткосрочные инвестиции
	Среднесрочные инвестиции
	Долгосрочные инвестиции
По уровню инвестиционного риска	Низкорисковые инвестиции
	Среднерисковые инвестиции
	Высокорисковые инвестиции

Составлено авторами по материалам исследования

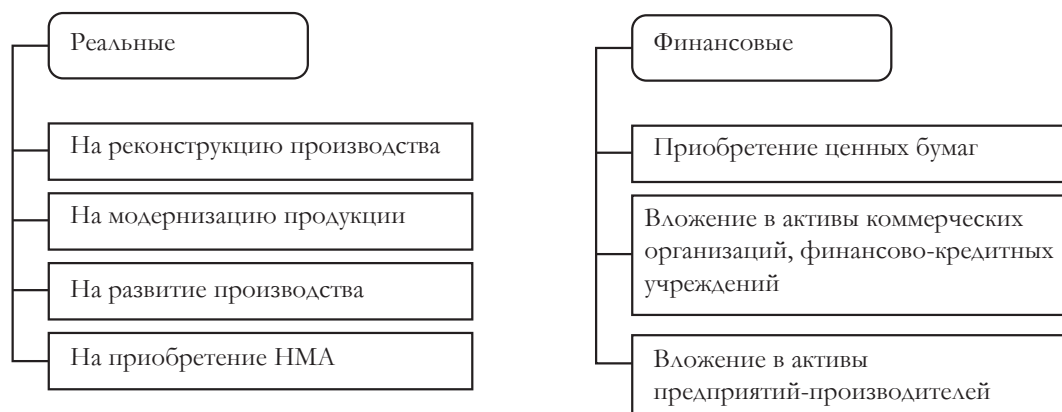
Рис. 1. Классификация инвестиций

Одной из наиболее часто упоминающихся видов инвестиций являются инвестиции по объектам вложения средств. Их обычно делят на реальные (прямые) и финансовые (портфельные) инвестиции [1]. Реальные инвестиции относятся к вложениям средств в реальные активы, связанные с осуществлением операционной деятельности предприятия, улучшением условий труда, расширением производства и увеличением текущего бизнеса. В экономической литературе они зачастую именуются капитальными вложениями, которые преследуют цель увеличения капитала в будущем. Финансовые инвестиции относятся

¹Московская межбанковская валютная биржа. 9,4 млн человек имеют брокерские счета на Московской бирже. Режим доступа: <https://www.moex.com/n32444/?nt=1064/> (дата обращения: 02.09.2024).

к вложениям денежных средств в различного рода финансовые активы – акции, облигации, производные финансовые инструменты и другие ценные бумаги. Владение ценными бумагами дает право на получение определенного дохода от собственности. К таким инвестициям можно отнести и вложение денежных средств в банковские депозиты.

Структуру инвестиций по объектам вложений можно представить в виде списка (рис. 2).



Примечание: НМА – нематериальные активы

Составлено авторами по материалам исследования

Рис. 2. Основные составляющие инвестиций по объектам вложения

Следующей классификацией является разделение по характеру участия в инвестировании – прямые и непрямые инвестиции. В прямых инвестициях инвесторы обычно сами выбирают объекты инвестирования, полностью или частично принимают на себя управленческие функции либо делегируют их своим представителям, которые занимают место в совете директоров объекта. Они имеют долгосрочный период инвестирования, планы по развитию объекта и его возможной дальнейшей продаже [2].

В зависимости от требуемой доходности инвесторов виды инвестирования можно классифицировать по уровню инвестиционного риска, который измеряется чувствительностью к изменениям волатильности рынка в целом либо величиной его стандартного отклонения от величины математического ожидания движения цены инвестированного объекта. В данном случае инвестиции разделяют на безрисковые, низко-рисковые, средне-рисковые и высокорисковые.

Инвестиции также можно классифицировать по форме собственности – существуют совместные, иностранные, государственные и частные инвестиций [3].

Инвестиционная привлекательность является сложным термином, состоящим из множества факторов (рис. 3).

Предпочтения инвестора являются определяющим моментом в выборе как ключевых факторов инвестиционной привлекательности, так и объекта инвестирования. Следует помнить, что предпочтения у кредиторов, инвесторов и собственников бизнеса, как и их цели, различны. При этом классическая финансовая наука обладает различными методами оценки инвестиционной привлекательности компаний для целей принятия управленческих решений.

