

УДК 336.63

ISSN 1812-5220
© Проблемы анализа риска, 2017

Прогнозное финансовое моделирование при оценке уровня насыщенности рынка и инвестиционной привлекательности компании

А. И. Дунаева,
Московский государственный
университет
им. М. В. Ломоносова

А. В. Истранин,
Санкт-Петербургский
государственный
экономический университет

Аннотация

Предметом исследования данной статьи выступает оценка инвестиционной привлекательности компании и определения прогнозной стоимости ее акций на примере ПАО «Магнит», а также использование метода оценки уровня насыщенности рынка ритейла и его значимость в стратегическом планировании деятельности компании. С целью получения максимально точного прогноза необходимо учитывать не только текущую деятельность компании, но и ее место среди конкурентов на локальном и глобальном уровнях. В свою очередь, определение уровня насыщенности рынка может позволить руководству компании разработать грамотную политику дальнейшего развития путем перехода с органического развития на стратегию проведения сделок M&A, что обеспечит компании значительное рыночное конкурентное преимущество и поможет сохранить доходы на прежнем уровне в условиях сокращения потенциального размера рынка. Данная статья содержит следующие результаты: расчет прогнозной стоимости акций компании на конец 2016 г. на примере ПАО «Магнит» с помощью модели дисконтированных денежных потоков, сравнительного анализа мультипликаторов, дисконтированных дивидендов. Подтверждение аналитических рекомендаций и выводов в статье за счет симуляции Монте-Карло. Также статья включает анализ, определение величины и года достижения предельного уровня насыщенности российского рынка ритейла, расчет потенциальной стоимости акций ПАО «Магнит» согласно сценарию приобретения Дикси в 2019 г.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность компании, насыщенность рынка, DCF-модель, сравнительный анализ, M&A — Mergers & Acquisitions, прогнозная стоимость акций, стратегическое и финансовое моделирование.

Содержание

Введение
Прогнозное моделирование стоимости акций ПАО «Магнит»
Заключение
Литература

Введение

Оценка инвестиционной привлекательности компаний стала играть существенную роль с развитием рынка M&A (Mergers & Acquisitions). Это обусловлено прежде всего тем, что с выходом компании на открытый рынок возникает необходимость в оценке ее стоимости с целью заключения дальнейших сделок с другими компаниями, или частичной продажи пакета акций, или финансирования долга компании. Инвесторы должны четко осознавать выгоды от инвестиций в данную компанию и максимально ясно представлять себе срок их окупаемости. В свою очередь, планируемый доход от вложений обусловлен уровнем рисков невозврата первоначальных инвестиций и неполучения дохода на капитал. Следовательно, становится актуальной тема оценки инвестиционной привлекательности компании в связи с неугасающим интересом в области слияний и поглощений на мировых рынках и рынке РФ [2]. Более того, с целью получения более качественных и точных результатов необходимо исследовать не только саму компанию и ее деятельность, но и ее роль на локальном и глобальном рынках.

Как правило, на практике оценка инвестиционной привлекательности компании сводится к проведению тщательного обзора индустрии, изучению основных конкурентов на рынке, анализу финансового состояния, текущей деятельности компании и прогноза ее дальнейшей активности. На сегодняшний день универсального подхода к оценке инвестиционной привлекательности компании нет. На практике используются различные методы, среди которых стоимостной, затратный и сравнительный подходы. Для качественной оценки применяются их комбинации.

В данной статье проводится инвестиционная оценка компании ПАО «Магнит», ведущая деятельность которой — в ритейлерской индустрии на Российском рынке. Среди своих конкурентов она занимает прочное первое место по рыночной доле в 8% на 2015 г., обгоняя ближайшего конкурента X5 Retail Group на ~3% [5].

В данной статье предложен метод оценки компании изнутри, то есть сначала проводится анализ самой компании, далее идет оценка ее деятельности в сравнении с конкурентами на локальном и глобальном уровнях, а в конце статьи определяются размер и уровень насыщенности всего рынка ритейла. Под уровнем насыщенности будет пониматься предельное число торговых площадей на 1000 человек на определенную дату, после которой дальнейшее развитие ритейлерских компаний за счет органического роста будет нецелесообразно.

