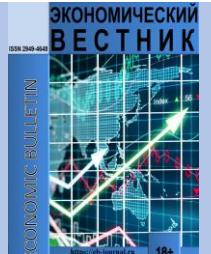


Научно-исследовательский журнал «*Экономический вестник / Economic Bulletin*»
<https://eb-journal.ru>

2025, Том 4 № 2 / 2025, Vol. 4, Iss. 2 <https://eb-journal.ru/archives/category/publications>

Научная статья / Original article

УДК 336.01 + 658.155



¹Приказнов Ф.А., ¹Васильева Г.А., ¹Кадров В.М., ¹Мосягина С.В.,
¹Российский университет дружбы народов имени Патриса Лумумбы

Пункты выдачи заказов как объект инвестиций: финансовый анализ лотов Wildberries

Аннотация: целью настоящего исследования является разработка подхода к оценке инвестиционной привлекательности пунктов выдачи заказов (ПВЗ) Wildberries, выставленных на продажу через аукцион маркетплейса, на основе ограниченного набора данных.

Методы: В рамках исследования применяется упрощённая доходная модель, включающая расчёт чистой прибыли, приведённой стоимости (PV) по формуле Гордона, чистой приведённой стоимости (NPV) и индекса рентабельности (PI). Анализ осуществляется на выборке из 52 лотов ПВЗ, выставленных на аукционе в Москве.

Результаты (Findings): Результаты показывают значительное отклонение значений PI от теоретически ожидаемых уровней (от -11,64 до 26,14), что может свидетельствовать о наличии рыночных неэффективностей, таких как информационная асимметрия, слабая ликвидность и особенности ценообразования. Также выявлена сильная положительная корреляция между оборотом и чистой прибылью, отражающая влияние масштаба бизнеса на его рентабельность. Распределение PI статистически отличается от нормального, что подтверждается тестом Шапиро-Вилка.

Выходы: Предложенная модель может быть использована как инструмент предварительной фильтрации лотов, позволяющий инвесторам идентифицировать заведомо убыточные предложения и фокусироваться на анализе наиболее перспективных объектов. Практическое применение модели заключается в снижении трансакционных издержек и повышении эффективности принятия инвестиционных решений на формирующемся рынке готового бизнеса.

Ключевые слова: Wildberries, аукцион, инвестиционная привлекательность, финансовая модель, оценка бизнеса, NPV, PI, рыночные неэффективности

Для цитирования: Приказнов Ф.А., Васильева Г.А., Кадров В.М., Мосягина С.В. Пункты выдачи заказов как объект инвестиций: финансовый анализ лотов Wildberries // Экономический вестник. 2025. Том 4. № 2. С. 94 – 104.

Поступила в редакцию: 18 января 2025 г.; Одобрена после рецензирования: 19 марта 2025 г.; Принята к публикации: 28 апреля 2025 г.

¹Prikaznov F.A., ¹Vasilyeva G.A., ¹Kadrov V.M., ¹Mosyagina S.V.,
¹Patrice Lumumba Peoples' Friendship University of Russia

Pickup points as investment assets: financial analysis of Wildberries auction listings

Abstract: the objective of this study is to develop an approach for assessing the investment attractiveness of Wildberries pickup points (PVPs) offered for sale through the marketplace's auction platform, using a limited set of available data.

Methods: The study employs a simplified income-based financial model, including calculations of net profit, present value (PV) using the Gordon growth model, net present value (NPV), and profitability index (PI). The methodology is applied to a sample of 52 PVP auction listings located in Moscow.

Findings: The results reveal significant deviations of PI values from theoretically expected levels (ranging from -11.64 to 26.14), indicating potential market inefficiencies such as information asymmetry, low liquidity, and inconsistent pricing practices. A strong positive correlation between turnover and net profit is observed, reflecting the

impact of business scale on profitability. The distribution of PI deviates from normality, as confirmed by the Shapiro – Wilk test.

Conclusions: The proposed model can serve as an effective preliminary screening tool for investors, allowing the identification of clearly unprofitable assets and prioritization of due diligence efforts on the most promising listings. Its practical application lies in reducing transaction costs and enhancing the efficiency of investment decision-making in the emerging market of ready-to-operate small businesses.

Keywords: Wildberries, auction, investment attractiveness, financial model, business valuation, NPV, PI, market inefficiencies

For citation: Prikaznov F.A., Vasilyeva G.A., Kadrov V.M., Mosyagina S.V. Pickup points as investment assets: financial analysis of Wildberries auctionl. Economic Bulletin. 2025. 4 (2). P. 94 – 104.

The article was submitted: January 18, 2025; Approved after reviewing: March 19, 2025; Accepted for publication: April 28, 2025.

Введение

Развитие рынка маркетплейсов в России привело к формированию новых форм предпринимательской деятельности, одной из которых является эксплуатация пунктов выдачи заказов (ПВЗ) на платформе Wildberries. В последние годы наблюдается рост вторичного рынка таких ПВЗ, предлагаемых к продаже как готовый бизнес [9]. В связи с этим возникает необходимость в формализованной оценке инвестиционной привлекательности подобных активов [14].