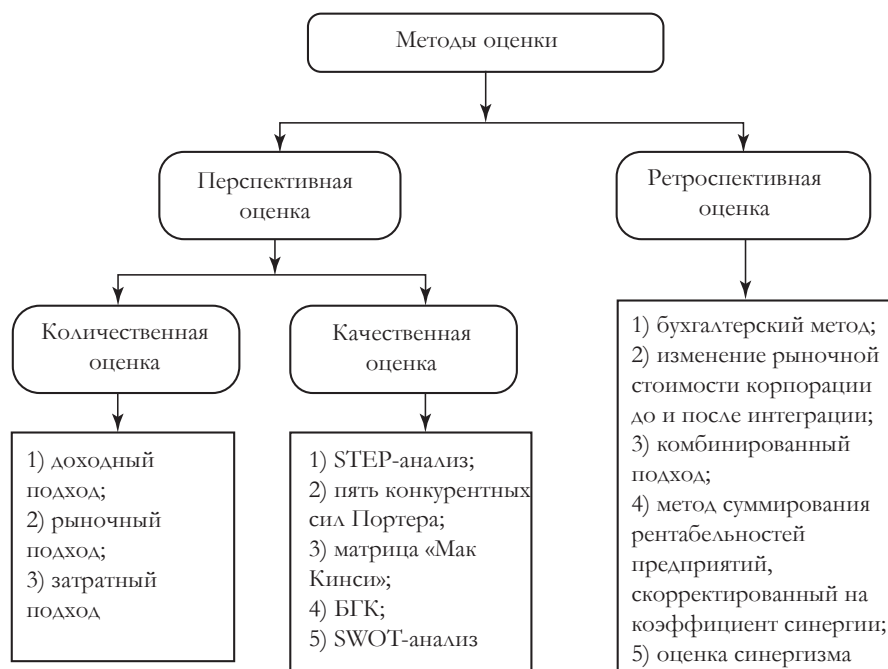
МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Существуют различные методы по оценке стоимости бизнеса. На первый взгляд может показаться, что использование этих методов должно приводить к одному и тому же результату (стоимости бизнеса). Однако на практике это не так. Во-первых, информация, на которую мы полагаемся и которую нам предоставляет рынок, не всегда объективна. Во-вторых, в разных методах мы используем разные показатели и значения. Следует учитывать, что оценщик играет немалую роль при проведении оценки бизнеса и те параметры, которые он заложит в свои модели, будут оказывать решающее воздействие на итоговый результат (рис. 4).



Составлено авторами по материалам исследования

Рис. 3. Инвестиционная привлекательность



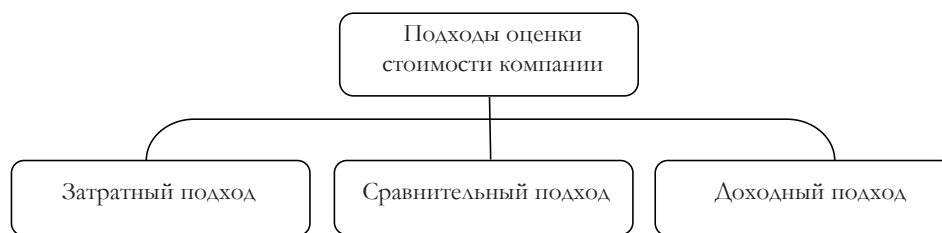
Составлено авторами по материалам исследования

Рис. 4. Методы оценки инвестиционной привлекательности

Перспективный и ретроспективный подходы к оценке бизнеса взаимосвязаны друг с другом. Ретроспективная оценка основывается на уже случившихся факторах и полагается на открытую информацию. На основании ретроспективной информации строятся прогнозные значения перспективной оценки – без них теряется ее польза.

Выделяют три основных подхода к оценке стоимости бизнеса, которые можно применить к оценке любого актива (рис. 5)².

²Корпоративный менеджмент. Подходы к оценке стоимости компании. Режим доступа: https://www.cfin.ru/appraisal/business/intro/Valuation_Standard.shtml#_ftn1 (дата обращения: 02.09.2024).



Составлено авторами по материалам исследования

Рис. 5. Подходы к оценке стоимости компании

Один из самых простых и быстрых в расчетах подходов – затратный. Обычно он применяется в ситуациях, когда компания не имеет стабильных доходов, либо находится на грани банкротства. С помощью этого метода мы можем оценить стоимость активов, которыми предприятие владеет, и, следовательно, сумму компенсации в случае ликвидации предприятия.

Затратный подход разделяется на два метода – метод чистых активов и ликвидационный метод. Они относятся к основным оценкам на основе бухгалтерского баланса предприятия и зачастую используются в совокупности с другими подходами.

В методе чистых активов берется рыночная стоимость активов, которые принадлежат компании, а затем вычитаются все ее обязательства перед контрагентами и кредиторами. Полученный результат показывает рыночную стоимость собственных средств предприятия.

Ликвидационный метод рассчитывается аналогично предыдущему. Полученный результат стоимости собственных средств компании дополнительно очищается от возможных расходов при ликвидации, таких как демонтаж оборудования, дисконт на продажу оборудования на рынке, а также вычитаются налоги с продажи активов и прочие всевозможные расходы, которые понесет предприятие при возможной ликвидации [4].

Вторым основным подходом выделяют сравнительный. Он опирается на рыночную стоимость совершенных сделок, оценщик выбирает компании по похожим параметрам и определяет справедливую стоимость на основании полученной информации.

Сравнительный подход разделяется на три метода:

- метод рынка капитала;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала опирается на аналитику цен, сформировавшихся на фондовом рынке. Отбираются компании одной отрасли со схожими параметрами, и на основании стоимости этих компаний формируется вывод о справедливой стоимости оцениваемого предприятия. Данный метод подходит только для публичных компаний, которые торгуются на фондовом рынке.

Метод сделок имеет схожую специфику оценки, однако методом рынка анализируется миноритарный пакет акций, а методом сделок – контрольный пакет.

В методе отраслевых коэффициентов рассчитываются финансовые показатели на основании отчетности публичных компаний, которые торгуются на фондовом рынке. Данные показатели сравниваются с показателями других компаний одной отрасли. На основании полученного результата формируется справедливая стоимость предприятия.

Доходный подход основывается на финансовых показателях компании – выручке, чистой прибыли, величине денежных потоков и прочих. Он состоит из трех методов:

- метод прямой капитализации;
- метод дисконтирования денежных потоков;
- метод избыточного дохода.

Эти методы основываются на временной стоимости денег, учитывают рентабельность текущего бизнеса, стоимость заемного капитала и собственных средств предприятия. На основании всех рассчитанных финансовых коэффициентов строятся прогнозные модели по увеличению акционерного капитала и роста денежных потоков.