Прогнозное моделирование стоимости акций ПАО «Магнит»

Анализ ретроспективных данных компании и расчет основных финансовых показателей позволил сделать следующий прогноз по дальнейшему развитию ПАО «Магнит» в период с 2016 по 2022 г. [1].

Из табл. 1 видно, что результаты анализа компании показывают потенциальный рост ее акций к концу 2016 г. на 29%, что дает возможность рекомендовать акции «Магнита» к покупке. Далее применялся сравнительный метод, включающий вычисление прогнозных значений финансовых мультипликаторов для ПАО «Магнит» на базе среднего темпа роста индустрии на локальном и глобальном уровнях, а также CAGR — среднего роста данных показателей внутри самой фирмы. Были получены следующие результаты (табл. 2).

Таким образом, на основании полученных данных по конкурентам были выведены основные мультипликаторы для «Магнита», экстраполированные с помощью CARG на 2016 г., и получена прогнозная цена за акцию компании в конце 2016 г. 14,101 руб., что на 27,6% выше текущего значения в 11,050 руб. (табл. 3).

В среднем подход DCF, как правило, занижает результаты, поэтому в данной статье также был применен метод дисконтированных дивидендов, применение которого определило потенциальный рост акций «Магнита» на 47,5%.

В результате применения модели дисконтированных денежных потоков, сравнительного анализа мультипликаторов и модели дисконтированных дивидендов была получена целевая стоимость акции ПАО «Магнит» к концу 2016 г. путем средневзвешенной оценки результатов перечисленных методов (табл. 4).

Теперь перейдем к стратегии дальнейшего развития ПАО «Магнит». Модель DCF дает возможность увидеть прогнозные результаты деятельности компании при условии отсутствия значительных перемен на рынке. Однако по ней нельзя строить дальнейшую стратегию развития, так как DCF не учитывает уровень текущей насыщенности рынка и не дает представления о моменте, когда рынок достигнет предельной насыщенности и последующий органический рост не будет приносить компании прежних доходов. Согласно этому в данной статье был произведен анализ размера рынка ритейла и определен его уровень насыщенности на 2015 г., а также выведен показатель средней торговой площади на 1000 человек.

Метод дисконтированных денежных потоков

Таблица 1

Анализ дисконтированного денежного потока								
Свободный денежный поток компании, млн руб.								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV
Операционный денежный поток	112 900	143 942	191 463	227 923	258 082	291 440	328 253	
Капитальные расходы	(86 769)	(110 527)	(123 543)	(145 280)	(163 967)	(186 421)	(210 595)	
Чистый денежный поток компании, в случае если бы она не имела долга	26 131	33 415	67 919	82 644	94 114	105 019	117 658	1 889 312
Период дисконтирования	0	1	2	3	4	5	6	
Фактор дисконтирования	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	
Дисконтированный денежный поток	26 131	30 100	55 113	61 291	63 179	63 814	64 714	1 039 156

Оценка, млн руб.		Предположения		Расчет WACC	
Текущая стоимость денежного потока	364 343	WACC (16-19), %	11,01	Стоимость капитала (CAPM), %	12,5
Текущая терминальная стоимость	1 039 156	WACC (19-22), %	10,48	Бэта	1,02
Стоимость предприятия	1 403 499	Количество акций, млн	94 561	Премия за риск, %	9,5
Чистый долг	54 110	Ставка налога, %	-23,0	Безрисковая ставка, %	9,5
Стоимость капитала	1 349 388	Терминальная ставка роста, %	4,0	Стоимость долга, %	10,6
Цена за акцию (разводненная), руб.	14 269,98			% капитала	65,4
Текущая стоимость акции, руб.	11 050,00			% долга	34,6
Потенциал роста/падения, %	29,14			Рыночная капитализация, млн руб.	1 044 903
Рекомендация	Покупать				

Вывод прогнозной стоимости акций «Магнита» с помощью сравнительного метода мультипликаторов

Таблица 2

EV/EBITDA мультипликатор	
Предполагаемый EV/EBITDA (2016)	10,35x
Средний EV/EBITDA для сектора	7,46x
Целевая цена 2	15 015
Рост, %	35,9
P/E мультипликатор	
CAGR, %	−4,8
P/E 2015	19,0x
Предполагаемый P/E 2016	18,1x
Предполагаемый EPS 2016	750
Целевая цена	13 581
Текущая стоимость акций, руб.	11 050
Рост, %	22,9

