

- Финансовые показатели
инновационного проекта.**
- 1. Оценка стоимости компании.**
 - 2. Оценка эффективности
инвестиций.**

Два вопроса:

1. Сколько стоит бизнес? (компания, проект...)?
2. Насколько эффективны предполагаемые инвестиции?
 - Какой проект предпочесть инвестору?
 - Как сравнить проекты между собой?

1. Оценка стоимости бизнеса

= (Инвестиционная оценка)

Для целей бизнес-ангельского
инвестирования достаточно

КАЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА!

(Получается ли бизнес?)

Оценка проекта/компании

Два термина - синонима:

- Valuation – концентрация на процессе,
- Appraising – концентрация на результате (цифра).

В случае привлечения независимого оценщика – основным документом является оценочный отчет.

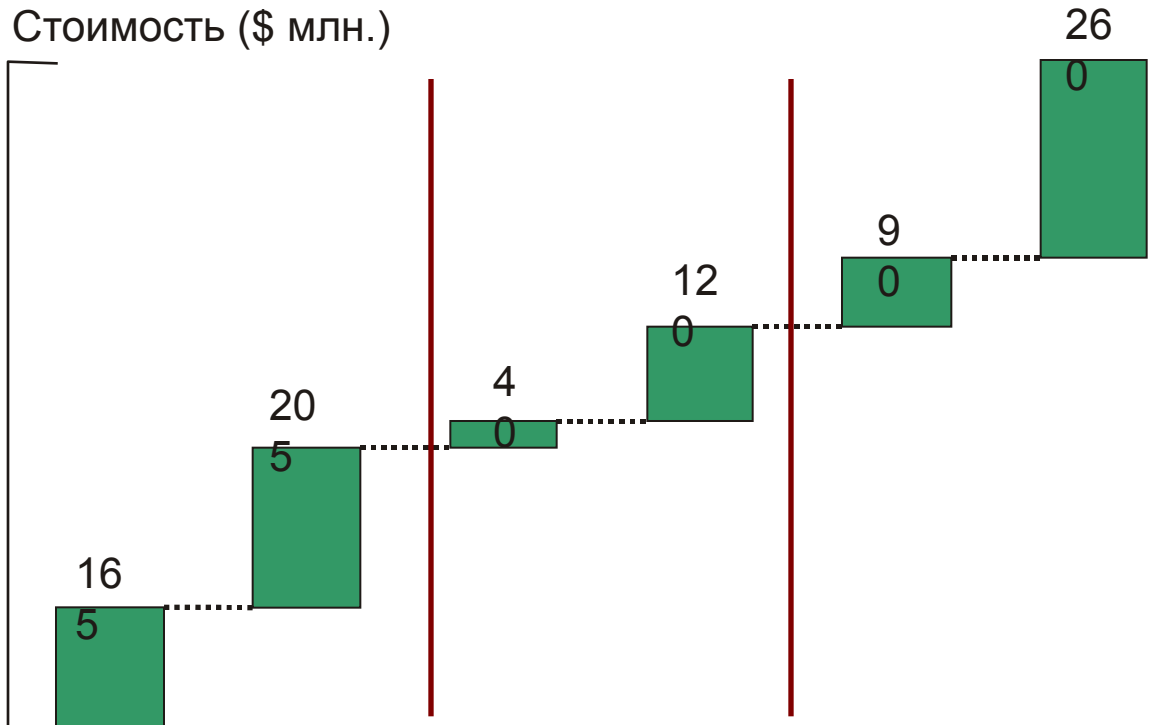
Внутри инвестиционных компаний оценка выполняется аналитиками и associate.

Сколько стоит разработать инновационное лекарство в мировой практике?

Общая стоимость: \$880

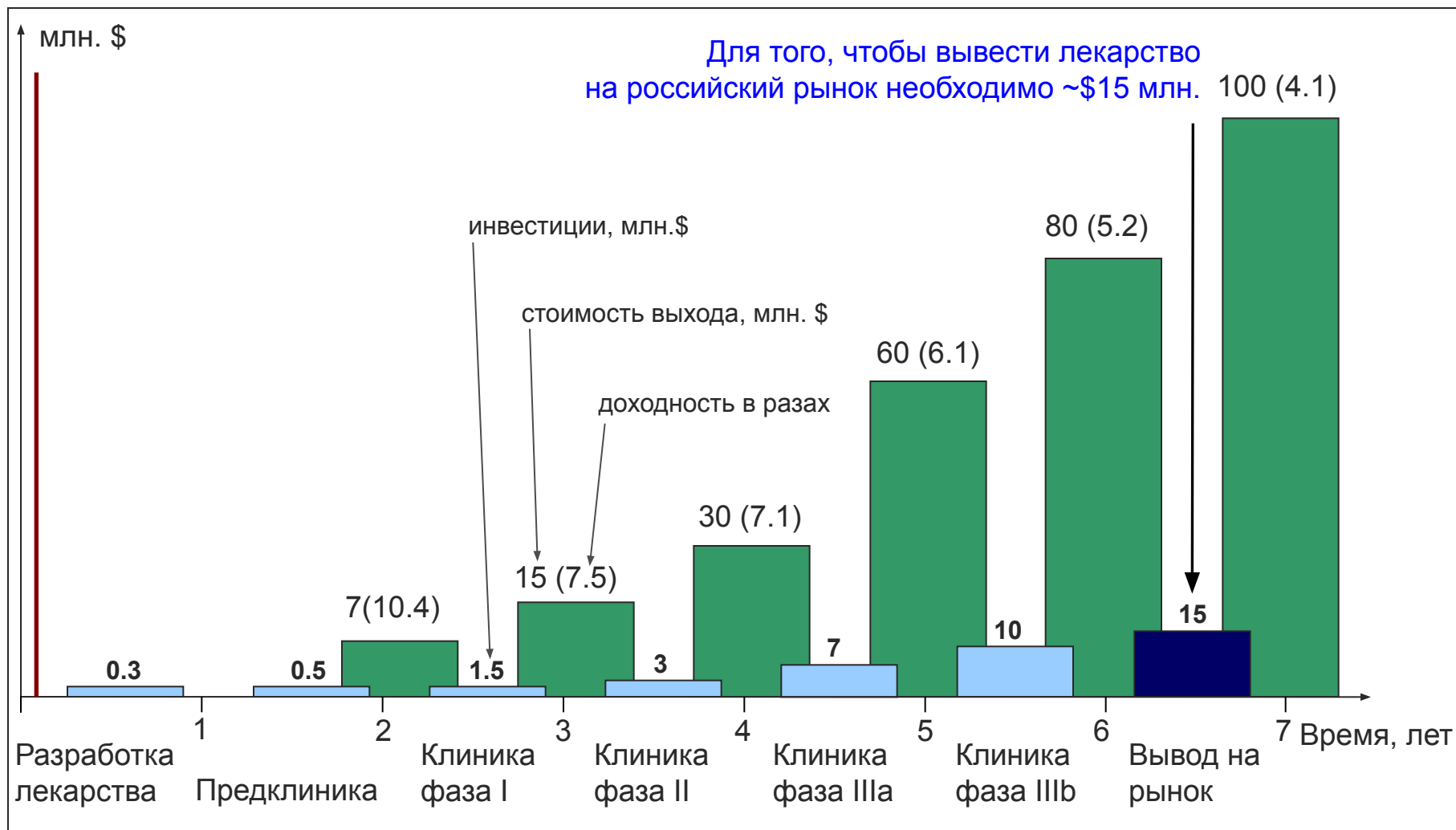
млн.

Стоимость (\$ млн.)



По данным
PAREXEL'S
Pharmaceutical
R&D Statistical
Sourcebook 2000

Рост капитализации проекта в области фармакологии



Зачем? Необходимость в оценке:

Соотнесение между собой вклада инвестора и предпринимателя, определение долей сторон в проекте

$$InvestorShare = \frac{Value_{investment}}{Value_{investment} + Value_{pre-money}} = \frac{Value_{investment}}{Value_{post-money}}.$$

Выполнение нормативных требований ФСФР по оценке чистых активов венчурных фондов, зарегистрированных как ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций.

Купля-продажа долей в компании (доинвестирование, «выход»)

Переговорный метод



Какие АРГУМЕНТЫ привести? – остальные методы...