Качественная оценка бизнеса, состоящая из STEP-анализа, пяти конкурентных сил Портера, матрицы «Мак Кинси», БКГ и SWOT-анализа, помогает выделить сильные и слабые стороны компании,

конкурентные преимущества продукта, бренда и др. С помощью этой оценки выделяются существующие риски (как внутренние, так и внешние), появляется возможность увидеть макроэкономические факторы, которые оказывают влияние на деятельность предприятия.

Технологические, экономические, политические и социальные аспекты могут оказывать как положительное, так и отрицательное влияние на отрасль, в которой работает бизнес, и на сам бизнес. В качественной оценке анализируются все факторы, которые не могут быть оценены с помощью количественной.

Ретроспективный и перспективный подходы и все входящие в них методы помогают провести отрасль, в которой компания работает, оценить само предприятие и все факторы, с которыми оно сталкивается в работе. По итогам проведенных расчетов и исследований оценщик получает возможность сделать полноценный и справедливый вывод о стоимости анализируемого им бизнеса.

ВЗАИМОСВЯЗЬ ЭКОСИСТЕМНЫХ ПЛАТФОРМ С ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ КОМПАНИЙ

Построение экосистемы открывает возможности по предоставлению новой продуктовой линейки клиентам и выходу компании на новые рынки сбыта, а сама экосистема начинает убеждать клиентов циркулировать внутри сервисов и потреблять ее продукты. Созданием и развитием своих цифровых экосистем уже активно занимаются 7 из 12 крупнейших по капитализации компаний мира. Подобные экосистемы могут предлагать самые большие запасы, самые быстрые сроки доставки, самый высокий уровень обслуживания клиентов и самую низкую стоимость на продукты предприятия. Международная консалтинговая компания McKinsey провела исследования, что уже к 2025 г. мировые цифровые экосистемы могут занять треть всего корпоративного дохода³.

Основным драйвером роста экосистем являются бесконечные сделки слияния и поглощения (M&A), а также соглашения и партнерства с другими лидерами своих отраслей. Стремительно растущие затраты на покупку сторонних бизнесов могут оказывать значительное влияние на величину рисков, которые экосистема несет, однако далеко не все приобретения по итогу окажутся оправданными. Неудачные покупки могут оказывать прямое воздействие на ключевые показатели финансовой отчетности компании и ее долговой устойчивости на рынке, что может сказаться на инвестиционной привлекательности предприятия.

Крупнейшими международными технологическими экосистемами являются четыре компании из Соединенных Штатов Америки (Facebook, Amazon, Apple, Google), а также две китайские компании (Tencent и Alibaba)⁴. Экосистемы привлекают клиентов выгодными условиями дешевых подписок, которые дают доступ или хорошие скидки на предоставляемые организацией продукты и сервисы, включающие различные направления: банковские услуги, облачные хранилища данных, услуги такси, телемедицина, доставка продуктов питания и готовой еды, крупные торговые маркетплейсы, онлайн-кинотеатры и др. Попадая в экосистему, клиент становится окружен компаниями, их продуктами, а подписка и удобный сервис, оплачиваемые им ежемесячно, создают условия, в которых клиентам невыгодно пользоваться услугами и продуктами конкурентов [5].

Американские технологические компании продолжают наращивать существенное влияние на национальном рынке, но их планы по развитию на этом не ограничиваются – они активно продолжают заниматься экспансией услуг на международных рынках. Стоит отметить, что китайские конкуренты более сдержанны в своих целях, стараясь фокусироваться на захвате национальных рынков. Они расширяются на международные рынки больше для оказания услуг китайским туристам или продвижения товаров, сделанных китайскими производителями.

Изначальный отсутствующий интерес у технологических гигантов к развитию традиционных финансовых продуктов и услуг обуславливался созданием новых рисков, присутствием сильного надзора и жестких правил от регулирующих государственных органов. Кроме того, финансовая отрасль отличается пониженной маржинальностью в отличие от технологического сектора, что не прибавляло желания развиваться в этом направлении. Однако стремительно растущие базы клиентов и количество услуг заставляют развивать финансовые услуги внутри системы.

³McKinsey & Company. If you're not building an ecosystem, chances are your competitors are Режим доступа: <https://www.mckinsey.com/businessfunctions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-strategy-and-corporate-finance-blog/if-youre-not-building-an-ecosystem-chances-are-your-competitors-are> (дата обращения: 02.09.2024).

⁴Trading view. График компании AMAZON на фондовом рынке. Режим доступа: <https://ru.tradingview.com/chart/?symbol=AMAZON> (дата обращения: 02.09.2024).

Финансовые услуги обычно привязаны к основным бизнес-направлениям существующей экосистемы и являются вспомогательной, сопутствующей услугой, созданной для улучшения качества клиентского опыта, очередной ступенью, удерживающей клиента внутри системы, создающей полный спектр предоставляемых услуг. Собственные финансовые услуги снижают издержки основных бизнес-направлений экосистемы, которые вынуждены пользоваться финансовыми продуктами, что ведет к росту маржинальности группы в целом. Объединяя в себе различные отраслевые направления, включая финансовую отрасль, экосистема получает уникальную возможность по сбору масштабных клиентских данных от персональных, платежных данных до возможности наблюдения за всеми действиями клиента и его перемещениями. Все это помогает в развитии экосистемы и удержании клиентов внутри нее путем успешного скоринга клиентов и точного установления лимитов, успешному таргетированию рекламы внутри системы и др.

