

## Финансовая оценка стратегических альтернатив

*Рассматривается финансовая модель для оценки стратегических альтернатив, основанная на расчете ценности компании на базе подхода дисконтированных денежных потоков. На примере предприятия производителя одноразовой посуды производится оценка стратегии роста и стратегии эффективности. Рекомендация по выбору стратегии основана на критерии максимизации ценности компании.*

### Конфликт интересов и противоречивость целей

При разработке маркетинговой стратегии компании малого и среднего бизнеса крайне редко производят финансовую оценку стратегических альтернатив. Подразумевается, что достижение маркетинговых целей обеспечит получение финансовых результатов, устраивающих собственников. При этом измеритель финансового результата и его величина на планируемом периоде не определены. При практической реализации принятой маркетинговой стратегии возникает конфликт интересов между маркетинговой и финансовой службой. Например, маркетологи считают основной целью компании захват определенной доли рынка или увеличение продаж, для достижения которой необходимо увеличение маркетинговых расходов, предоставление клиентам скидок или значительных отсрочек платежей. Снижение операционной эффективности она рассматривают как необходимую плату за будущие финансовые результаты. Экономисты больше ориентированы на получение финансового результата в краткосрочном периоде, аргументируя свою позицию имеющимися рисками неполучения его в долгосрочном периоде. При наличии противоречивых целей эффективное управление компанией невозможно.

### Методологические основы выбора стратегии развития

С позиции современного финансового менеджмента генеральная цель при управлении компании – максимизация ценности компании для ее инвесторов, в том числе акционеров. При этом компания рассматривается как генератор свободного денежного потока, который может быть изъят инвесторами без ущерба развития бизнеса. Если в компании в качестве основной цели принимается максимизация ценности компании, противоречие целей снимается, все менеджеры будут стремиться к единой цели. Процесс принятия стратегического решения тогда имеет следующие этапы (Рис.1):

Этап 1. Определяются интересы конкретных собственников: намерения, цели, предполагаемые действия по отношению к компании.

Этап 2. С учетом интересов собственников разрабатываются маркетинговые стратегические альтернативы.

Этап 3. Производится финансовая оценка ценности компании для собственников по каждой из предложенных стратегических альтернатив. Рекомендуется к выбору стратегия, обеспечивающая максимизацию ценности компании для собственников.

Этап 4. На основе результатов этапов 1-3 принимается обоснованное стратегическое решение.



Рис.1

Методология оценки ценности стратегических альтернатив основывается на концепции временной стоимости денег и связи риска с доходностью. В соответствии с ней показатель ценности стратегических альтернатив рассчитывается как сумма прогнозируемых свободных денежных потоков собственника, приведенных к моменту оценки с учетом альтернативной доходности.

### Модель оценки ценности стратегии

Модель оценки ценности стратегических альтернатив состоит из трех частей:

**Часть С.** Расчет суммы приведенных свободных денежных потоков собственника на основе операционного денежного потока;

**Часть В.** Расчет операционных денежных потоков на основе операционной прибыли до амортизации;

**Часть А.** Расчет операционной прибыли до амортизации.

Для описания модели используется указанная последовательность составляющих модели. Расчет в модели осуществляется в следующей последовательности: составляющая А, составляющая В, составляющая С.

### Часть С

Предполагается, что компания имеет неограниченный срок деятельности. Весь временной период разбивается на два периода: прогнозный и постпрогнозный (рис.3). В модели используется двухпериодная модель, прогнозный период равен трем годам.

Ценность компании определяется как приведенная стоимость денежных потоков на прогнозном периоде и приведенная стоимость завершающего денежного потока постпрогнозного периода:

$$Ц_i = \sum_{k=1}^3 \frac{СДП_{ki}}{(1+r)^k} + \frac{ЗДП_i}{(1+r)^3}$$

где  $Ц_i$  – ценность при реализации  $i$ -той стратегии;

$СДП_{ki}$  – свободный денежный поток в год  $k$   $i$ -той стратегии;

$ЗДП_i$  – завершающий денежный поток  $i$ -той стратегии;

$r$  – альтернативная ставка доходности.