Основа: существующие задел и активы компании.

Инвестиционная оценка



Методы оценки



1.1. Затратный подход

Оценивается каждый актив компании.

За основу берется бухгалтерский баланс; балансовая стоимость корректируется в зависимости от рыночной ситуации.

Для венчурных проектов важное значение имеет оценка ИС: по сути, используется доходный подход с выделением доли держателя ИС (до 20-25%).

Серьезного внимания требует оценка недвижимости и дорогого оборудования.

1.2. Сравнительный подход

Для компаний ранних стадий сложно найти аналоги.

Изящное решение: поиск информации на сайтах по купле-продаже бизнеса.

Аналоги лишь приблизительны и неточны.

Малая достоверность.

1.2. Сравнительный метод (comparables, COMPS)

Цель: оценка будущей стоимости компании через несколько лет (например, в год «выхода»).

Используются коэффициенты отношения стоимости к показателям компаний, аналогичных оцениваемой по одному или нескольким параметрам:

- отрасли (уровню риска),
- размерам,
- темпам роста.

Типичные отношения: P/E, P/S.

Экспресс-версия: усреднение по всему рынку:

Стоимость компании = Оборот /2 (P/S = 1/2)

Стоимость компании = Прибыль*5 (P/E = 5)

EV

Enterprise Value – Рыночная стоимость компании

- Стоимость предприятия =
Стоимость всех обыкновенных акций предприятия
(рассчитанная по рыночной стоимости)
+ стоимость долговых обязательств (рассчитанная по рыночной стоимости)
+ стоимость доли меньшинства (рассчитанная по рыночной стоимости)
+ стоимость всех привилегированных акций предприятия
(рассчитанная по рыночной стоимости)
— денежные средства и их эквиваленты
- Наличные средства вычитаются потому, что при выплате их в виде дивидендов уменьшается чистая стоимость компании для её возможного покупателя.

ЕВITDA

Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
(Доходы-Расходы)

Выручка (стр. 10 Ф.№2)

- Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг
(стр. 20 Ф.№2)

= Валовая прибыль (стр.29 Ф.№2)

- Коммерческие расходы (стр.30 Ф.№2)

- Управленческие расходы (стр.40 Ф.№ 2)

= Прибыль от реализации (стр.50 Ф.№ 2)

+ Амортизационные отчисления (Форма № 5)

= EBITDA (прибыль до вычета расходов по процентам, уплаты налогов и амортизационных отчислений)

Применяемые коэффициенты

- EV/Sales
- EV/EBITDA
- EV/Net Income

- EV – Enterprise Value – стоимость компании с учётом всех источников финансирования

Рыночные коэффициенты (развивающиеся рынки)

<i>Industry</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Price/Book Equity</i>	<i>ROIC</i>	<i>Price/Sales</i>	<i>Net Margin</i>	<i>EV/Sales</i>	<i>Average PE</i>	<i>Earnings growth over last 5 years</i>
Agricultural Operations	72	2,8	10,0%	3,9	12,7%	4,0	29,7	2,2%
Beverages-Non-alcoholic	29	2,4	10,6%	3,0	3,6%	3,1	14,5	14,5%
Beverages-Wine/Spirits	44	2,5	7,7%	4,1	5,8%	4,3	50,7	3,3%
Brewery	45	3,2	16,7%	2,9	12,3%	3,1	37,5	9,3%
Building&Construct-Misc	61	2,2	5,2%	2,2	3,0%	2,6	23,5	8,5%
Cellular Telecom	43	3,1	11,8%	3,0	9,3%	3,5	22,7	17,4%
Ceramic Products	22	2,1	12,4%	1,7	6,5%	2,0	16,3	22,5%
Chemicals-Plastics	35	2,2	6,2%	2,6	5,9%	3,0	47,9	8,0%
Containers-Metal/Glass	15	3,2	11,1%	2,3	8,6%	2,4	23,1	16,2%
Containers-Paper/Plastic	28	2,2	12,2%	2,5	6,4%	2,8	17,7	14,2%
Food-Dairy Products	22	3,3	18,0%	1,3	6,4%	1,4	21,3	19,8%
Forestry	10	2,2	0,9%	6,0	4,6%	6,3	32,1	-13,3%
Gold Mining	17	6,9	6,8%	7,1	20,1%	7,4	58,9	58,7%
Sugar	13	3,3	8,3%	1,5	9,9%	1,7	41,4	1,6%
Telecom Services	65	2,3	8,3%	3,1	1,8%	3,7	26,7	-26,7%
Telephone-Integrated	43	2,5	9,5%	1,5	-2,9%	2,4	31,1	-17,9%
Textile-Apparel	45	2,8	5,5%	2,5	4,8%	2,8	46,1	3,3%
Tobacco	24	4,5	25,1%	2,7	13,9%	2,7	20,4	35,7%
Market	6145	2,9	9,4%	3,3	6,5%	3,8	36,1	5,2%

Где взять данные?

<http://www.google.com/finance/stockscreeener>

<http://finance.yahoo.com/>

<http://rating.rbc.ru/>

1.3. Доходный подход

Основывается на оценке **денежных потоков = CF**

... сначала – введём основные понятия...

Доходы (Выручка, Продажи + ... % не учитываем) – Расходы = **EBITDA**

Свободный денежный поток проекта - FCF

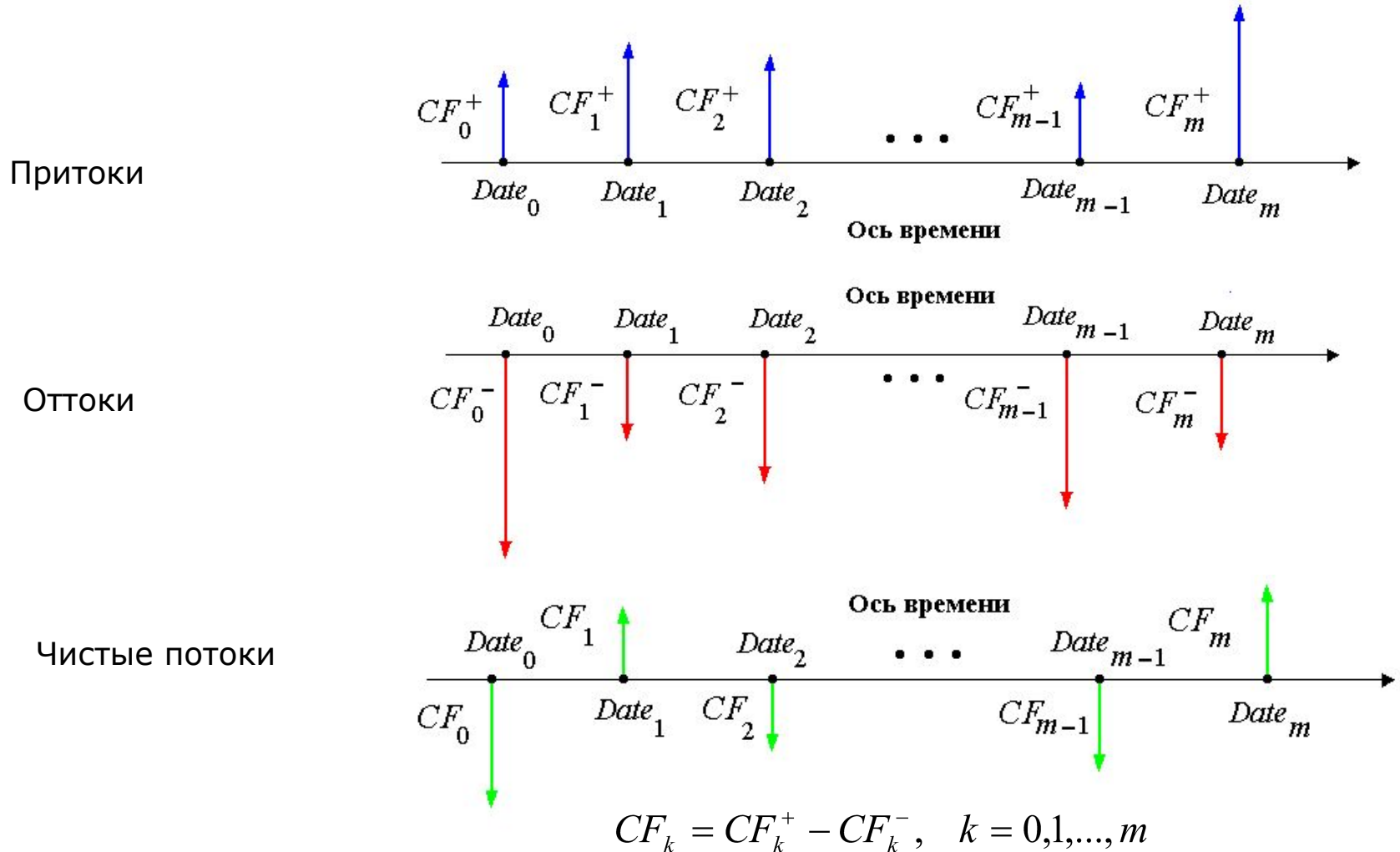
- Под будущими денежными потоками по проекту понимается реальное значение денежных сумм каждого года, *остающихся в распоряжении компании.*