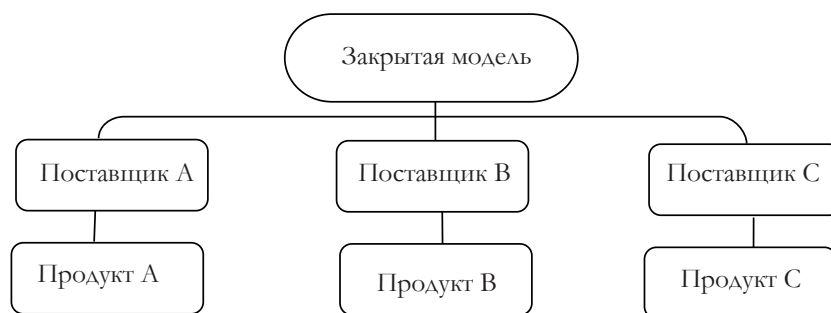
КЛАССИФИКАЦИЯ ЭКОСИСТЕМНЫХ ПЛАТФОРМ И ИХ СРАВНЕНИЕ НА ПРИМЕРЕ ИНОСТРАННЫХ И РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Сильные и слабые стороны экосистемы, как и ее влияние на экономику, выстраиваются в зависимости от типа платформы, который компания решила использовать. Центральный банк Российской Федерации в своем докладе выделяет следующие характеристики экосистемных платформ⁵:

- открытые;
- закрытые;
- гибридные.

Экосистемные платформы объединяют продукты и услуги различных компаний на своих ресурсах.

К закрытым платформам относятся экосистемы, включающие ограниченное количество поставщиков и партнеров. Зачастую поставщиком продуктов и услуг выступают сам сервис, организации, входящие в экосистемную структуру, или компании, создающиеся на базе партнерских отношений с совместной долей владения. Подобные экосистемы напрямую заинтересованы в расширении предложения продуктового ассортимента, но с ограниченным количеством поставщиков. Это позволяет полноценно следить за качеством и удобством предоставляемых продуктов и услуг, собирать с потребителей обратную связь и оперативно исправлять недочеты в реализуемых продуктах (рис. 6).



Составлено авторами по материалам исследования

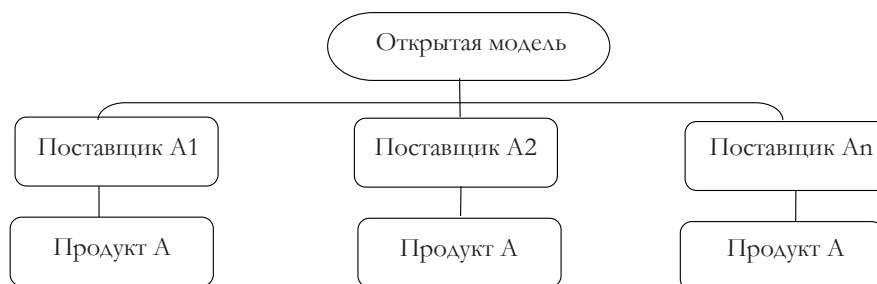
Рис. 6. Закрытая экосистемная модель

Однако такие системы являются наиболее затратными. Компании сталкиваются со значительной конкуренцией на рынке, что вынуждает их привлекать и использовать дополнительные значительные финансовые ресурсы, для развития и расширения ассортимента предлагаемых продуктов и услуг. Следующим минусом является отношение регуляторов к подобным платформам, поскольку они ведут к возникновению естественных монополий, отсутствию конкуренции внутри системы и, следовательно, ограниченности выбора потребителя. У контролирующих органов могут возникнуть справедливые регуляторные запросы к модели построения такого бизнеса.

Открытая экосистемная модель построения платформенных решений открывает доступ для всех конкурирующих предприятий, которые выполняют заранее установленные платформенные правила

⁵Центральный банк Российской Федерации. Экосистемы: подходы к регулированию. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/119960/Consultation_Paper_02042021.pdf (дата обращения: 02.09.2024).

и условия, обеспечивающие выход в систему. Подобная модель устанавливает единые правила для всех участников системы, а создатели платформы либо не являются поставщиками продуктов и услуг, либо находятся в равных конкурирующих условиях с остальными. Она является менее финансово затратной, за счет привлекаемых поставщиков товаров и услуг обеспечивает оперативное и максимальное наполнение своей платформы всем возможным спектром ассортимента, предлагаемого потребителю. Открытая конкуренция способствует построению наиболее привлекательной ценовой политики для потребителей товаров и услуг, а также наиболее качественного сервиса, направленного на удовлетворение всех потребностей потребителя (рис. 7).



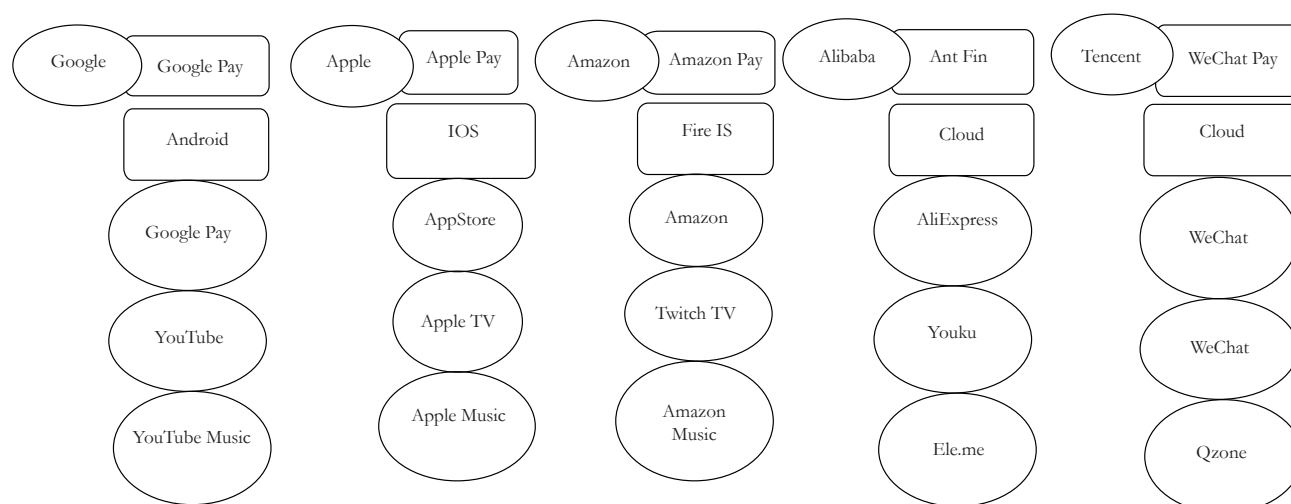
Составлено авторами по материалам исследования

