



ИБДА РАНХиГС
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РФ

Сравнительный анализ бизнес моделей компаний

Вашакмадзе Т.

Что такое бизнес модель?



Определения бизнес модели

Бизнес модель – это структурированное представление деятельности компании, которое можно описать с помощью ее взаимосвязанных элементов. Элементы же бизнес модели можно обозначить следующим образом: как компания удовлетворяет потребности целевого клиента и как доносит и захватывает ценность, какую формулу прибыли компания использует для трансляции ценности клиентов в стоимость компании, и какими ресурсами и процессами обладает компания для тиражирования и защиты ценностного предложения для клиента и формулы прибыли.

Система анализа и совершенствования бизнес модели – Business Model Canvas (Osterwalder and Pigneur, 2009)

Ключевые партнеры Кто является ключевыми партнерами компании? Кто основные поставщики? Какие ключевые ресурсы компания получает от партнеров?	Ключевые виды деятельности Каких видов деятельности требуют ценностные предложения компании? Каналы сбыта? Взаимоотношения с клиентами? Потоки поступления доходов?	Ценностные предложения Какие ценности предлагает компания потребителю? Какие потребности удовлетворяет компания? Какие проблемы помогают решать продукты/услуги компании?	Взаимоотношения с клиентами Какие отношения установлены? Каких расходов они требуют? Какие мотивы? Приобретение клиентов? Удержание клиентов? Увеличение продаж?	Потребительские сегменты Для кого компания создает ценностное предложение? Какие клиенты для компании важны?
	Ключевые ресурсы Какие ключевые ресурсы нужны для ценностных предложений, каналов сбыта, взаимоотношения с клиентами и потоков доходов?		Каналы сбыта Как компания взаимодействует с потребительскими сегментами? Как связаны каналы сбыта между собой? Используются собственные или партнерские каналы сбыта?	
Структура издержек Какие наиболее важные расходы предполагает бизнес модель компании? Какие из ключевых ресурсов наиболее дороги? Какие ключевые виды деятельности требуют наибольших затрат?			Потоки поступления доходов За что клиенты готовы платить? Каким образом платят? Какую часть прибыли приносит каждый поток?	

Бизнес модель -> Стратегия -> Стоимость

- Стоимость компании определяется как дисконтированные потоки будущих доходов, которые в состоянии генерировать компания. Получается, существует прямая взаимосвязь между стоимостью компании и ее бизнес моделью, так как в зависимости от используемой бизнес модели или используемых бизнес моделей напрямую зависят то, какими будут будущие денежные потоки компании.
- Стратегия – это долгосрочный план организации, позволяющий достичь ей конкурентных преимуществ за счет управления бизнес моделью с целью максимизации стоимости бизнеса.

Как анализировать P/B?

$$\frac{P_0}{BV_0} = P/B = \frac{ROE - g_n}{r - g_n}$$

Формула выше работает для анализа тех компаний, которые уже стабилизировались и в будущем не предполагается высоких темпов роста. Что делает использование формулы для анализа большинства компании на рынке не совсем корректным. Поэтому А. Дамодаран предложил 2х стадийную формулу для P/B.

$$\frac{P}{B} = \left[\frac{ROE * PR * (1 + g) * \left(1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + R_e)^n}\right)}{R_e - g} + \frac{ROE_n * PR_n * (1 + g)^n * (1 + g_n)}{(R_{e_n} - g_n) * (1 + R_e)^n} \right]$$

С финансовой точки зрения, бизнес-модель любой компании можно описать как произведение рентабельности продаж и оборачиваемости активов (капитала)



12-ти факторная декомпозиция рентабельности собственного капитала

1. Рентабельность продаж по чистой прибыли декомпозируется на 4 фактора:

$$\text{Рентабельность продаж по чистой прибыли} = \frac{\text{ЧП}}{\text{В}} = \frac{\text{ВП}}{\text{В}} * \frac{\text{ЕВІТ}}{\text{ВП}} * \frac{\text{ПДН}}{\text{ЕВІТ}} * \frac{\text{ЧП}}{\text{ПДН}}$$

ВП – валовая прибыль,

В – выручка,

ЕВІТ – прибыль до вычета процентов и налогов,

ПДН – прибыль до налогообложения,

ЧП – чистая прибыль.

Подобная декомпозиция позволяет понять, на каких уровнях, какая часть прибыли теряется. Валовая прибыль — первый уровень прибыли предприятия. Она показывает, способна ли бизнес модель предприятия покрывать себестоимость продаж.