(т.н. свободный денежный поток- FCF)

- Так как амортизация является неденежными затратами (реального оттока денег не происходит), то реальное значение денежного потока больше бухгалтерского значения прибыли на величину амортизационных отчислений.

FCF = Операционная прибыль (ЕВИТ) – Налоги + Амортизация (- +) Изменения в оборотном капитале – Инвестиционные затраты

Денежные потоки



Отчет о прибылях и убытках

Выручка от реализации

Переменные затраты

Маржинальная прибыль

Постоянные затраты

Совокупные затраты

Операционная прибыль

Доходы по ценным бумагам и от долевого

Участия в др. организациях

Прочие операционные доходы

Прочие внереализационные доходы

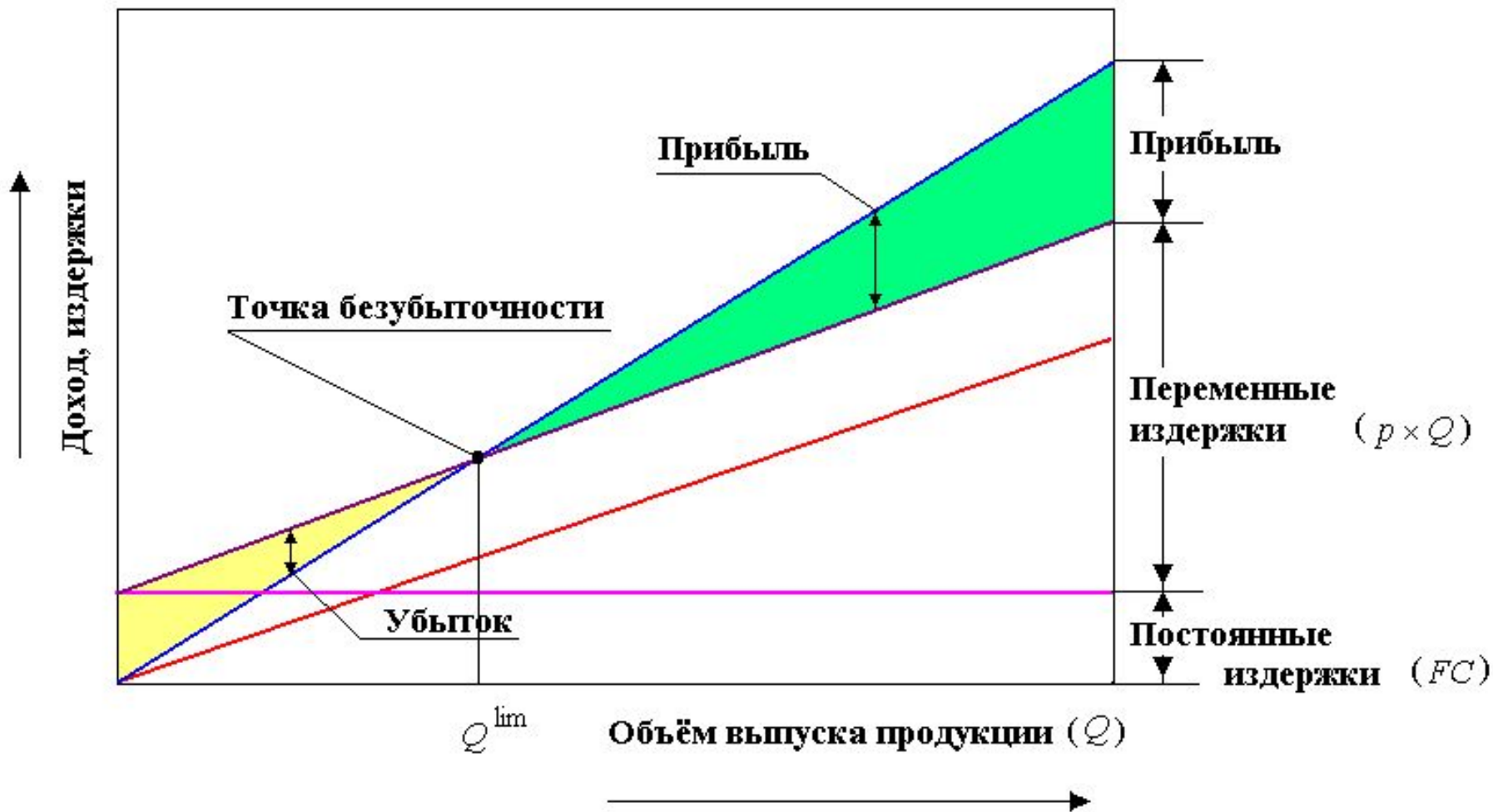
Балансовая прибыль (валовая)