Рис. 7. Открытая экосистемная модель

Однако в такой модели невозможно достичь единого брендового качества, которое будет различаться от поставщика к поставщику. К открытой платформенной модели экосистемного бизнеса отношение регуляторов складывается с наибольшим оптимизмом, поскольку она обеспечивает процветание как компании-создателя, так и участников системы, включая поставщиков товаров и услуг и потребителей этих продуктов.

Российская и мировая практика по развитию экосистемных платформ показывает, что компании стараются выстраивать свои системы по гибриднему принципу, совмещая в различных сервисах как открытые модели, так и закрытые. Различные бизнес-блоки, входящие в экосистемы, преимущественно относятся к открытым или закрытым моделям. Финансовые блоки, включающие интернет-платежи и другие финансовые сервисы, и технологические сервисы, основанные на информационных технологиях, реализуются по закрытым моделям, а сервисы, относящиеся к электронной коммерции, и интернет-приложения для создания контента – в большей степени по открытым.

Рассмотрим экосистемы крупнейших международных корпораций и их сервисы (рис. 8). В круге находятся сервисы, построенные по открытой модели, а в прямоугольнике – по закрытой.

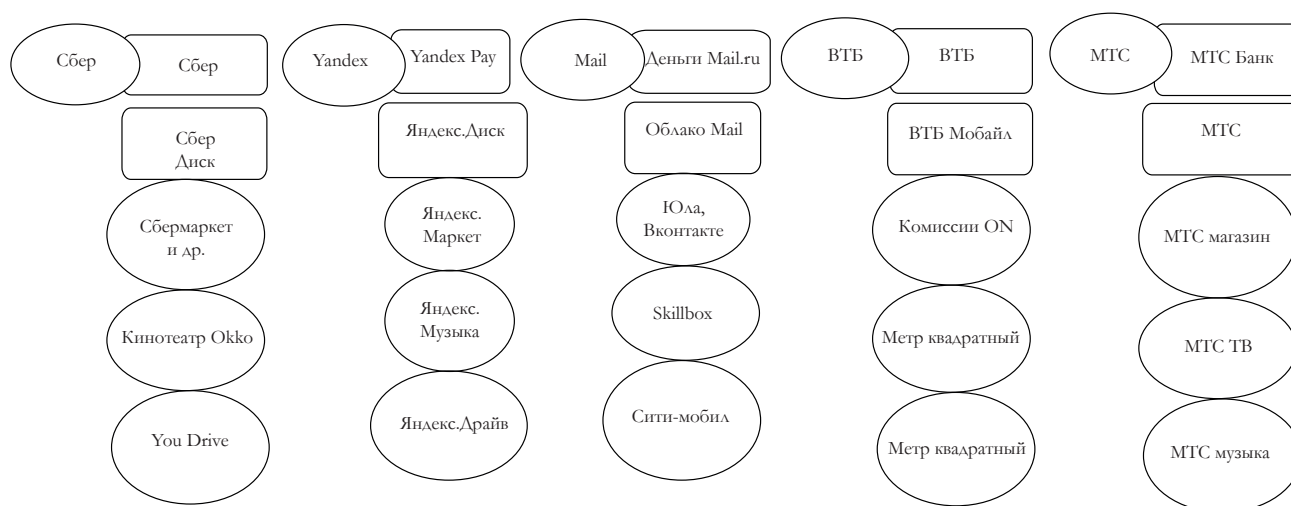


Составлено авторами по материалам исследования

Рис. 8. Крупнейшие международные экосистемы

Финансовые сервисы международных корпораций построены по закрытой модели либо за счет сил корпорации, либо с помощью партнеров владельцев платформы. Финансовые услуги в крупных технологических компаниях носят вспомогательный характер и используются как сопутствующий продукт при потреблении продуктов и услуг внутри экосистемы. Построение таких сервисов по открытой методике и допуске других финансовых учреждений в систему могло бы значительно усложнить жизнь клиентов выбором продуктов, а также возможностью их использования различными классами клиентов. Сервисы, относящиеся к электронной коммерции и образу жизни (созданию развлекательного контента), строятся только на открытой модели, где поставщики продуктов и услуг вступают в значительную рыночную конкуренцию.

Российские компании не уступают по охвату направлений деятельности и строят экосистемный бизнес похожим образом (рис. 9).



Составлено авторами по материалам исследования

Рис. 9. Крупнейшие российские экосистемы

На российском рынке все больше компаний расширяют направленность деятельности и пытаются выстраивать свои собственные экосистемы. Наиболее крупными платформами являются сервисы «Сбера» и «Яндекса». По аналогии с международными компаниями финансовые сервисы на отечественном рынке выстраиваются по закрытым моделям.