Вопросы инвестиционной привлекательности малого и среднего бизнеса традиционно рассматриваются в работах таких авторов, как Асват Дамодаран, который разработал подходы к оценке стоимости частных компаний и учёту специфических рисков, характерных для некрупных предприятий [2]. Однако, несмотря на значительный вклад в развитие методологии оценки, проблема анализа инвестиционной привлекательности готового малого бизнеса в условиях ограниченной информации по-прежнему остаётся недостаточно изученной. В российской литературе также отмечается потребность в адаптации методик оценки малого бизнеса к специфике информационной ограниченности [12]. Особенно это касается таких специфических форм бизнеса, как пункты выдачи заказов на маркетплейсах, обладающие уникальными особенностями: высокой степенью стандартизации, зависимостью от платформы, ограниченным набором доступных метрик и нестабильной доходностью. Эти аспекты требуют адаптации существующих моделей и разработки новых подходов к оценке.

Платформа Wildberries выступает не только в качестве торгового посредника, но и как организатор аукционов, на которых реализуются права на управление конкретными ПВЗ [3]. При этом маркетплейс предоставляет потенциальным инвесторам ограниченный, но стандартизованный набор информации о каждом объекте: площадь, арендная ставка, тариф (процент выручки, отчисляемый владельцу ПВЗ), а также средний месячный оборот. Эти данные формируются автоматически на основе внутренних баз данных WB и считаются достаточно достоверными.

Покупателя, приобретающего ПВЗ, в первую очередь интересует прибыль (как основа для генерации чистого денежного потока), однако информация, которая имеется в самом лоте, достаточно ограничена. Тем не менее, она может выступать отправной точкой для дальнейших расчетов.

На официальном сайте агрегатора представлена возможность просмотреть характеристики пункта выдачи: площадь, стоимость аренды, тариф (процент, по которому оборот конвертируется в выручку), а также цену. Рассмотрим далее лот конкретного пункта ПВЗ, выставленного на аукцион:

Таблица 1

Формат представления основных характеристики ПВЗ, выставленного на продажу.

Format for presenting the main characteristics of a pickup point (PVP) listed for sale.

| Параметр | Значение |
|-------------------------|-------------|
| Цена | 2 500 000 ₽ |
| Средний оборот в месяц | 6 702 010 ₽ |
| Текущий тариф | 4,00% |
| Средняя выплата в месяц | 268 080 ₽ |
| Аренда | 109 000 ₽ |
| Дата открытия | 01.04.2022 |

Table 1

Продолжение таблицы 1
Continuation of Table 1

| | |
|---------------------------|------|
| Рейтинг на момент продажи | 4,96 |
| Количество примерочных | 3 |
| Видеонаблюдение | Есть |

Источник: Составлено автором на основе данных [6].

Source: Compiled by the author based on data from [6].

В меню лота отображаются ключевые показатели, представляющие интерес для потенциального инвестора, в частности, среднемесячный оборот, рассчитываемый Wildberries на основе фактических данных за последние 12 месяцев. Помимо этого, представлены сведения о дате открытия ПВЗ, текущем тарифе, размере ежемесячной выплаты, рейтинге, числе примерочных и наличии видеонаблюдения.

Целью анализа становится расчет базовых инвестиционных метрик, таких как чистая прибыль (ЧП), приведённая стоимость (PV), чистая приведённая стоимость (NPV) и индекс рентабельности (PI), отражающих доходность вложений в условиях ограниченного информационного поля. Несмотря на ограниченность представленной информации, ее можно использовать в качестве исходной точки для построения упрощённой финансовой модели, позволяющей инвестору принять предварительное решение о целесообразности покупки. Подобные упрощённые модели активно применяются и в международной практике для оценки цифровых бизнесов и платформенных активов, в том числе на базе DCF-подхода [1].

Основной задачей становится расчет ключевых инвестиционных метрик, отражающих доходность вложений: чистой прибыли (ЧП), приведённой стоимости (PV), чистой приведённой стоимости (NPV) и индекса рентабельности (PI) [5, 7].

Данное исследование направлено на разработку и аprobацию простой модели оценки инвестиционной привлекательности ПВЗ, основанной на общедоступных данных, с последующим применением модели к множеству лотов, представлен-

ных на московском рынке. Проведенный анализ позволяет выявить рыночные неэффективности, а также предложить подход к предварительному отбору лотов для последующего проведения углубленного анализа (due diligence).

Материалы и методы исследований

Первый шаг для построения базовой модели (которую затем можно будет модернизировать) – дать качественную оценку «привлекательности» данного лота (бизнеса) как инвестиции. Главный критерий выгоды бизнеса – это прибыль, но для инвестиции в покупку бизнеса, который будет далее генерировать денежный поток во времени, подобными критериями послужат динамические показатели эффективности [13]. Они учитывают стоимость денег во времени, а потому хорошо подходят для целей данного исследования.

Для создания базовой модели нужно, исходя из имеющихся данных по лоту, предположить чистый денежный поток, который может быть порожден операционной деятельность данного предприятия за месяц. Далее, используя это значение, можно будет перейти к приведенной стоимости посредством формулы Гордона [4] (модель perpetuity с учетом роста на величину инфляции). Поскольку в данном случае рассматривается базовая модель для достаточно малого предприятия, чистый операционный денежный поток будет эквивалентен прибыли. Таким образом, на данном этапе следует примерно оценить прибыль ПВЗ, базируясь на информации по его обороту, тарифу, а также арендной плате.