Налог на прибыль

Проценты за кредиты, не включаемые в себестоимость

Чистая прибыль

Операционный контур

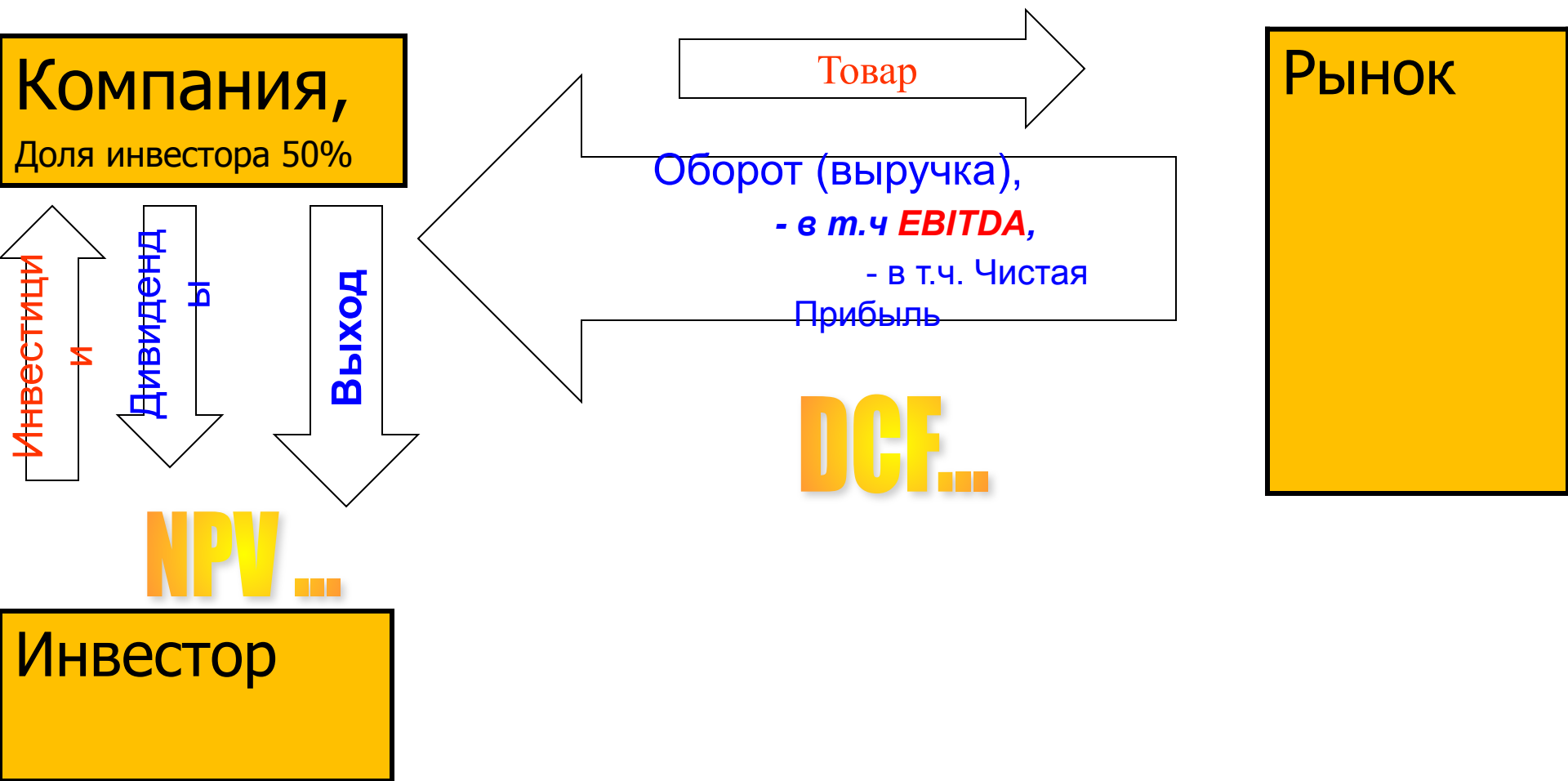


Денежный поток инвестиционного проекта (Cash-flow)

- это зависимость от времени денежных поступлений и платежей при реализации порождающего его проекта, определяемая для всего расчётного периода.

- ✓ денежный поток от **операционной** деятельности,
- ✓ денежный поток от **инвестиционной** деятельности,
- ✓ денежный поток от **финансовой** деятельности

Два контура денежного оборота в компании



Структура денежного потока

Денежный поток =

Денежный поток от основной деятельности

-

Денежный поток от инвестиционной деятельности

+

Денежный поток от финансовой деятельности.

Структура денежного потока

Денежный поток от основной деятельности =

Чистая прибыль после уплаты налогов +

Амортизация основных средств +

Амортизация нематериальных активов –

Изменение стоимости краткосрочных финансовых вложений -

Изменение стоимости дебиторской задолженности –

Изменение стоимости запасов –

Изменение стоимости прочих оборотных активов +

Изменение стоимости кредиторской задолженности +

Изменение стоимости прочих текущих обязательств.

Структура денежного потока

Денежный поток от инвестиционной деятельности =

Изменение стоимости нематериальных активов +
Изменение стоимости основных средств +
Изменение стоимости незавершенного строительства +
Изменение стоимости долгосрочных финансовых вложений +
Изменение стоимости прочих внеоборотных активов.

Денежный поток от финансовой деятельности =

Увеличение долгосрочных займов и кредитов +
Увеличение краткосрочных займов и кредитов +
Увеличение уставного капитала +
Увеличение добавочного капитала +
Увеличение целевого финансирования и поступлений –
Выплата процентов по долгосрочным кредитам и займам –
Выплата процентов по краткосрочным кредитам и займам –
Выплаченные дивиденды.

Структура денежного потока

Для прогноза ряда параметров: амортизации, запасов, дебиторской и кредиторской задолженности и др. часто используются стандартные, принятые среди оценщиков, приемы.

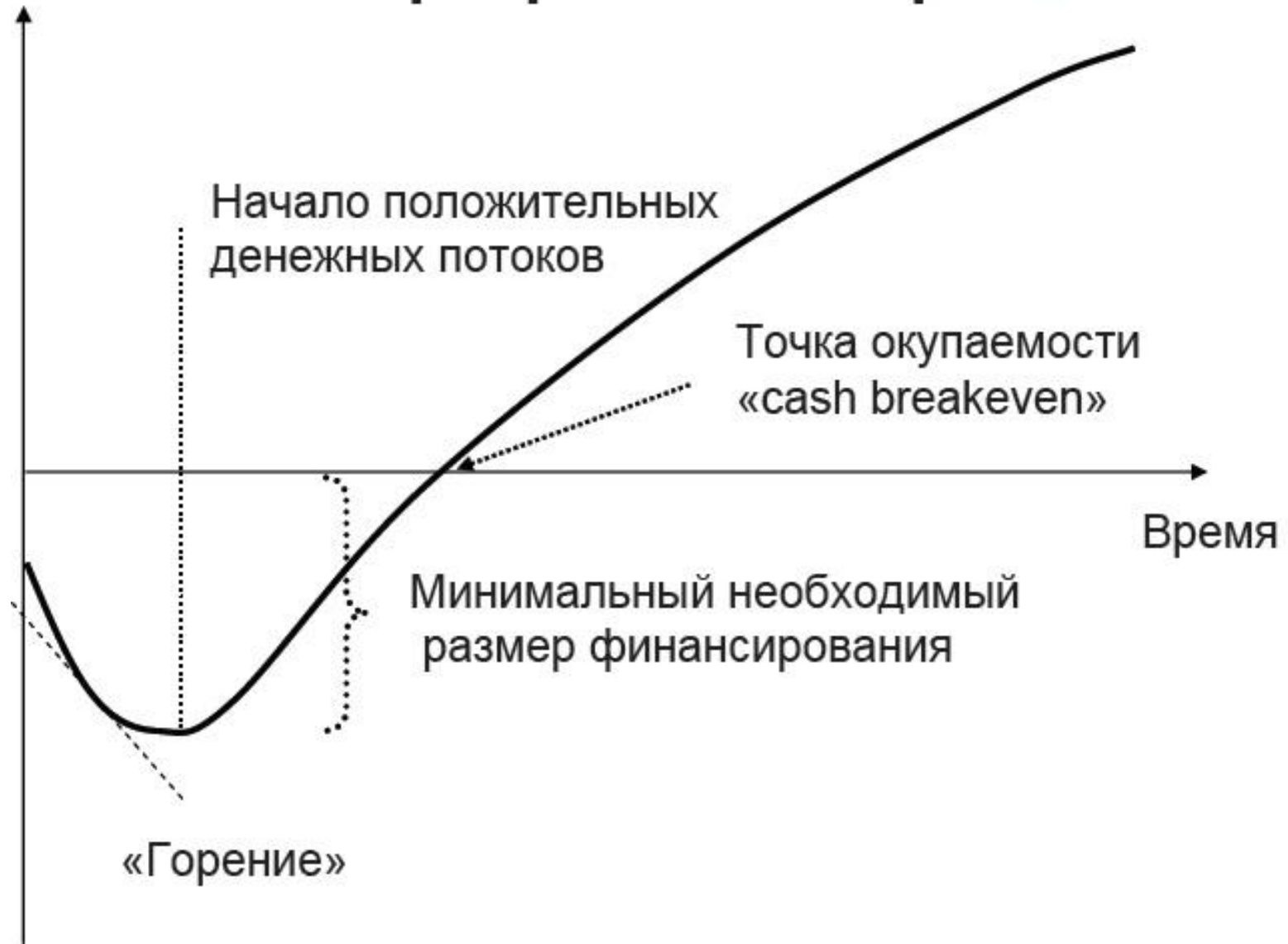
Пример 1: амортизация прогнозируется линейным методом в зависимости от типа активов (оборудование -12 лет, патенты -20 лет).

Пример 2: для прогноза запасов может использоваться коэффициент оборачиваемости, рассчитанный на ретроспективных данных.