Основной стратегией построения и развития экосистем в настоящее время является фокус на стремительный набор клиентской базы, а также удержание клиентов внутри самой системы. Большинство развивающихся платформ на начальных этапах развития приносят убытки, однако это является осознанной стратегией по стремительному захвату рынка как потребителей, так и производителей и продавцов. Сопутствующие положительные факторы, которые получает компания от масштабного привлечения клиентов и начала их работы в системе, создают эффекты экономии на масштабе, дают возможность сформировать большую базу данных информации о клиентах и всех их действиях и предпочтениях, которые в дальнейшем смогут использоваться в маркетинговых целях. Формируется надежная база клиентов, которая сможет помочь более легко выходить на новые рынки с меньшими затратами и издержками, включая внешние рынки и борьбу с иностранными компаниями и их экосистемами. Набор большой базы клиентов и зацикливание их внутри своей системы дает компании сильные конкурентные преимущества и создает условия, в которых ее почти невозможно вытеснить с обслуживаемых рынков.

СПРАВЕДЛИВАЯ СТОИМОСТЬ И ПОСТРОЕНИЕ БУДУЩИХ ПОТОКОВ НА ПРИМЕРЕ ПУБЛИЧНОГО АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА «СБЕРБАНК»

Одним из основных методов определения справедливой стоимости, отражающей инвестиционную привлекательность компании, является метод дисконтирования денежных потоков. Он базируется на различной стоимости денег во времени в зависимости от инфляционного давления на покупательную способность и включает методику приведения денежных потоков компании к единому моменту времени.

Для прогнозного расчета будущих денежных потоков или чистой прибыли необходимо определить исторические значения доходов и расходов предприятия. Рассчитаем прогнозные значения ожидаемых будущих темпов роста и прибыли (табл. 1). В связи с высокой закре­дированностью физических и юридических лиц, связанной с программами льготной ипотеки и рекордно низкой ключевой процентной ставкой, закладываем понижение темпов роста до 2024 г. в размере 20 % ежегодно от значений прошлых лет.

Таблица 1

Прогнозные значения темпов роста и ожидаемой прибыли

Год	Прогнозный период	Темп роста, %	Ожидаемая прибыль, млрд руб.
2024	3,00	5,02	1 052,69
2025	4,00	6,52	1 121,38
2026	5,00	8,48	1 216,49
2027	6,00	10,18	1 340,31
2028	7,00	10,69	1 483,56
2029	8,00	11,22	1 650,04
2030	9,00	11,78	1 844,46

Составлено авторами по материалам источника⁶

Одновременно с понижением темпов роста, связанных с охлаждением динамики увеличения случаев кредитования физических и юридических лиц, вкладываем в модель рост сегмента нефинансового бизнеса, который будет увеличивать темпы роста ожидаемой прибыли на 30 % в 2025–2026 гг., на 20 % – в 2027 г., на 5 % – в оставшиеся годы. По словам главы публичного акционерного общества «Сбербанк» Г. Грефа, доходы от нефинансового бизнеса будут активно расти: «Бизнес на нефинансовых рынках будет расти на 100 % ежегодно, доля доходов от нефинансовых сервисов в чистом операционном доходе группы на горизонте 2030 г. достигнет 20–30 %»⁷.

Рассчитаем ставку дисконтирования, с помощью которой будем приводить стоимость посчитанной ожидаемой прибыли к стоимости базового периода текущего времени (табл. 2).

Таблица 2

Прогнозные значения дисконтированной ожидаемой прибыли

Год	Прогнозный период	Темп роста, %	Ожидаемая прибыль, млрд руб.	Год
2023	2,00	6,27	1 002,38	661,48
2024	3,00	5,02	1 052,69	564,32
2025	4,00	6,52	1 121,38	488,34
2026	5,00	8,48	1 216,49	430,35

Составлено авторами по материалам источника⁸

Стандартным коэффициентом для расчета ставки дисконтирования является показатель средневзвешенной стоимости капитала WACC, но для финансовой компании, у которой нет заемного капитала в классическом его понимании, а обязательства банка строятся из депозитов физических и юридических лиц, правильнее будет использовать коэффициент требуемой доходности акционеров CAPM:

$$CAPM = R_f + \beta x \cdot (R_m - R_f), \quad (1)$$

⁶Сбербанк. Финансовая отчетность. Режим доступа: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/_new_site/com/gosa2024/sber-ar-2023-ru.pdf (дата обращения: 02.09.2024).

⁷Сидоров М. «Сбер» делает ставку на нефинансовые услуги. Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2020/11/30/848903-sber-stavku> (дата обращения: 02.09.2024).

⁸Сбербанк. Финансовая отчетность. Режим доступа: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/_new_site/com/gosa2024/sber-ar-2023-ru.pdf (дата обращения: 02.09.2024).

где Rf – безрисковая ставка, Rm – доходность индекса, $(Rm - Rf)$ – премия за рыночный риск, β – коэффициент, который определяет то, насколько конкретная акция чувствительна к колебаниям доходности рынка.

За безрисковую ставку доходности возьмем размер ключевой ставки Центрального банка Российской Федерации – 0,075, ставку доходности индекса Московской межбанковской валютной биржи – 0,1790, коэффициент β – 1,5⁹.

Проведем расчеты: $0,0750 \cdot 1,5 \cdot (0,1790 - 0,0750) = 0,2310$.