12-ти факторная декомпозиция рентабельности собственного капитала

2. Оборачиваемость активов декомпозируется на 6 факторов:

$$\text{Оборачиваемость активов} = \frac{B}{A} = \frac{365}{\left(\frac{ДС * 365}{B} + \frac{ДЗ * 365}{B} + \frac{З * 365}{B} + \frac{ПОА * 365}{B} + \frac{ОС * 365}{B} + \frac{ПВА * 365}{B} \right)}$$

ДС – денежные средства,

ДЗ – дебиторская задолженность,

З – запасы,

ПОА – прочие оборотные активы,

ОС – основные средства,

ПВА – прочие внеоборотные активы.

Многофакторный анализ (декомпозиция) оборачиваемости активов позволяет увидеть количество оборотов каждого актива в днях в течение года.

12-ти факторная декомпозиция рентабельности собственного капитала

3. Коэффициент финансовой зависимости мы декомпозируем на 2 фактора:

$$\text{Коэффициент финансовой зависимости} = \frac{A}{СК} = \left(\frac{ЗК}{СК} + \frac{БПО}{СК} + 1 \right)$$

ЗК – заемный капитал, (краткосрочные кредиты и долгосрочные кредиты)

СК – собственный капитал,

БПО – беспроцентные обязательства (в первую очередь это кредиторская задолженность, но в беспроцентные обязательства попадают все статьи пассива, кроме собственного капитала, краткосрочных и долгосрочных кредитов).

Декомпозиция коэффициента финансовой зависимости позволяет анализировать более корректно долговую нагрузку предприятия и ее влияние на рентабельность.