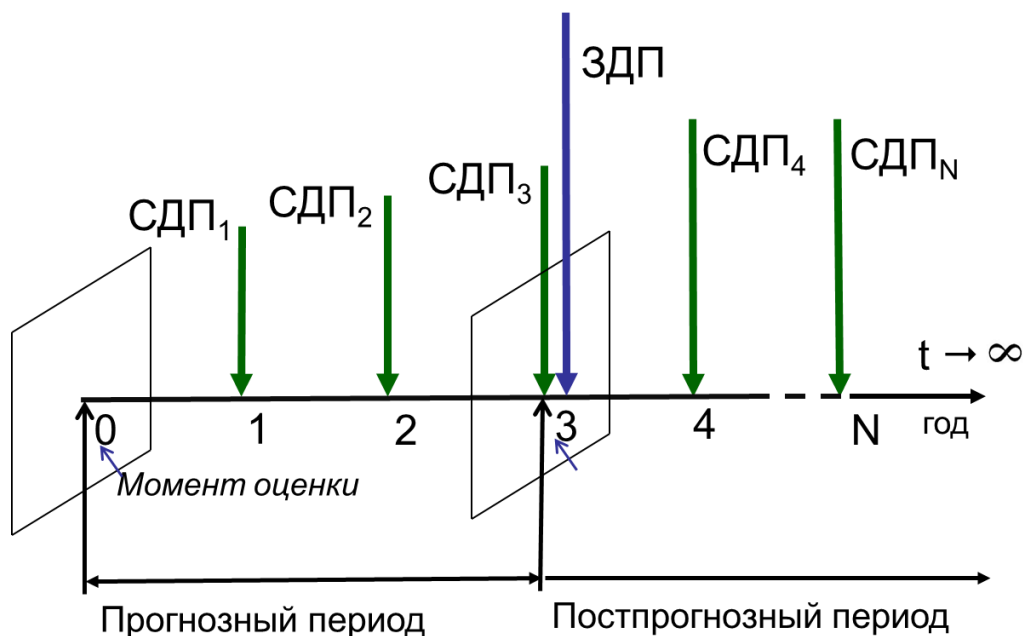


Рис.2

В постпрогнозный период в силу высокой неопределенности рынка изменение операционных денежных потоков не прогнозируемо, поэтому величину операционного денежного потока в четвертый и последующие годы принимается равной операционному денежному потоку третьего года без учета изменения оборотного капитала, в четвертом и

последующих годах оно равно нулю. По этой же причине делается допущение, что инвестиционные денежные потоки на постпрогнозный период равны нулю. Тогда свободные денежные потоки на постпрогнозный период равны операционному денежному потоку третьего года при нулевом изменении оборотного капитала. Завершающий денежный поток рассчитывается по формуле вечной ренты:

$$ЗДП_i = (ОДП_{3i} + \Delta РабКап_{3i}) / r,$$

где  $ОДП_{3i}$  – операционный денежный поток 3-го года  $i$ -той стратегии;

$\Delta РабКап_{3i}$  – изменение рабочего капитала в 3-й год  $i$ -той стратегии.

*Примечание. При расчете ценности стратегии не учитывается долг компании на дату оценки, так как выбор стратегии не повлияет на его величину.*

### Часть В

Расчет операционных денежных потоков производится косвенным методом. В рассматриваемой модели осуществляется по следующей схеме:

- Берется операционная прибыль прогнозного года.
- Прибавляется начисленная амортизация. Рассчитывается показатель OIBDA (Operating Income Before Depreciation and Amortization – операционная прибыль без учета амортизации).
- Вычитается изменение рабочего капитала. Рабочий капитал равен сумме дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов за вычетом кредиторской задолженности.

Использование показателя OIBDA корректно, так как прочие доходы и расходы не влияют на выбор стратегии. Предприятие не планирует привлекать заемные или кредитные средства для реализации стратегии развития. Это было одним из требований собственника к стратегии. Поэтому будут отсутствовать проценты за кредит.

### Часть А

Расчет операционной прибыли до амортизации осуществляется по следующей схеме (Таблица 1):

Таблица 1

Название показателя	Действия
<i>Темп изменения выручки</i>	задается
Выручка от реализации	рассчитывается
<i>Маржа валовой прибыли</i>	задается
Валовая прибыль	рассчитывается
<i>% маркетинговых расходов в валовой прибыли</i>	задается
Маркетинговые расходы	рассчитывается
<i>% коммерческих расходов в валовой прибыли</i>	задается
Коммерческие расходы	рассчитывается
<i>Темп изменения общепроизводственных расходов</i>	задается
Общепроизводственные расходы	рассчитывается
<i>% ОПР в валовой прибыли</i>	рассчитывается для справки
<i>Темп изменения управленческих расходов</i>	задается
Управленческие расходы	рассчитывается
<i>% управленческих расходов в валовой прибыли</i>	рассчитывается для справки
<b>Операционная прибыль</b>	рассчитывается
<i>Маржа операционной прибыли</i>	рассчитывается для справки

Комментарий. В соответствии со стратегией задается темп изменения выручки, маржа валовой прибыли, процент маркетинговых и коммерческих расходов в валовой прибыли, темп изменения общепроизводственных и управленческих расходов.

### **Кейс**

Компания «Полимер-Упак» является производителем одноразовой посуды с численностью персонала в 100 человек. В последние годы собственником компании были произведены значительные инвестиции в современное оборудование и освоение новых технологий производства. Компания стоит перед выбором между стратегией роста и стратегией эффективности.