Получаем ставку дисконтирования в размере 23,10 %, которая учитывает текущий уровень инфляции, волатильность торгуемой бумаги на фондовом рынке, а также премию за рыночный риск.

Дисконтируем ожидаемую прибыль из табл. 2 и приведем ее к стоимости базового периода для расчет терминальной стоимости, используя формулу:

$$DCF \frac{FCF_1}{(1+R)^1} + \frac{FCF_2}{(1+R)^2} + \frac{FCF_3}{(1+R)^3} + \frac{FCF(1+G)}{R-G}, \quad (2)$$

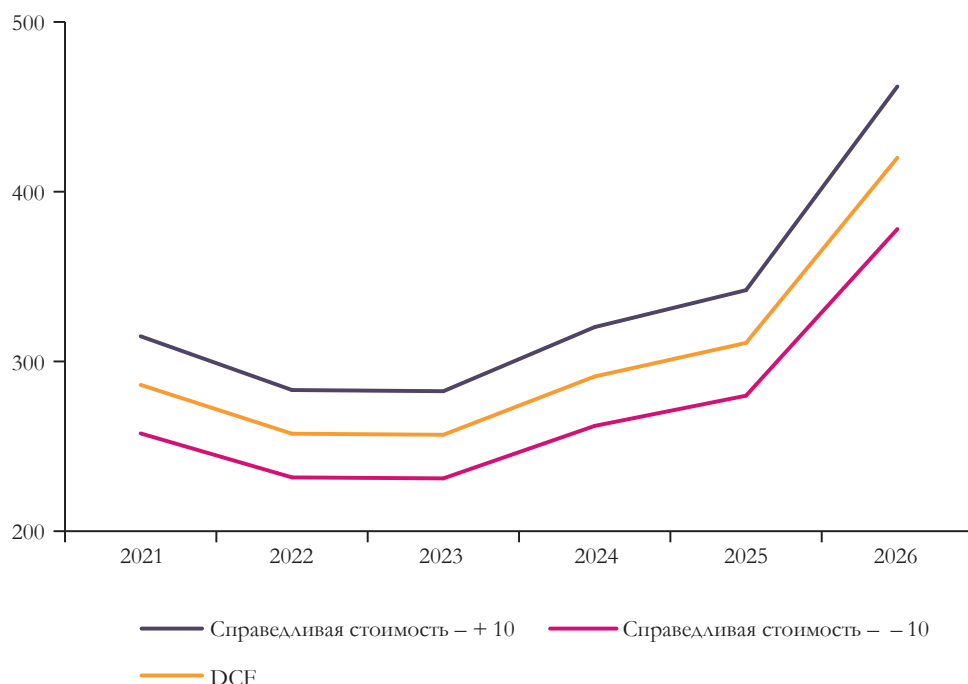
где FCF – ожидаемая прибыль за период, R – ставка дисконтирования, G – темп роста.

Рассчитаем терминальную стоимость в 2026 г., исходя из значений ожидаемой прибыли: $((1\ 216,49 \cdot (1 + 0,0980)) / (0,2310 - 0,0980) \cdot 1\ 000\ 000\ 000) / 22\ 587\ 000\ 000 = 447,73$ руб.

Дисконтируем результат и приведем его к стоимости базового периода: $447,73 \cdot (1 + 0,02310)^5 = 157,33$ руб.

Сложим терминальную стоимость и сумму дисконтированной ожидаемой прибыли и получим 286,20 руб.

Вложив в модель замедляющийся рост темпов кредитования классического направления публичного акционерного общества «Сбербанк», а также ускоряющийся рост подразделения нефинансового бизнеса, который относится к строительству экосистемной платформы, на основании имеющихся и рассчитанных данных можем построить график справедливой цены банка (рис. 10).



Составлено авторами по материалам источника¹⁰

Рис. 10. Справедливая стоимость публичного акционерного общества «Сбербанк» и диапазон справедливой оценки

⁹ Коэффициент бета демонстрирует чувствительность рынка и цены отдельного актива или всего портфеля относительно эталона – бенчмарка. Режим доступа: https://ru.investing.com/equities/sberbank_rts (дата обращения: 02.09.2024).

¹⁰ Сбербанк. Финансовая отчетность. Режим доступа: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/_new_site/com/gosa2024/sber-ar-2023-ru.pdf (дата обращения: 02.09.2024).

На рис. 10 мы можем увидеть, что начиная с 2024 г. новый сегмент банка, на который менеджеры делают основную ставку, сможет дать прирост прибыли, что повысит инвестиционную привлекательность группы «Сбер» и, следовательно, повлияет на увеличение рыночной стоимости банка.

ВЫВОДЫ

С ростом масштаба экосистемного бизнеса финансовые сервисы, построенные по закрытой модели, со временем могут перейти на открытые, собственным финансовым компаниям может начать не хватать капитала для обслуживания всего потока клиентов. Подобным примером может служить китайский технологический гигант Alibaba, который с небольшого маркетплейса стал основным источником розничных клиентов – заемщиков для национальной банковской отрасли. Хотя все большее количество крупнейших компаний выбирают путь построения собственных экосистемных бизнес-моделей стратегического развития, что на настоящем этапе составляет инновационно-прогрессивную форму развития бизнеса, подобная модель построения бизнес-процессов несет множество рисков от поставщиков и потребителей услуг внутри экосистемной модели до головной компании.

Центральный банк Российской Федерации, как и иностранные регуляторы, вынужден оценивать последствия и потенциальные риски, возникающие на национальных рынках. Он выделяет следующие группы, которые подвержены разного рода рискам¹¹:

- риски для физических лиц (как пользователи экосистемы, так и лица, не являющиеся ее клиентами);
- риски для поставщиков различных товаров и услуг (как пользователи экосистемы, так и лица, не являющиеся ее клиентами);
- риски для национальной экономики;
- риски монополизации технологических решений.