Эрцгамма бизнес моделей Coca-Cola и PepsiCo



Взаимосвязь модели эрцгаммы и элементов бизнес модели



Анализ ритейлеров одежды



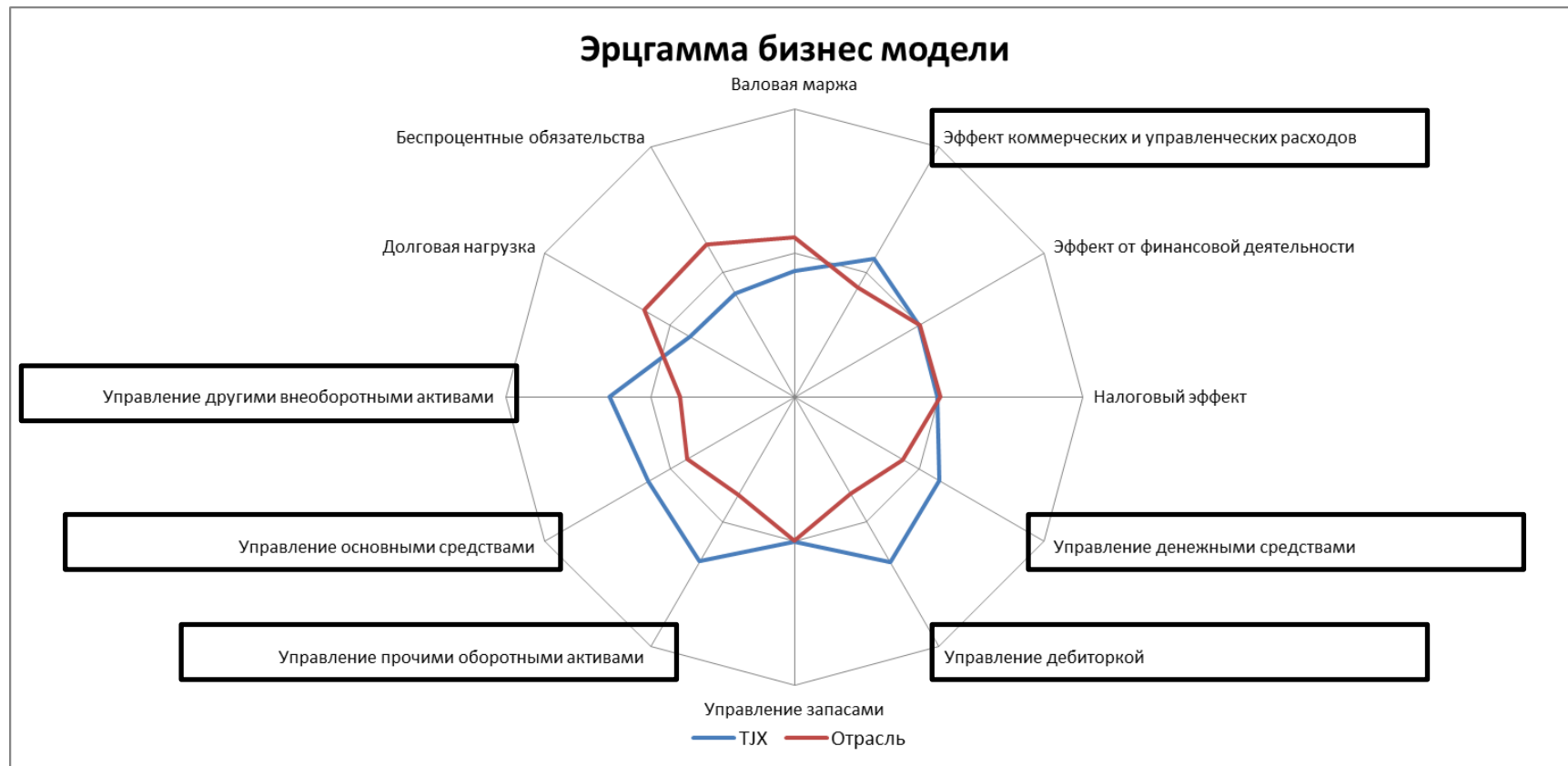
Анализ ритейлеров одежды

Компания	МCap	P/B	ROE	Beta	Re
TJX	\$34,49B	10,01	57%	0,44	4,26%
GAP	\$17,49B	5,76	46%	1,29	9,26%
Nordstrom	\$11,54B	6,21	41%	1,39	9,84%
American Eagle Outfitters	\$4,12B	2,82	12%	0,87	6,79%
Abercrombie & Fitch	\$2,97B	1,72	7%	2,01	13,49%
Guess	\$2,92B	2,49	21%	1,89	12,78%

Rf = 1,67% (10 yrTBond)

ERP = 5,88% (damodaran.com)

TJX vs. отрасль



Abercrombie & Fitch vs. отрасль



Использование матрицы наряду с эрцгаммой позволяет выбрать элементы БМ, которые необходимо изучить в первую очередь.

TJX

- Ключевые партнеры
- Ключевые ресурсы
- Взаимоотношения с клиентами
- Каналы сбыта

Abercrombie & Fitch

- Ключевые партнеры
- Ключевые ресурсы
- Ключевые виды деятельности
- Потребительские сегменты

ESG (Environmental, Social and Governance)

- ESG – это набор нефинансовых показателей, которые измеряют экологическую безопасность, социальную ответственность и прозрачность корпоративного управления компании. Показатель ESG используется в социально ответственных инвестициях и рассчитывается на основе отчета корпоративной социальной ответственности, годового отчета и из других источников информации о компании.
- Институт CFA и Общество Профессиональных Инвесторов Германии (DVFA) рекомендуют включать ESG факторы в финансовый анализ и при оценке компании.

Влияет ли уровень раскрытия информации по ESG факторам на стоимостной мультипликатор EV/IC?

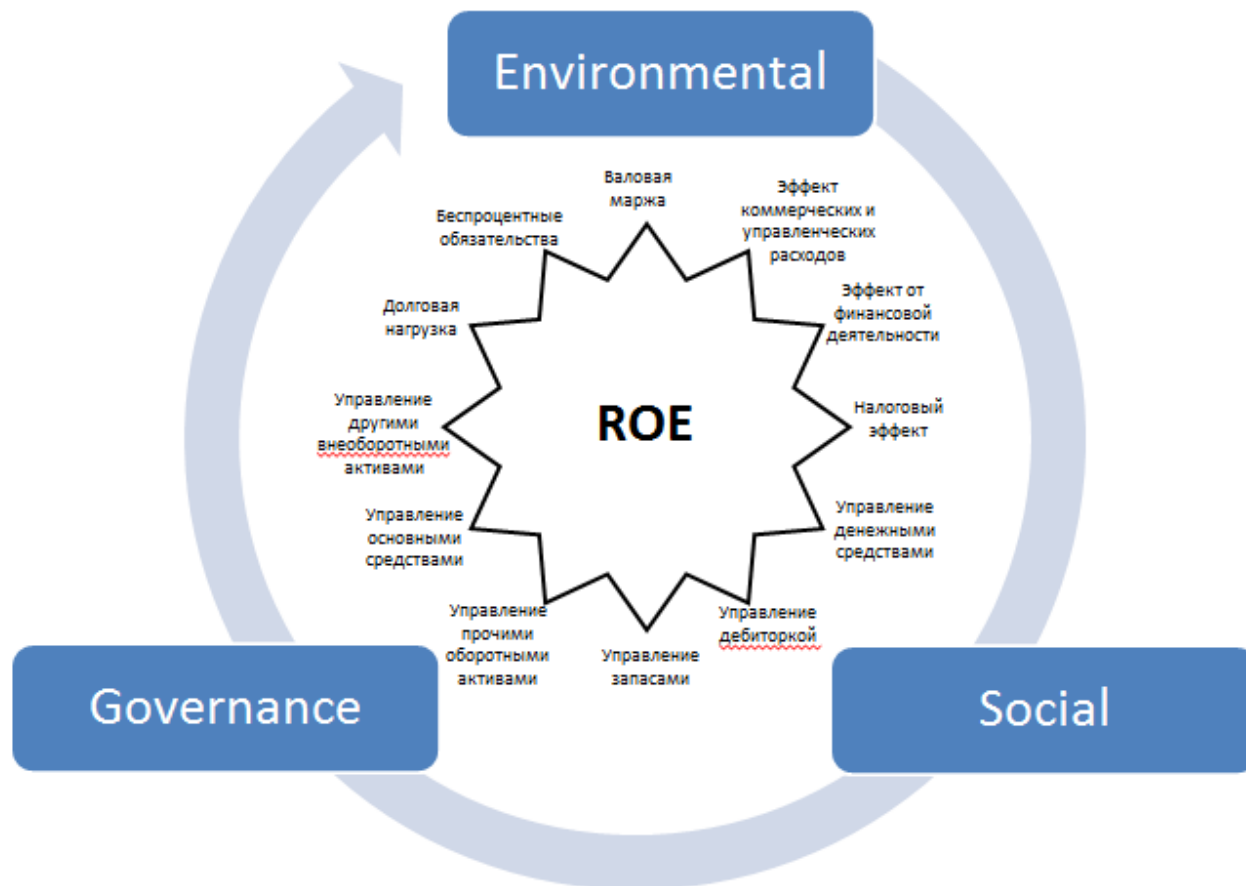
Модель 1 $\frac{EV}{IC}_t = a + b * ESG_t$