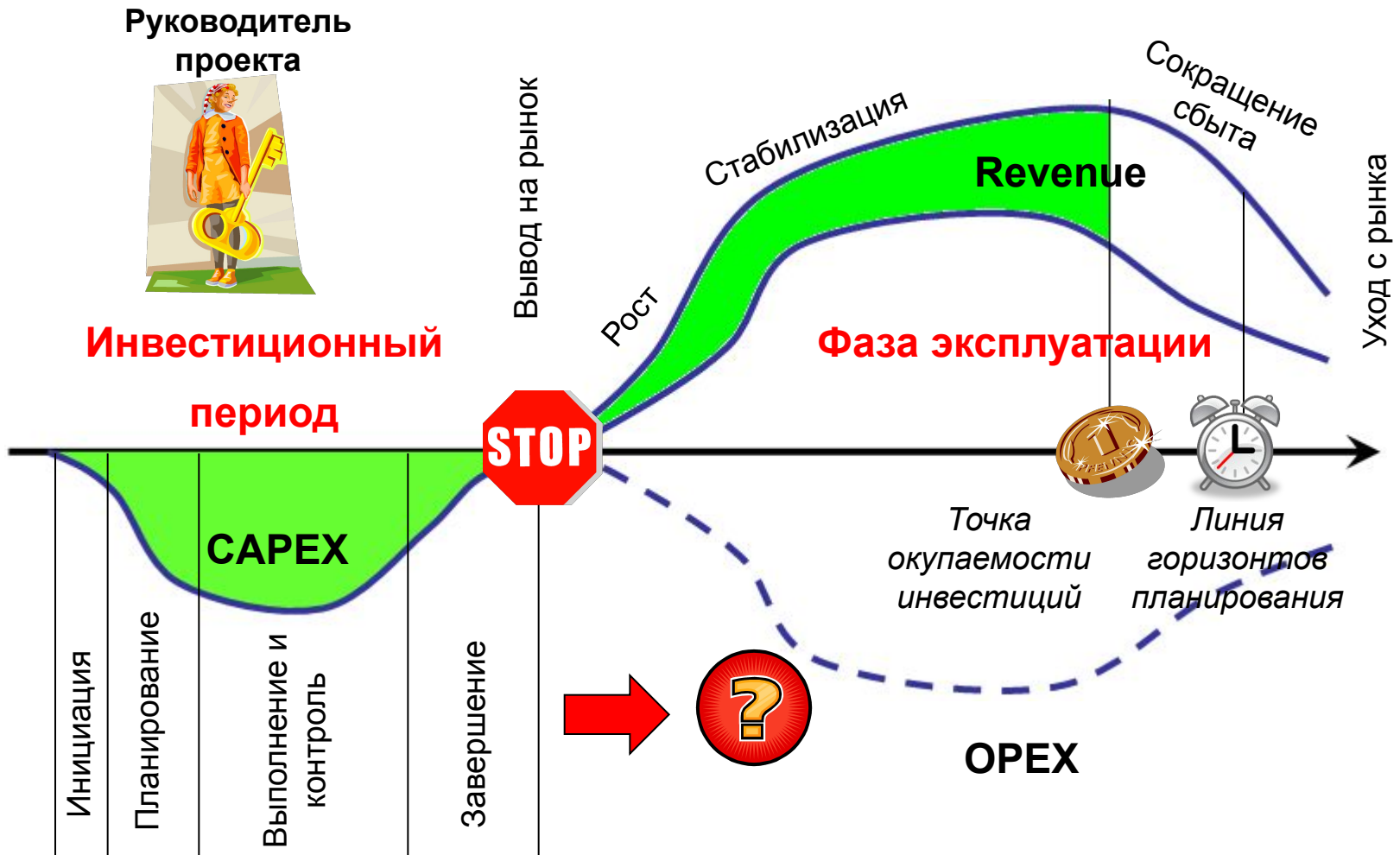
Сколько стоит венчурный проект?



Размер финансирования



Жизненные циклы продукта и проекта



Классификация расходов

Расходы делятся на:

- ✓ **CAPEX**'ы (Capital Expenditures) – капитальные затраты, изменяющие стоимость внеоборотных активов, не относящиеся к расходам текущего отчётного периода, но амортизируемые в течении последующих периодов
и
- ✓ **OPEX**'ы (Operational Expenditures) – операционные затраты, относящиеся к текущему отчётному периоду и уменьшающие налогооблагаемую базу данного периода.

Временная стоимость денег

Учет временной стоимости денег связан с распределением денежного потока во времени.

Принцип временной стоимости денег гласит: «сегодняшние деньги дороже денег будущих».

Иначе, сегодняшний рубль дороже будущего рубля, поскольку его можно разместить под проценты.

1,00 руб. (сегодня) = 1,10 руб. (через год),

если мы привыкли размещать на депозите под 10% годовых.

Сравним ДРУГОЙ способ размещения денег при $r=10\%$ - и мы получим другой NPV.

Метод дисконтированного денежного потока (Cash Flow)

Будущие чистые денежные потоки за прогнозный период (5-10 лет) дисконтируются по формуле сложных процентов.

Используется коэффициент дисконтирования, равный стоимости капитала для компании (для венчурных проектов – 30-35%).

Определяется конечная (терминальная) стоимость на конец прогнозного периода.

$$DCF = \sum_{m=1}^{N-1} \frac{CF_m}{(1+r)^{m-1}} + \frac{ExitValue}{(1+r)^N}$$

Общая формула метода

Обеспечивается учёт неравномерности стоимости денег во времени

$$DCF = CF_1 + \frac{CF_2}{(1+r)} + \frac{CF_3}{(1+r)^2} + \dots + \frac{ExitValue}{(1+r)^{m-1}},$$

- DCF – Дисконтированный денежный поток,
- CF_i – денежный поток в i -ый год, часто EBIT или EBITDA
- r – ставка дисконтирования, например 30-35%,
- ExitValue – стоимость компании при продаже (ожидаемая),
- m – год «Выхода».

Как определить:

- **r** – ставка дисконтирования, пожелания инвестора = (стоимость денег + премия за риска + расчётная доходность)
- **ExitValue** – определяется по аналогичным сделкам Продажи компании
- (иногда – по ликвидационной стоимости)

Выбор ставки дисконтирования:

- метод кумулятивного построения:
безрисковая ставка + различные рисковые премии,
- рыночная стоимость капитала (эмпирика, CAPM).
- в случае наличия долговой структуры – WACC.

При построении денежного потока важно учитывать все налоги (в том числе налог на имущество, НДС, ЕСН).

Требуемая норма доходности

Требуемая норма доходности (Required Rate of Return, RRR) – сложная процентная ставка (в % годовых), которая *отражает максимальную годовую доходность альтернативных и доступных направлений инвестирования и одновременно минимальные требования по доходности, которые инвестор предъявляет к проектам, в которых он намерен участвовать.*

П.Л.Виленский, В.Н.Лившиц, С.А.Смоляк «Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика», М., «Дело», 2002.

Три подхода к оценке RRR

- ✓ Прибыльность
- ✓ Окупаемость
- ✓ Альтернативность

Соображениями *прибыльности* или *альтернативности* пользуется, как правило, внутренний инвестор, собственник бизнеса, в то время как соображения окупаемости важны, прежде всего, для внешнего инвестора, вкладывающего свои средства в проект и рассчитывающего на их возврат с прибылью.

Выбор требуемой ставки доходности

- Соображения доходности
 - Безрисковая ставка +
 - Поправка на инфляцию +
 - Поправка на риск
- Соображения альтернативности
- Соображения возвращаемости средств
- Соображения аналогии

Основное допущение

Во всех методах, использующих дисконтированные денежные потоки, неявно предполагается, что все нетто-поступления по проекту реинвестируются в тот же проект по той же ставке доходности.

Замечание. Во всех методах оценки *коммерческой эффективности проекта*, основанных на анализе дисконтированных денежных потоков, финансовые издержки исключаются из денежных потоков, поскольку считается, что стоимость привлечённых к финансированию проекта средств отражается в требуемой ставке доходности проекта.

Модель оценки капитальных активов (САРМ)

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

где:

r_e - требуемая доходность инвестора на собственный капитал

r_f - безрисковая ставка (обычно доходность гос.облигаций)

r_m - среднерыночная доходность акций (исчисляется на основе доходностей индексных акций)

β - коэффициент, показатель систематического риска компании (статистический показатель, исчисляемый аналитиками : в США – компании Value Line Investvent Servey, S&P, Merrill Linch, Barra в России – компания АКМ, ММВБ

$$\beta = \text{COV}(r_e, r_m) / \text{VAR}(r_m)$$

Пример

(Данные от 12 марта 2010 года)

Безрисковая ставка R_f	4,94%
Премия за рыночный риск $R_m - R_f$	10%
Бета	3
Ставка дисконта	34,9%

Инвестиционная оценка

Высокая степень свободы в выборе методики. Нет жестких требований.