Потребители – пользователи экосистемных сервисов – сталкиваются со снижающейся возможностью выбора различных продуктов, так как их внимание сосредоточено только на тех поставщиках, которые представлены в этой экосистеме, а экосистемная платформа создает условия, в которых потребителю наиболее выгодно пользоваться только ее сервисами. Одним из популярных инструментов привязывания клиента к своим сервисам является ежемесячная подписка («Сберпрайм» от «Сбера» и «Яндекс.Плюс» от «Яндекса»), которая дает базовые доступы к продуктам разных сервисов и хорошие скидочные предложения. Следует отметить и накапливающуюся информацию о привычках, покупках и других действиях потребителя внутри экосистемы, которую платформа использует в своих целях, оказывая в дальнейшем влияние на потребительскую активность клиента.

По мере роста продаж товаров и услуг внутри экосистемных бизнесов, начинают страдать традиционные компании, придерживающиеся стандартной модели развития, поскольку часть их клиентов постепенно начинают перемещать свои потребительские привычки на товары и услуги экосистемных платформ. Переход компаний на платформенные продажи, с одной стороны, создает приток новых клиентов, а с другой – ущемляет их в свободе действий, заставляя подчиняться правилам, установленным владельцем платформы. По мере развития экосистемы и доминирования ее на рынке она способна оказывать все большее влияние на потребителей и поставщиков, потому что ее клиенты находятся в вынужденном положении пользования ее сервисами. Существует вероятность появления различных требований для поставщиков товаров и услуг, которые могут разниться, предоставляя одним поставщикам более выгодные условия и ущемляя в них других. Все эти риски должны пристально контролироваться регулируемыми органами, которые должны создать понятные и строгие правила для ведения и развития подобных платформ.

Инновационные направления развития бизнеса ведут к постепенному созданию глобальных гигантов с огромной рыночной капитализацией. В руках подобных компаний сосредотачиваются большие сила и власть, которые распространяются и вне национальных рынков. Организации могут выделять в своих экосистемах национальных поставщиков товаров и услуг, нарушая справедливую рыночную конкуренцию. Правительства стран должны создать условия, в которых платформы смогут эффективно развиваться и конкурировать с экспансией международных компаний, тем самым защищая более мелких поставщиков.

¹¹ Центральный банк Российской Федерации. Экосистемы: подходы к регулированию. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/119960/Consultation_Paper_02042021.pdf (дата обращения: 02.09.2024).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Владельцы экосистемных платформ сосредотачивают огромные финансовые ресурсы и возможности по развитию технологических решений. Используя их, компания постепенно сможет скупить всех достойных конкурентов, что приведет к абсолютной монополизации технологической отрасли.

Следует отметить риск утечки информации. Экосистемные платформы накапливают огромный уникальный объем данных, включая информацию о предпочтениях и действиях клиентов, который концентрируется в одном месте, создавая риски утечек и неправомерного использования информации. Существует риск создания собственной валюты внутри экосистемных платформ, что может навредить национальной кредитной-денежной политике в целом.

Перед странами, где национальных экосистемных платформ нет, особо остро стоит вопрос защиты национального производителя продуктов и услуг. Регулирующие органы и представители власти должны обращать пристальное внимание на новую, развивающуюся технологическую отрасль и оперативно реагировать на все изменения, происходящие в ней. Им предстоит найти правильный баланс в регулировании подобных экосистемных платформ.

Список литературы

1. Юзвович Л.И. Инвестиции. 2^е изд., испр. и доп. Екатеринбург: Издательство Уральского федерального университета; 2018. 610 с.
2. Слепов В.А. (ред.) Финансы. 4^е изд., испр. и доп. М.: ИНФРА-М; 2020. 336 с.
3. Батаева П.С., Агасиева М.Н., Амерханова З.Ш. Инвестиционная активность как фактор экономического роста. Журнал прикладных исследований. 2022;2(6):138–142. https://doi.org/10.47576/2712-7516_2022_6_2_138
4. Лихачева Н.А., Усин Р.У. Методы оценки инвестиционной привлекательности компании. Актуальные научные исследования в современном мире. 2020;12-3(68):247–251.
5. Стаценко В.В., Бычкова И.И. Экосистемный подход в построении современных бизнес моделей. Индустриальная экономика. 2021;1:45–61. https://doi.org/10.47576/2712-7559_2021_1_45

References

1. Yuzvovich L.I. Investments. 2nd ed., revised and enlarged. Yekaterinburg: Ural Federal University Publ. House; 2018. 610 p. (In Russian).
2. Slepor V.A. (ed.) Finance. 4th ed., revised and enlarged. Moscow: INFRA-M; 2020. 336 p. (In Russian).
3. Bataeva P.S., Agasieva M.N., Amerkhanova Z.Sh. Investment activity of the region as a factor of its sustainable economic growth. Journal of Applied Research. 2022;2(6):138–142. (In Russian). https://doi.org/10.47576/2712-7516_2022_6_2_138
4. Likhacheva N.A., Musin R.U. Methods of evaluation of investment attractiveness of the company. Current scientific research in modern world. 2020;12-3(68):247–251. (In Russian).
5. Statsenko V.V., Bychkova I.I. Ecosystem approach in building modern business models. Industrial economy. 2021;1:45–61. (In Russian). https://doi.org/10.47576/2712-7559_2021_1_45