Для данной цели может быть использована следующая формула:

$$\text{Чистая прибыль} = (\text{оборот} * \text{процент} - \text{аренда} - \text{ФОТ}) * (1 - \text{Налог на прибыль}), \quad (1)$$

При этом «оборот * процент» является выручкой. Налог на прибыль можно принимать за 15%, поскольку практически все ПВЗ попадают под эту категорию в рамках УСНО (конечно, для оптимизации в некоторых случаях можно брать 6% на доход вместо 15% на прибыль или даже патент, однако на данном этапе такой упрощенный подход также достаточен)

Таким образом, в рамках данной базовой модели есть все данные, кроме ФОТ. Однако это не является большой проблемой, поскольку данный показатель довольно слабо варьируется в рассматриваемой деятельности, и сам WB в рамках Москвы предлагает его брать за 90 тыс. рублей [10]. Далее можем получить количественное выражение чистой прибыли:

$$\text{ЧП} = (6\ 702\ 010 * 4\% - 109\ 000 - 90\ 000) * (1 - 15\%) = 58\ 718,34 \text{ (руб.)}$$

58 718 рублей – это первое приближение ежемесячной прибыли, которое мы получили для данного лота в рамках упрощенной модели.

Для того, чтобы посчитать PV (приведенную стоимость) бизнеса, необходимо определить ставку дисконтирования, а также величину долгосрочной инфляции, и далее привести их к такому же периоду (в нашем случае – 1 месяц).

Ставка дисконтирования обычно считается по WACC, который позволяет учесть вес различных источников финансирования, а также налоговый щит. В рамках данного исследования данный подход будет излишним, поскольку в рамках владения ПВЗ иметь дело с заемными средствами приходится редко. Следовательно, вместо оценки требования рентабельности на собственный капитал (который будет порожден операционной деятельностью) при помощи традиционной модели CAPM, можно использовать куда более простой и интуитивно понятный подход.

Концепция стоимости денег во времени обусловлена тем, что деньги всегда могут приносить определенный процент, если их куда-то вложить. Для расчета по CAPM нужно собирать информацию по β -чувствительности исследуемого рынка, однако это не совсем целесообразно в рамках данной работы. Для простой, хоть и поверхностной, оценки данной ставки предлагается подход «базовая доходность + 5%», при этом 5% отражает добавочную стоимость риска. Отметим, что предложенный подход является альтернативой методу CAPM исключительно из-за своей простоты. В случае построения полной модели следует обосновать ставку дисконтирования более серьезно. Тем не менее, несмотря на то что актуальная процентная ставка в РФ на 08.04.2025 составляет 21%,

$$PV = \frac{CF_0}{d-g} = \frac{58718}{1,57\% - 0,25\%} = 4\ 431\ 158 \text{ (руб)}, \quad (2)$$

где PV – приведённая стоимость актива (Present Value)

CF_0 – денежный поток за текущий период (Cash Flow)

d – ставка дисконтирования (discount rate)

g – темп роста денежного потока (growth rate)

Таким образом, приведенная стоимость данного ПВЗ по простой модели составляет 4,4 млн руб. Теперь мы можем высчитать чистую приведенную стоимость по формуле

$$NPV = PV - P_0, \quad (3)$$

где NPV – чистая приведенная стоимость (буквально «прибыль» от покупки лота)

ее не следует брать в качестве основы дисконтирования, поскольку по правилу Гордона получится, что такой уровень предполагается бесконечным. Поскольку это маловероятно, следует взять, например, доходность по 20-летним бескупонным облигациям, составляющую на 08.04.2025 15,58% [15]. Долгосрочный рост (инфляцию) можно взять, как это делают традиционно, 3-4%.

Отметим, что более точная финансовая модель предполагала бы отдельное выделение пяти лет прогнозирования, и только после этого применение терминальных показателей. Для отдельных пяти лет можно также прорабатывать и индивидуальную стратегию покупателя ПВЗ, которая бы предполагала дополнительные инвестиции или наличие инсайдерской информации о темпах роста оборота в конкретной локации и т. п. В рамках данного исследования предполагается множественное сравнение различных лотов ПВЗ и главной целью является сравнительный анализ, поэтому основной заложенной предпосылкой выступает отсутствие информации для специфического моделирования индивидуально каждого лота. При этом, поскольку упрощения касаются сразу всех лотов – они не должны оказать значительное влияние на точность модели именно с точки зрения сравнительного анализа.

Для начала пересчитаем годовые ставку дисконтирования ($15,58\% + 5\% = 20,58\%$) и рост 3% в ежемесячные эквиваленты – получили 1,57% и 0,25% соответственно (используя функцию НОМИНАЛ в Excel). Обозначим d за ставку дисконтирования, g – за темпы роста, $CF(0)$ – за чистую прибыль для текущего месяца. В конечном счете имеем:

P_0 – цена лота, которая составляет 2,5 млн рублей.

Таким образом, NPV в данном случае составит 1,9 млн рублей. Далее можно посчитать PI как $\frac{NPV}{P_0} + 1$, и оно в данном случае составит 1,77.

Можно утверждать, что теоретическое значение NPV в рамках совершенной конкуренции и идеальной рыночной системы со свободным перемещением капитала и нулевой асимметрией информации должно составлять 0 рублей. В рамках данной модели расхождения обуславливаются:

— Недостатком информации о бизнес-модели ПВЗ (из-за чего не были учтены факторы, которые точно имеют место быть, в частности, штрафы и иные прочие расходы);

— Недостатком данных о конкретных финансовых параметрах ПВЗ (например, ФОТ был спрогнозирован по грубому среднему);

— Поверхностным характером определения фактора дисконтирования (также следует отметить, что на практике для каждого инвестора фактор дисконтирования будет уникальным);

— Прогнозирование на основе постоянства операционного потока.