Могут использоваться сложные методы учитывающие:

- особенности структуры активов,
- составную структуру капитала и наличие долгов (WACC, APV),
- рыночные риски (CAPM),
- возможность анализа нескольких вариантов развития компании(сценарный анализ, реальные опционы).

Терминальная стоимость

Два метода определения терминальной стоимости:

- comparables,
- формула Гордона (предположение о постоянном росте).

$$ExitValue = \frac{CF_{N+1}}{R - g}$$

Не применяется!!

1.4. «Венчурный» метод

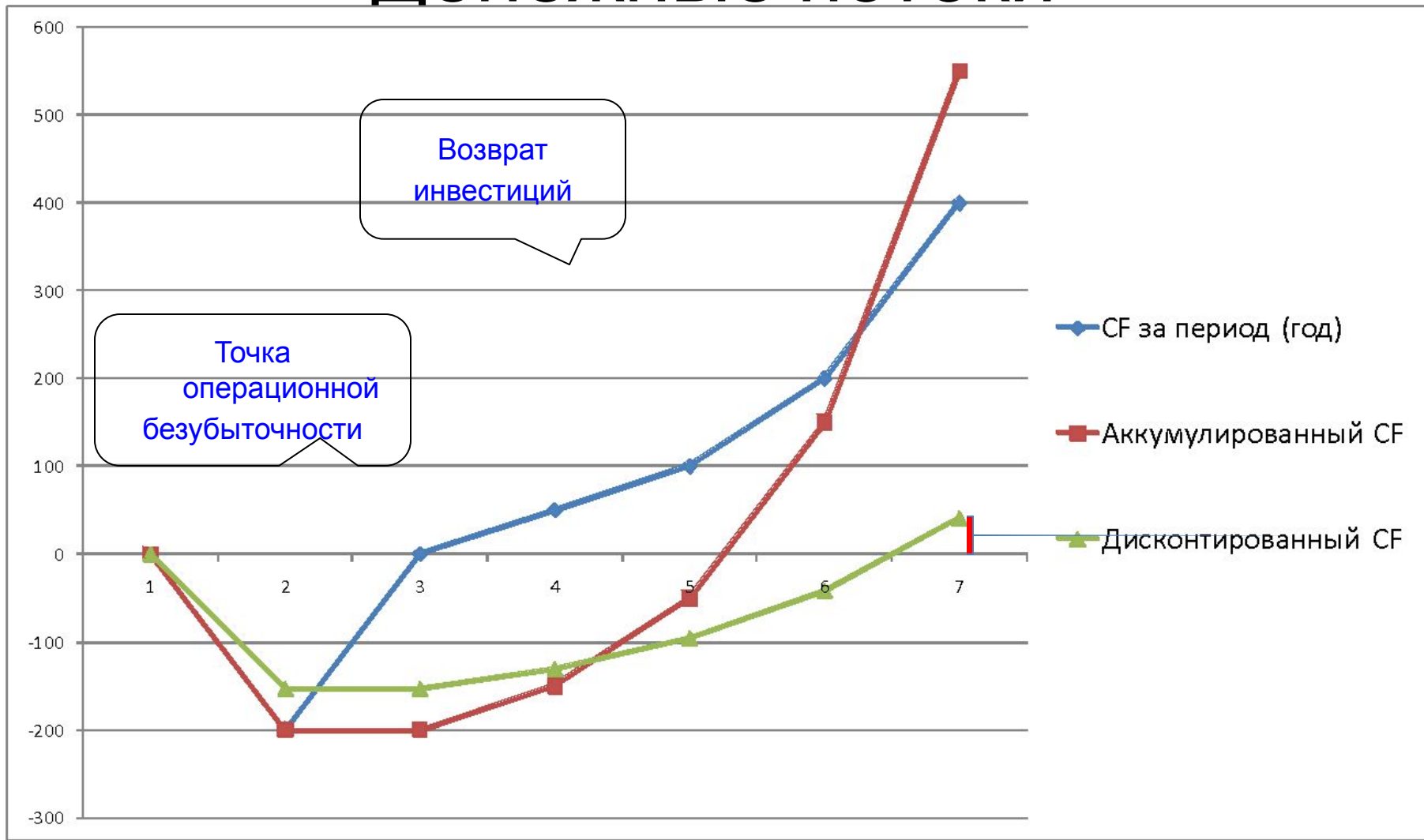
Экспресс-версия метода DCF.

Прогнозируется «конечная» (целевая) продажная стоимость компании в будущем (чаще используется сравнительный метод).

Данная стоимость дисконтируется по ставке 40-75% годовых для определения текущей стоимости.

$$StartValue = ExitValue \frac{1}{(1 + R)^{m-1}}$$

Денежные потоки



CF за период (год)	0	-200	0	50	100	200	400
Аккумулятивный CF	0	-200	-200	-150	-50	150	550
Дисконтированный CF (r=30%)	0	-154	-154	-131	-96	-42	41

Привлечение оценщика

Стандартный документ – оценочный отчет.

Время проведения оценки – 1-2 недели.

Стоимость – свыше 20 тысяч рублей за одну компанию.

Отчет подписывает только член СРО, имеющий специальное образование.

Согласование результатов

В зависимости от степени достоверности различных подходов их результатам могут придаваться различные весовые коэффициенты, выбор которых обосновывается оценщиком

Признак качества и достоверности всех трех подходов:

среднеквадратическое отклонение от среднего значения
не превышает 10-20%.

Стандартизованные подходы

НА ОСНОВЕ АКТИВОВ (asset based approach), ЗАТРАТНЫЙ:

- оценка всех имеющихся активов,
- в случае венчурных проектов важная роль – оценка ИС.

РЫНОЧНЫЙ (market approach), СРАВНИТЕЛЬНЫЙ:

- поиск аналогов (COMPS).

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД (income approach):

- дисконтированный денежный поток,
- метод прямой капитализации.

В российской практике компания оценивается по возможности всеми тремя подходами. В случае невозможности в отчете требуется обосновать отказ от использования того или иного подхода.

Структура отчета об оценке

- Информация об оценщике и объекте оценки.
- Информация об оцениваемом бизнесе.
- Макроэкономическая ситуация.
- Финансово-экономический анализ.
- Затратный подход.
- Сравнительный (рыночный) подход.
- Доходный подход.
- Премии и скидки.
- Согласование результатов. Итоговый результат.

Результат – единственное значение стоимости бизнеса в рублях.

Пример: Bestafer, Inc.

Шаг 1: Спрогнозировать денежные потоки:

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
CF, \$M	-5 (инвестиции)	0	0	0	0	100

Шаг 2: Предположить, что инвестор «выходит» через 5 лет

Шаг 3: Предположить, что компания будет приносить прибыль в размере \$5M и будет продана с коэффициентом 20x за \$100M через 5 лет

Шаг 4: Стоимость при ставке дисконта 50%

- После инвестиций = $\$100M / (1+0.5)^5 = \$13.2M$ (post-money)
- До инвестиций = $\$13.2M - \$5M = \$8.2M$ (pre-money)

Пример: Bestafer, Inc.

Шаг 5: Доля венчурного инвестора

Чтобы инвестировать \$5M, венчурный инвестор захочет

$$s = 5/13.2 = 38\% \text{ акций компании}$$

Предположим, что всего выпущено $N_0 = 1\text{M}$ акций до получения инвестиций

Кол-во акций, требуемых инвестором:

$$N_1 / (N_0 + N_1) = s \rightarrow N_1 = N_0 \cdot s / (1 - s) = 1\text{M} \cdot 0.38 / (1 - 0.38) = 0.613\text{M} \text{ акций}$$

$$\text{Цена одной акции } p = \$5\text{M} / 0.613\text{M} = \$8.15$$

2. Оценка эффективности ВОЗМОЖНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Используются:

- NPV – в руб. (\$, ...)
- и IRR – в %

Эффективность инвестиций

Цель: принятие решение об инвестиции/отказе от инвестиции.

Оценивается не **стоимость бизнеса**, а количественные параметры **выгод/убытков инвестора**.

Играют роль:

- фактическая прибыль инвестора,
- реинвестирование прибыли,
- индивидуальные налоги на прибыль,
- денежный поток от инвестора и к инвестору.