Маркетологи компании считают, что фактором, определяющим выбор стратегии роста, является рост российского рынка одноразовой посуды по итогам 2017 года на 5% по сравнению с 2016 годом за счет развития сетей фастфуда и освоения последними регионов. Даже в условиях падения потребительской способности сегмент быстрого питания демонстрирует устойчивый рост. Маркетологи прогнозируют рост рынка одноразовой продукции в 2018 и последующих годах на 8 процентов. Предлагают компании конкурировать с крупными производителями одноразовой посуды и обеспечить темпы роста выручки, превышающие темпы роста рынка.

Экономисты компании считают, что выбор стратегии роста повлечет за собой значительное увеличение маркетинговых и коммерческих расходов. Усилия менеджеров будут сконцентрированы на увеличении роста продаж и соответственно объемов производства. Рост общепроизводственных и управленческих расходов будет малоуправляемым. Это приведет к значительному снижению эффективности деятельности предприятия. Неизвестно, будет ли оно компенсироваться ростом объема продаж, поэтому экономисты предлагают реализовывать стратегию эффективности.

Для обоснования стратегического выбора была произведена оценка ценности стратегии эффективности и стратегии роста с использованием разработанной модели. Значение ставки дисконтирования – 15 процентов определено как максимальное значение из альтернативных доходностей, которые может получать собственник.

### **Оценка стратегии эффективности**

При реализации стратегии эффективности усилия компании будут направлены на повышение эффективности бизнес-процессов. Это должно привести к ежегодному сокращению общепроизводственных расходов на 3 процента и управленческих на 5 процентов, поддержанию постоянной величины рабочего капитала. Темп роста выручки равен 5 процентам. Инвестиционные затраты направлены на поддержание оборудования в рабочем состоянии и численно равны амортизации. Расчеты производятся без учета инфляции, это корректно при сравнении стратегий. Оценка стратегии эффективности дает расчетную величину ценности 3 376,6 млн. рублей (Таблица 2).

### **Оценка стратегии роста**

При реализации стратегии роста компания планирует ежегодный темп роста выручки на 10%. Для его обеспечения потребуется увеличение маркетинговых расходов, которые будут составлять 5%, 6% и 7% соответственно в 2018, 2019 и 2020 годах. Темп роста общепроизводственных и управленческих расходов будет составлять 10% в год и будет соответствовать темпу росту выручки. Прирост рабочего капитала составит 18,0%, 17,5%, 17,0% соответственно в 2018, 2019 и 2020 годах. Потребуется дополнительные затраты на расширение производства. Темп роста инвестиционных затрат составит 20%. Оценка стратегии роста дает расчетную величину ценности 2 848,6 млн. рублей (Таблица 3).

Таблица 2.

Показатели	Текущи й год	Период прогнозирования			Пост прогнозный период	Завершающий денежный поток
		2017	2018	2019		
ед. измерения млн.руб.						
<b>Часть А</b>						
<i>Темп изменения выручки</i>		5,0%	5,0%	5,0%		
Выручка от реализации	2 000,0	2 100,0	2 205,0	2 315,3	2 315,3	
<i>Маржа валовой прибыли</i>	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
Валовая прибыль	1 000,0	1 050,0	1 102,5	1 157,6	1 157,6	
<i>% маркетинговых расходов в валовой прибыли</i>	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Маркетинговые расходы	40,0	42,0	44,1	46,3	46,3	
<i>% коммерческих расходов в валовой прибыли</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,2	
Коммерческие расходы	200,0	210,0	220,5	231,5	231,5	
<i>Темп изменения общепроизводственных расходов</i>		-3,0%	-3,0%	-3,0%	0,0%	
Общепроизводственные расходы (ОПР)	300,0	291,0	282,3	273,8	273,8	
<i>% ОПР в валовой прибыли</i>	30,0%	27,7%	25,6%	23,7%	23,7%	
<i>Темп изменения управленческих расходов</i>		-5,0%	-5,0%	-5,0%	0,0%	
Управленческие расходы	100,0	95,0	90,3	85,7	85,7	
<i>% управленческих расходов в валовой прибыли</i>	10,0%	9,0%	8,2%	7,4%	7,4%	
Операционная прибыль	360,0	412,0	465,4	520,3	520,3	
<i>Маржа операционной прибыли</i>	18,0%	19,6%	21,1%	22,5%	22,5%	
<b>Часть В</b>						
Амортизация	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	
OIBDA	370,0	422,0	475,4	530,3	530,3	
<i>Маржа OIBDA</i>	18,5%	20,1%	21,6%	22,9%	22,9%	
Рабочий капитал	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	
Изменение рабочего капитала		0,0	0,0	0,0	0,0	
Операционный денежный поток	370,0	422,0	475,4	530,3	530,3	