Глобальные же расхождения с теоретическим NPV будут обусловлены следующими факторами:

— Неточность предоставленной информации, которая может не соответствовать действительности;

— Асимметрия информации (например, продавец может знать, что в ближайшее время окажет влияние фактор, который негативно скажется на выручке, однако рынку в целом данный факт неизвестен);

— Иррациональность продавца (продажа прибыльного лота может быть обусловлена неграмотностью / отсутствием информации);

— Требование ликвидности (если продавцу срочно понадобились деньги, то фактор скорости продажи для него может играть ключевую роль, за счет чего продавец готов пойти на скидку).

Эти пункты обуславливают расхождение теоретического NPV с фактическим даже в случае, если будет применена идеальная модель, которая учитывает все факторы.

Таким образом, составленная модель конкретно для этого лота выносит вердикт: «выгоден к покупке». Далее следует масштабировать функционал созданной модели и применить ее к каждому из лотов, чтобы получить сводную характеристику по всем выставленным ПВЗ и в конечном счете ранжировать их по привлекательности и показать – какой лот является самым выгодным вложением в рамках такого анализа.

Отметим, что далее будут рассмотрены только ПВЗ, расположенные на территории Москвы. Это обусловлено тем, что включение в анализ всех городов достаточно сильно исказит основное назначение модели, а именно способность к сравнительному анализу и ранжированию. Вернее, такой функционал сохранится, однако он будет менее логичным, поскольку агрегация всех лотов будет требовать отдельного сопоставления в разрезе городов.

На данный момент следует для каждого лота, выставленного на аукцион, также посчитать все указанные метрики, и оформить данное представление в виде таблицы, где каждой строке будет соответствовать один выставленный на аукцион ПВЗ.

Таблица 2

Вводные данные по лотам, оформленные для анализа.

Table 2

Initial data on auction lots prepared for analysis.

| № лота | Цена | Оборот | Тариф | Выручка | Аренда | ФОТ |
|--------|-----------|-----------|-------|---------|---------|--------|
| 6 | 800 000 | 2 533 359 | 4,94% | 125 045 | 80 000 | 70 000 |
| 43 | 1 800 000 | 3 085 898 | 5,61% | 173 069 | 130 000 | 70 000 |
| 21 | 1 500 000 | 4 546 975 | 6,48% | 294 852 | 215 000 | 70 000 |
| 32 | 650 000 | 2 190 794 | 5,45% | 119 336 | 47 000 | 70 000 |
| 46 | 2 500 000 | 5 797 902 | 4,25% | 246 411 | 50 000 | 70 000 |
| 50 | 2 700 000 | 8 861 543 | 3,94% | 349 580 | 70 395 | 88 615 |
| 40 | 2 900 000 | 6 081 393 | 4,75% | 288 749 | 112 000 | 70 000 |
| 14 | 950 000 | 2 250 945 | 4,88% | 109 935 | 115 000 | 70 000 |
| ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |

Источник: Составлено авторами на основе данных [6].

Source: Compiled by the authors based on data from [6].

На табл. 2 представлены только первые 8 лотов (всего имеется информация по 52 лотам на состояния 07.04.2025). ФОТ рассчитывается как 1% от оборота, но должен составлять не менее 70000 рублей (поскольку разные ПВЗ имеют разные ре-

жимы работы: некоторые достигают 100 часов нагрузки в неделю, следовательно целесообразно устанавливать ФОТ в процентах от оборота; тем не менее, данный параметр в идеале должен быть

уточнен у владельца). Остальные данные представляются в рамках самого лота.

Далее следует рассчитать для каждого лота информацию по чистой прибыли, PV, NPV и PI так-

же, как это было сделано в примере, рассмотренном выше.

Рассчитанные метрики эффективности по восьми лотам.

Таблица 3

Table 3

Calculated performance metrics for eight auction lots.

| № лота | Прибыль | Чистая прибыль | PV | NPV | PI |
|--------|---------|----------------|------------|------------|-------|
| 6 | -24 955 | -24 955 | -2 579 893 | -3 379 893 | -3,22 |
| 43 | -26 931 | -26 931 | -2 784 176 | -4 584 176 | -1,55 |
| 21 | 9 852 | 8 374 | 865 740 | -634 260 | 0,58 |
| 32 | 2 336 | 1 986 | 205 275 | -444 725 | 0,32 |
| 46 | 126 411 | 107 449 | 11 108 309 | 8 608 309 | 4,44 |
| 50 | 190 570 | 161 984 | 16 746 214 | 14 046 214 | 6,20 |
| 40 | 106 749 | 90 737 | 9 380 520 | 6 480 520 | 3,23 |
| 14 | -75 065 | -75 065 | -7 760 356 | -8 710 356 | -8,17 |

Как и ожидалось, расчетные значения снова сильно отклоняются от теоретических. Например, PI-метрика принимает как значение «-8,17», так и значение «6,20», что крайне необычно с учетом того факта, что рассматриваются альтернативные проекты, представленные на одном рынке. Примечательно также то, что в обычном бизнесе данное значение должно колебаться в районе «1,2». Когда же PI достигает «1,5» – это говорит о высоком уровне прибыльности проекта и связано зачастую с его повышенным риском. Напомним, что в слу-

чае, когда PI падает ниже единицы – проект считается невыгодным.