P/E	MGNT	BIMAS	FIVE	WHL	SHP	PIK	JMT
2011	19,9	23,2	16,5	12,5	16,1	15,5	18,1
2012	20,3	25,5	14,0	16,0	19,4	17,4	17,7
2013	22,3	27,3	13,7	16,5	19,9	22,8	19,1
2014	18,9	25,4	12,1	15,4	17,6	23,9	15,4
2015	18,6	23,3	11,9	18,0	17,3	22,0	19,6
Среднее по индустрии			18,7				
Общее среднее			18,9				

За эталон рынка с высоким уровнем насыщенности была выбрана Польша, у которой показатель средней торговой площади к началу 2016 г. составлял 419 м² торговой площади на 1000 человек [4]. Сигналами насыщен-

ности рынка Польши были сокращение объема открываемых площадей у ведущих ритейлеров, увеличение количества сделок слияний и поглощений среди крупных участников, выход на новые зарубежные рынки.

Вывод прогнозной стоимости акций «Магнита» с помощью модели дисконтированных дивидендов Таблица 3

Модель дисконтированных дивидендов, млн руб.								
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	TV
EPS	0,750	0,968	1,409	1,684	1,905	2,151	2,428	
Коэффициент выплат, %	45,0	50,0	50,0	55,0	55,0	60,0	65,0	
Дивиденды	31 908	45 747	66 604	87 583	99 074	122 013	149 267	2 056 334
Период дисконтирования	0	1	2	3	4	5	6	
Фактор дисконтирования	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	
Дисконтированные дивиденды	31 908	41 209	54 045	64 954	66 508	74 140	82 100	1 131 021

Оценка, млн руб.	
Терминальная стоимость	1 131 021
Текущая стоимость дивидендов	414 865
Текущая стоимость	1 545 886
Стоимость капитала	1 545 886
Предполагаемая цена акций, руб.	16 348,00
Текущая стоимость акций, руб.	11 050
<i>Потенциал роста/падения, %</i>	<i>47,95</i>
Предположения	
WACC, %	11,01
Количество акций, млн	94 561
Терминальная ставка роста, %	4,0

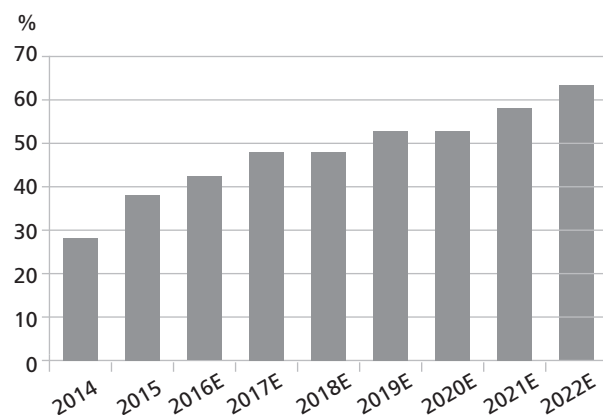


Диаграмма 1. Прогнозный показатель выплат дивидендов

В результате было определено, что к концу 2019 г. Российский рынок ритейла достигнет такого же высокого уровня насыщения, как и Польша в 2015 г., а именно 422 м² на 1000 чел. Расчет производился на основе прогнозных данных Росстата о численности населения страны, официальных стратегий ведущих ритейлеров России по открытию новых магазинов, а также по данным Евромонитора об объемах торговой площади на 1000 человек и выявленной динамики снижения доли традиционной торговли по сравнению с организованной [3, 4] (табл. 6).

Следовательно, такие компании, как «Магнит», уже не смогут развиваться прежними темпами на основе органического роста. В условиях насыщенного рынка «Магниту» придется совершать сделки M&A (Mergers and Acquisitions — сделки слияний и поглощений) для поддержания темпов расширения на прежнем уровне. В то же время, учитывая тот факт, что «Магнит» обладает крупной собственной логистической системой, это ведет к сокращению транзакционных издержек фирмы и свидетельствует о высокой эффективности как среди отечественных, так и зарубежных конкурентов. Кроме того, развитая логистическая система поставок создает потенциал закрепления своих позиций в наиболее отдаленных и малонаселенных городах России, где «Магнит» может выбирать наилучшие локации своих торговых точек и выступать практически единственным крупным ритейлером.

