

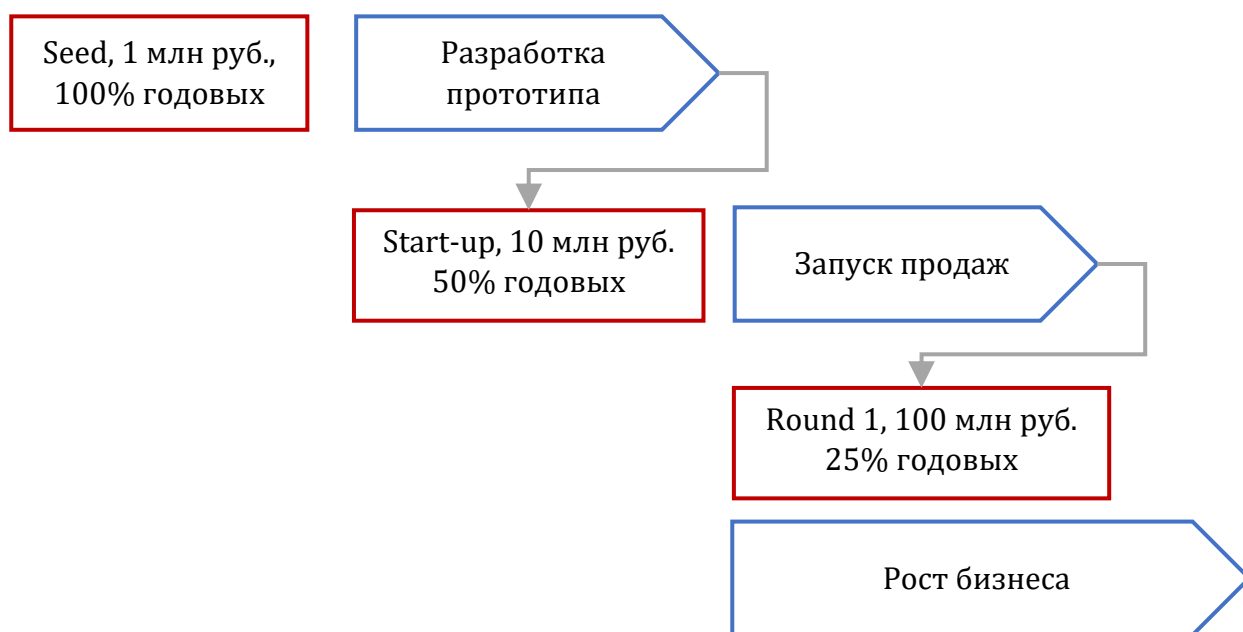
Метод венчурного капитала

Особенности оценки венчурной компании

При оценке венчурной компании аналитик сталкивается с рядом специфических сложностей, которые довольно редко встречаются в зрелом бизнесе. Среди них можно выделить две наиболее важные.

Во-первых, на начальных этапах создания бизнеса неопределенность результатов и риски инвестора крайне велики. Поэтому инвесторы готовы вкладывать деньги только в том случае, если успех проекта обещает им огромную прибыль. Как правило, для этих начальных инвестиций требуемая доходность и, соответственно, ставка дисконтирования инвестора находится в интервале от 50% до 100% годовых.

Разумеется, при этом инвестор не готов вкладывать сразу крупные суммы, а предприниматели не могут обеспечить такой доход на всю сумму требуемых инвестиций. Поэтому финансированию проекта привлекается поэтапно:



В этом примере венчурная компания сначала привлекает небольшую сумму для разработки прототипа. Продукта еще нет, и не известно, получится ли вообще что-то, риски очень велики, и инвестор соглашается дать всего 1 млн руб., ожидая, что в случае успеха доходность этих вложений будет очень велика.

Если прототип успешно создан, то риски снижаются, и следующий инвестор готов дать 10 млн, достаточные для запуска бизнеса. Но пока не ясно, будет ли спрос на созданный продукт, удастся ли успешно построить продажи. Доходность инвестора этой фазы должна составлять 50%.

И наконец, после того как компания превратилась в полноценный бизнес с действующими продажами и операциями, ей нужны крупные вложения, чтобы нарастить масштабы. Теперь приходит инвестор следующей фазы, он вкладывает деньги в более-менее понятные перспективы, и его требуемая доходность будет всего 25%.

Результат такой схемы финансирования для аналитика — в оценке венчурного бизнеса нет одной, общей для всей компании, ставки дисконтирования. Более того, и оценка бизнеса нужна не «по состоянию на сегодня», а в самые разные моменты в будущем, чтобы оценить перспективы привлечения инвестиций следующих этапов.