Перейдем к заключительной части для более подробной интерпретации результатов.

Результаты и обсуждения

В табл. 3 были рассмотрены 8 лотов из общего числа, а также были замечены серьезные несоответствия теоретическим значениям. Для того, чтобы визуализировать более общие тенденции, анализируя сразу весь массив, используем гистограмму:

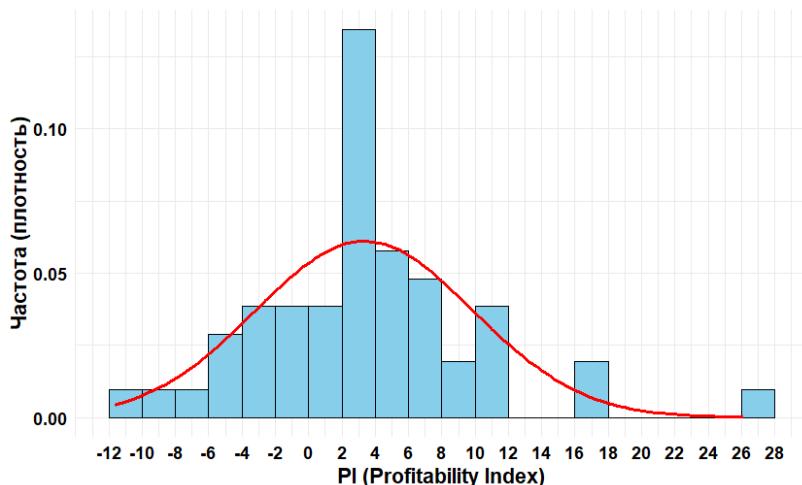


Рис. 1. Гистограмма распределения лотов ПВЗ по PI.
Fig. 1. Histogram of the distribution of PVP auction lots by PI.

Источник: составлено авторами в рамках проведенного исследования при помощи R

Несмотря на то, что множество лотов имеют значения, отличные от ожидаемых, модель была

бы в значительной степени корректной, если бы выполнились два следующих условия:

- 1) Распределение PI является нормальным

2) Среднее значение этого распределения соответствует реальному уровню PI (примерно от 1 до 1,5)

На рис. 1 красным отражено ожидаемое нормальное распределение для заданных значений PI. Как видно – фактическое распределение значительно отличается от нормального. Значительная часть рассчитанных значений сгруппировалась в диапазоне 2 – 4, что является сильным отклонением от ожидаемой величины в ~1,3. Чтобы формально убедиться в отсутствии нормальности распределения, можно провести тест Шапиро-Вилка (воспользуемся для этой цели R):

```
> shapiro.test(df_sheet$PI)
Shapiro-Wilk normality test
data: df_sheet$PI
W = 0.94692, p-value = 0.02162
```

Хотя на уровне значимости 5% нулевая гипотеза о нормальности отвергается, при более строгом уровне 1% – оснований для отклонения гипотезы нет. Это позволяет предположить, что отклонения от нормальности не являются критичными.

Среднее значение PI по всем лотам составляет 3,32, при этом около 20% значений сконцентрированы в диапазоне от 2 до 4. Это существенно превышает теоретически ожидаемый уровень в 1-1,5, что говорит о заметном смещении распределения в сторону высокой инвестиционной привлекательности.

Подобное отклонение может объясняться рядом факторов: низкой ликвидностью рынка, когда

продавцы вынуждены снижать цены ради быстрой продажи; слабым спросом и ограниченным числом инвесторов; отсутствием устоявшейся практики ценообразования; а также асимметрией информации, при которой покупатель не обладает полным представлением о бизнесе [8,11]. Эти особенности отражают раннюю стадию развития рынка и указывают на то, что текущие цены могут не отражать реальную приведённую стоимость бизнеса.

Теперь следует перейти к практической применимости модели. Несмотря на то, что в целом модель имеет смещение в сторону переоценки бизнеса (если предположить, что это не обусловлено «ошибками» продавцов или стремлением сделать скидку ради ликвидности), эффективность с точки зрения сравнительной оценки лотов «внутри» модели не должна пострадать.

Поскольку для каждого лота имеются значения NPV и PI, их можно ранжировать по привлекательности – от наиболее убыточного вложения к наиболее прибыльному. На рис. 1, на котором изображена гистограмма, это ранжирование уже выполнено: от наименьших значений («-12» в частности) до наибольших (например, «27»). Таким образом, лот со значением PI в 27 является самым выгодным и может быть предложен к покупке инвестору, заинтересованному в данного рода бизнесе. Также можно отдельно рассмотреть лоты, которые показывают рекордно низкие PI.

Таблица 4

Сравнение наиболее и наименее привлекательных лотов ПВЗ на аукционе.