Прогнозная стоимость акции ПАО «Магнит» к концу 2016 г.

Таблица 4

	Модель дисконтированных денежных потоков	Сравнительный подход	Модель дисконтированных дивидендов
Оцененная стоимость акции, руб.	14 270	14 101	16 348
Распределение веса, %	40	30	30
Прогнозная стоимость акции, руб.	14 840		
Увеличение, %	35		

Сравнение уровня насыщенности рынков Польши и России, м² на 1000 чел.

Таблица 5

Страна \ Год	2012	2013	2014	2015	2016
Польша	383,30	391,10	400,30	409,40	418,80
Россия	283,70	293,60	307,30	309,40	311,70

Определение уровня насыщенности российского рынка ритейла

Таблица 6

Население России в 2015 г. (1000 чел.)	146 519
Торговые площади на 1000 чел. на 2015 г., м ²	309
Итого торговой площади на 2015 г., м ²	45 332 979
Планируемые площади к открытию к 2019 г. согласно прогнозам ведущих ритейлеров, м ²	16 946 354
Планируемая площадь к 2019 г., м ²	62 279 332
Население России к 2019 г., 1000 чел.	147 681
Торговая площадь к 2019 г., м ² / 1000 чел.	422

Что касается сделок M&A, то согласно проведенному нами анализу наилучшим вариантом для проведения сделки поглощения со стороны «Магнита» будет торговая сеть «Дикси». Она обладает схожими форматами магазинов и в отличие от «Магнита» широко присутствует в Центральном округе. Исходя из этого в рамках данной статьи был рассчитан сценарий покупки «Дикси» «Магнитом» в 2019 г., как раз в тот год, когда рынок ритейла России достигнет предельного уровня насыщения (табл. 7).

Данные расчеты позволяют сделать вывод о том, что покупка «Дикси» будет способствовать увеличению стоимости акций «Магнита» на 33% согласно базовому сценарию, в то время как по позитивному сценарию, предполагающему после поглощения увеличение показателя EV/EBITDA «Дикси» до EV/EBITDA «Магнита», акции интегрированной компании возрастут более чем на 50% в сравнении с текущей стоимостью. Более того, «Магнит» от этого поглощения не только увеличит свое присутствие в

Сценарий покупки «Дикси» «Магнитом»

Таблица 7

Покупка «Дикси»								
Свободный денежный поток фирмы, млн руб.								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV
Операционный денежный поток на MGNT	112 900	143 942	191 463	227 923	258 082	291 440	328 253	
Операционный денежный поток на Dixy				14 923	14 923	14 923	14 923	
Итоговый операционный денежный поток	112 900	143 942	191 463	242 846	273 005	306 363	343 176	
CapEx MGNT	(86 769)	(110 527)	(123 543)	(145 280)	(163 967)	(186 421)	(210 595)	
CapEx DIXY				(11 274)	(11 274)	(11 274)	(11 274)	
CapEx Total	(86 769)	(110 527)	(123 543)	(156 553)	(175 241)	(197 695)	(221 869)	
Чистый денежный поток компании, в случае если бы она не имела долга	26 131	33 415	67 919	86 293	97 763	108 668	121 307	1 947 905
Период дисконтирования	0	1	2	3	4	5	6	
Фактор дисконтирования	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	
Дисконтированный денежный поток	26 131	30 100	55 113	63 997	65 629	66 031	66 721	1 071 383

Оценка, млн руб.	
Текущая стоимость денежных потоков	262 378
Текущая терминальная стоимость	1 071 383
Стоимость предприятия	1 333 762
Чистый долг MGNT	79 110
Чистый долг Dixy	16 683
Итого: чистый долг	79 110
Стоимость капитала	1 254 651
EV на акцию, руб.	14 710
Потенциал роста/падения, %	33,12