Во-вторых, хотя дисконтирование будущих доходов — это наиболее логичный способ оценить венчурный проект, с доходами возникают трудности. Большинство успешных венчурных компаний годами работают без прибыли, а все свободные средства направляют на дальнейший рост бизнеса. Обычная идея спрогнозировать свободные денежные потоки и продисконтировать их остается без достаточных цифр для дисконтирования.

Для того, чтобы решить эти, а также некоторые другие, проблемы, применяется подход, который часто называют методом венчурного капитала.

Метод венчурного капитала

В простейшем виде метод венчурного капитала выглядит так:

1. **Мы считаем, что компания** не приносит венчурным инвесторам никаких денежных доходов до тех пор, пока весь проект не станет зрелым бизнесом. Как правило, предполагается, что в этот момент компания выйдет на IPO.
2. **На момент предполагаемого IPO** мы оцениваем ожидаемую стоимость компании на основе предполагаемой выручки, EBITDA или прибыли, умноженных на соответствующий рыночный мультипликатор.
3. **Каждый из венчурных инвесторов** имеет свои требования к доходности. Эти требования используют, чтобы вычислить, какой должна быть стоимость его пакета акций в момент IPO.
4. **Двигаясь назад к началу проекта**, мы вычисляем долю, которую этот инвестор должен получить в момент своих начальных инвестиций.
5. **Если доля будет приемлемой**, то мы считаем, что проект привлекателен для этого инвестора.

Разберем это на примере, описанном выше.

Предположим, что после первых «посевных» инвестиций деньги фазы Start-up понадобятся через год, а Round 1 — еще через два года. Если проект будет успешным, то через 5 лет от его начала мы рассчитываем создать бизнес с EBITDA = 500 млн, причем мы считаем, что такая компания будет оцениваться в $5 * EBITDA$.

Итак, мы готовы сделать первый шаг в оценке. Вот инвестиции трех участников:

| | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|----------|-------|--------|---------|---|---|---|
| Seed | 1 000 | | | | | |
| Start-up | | 10 000 | | | | |
| Round 1 | | | 100 000 | | | |

Мы знаем, какую доходность ожидает каждый инвестор в случае успеха. Давайте рассчитаем, сколько он хочет получить в конце пятого года, когда компания выйдет на IPO:

| Оценка, шаг 1 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | % |
|---------------|------|---|---|---|---|---------|-------|
| Компания | | | | | | 500 000 | |
| Seed | 100% | | | | | 32 000 | 6,4% |
| Start-up | 50% | | | | | 50 625 | 10,1% |
| Round 1 | 25% | | | | | 156 250 | 31,3% |

Оценка на раунде 1 320 000

Цифры в крайнем правом столбце — доля акций, которая должна быть у каждого из инвесторов на тот момент, когда компания будет продана за ожидаемые 500 млн. А кроме того, мы узнали, в какую сумму оценивается компания на третий год сразу после того, как инвестор третьего раунда внес свои 100 млн. Если он согласился отдать эту сумму за 31,3%, то всю компанию он, очевидно, оценил в 320 млн.

Но наша работа еще не закончена. Инвестор этапа Start-up, который вложит в проект 10 млн руб. на второй год, хочет иметь в момент продажи компании 10,1% от ее капитала. Но до продажи его доля будет размыта за счет вложения 100 млн. Значит для того, чтобы в конце сохранить за собой долю в 10,1%, он должен получить больше акций. Вычислим эту долю:

| Оценка, шаг 2 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|---------------|---|-------|---|-------|
| Seed | | 9,3% | | 6,4% |
| Start-up | | 14,7% | | 10,1% |
| Round 1 | | | | 31,3% |

Оценка 67 901

Здесь мы видим, что в момент вложения денег инвестор раунда Start-up должен получить 14,7% компании. И, кстати, его вложения означают, что компания достигнет ко второму году оценки 67,9 млн руб.

Доля инвестора посевной (Seed) фазы уменьшается дважды: с приходом денег Start-up и Round 1. Чтобы в самом конце сохранить за собой требуемые ему 6,4%, он должен иметь 9,3% после Start-up раунда, а в самом начале ему надо отдать:

| | |
|---------------|-------|
| Оценка, шаг 3 | 0 |
| Seed | 10,9% |
| Start-up | |
| Round 1 | |
| Оценка | 9 160 |

Итак, мы оценили доли всех инвесторов. Величины, которые мы получили, выглядят адекватно, а значит в принципе финансирование на таких условиях может быть привлекательным.

Разумеется, это очень упрощенная картина. В реальных проектах появляются еще и такие факторы как опционы ключевых сотрудников, другие тонкости. Но общую идею этот пример передает. Подробности расчетов можно посмотреть в прилагаемом файле Excel:

[vcmethod.xlsx]