NPV Net Present Value

IRR Internal Rate of Return

Чистый приведенный доход NPV представляет собой дисконтированный денежный поток от проекта к инвестору за прогнозный период от начала инвестиций до выхода.

$$NPV = D_1 - I_1 + \frac{D_2 - I_2}{(1+r)} + \frac{D_3 - I_3}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n - I_n}{(1+r)^{n-1}} + \frac{T_1}{(1+r)^n},$$

где

- D_i – дивиденды за i -ый год,
- I_i – инвестиции в i -ый год,
- T_i – стоимость доли инвестора в компании при Выходе.

Внутренняя норма доходности IRR вычисляется из уравнения:

$$NPV = 0$$

Метод NPV

NPV – это дисконтированный чистый доход и представляет разность между дисконтированными величинами поступлений (**PV**) и инвестицией (**IC**)

$$NPV = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

$$NPV = PV - IC$$

Пример расчета NPV

Денежный поток по проекту характеризуется следующими данными:

($r=20\%$)

Год	0	1	2	3	4	5	6
CF	-400	100	115	132	156	170	190
PV		83.3	70.5	56.3	74.9	68.0	63.6

$$\sum PV = 416,6$$

$$NPV = 416,6 - 400 = 16,6$$

Сравните проекты

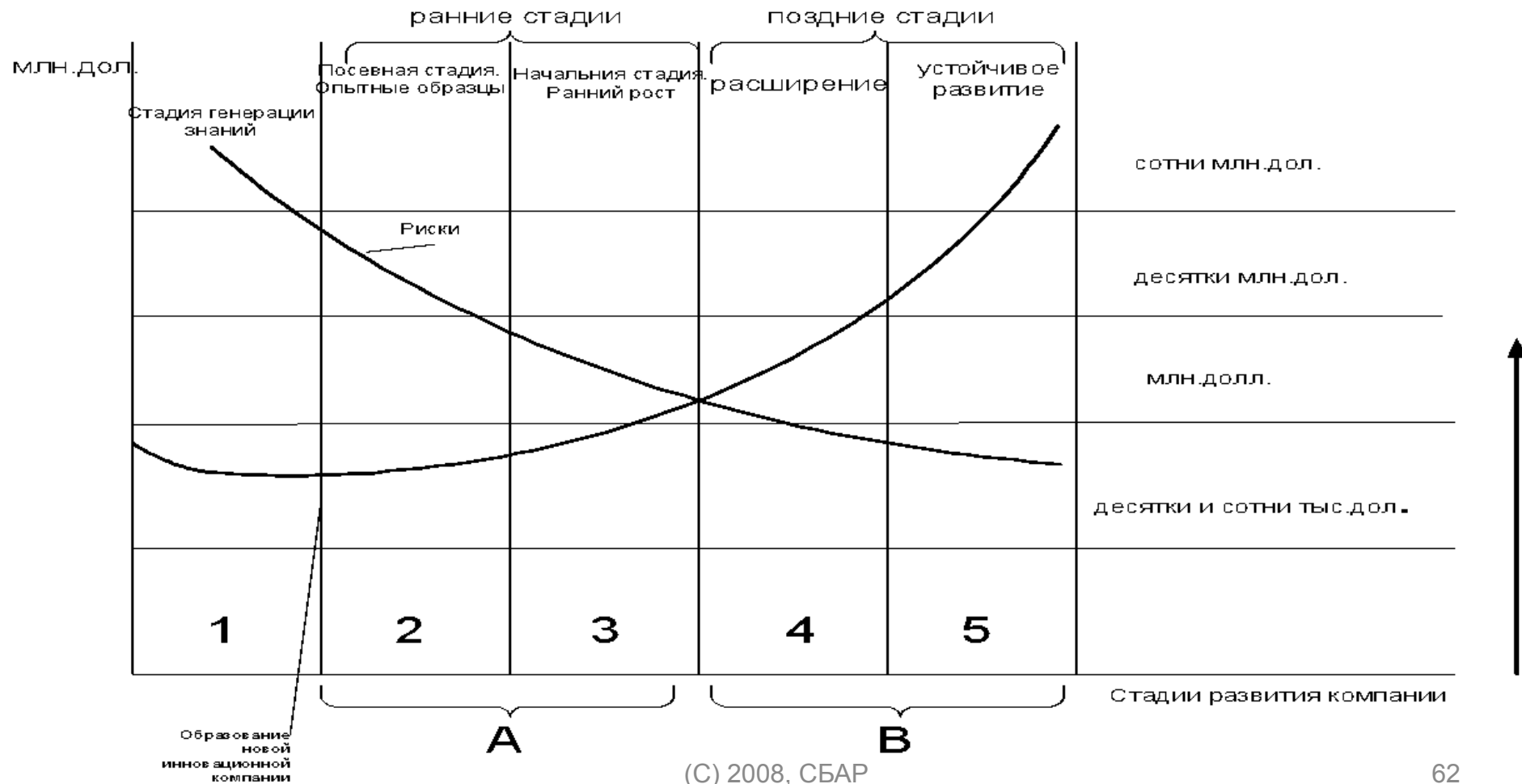
Периоды	0	1	2	3	4	5	6
Проект А $\Sigma = 1100$	-500	100	100	100	100	400	800
Проект Б $\Sigma = 700$	-500	200	500	150	150	100	100
$(1+r)^n$ при $k=20\%$	1	1.2	1.44	1.72	2.07	2.48	2.98
DCF Проекта А	-500	83.33	69.44	57.87	48.23	160.75	267.92
« нарастающим ИТОГОМ	-500	-416.67	-347.22	-289.35	-241.13	-80.38	187.54
DCF Проекта Б	-500	166.67	347.22	86.81	72.34	40.19	33.49
« нарастающим ИТОГОМ	-500	-333.33	13.89	100.69	173.03	213.22	246.71

Требуемые показатели

Количественные показатели:

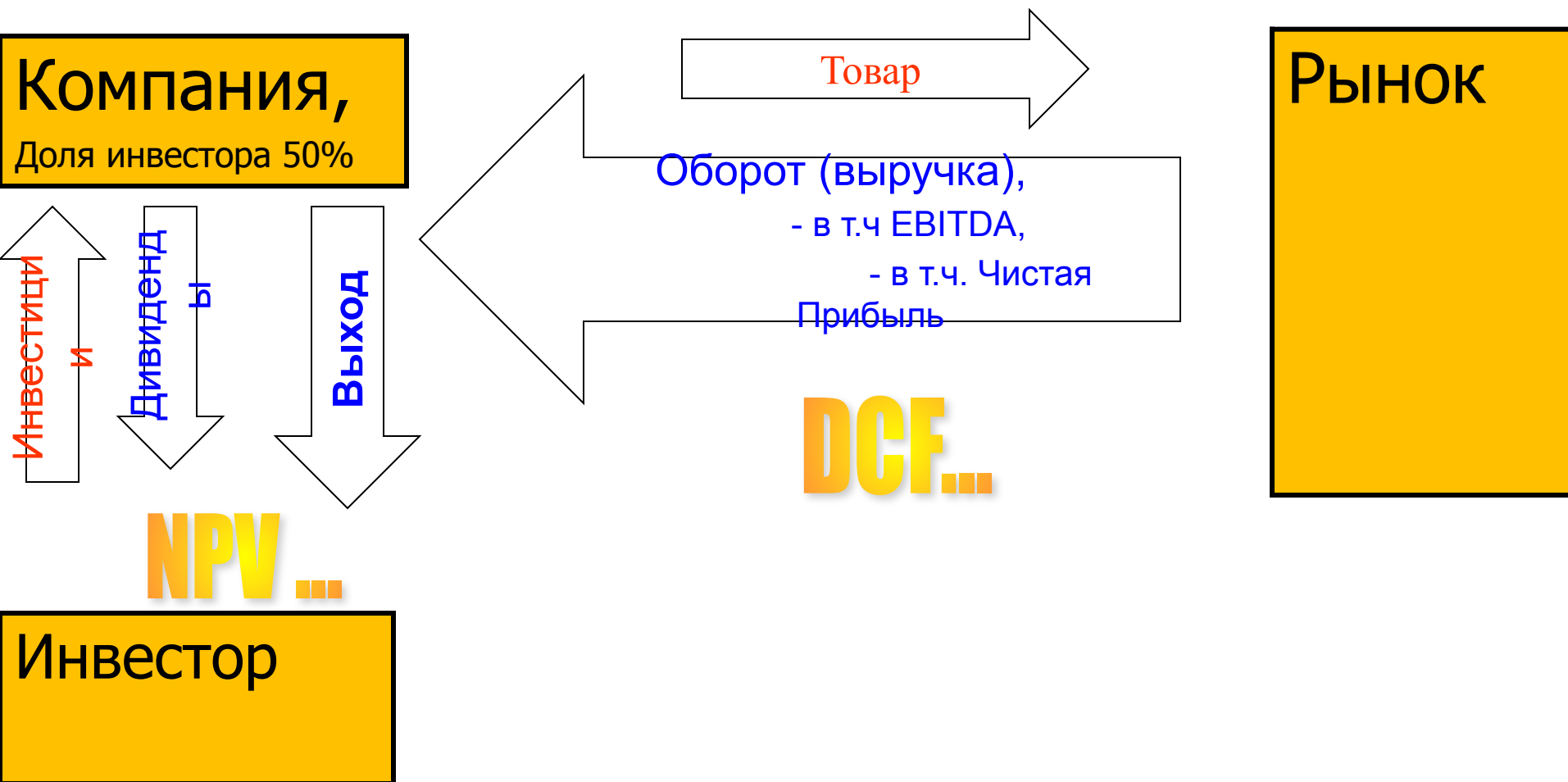
	IRR	Рост через 5 лет
SEED	60%+	10x+
START-UP	50%	8x
EARLY GROWTH	40%	5x