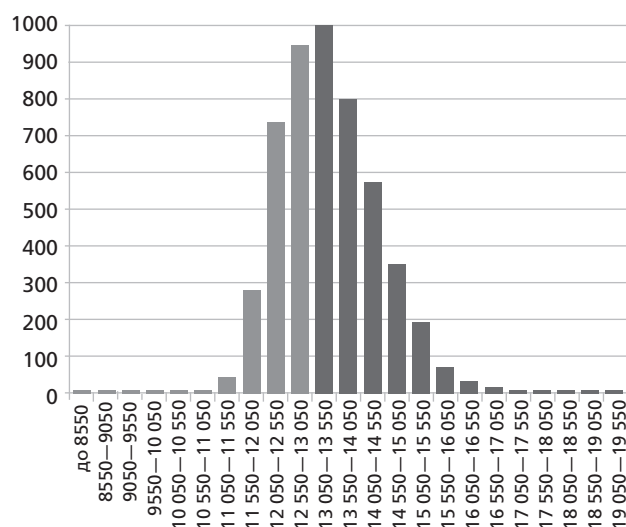


Диаграмма 2. Симуляция Монте-Карло

Центральном округе, но и поднимет в целом уровень качества и представительности своей продукции, так как компания «Дикси» ориентируется на потребителей среднего класса, а «Магнит» — ниже среднего.

В конце для проверки корректности рекомендации на покупку была применена симуляция Монте-Карло. Из модели видно, что прогнозная цена акции лежит в пределах 11 500—15 500 руб. и среднее значение цены составляет 13 897, что, также как и при других методах оценки, дает право давать рекомендацию на покупку акций ПАО «Магнит».

Таким образом, конечная прогнозная стоимость акций ПАО «Магнит» на конец 2016 г. составила 14 840 руб., которая выше текущей цены акции на 35%.

Заключение

Конкурентоспособность компании значительно зависит от качественного формирования и оценки инвестиционной привлекательности. Кроме того, многоаспектность оценочных методов позволяет реализовывать комплексный подход при выстраивании основного вектора развития, согласовании разноуровневых интересов, формировании единой инвестиционной политики.

Важно отметить, что проведение инвестиционной оценки компании является наиболее важной частью не только при совершении сделок М&А или при полной продаже компании, но и для прогнозирования и оптимизации ее работы [2]. Максималь-

но точное определение уровня насыщенности рынка даст возможность руководству компании грамотно планировать ее деятельность и вовремя сменить стратегию развития с органического роста на стратегию проведения сделок М&А, что предоставит ей значительное конкурентное преимущество и будет способствовать увеличению доли на рынке.

Литература

1. Данные с официального сайта компании ПАО «Магнит». [Электронный ресурс] 2016. Режим доступа: <http://ir.magnit.com/>
2. Дунаева А.И. Исследование состояния российского рынка М&А на современном этапе и выявление тенденций дальнейшего развития в условиях экономического кризиса. [Электронный ресурс] 2016. Режим доступа: <http://sibac.info/studconf/econom/xlii>
3. Прогноз Росстата по численности населения России в период с 2015 по 2022 г. [Электронный ресурс] 2016. Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/demography/
4. Данные Евромонитора по числу торговой площади на 1000 человек. [Электронный ресурс] 2016. Режим доступа: <http://www.euromonitor.com/>
5. Финансовая отчетность ПАО «Магнит» за 2015 отчетный год. [Электронный ресурс] 2016. Режим доступа: http://ir.magnit.com/wp-content/uploads/2015_Magnit_Finansovaya-otchetnost_rus-doll.pdf

Сведения об авторах

Дунаева Алина Ивановна: магистр Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

Количество публикаций: 13

Область научных интересов: анализ данных, финансы

Контактная информация:

Адрес: 119991, г. Москва, Ленинские горы, д. 1

Тел.: +7 (926) 386-17-67

E-mail: adunaeva25@yandex.ru

Истранин Артем Вадимович: студент Санкт-Петербургского государственного экономического университета

Количество публикаций: 17

Область научных интересов: математические методы в экономике, анализ данных, финансы

Контактная информация:

Адрес: 191023, г. Санкт-Петербург, ул. Садовая, д. 21

Тел.: +7 (999) 037-89-11

E-mail: aist-9722@yandex.ru