Table 4

Comparison of the most and least attractive PVP auction lots.

| № лота | Цена | Выручка | Аренда | ФОТ | Чистая прибыль | PV | NPV | PI |
|--------|-----------|---------|---------|---------|----------------|------------|-------------|--------|
| 47 | 900 000 | 591 842 | 200 000 | 124 139 | 227 548 | 23 524 293 | 22 624 293 | 26,14 |
| 24 | 2 700 000 | 862 412 | 165 000 | 147 613 | 467 329 | 48 313 358 | 45 613 358 | 17,89 |
| 52 | 3 500 000 | 798 179 | 200 000 | 163 801 | 369 221 | 38 170 746 | 34 670 746 | 10,91 |
| 39 | 600 000 | 200 172 | 80 000 | 70 000 | 42 646 | 4 408 842 | 3 808 842 | 7,35 |
| 27 | 1 200 000 | 139 543 | 130 000 | 70 000 | -60 457 | -6 250 154 | -7 450 154 | -5,21 |
| 1 | 699 000 | 127 910 | 100 000 | 70 000 | -42 090 | -4 351 341 | -5 050 341 | -6,23 |
| 14 | 950 000 | 109 935 | 115 000 | 70 000 | -75 065 | -7 760 356 | -8 710 356 | -8,17 |
| 5 | 800 000 | 139 942 | 160 000 | 70 000 | -90 058 | -9 310 360 | -10 110 360 | -11,64 |

Рассмотрим лот №47, который демонстрирует рекордный PI в размере 26,14. Во-первых, стоит отметить, что он имеет крайне низкую цену – 900 тысяч рублей (по рассмотренным 52 аукционам средняя цена составляет 2 млн руб.). При выручке в примерно 600 тысяч рублей бизнес генерирует

чистую прибыль в размере примерно 200 тысяч в месяц. Таким образом, предполагается, что бизнес оккупится буквально за полтора квартала. Отметим при этом, что именно такую информацию видит покупатель ПВЗ, который заходит на официальный сайт WB и просматривает выставленные к продаже

же лоты. «Справедливая стоимость» такого денежного потока оценивается в 23 млн. руб. при заданном темпе роста и заданной ставке дисконтирования, при этом его стоимость составляет лишь 900 тыс. руб. Таким образом, этот лот действительно является привлекательным, и инвестору точно следовало бы его изучить и запросить дополнительную информацию. В частности, узнать, планируются ли какие-либо изменения в локации, в которой расположен данный лот, имеются ли какие-то дополнительные затраты на обслуживание деятельности в рамках данного ПВЗ (возможно, там имеет место быть высокий уровень неконтролируемой порчи товара, из-за чего ПВЗ получает массу штрафов от самого маркетплейса). Формализуя эту идею экономическим языком, можно сказать, что инвестор будет вынужден нести трансакционные издержки по преодолению информационной асимметрии для получения дополнительных данных по операционным затратам в целях дать более точную оценку CF (cash flow), порождающего PV и, следовательно, NPV для принятия рационального решения по покупке бизнеса. Отметим, что данная задача уже должна решаться в рамках деятельности инвестора (ввиду наличия у него дополнительных знаний по специфике бизнеса), а не в рамках продемонстрированной расчетной модели. Модель выявила наиболее привлекательный лот: теперь, вместо того чтобы досконально изучать каждый ПВЗ и нести дополнительные издержки, инвестор имеет возможность сосредоточиться на тех лотах, которые с наибольшей вероятностью будут выгодными после дополнительной проверки.

Аналогичную ситуацию показывают и лоты 24, 52 и 39. Имея высокую выручку, они генерируют положительный денежный поток, который перекрывает цену аукциона.

Лоты 27, 1, 14 и 5 в свою очередь даже на стадии чистой прибыли демонстрируют отрицательный эффект. Например, для лота 14 средняя выручка за месяц составляет 110 тыс. руб., в то время как лишь аренда составляет 115 тыс. руб. Таким образом, данный бизнес не перекрывает даже сто-

имость помещения, хотя фактически для его функционирования нужно еще по крайней мере 70 тыс. руб. на ФОТ. Более того, для приобретения этого убыточного бизнеса следует еще отдать 950 тысяч рублей. Может показаться, что это не совсем рациональное решение, однако стоит отметить, что здесь также вскрывается ограниченность модели, связанная с тем, что она учитывает оценку бизнеса лишь доходным методом. Помимо такого подхода есть еще два: сравнительный и затратный. Сравнительный в рамках данного исследования не совсем уместен, но затратный вполне имеет место быть. Сущность затратного подхода заключается в расчете рыночной стоимости активов бизнеса за вычетом рыночной стоимости обязательств. Иными словами, приобретая бизнес за 950 тыс. рублей, инвестор также имеет возможность распродать имеющиеся активы (видеокамеры, стеллажи и пр.) и получить с этого доход. Но какой смысл в таком случае продавать «бизнес» именно продавцу, ведь если предположить, что затратная стоимость превысит 950 тыс. рублей и будет выгодным предложением для инвестора, то это автоматически становится невыгодным предложением для продавца (за исключением лишь того случая, если инвестор имеет больше информации о том, как более эффективно реализовать текущие активы). Таким образом, данное ограничение модели не является критическим.