Модель 2 $\frac{EV}{IC}_{t+1} = a + b * ESG_t$

Модель 1 для американского рынка	Корреляция	R^2	P-значение	Модель 1 для российского рынка	Корреляция	R^2	P-значение
за 2007 год	0,2736	0,0749	0,0875	за 2007 год	0,1087	0,0118	0,7366
за 2008 год	0,4060	0,1649	0,0093	за 2008 год	0,2900	0,0841	0,2431
за 2009 год	0,3773	0,1424	0,0163	за 2009 год	0,3676	0,1352	0,1108
за 2010 год	0,3890	0,1514	0,0130	за 2010 год	0,0641	0,0041	0,7882

Модель 2 для американского рынка	Корреляция	R^2	P-значение	Модель 2 для российского рынка	Корреляция	R^2	P-значение
за 2007 год	0,3963	0,1571	0,0113	за 2007 год	0,5956	0,3548	0,0410
за 2008 год	0,3417	0,1168	0,0308	за 2008 год	0,3670	0,1347	0,1341
за 2009 год	0,3475	0,1207	0,0280	за 2009 год	0,2347	0,0551	0,3192
за 2010 год	0,3457	0,1195	0,0289	за 2010 год	0,0723	0,0052	0,7617 19

Использование модели эрцгаммы для анализа текущей и будущей бизнес модели через призму ESG



Форма стратегического интегрированного отчета (1 уровень)

	ESG			Ожидания менеджмента
Рентабельность собственного капитала (ROE)	ESG факторы, способствующие росту ROE	ESG факторы, способствующие снижению ROE	ESG факторы, выступающие в пользу того, что ROE останется неизменным	Прогнозный ROE (показывается числовое значение)
Стоимость собственного капитала	ESG факторы, способствующие росту стоимости собственного капитала	ESG факторы, способствующие снижению стоимости собственного капитала	ESG факторы, выступающие в пользу того, что стоимость собственного капитала останется неизменной	Прогнозная стоимость собственного капитала (показывается числовое значение)

Форма стратегического интегрированного отчета (2 уровень)

	Environmental (окружающая среда)	Social (социальные)	Governance (корпоративное управление)	Ожидания менеджмента
ROE				
Φ1	E1, E2...En	S1, S2 ...Sn	G1, G2...Gn	↑ или ↓ или →
Φ2	E1, E2...En	S1, S2 ...Sn	G1, G2...Gn	↑ или ↓ или →
...	...	...	...	...
Φn	E1, E2...En	S1, S2 ...Sn	G1, G2...Gn	↑ или ↓ или →
Стоимость собственного капитала				
Φ1	E1, E2...En	S1, S2 ...Sn	G1, G2...Gn	↑ или ↓ или →
Φ2	E1, E2...En	S1, S2 ...Sn	G1, G2...Gn	↑ или ↓ или →
...	...	...	...	...
Φn	E1, E2...En	S1, S2 ...Sn	G1, G2...Gn	↑ или ↓ или →

Стандарт взаимодействия со стейкхолдерами AA1000SES