<b>Часть С</b>						
<i>Темп изменения инвестиционного денежного потока</i>		10,0%	10,0%	10,0%	0,0%	
Инвестиционный денежный поток	100,0	10,0	10,0	10,0	0,0	
Свободный денежный поток (FCF)	270,0	412,0	465,4	520,3	530,3	3 535,0
Ставка дисконтирования	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Фактор дисконтирования		0,87	0,76	0,66		0,66
Приведенный денежный поток		<b>358,3</b>	<b>351,9</b>	<b>342,1</b>		<b>2324,3</b>
<b>Ценность компании</b>	<b>3 376,6</b>					

Таблица 3.

Статьи	Текущий год	Период прогнозирования			Пост прогнозный период	Завершающий денежный поток
		2018	2019	2020		
ед. измерения млн.руб.	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2020+</b>	<b>2020+</b>
<b>Часть А</b>						
<i>Темп изменения выручки</i>		10,0%	10,0%	10,0%		
Выручка от реализации	2 000,0	2 200,0	2 420,0	2 662,0	2 662,0	
<i>Маржа валовой прибыли</i>	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
Валовая прибыль	1 000,0	1 100,0	1 210,0	1 331,0	1 331,0	
<i>% маркетинговых расходов в валовой прибыли</i>	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	7,0%	
Маркетинговые расходы	40,0	55,0	72,6	93,2	93,2	
<i>% коммерческих расходов в валовой прибыли</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Коммерческие расходы	200,0	220,0	242,0	266,2	266,2	
<i>Темп изменения общепроизводственных расходов</i>	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	0,0%	
Общепроизводственные расходы (ОПР)	300,0	330,0	363,0	399,3	399,3	
<i>% ОПР в валовой прибыли</i>	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	0,3	
<i>Темп изменения управленческих расходов</i>		10,00%	10,00%	10,00%	0,0%	

Управленческие расходы	100,0	110,0	121,0	133,1	133,1	
<i>% управленческих расходов в валовой прибыли</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>Операционная прибыль</b>	360,0	385,0	411,4	439,2	439,2	
<b>Маржа операционной прибыли</b>	18,0%	17,5%	17,0%	16,5%	16,5%	
<b>Часть В</b>						
<i>Амортизация</i>	10,0	11,0	12,0	13,0	13,0	
OIBDA	370,0	396,0	423,4	452,2	452,2	
<i>Маржа OIBDA</i>	18,5%	18,0%	17,5%	17,0%	0,0%	
<i>Рабочий капитал</i>	200,0	220,0	242,0	266,2	266,2	
Изменение рабочего капитала		20,0	22,0	24,2	0,0	
Операционный денежный поток	370,0	376,0	401,4	428,0	452,2	
<b>Часть С</b>						
<i>Темп изменения инвестиционного денежного потока</i>		20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	
Инвестиционный денежный поток	100,0	20,0	20,0	20,0	0,0	
Свободный денежный поток (FCF)	270,0	356,0	381,4	408,0	452,2	3 014,9
Ставка дисконтирования	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Фактор дисконтирования		0,87	0,76	0,66		0,66
Приведенный денежный поток		<b>309,6</b>	<b>288,4</b>	<b>268,3</b>		<b>1982,3</b>
<b>Ценность компании</b>	<b>2 848,6</b>					

### **Рекомендация эксперта**

Финансовая оценка стратегий показала, что максимизация стоимости компании происходит при реализации стратегии эффективности. Действительно, практика показывает, что не всякий рост продаж происходит в интересах собственника и обеспечивает максимизацию ценности компании. Особенно это проявляется на падающем или слаборастущем рынке, когда для роста объемов продаж требуются значительные маркетинговые расходы. В этих условиях реализация стратегии эффективности становится необходимым условием существования и развития предприятия. Ее осуществление связано с оптимизацией внутренних бизнес-процессов, вызывает сопротивление персонала этим изменениям, требует больших усилий и профессионализма топ-менеджмента. При этом необходимо контролировать и не допускать падения объема продаж.

Часто компании декларируют одновременную реализацию стратегии роста и стратегии эффективности. Исследования показали, что только одна компания из четырех во всем мире способна совмещать стратегии роста и эффективности в долгосрочной перспективе. В реальности компании осуществляют одну из стратегий. Приходится выбирать. Для обоснованного выбора необходимо делать финансовую оценку стратегических альтернатив.

*P.S. Рассмотренная модель оценки ценности реализована в Excel. Ее можно использовать, подставив свои прогнозные показатели или адаптировать под специфику конкретного бизнеса. Интересен ваш опыт применения модели. Пишите. Давайте обратную связь.*