Также следует отметить, что для всех «убыточных» лотов само значение выручки не превышает 150 тыс. рублей. Таким образом, специфика данного бизнеса заключается в ярко выраженном положительном эффекте масштаба: поскольку основной статьей расходов являются фиксированные издержки, рост оборота имеет сильное воздействие на рост прибыли, в особенности при изначально низких значениях (так как при росте дохода не наблюдается рост затрат; получается, что повышение оборота приводит к пропорциональному росту прибыли). Для иллюстрации данного факта покажем зависимость чистой прибыли от оборота:

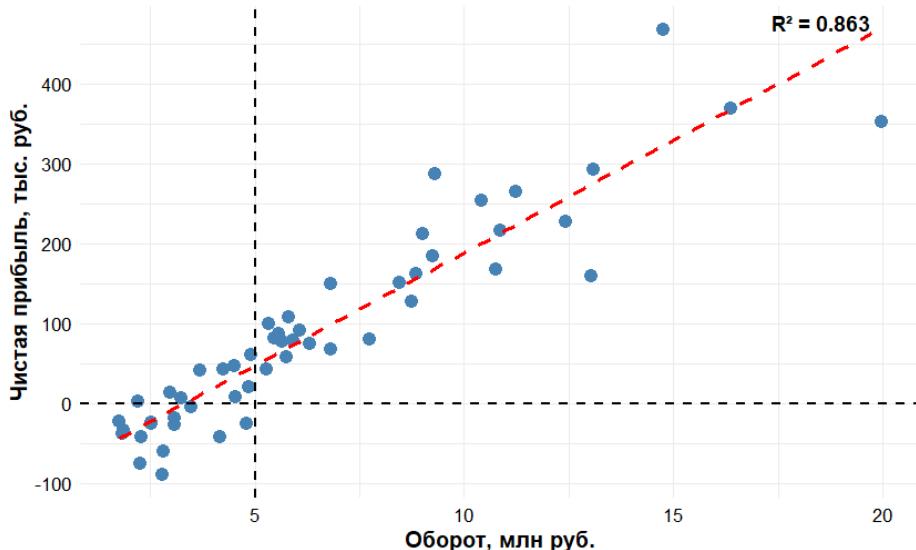


Рис. 2. Зависимость чистой прибыли ПВЗ от оборота.
Fig. 2. Relationship between PVP net profit and turnover.

Таким образом, мы видим достаточно сильную линейную связь (рис. 2): колебания вокруг тренда не очень значительные и обусловлены разницей в арендной плате (на практике, безусловно, будут влиять так же и другие факторы, однако в рамках данной модели они не рассмотрены). Лишь 13,7% изменчивости прибыли не объясняется изменчивостью оборота (коэффициент детерминации отображен на графике). Следует при этом заметить, что критическим значением оборота является 5 млн рублей. Лоты с оборотом меньшего критического значения способны генерировать положительную прибыль в основном за счет арендных плат, значительно ниже средних.

Выявленная зависимость между оборотом и прибылью подтверждает ключевую роль объема продаж в формировании инвестиционной привлекательности ПВЗ, особенно в условиях доминирования фиксированных затрат. Это подчеркивает важность учета масштабируемости бизнеса при принятии инвестиционных решений. Учитывая изложенные наблюдения, перейдем к обобщению результатов и формулировке выводов исследования.

Выводы

Проведенный анализ инвестиционной привлекательности пунктов выдачи заказов (ПВЗ), выставленных на аукцион на платформе Wildberries, позволяет сделать несколько ключевых выводов. Разработанная упрощенная финансовая модель, несмотря на ограниченность входных данных, продемонстрировала высокую эффективность в

задачах предварительного ранжирования и отбора лотов. Выявленный широкий разброс показателей (в частности, PI) указывает на наличие рыночных неэффективностей, таких как информационная асимметрия, слабая ликвидность и отсутствие единых принципов ценообразования на рынке готового бизнеса.

Среднее значение PI (3,32) значительно превышает теоретически ожидаемый уровень, что может свидетельствовать либо о недооценённости части бизнесов, либо о наличии скрытых факторов, влияющих на качество активов. Модель эффективно отсеивает заведомо убыточные лоты, позволяя инвесторам сосредоточиться на анализе наиболее перспективных предложений, как это было продемонстрировано на примере лота №47.

Также был выявлен ярко выраженный эффект масштаба: увеличение оборота ведёт к значительному росту прибыли при относительно стабильных издержках, что делает данный сегмент бизнеса особенно чувствительным к объемам продаж. Однако следует помнить, что для принятия окончательных решений модель должна дополняться более глубокой due diligence с учётом всех возможных рисков и дополнительных расходов.

Таким образом, несмотря на ряд допущений и ограничений, предложенная методика может быть использована как эффективный инструмент предварительной фильтрации и оценки инвестиционной привлекательности ПВЗ, способствующий снижению трансакционных издержек и более рациональному распределению внимания инвестора.

Финансирование

Работа выполнена при поддержке Программы стратегического академического лидерства РУДН и Экономического факультета, проект № 060330-0-000

Публикация подготовлена при поддержке Программы развития РУДН (проект П13) в рамках конкурса «Совместный старт: сделаем науку вместе» (приказ №1904-р от 29.11.2024). Авторы выражают благодарность научному управлению РУДН за организационно-методическую поддержку. Участие в конкурсе позволило обеспечить реализацию исследования и подготовку результатов в форме научной публикации.

