

ЭФФЕКТ "AMAZON.COM" И ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Леонтьев Ю.Б. Эксперт по оценке интеллектуальной собственности, преподаватель РИИСа

Мы являемся свидетелями бурного развития бизнеса в Интернете. На многих читателей сильное впечатление произвела статья представителя фирмы Pricewaterhouse Coopers Леонида Богуславского "Большой Интернет", напечатанная в журнале "Эксперт" №48, 20 декабря 1999 г. Проводя сравнение традиционных и Интернет-компаний, автор приходит к интересному наблюдению:

"Интернет изменил отношение к оценке бизнеса. Раньше исходили из прибыльности компании. Однако почти все интернет-компании убыточны. Инвесторы оценивают их бизнес, исходя из их оборота".

На наш взгляд ничего противоестественного или противоречащего современной оценке бизнеса не происходит. Скорее, наоборот, то, что мы сейчас наблюдаем, прекрасно подтверждает жизненность методов DCF (discounted cash flow). Покажем это на примере книготорговой компании "Amazon.com". Известно, что сейчас ее рыночная стоимость оценивается примерно в тридцать пять годовых объемов продаж.

Поскольку мы имеем дело с молодым растущим бизнесом, его стоимость в соответствии с принципом ожидания может быть рассчитана как:

$$PV = [CF_0(1+g)/(1+r)] + [CF_0(1+g)^2/(1+r)^2] + \dots + [CF_0/(1+r)^n] + \dots, (1)$$

где PV - текущая стоимость бизнеса;

CF₀ - годовой денежный поток при текущем использовании;

g - ожидаемый рынком темп роста денежных потоков (объемов продаж);

r - норма дисконтирования;

n - номер будущего года.

Выражение (1) можно преобразовать в виде:

$$PV = [CF_0/(1+rm)] + [CF_0/(1+rm)^2] + \dots + [CF_0/(1+rm)^n] + \dots, (2)$$

а также, поскольку это бесконечный аннуитет:

$$PV = CF_0 / rm, (3)$$

Замена (1) на (3) вполне закономерна, когда мы используем

$$r_m = (r - g) / (1 + g), (4)$$

Назовем эту величину модифицированной нормой дисконтирования. Видно, что, если для обычной нормы дисконтирования существует ограничение снизу (доходность безрисковых инвестиций), то для модифицированной нормы это ограничение снимается. Более того, при g , приближающемся к r , $r_m \rightarrow 0$.

Предположим, что у компании "Amazon.com" денежный поток CF_0 равен одному проценту от объема продаж (отсутствие прибыли не означает равенства нулю денежного потока):

$$CF_0 = 0,01S,$$

где S - годовой объем продаж. В таком случае ранее названное условие $PV = 35S$ будет выполняться при

$$r_m = 0,01S / 35S = 0,000286$$

Если предположить, что норма дисконтирования $r = 0,15$ (некоторое среднее значение в условиях США), то можно посмотреть, как она будет модифицироваться с увеличением темпов роста g .

g	r
0,05	0,0952
0,10	0,0455
0,14	0,00877
0,149	0,00087
0,1499	0,000087

Как видим, с увеличением темпов роста объемов продаж условие $PV = 35S$ становится вполне достижимым и логически оправданным.

Резкий подъем цены акций компании, сопровождающийся падением прибыли до нуля, также перестает казаться парадоксальным. Действительно, такое возможно только в том случае, когда норма капитализации (то есть норма прибыли для альтернативных инвестиций) стремится к нулю. Кстати, когда встает вопрос о том, чем отличается ставка капитализации от ставки дисконтирования, то в первую очередь вспоминают о темпах изменения денежных потоков. Таким образом, наша модифицированная норма дисконтирования есть не что иное, как ставка капитализации.

Само явление скачкообразного подъема цен акций может быть использовано для определения нормы дисконтирования, соответствующей этому бизнесу. Понятно, что в таком случае должно выполняться условие $r \sim g$.

Чтобы рассчитать темпы роста, например, на пятилетнем промежутке, нужно знать объемы продаж первого и последнего года. Тогда:

$$g = (S_5 / S_1)^{1/4} - 1$$

Мы провели здесь поверхностный анализ ситуации с "Amazon.com". Подобные явления должны становиться предметом самого тщательного экономического исследования, поскольку качество любой теории проверяется ее работоспособностью в экстремальных условиях.

Статья из научно-практического журнала "Московский оценщик"