Список источников

1. Cheong H., Kim B., Vaquero I.U. A Data Valuation Model to Estimate the Investment Value of Platform Companies: Based on Discounted Cash Flow // Journal of Risk and Financial Management. 2023. Vol. 16. No. 6. P. 293. DOI: 10.3390/jrfm16060293
2. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012. 992 p.
3. Edelman B., Geradin D. Will That Marketplace Succeed? // Harvard Business Review. July 2024. URL: <https://hbr.org/2024/07/will-that-marketplace-succeed> (дата обращения: 13.01.2025)
4. Gordon M.J. The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. Homewood, IL: R.D. Irwin, 1962.
5. Юзлович Л.И. и др. Инвестиции и инвестиционная деятельность: учебник / под общ. ред. Л.И. Юзлович; Урал. гос. экон. ун-т. Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2021. 498 с. ISBN 978-5-7996-3082-9
6. Карта пунктов выдачи Wildberries // map.wb.ru. URL: <https://map.wb.ru/#13.95/55.67224/37.56654> (дата обращения: 10.01.2025)
7. Мамиев К. Методы оценки экономической эффективности предпринимательских проектов // Вестник науки. 2024. № 10 (79). С. 70 – 81.
8. Николаева И.П. Экономическая теория: учебник. 2-е изд. М.: Дашков и К, 2017. 328 с. ISBN 978-5-394-02750-5
9. Росстат. Инвестиции в России. 2023. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Invest_2023.pdf (дата обращения: 13.01.2025)
10. Сайт для партнёров Wildberries // seller.wildberries.ru. URL: https://seller.wildberries.ru/about-portal/ru?redirect_url=httpsFseller.wildberries.ru (дата обращения: 10.01.2025)
11. Савчук В.П. Оценка стоимости бизнеса: теория и практика. М.: Экзамен, 2021. 384 с. ISBN 978-5-377-14415-9
12. Сочнева Е.Н., Малахова А.А., Кравцов Д.И., Зябликов Д.В. Теоретико-методологические основы оценки инвестиций в России // Креативная экономика. 2021. Т. 15. № 9. С. 3575 – 3592. DOI: 10.18334/ce.15.9.113559
13. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Перспектива, 1998. 656 с. ISBN 5-88045-032-5
14. Урустемов С. Вклад маркетплейсов в развитие национальной экономики: возможности, вызовы и перспективы // Вестник науки. 2025. № 2 (83). С. 241 – 248.
15. Центральный банк РФ. Доходность ОФЗ. URL: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/ (дата обращения: 08.01.2025)

References

1. Cheong H., Kim B., Vaquero I.U. A Data Valuation Model to Estimate the Investment Value of Platform Companies: Based on Discounted Cash Flow. Journal of Risk and Financial Management. 2023. Vol. 16. No. 6. P. 293. DOI: 10.3390/jrfm16060293
2. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012. 992 p.
3. Edelman B., Geradin D. Will That Marketplace Succeed? Harvard Business Review. July 2024. URL: <https://hbr.org/2024/07/will-that-marketplace-succeed> (date of access: 13.01.2025)
4. Gordon M.J. The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. Homewood, IL: R.D. Irwin, 1962.
5. Yuzlovich L.I. et al. Investments and investment activity: textbook. edited by L.I. Yuzlovich; Ural state economic University. Ekaterinburg: Publishing house of Ural. University, 2021. 498 p. ISBN 978-5-7996-3082-9
6. Map of Wildberries pick-up points. map.wb.ru. URL: <https://map.wb.ru/#13.95/55.67224/37.56654> (date of access: 10.01.2025)

7. Mamiev K. Methods for assessing the economic efficiency of entrepreneurial projects. Bulletin of science. 2024. No. 10 (79). Pp. 70 - 81.
8. Nikolaeva I.P. Economic theory: textbook. 2nd ed. Moscow: Dashkov i K, 2017. 328 p. ISBN 978-5-394-02750-5
9. Rosstat. Investments in Russia. 2023. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Invest_2023.pdf (date of access: 13.01.2025)
10. Website for Wildberries partners. seller.wildberries.ru. URL: https://seller.wildberries.ru/about-portal/ru?redirect_url=https%3Fseller.wildberries.ru (date accessed: 10.01.2025)
11. Savchuk V.P. Business valuation: theory and practice. Moscow: Exam, 2021. 384 p. ISBN 978-5-377-14415-9
12. Sochneva E.N., Malakhova A.A., Kravtsov D.I., Zyablikov D.V. Theoretical and methodological foundations of investment assessment in Russia. Creative Economy. 2021. Vol. 15. No. 9. Pp. 3575 – 3592. DOI: 10.18334/ce.15.9.113559
13. Stoyanova E.S. Financial management. 3rd ed., revised and enlarged. Moscow: Perspektiva, 1998. 656 p. ISBN 5-88045-032-5
14. Urustemov S. Contribution of marketplaces to the development of the national economy: opportunities, challenges and prospects. Science Bulletin. 2025. No. 2 (83). P. 241 – 248.
15. Central Bank of the Russian Federation. OFZ yield. URL: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/ (date of access: 08.01.2025)

Информация об авторах

Приказнов Ф.А., ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0004-5590-9286>, Российский университет дружбы народов им. Патриса Лумумбы, 117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, 6, 1032216726@pfur.ru

Кадров В.М., ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0008-9394-4874>, Российский университет дружбы народов им. Патриса Лумумбы, 117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, 6, vmkadrov@yandex.ru

Васильева Г.А., ассистент, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2847-2953>, Российский университет дружбы народов им. Патриса Лумумбы, 117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, 6, каб 110, vasilyeva-ga@pfur.ru

Мосягина С.В., лаборант кафедры Инновационного менеджмента и внешнеэкономической деятельности в промышленности, ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0008-9101-3195>, Российский университет дружбы народов им. Патриса Лумумбы, mosyagina_sv@pfur.ru

© Приказнов Ф.А., Кадров В.М., Васильева Г.А., Мосягина С.В., 2025