Рост капитализации компании



Что такое NPV и что такое DCF...

(суммарный поток за все периоды с учётом дисконтирования)



Как считать NPV с помощью MS Excel

(Если инвестиция планируется за год до получения первого дохода)

	A	B	C	D
1	Данные	Описание	Формула	Результат
2	10%	Годовая ставка дисконтирования		
3	-10 000,00р.	Инвестиции в Компанию за один год, считая от дохода первого года (в «нулевой» год) – <i><u>от конкретного Инвестора!</u></i>	=A3/(1+A2)	-9 090,91р.
4	3 000,00р.	Доход Инвестора (например, Дивиденды <u>с учётом его Доли</u>) за первый год	=A4/(1+A2)/(1+A2)	2 479,34р.
5	4 200,00р.	Доход за второй год	=A5/(1+A2)/(1+A2)/(1+A2)	3 155,52р.
6	6 800,00р.	Доход за третий год	=A6/(1+A2)/(1+A2)/(1+A2)/ (1+A2)	4 644,49р.
9	Расчёт	Описание (результат)	...	
10	1 188,44р.	Чистый приведенный доход инвестора (1 188,44)	=ЧПС(A2; A3; A4; A5; A6)	1 188,44р.

Как считать NPV с помощью MS Excel

(Если первый доход приходится в тот же год, когда делается инвестирование)

	A	B	C	D
1	Данные	Описание	Формула	Результат
2	8%	Годовая ставка дисконтирования. Она может представлять собой процентную ставку по конкурирующим инвестициям.		
3	-40 000,00р.	Начальные затраты на инвестиции		
4	8 000,00р.	Доход (дивиденды) за первый год	=A4/(1+A2)	7 407,41р.
5	9 200,00р.	Доход за второй год	=A5/(1+A2)/(1+A2)	7 887,52р.
6	10 000,00р.	Доход за третий год	=A6/(1+A2)/(1+A2)/(1+A2)	7 938,32р.
7	12 000,00р.	Доход за четвертый год	...	8 820,36р.
8	14 500,00р.	Доход за пятый год	...	9 868,46р.
9	Расчёт	Описание (результат)	...	
10	1 922,06р.	Чистый приведенный доход этой инвестиции (1 922,06)	=ЧПС(A2; A4:A8)+A3	1 922,06р.
11	-3 749,47р.	Чистый приведенный доход этой инвестиции с потерей 9000 на шестом году (-3 749,47) <small>(С) 2008, СБАР</small>	=ЧПС(A2; A4:A8; -9000)+A3	-3 749,47р.

Как считать IRR с помощью MS Excel

	A	B	C
1	Данные	Описание	Формула
2	-70 000,00р	Начальная стоимость бизнеса	
3	12 000,00р.	Чистый доход за первый год	
4	15 000,00р.	Чистый доход за второй год	
5	18 000,00р.	Чистый доход за третий год	
6	21 000,00р.	Чистый доход за четвертый год	
7	26 000,00р.	Чистый доход за пятый год	
8	Расчёт	Описание (результат)	
9	-2%	Внутренняя ставка доходности по инвестициям после четырех лет (-2%)	=ВСД(A2:A6)
10	9%	Внутренняя ставка доходности после пяти лет (9%)	=ВСД(A2:A7)

DCF можно рассчитать аналогично...

(важно ЧТО подставить в качестве аргументов!)

	A	B	C	D
1	Данные (!)	Описание	Формула	Результат
2	10%	Годовая ставка дисконтирования		
3	-10 000,00р.	Инвестиции в Компанию за один год, считая от дохода первого года (в «нулевой» год) <i>(Суммарные – от ВСЕХ Инвесторов!)</i>	$=A3/(1+A2)$	-9 090,91р.
4	3 000,00р.	Доход <u>Компании</u> (например, <u>чистая прибыль</u>) за первый год	$=A4/(1+A2)/(1+A2)$	2 479,34р.
5	4 200,00р.	Доход за второй год	$=A5/(1+A2)/(1+A2)/(1+A2)$	3 155,52р.
6	6 800,00р.	Доход за третий год	$=A6/(1+A2)/(1+A2)/(1+A2)/(1+A2)$	4 644,49р.
9	Расчёт	Описание (результат)	...	
10	1 188,44р.	Дисконтированный денежный поток в компанию (1 188,44) <small>(С) 2008, СВАР</small>	$=ЧПС(A2; A3; A4; A5; A6)$	1 188,44р.

Почему важен объем рынка инновационного продукта

Описание	Формула	Результат
Инвестиция		0,5 млн.\$
Расчётный ROI		*5
Возврат на Инвестицию <i>на момент Выхода (доля Инвестора при продаже компании)</i>	$0,5 \text{ млн.}\$ * 5 =$	2,5 млн.\$
Пусть % Инвестора в Компании		50%
Тогда Стоимость Компании <i>на момент Выхода должна быть</i>	$2,5 \text{ млн.}\$ / 50\%$	5 млн.\$
Пусть в Отрасли P/S		0,5
Тогда Оборот Компании <i>на момент Выхода должен быть</i>	$5 \text{ млн.}\$ / 0,5 =$	10 млн.\$
Компания захватит 10% Рынка, тогда Объем Рынка – не менее	$10 \text{ млн.}\$ / 10\% =$	100 млн.\$

Критерии предварительного отбора на стадии Deal Flow

- Командой проекта определён **Продукт** (**Товар** или **Услуга**), выводящийся на рынок, его новизна, его отличительные особенности и значимые конкурентные преимущества. Если инновационная технология позволяет предложить различные продукты (на различных рынках), необходимо определить тот Основной Продукт, коммерциализация которого наиболее выгодна.
(Заметим, что в зависимости от бизнес-модели проекта, понятия инновационный продукт проекта и товар (услуга) могут быть нетождественны).
- Имеются доказательства реализуемости технологии - Наличие результатов независимой экспертизы, подтверждающих заявленные характеристики продукта.
- Определён **Потребитель**, объем рынка не менее 100 млн.\$ в год, темпы роста более 15%
- Предложена реалистичная бизнес-модель (механизм продвижения Продукта: розница, дилерская сеть, интернет-продажи и т.п.)
- Рынок позволяет поддерживать расчётную **рентабельность** продаваемого продукта больше 100%.
- Разработана стратегия защиты бизнеса от конкуренции (включая защиту интеллектуальной собственности: патентование, know-how...)
- Размер необходимых инвестиций не превышает 1 млн. \$.
- Ожидается возврат на инвестицию при выходе инвестора из проекта **не менее** IRR > 60%, что соответствует росту капитализации компании в 10 раз за ~ 5 лет.

Capital Budget for a New Company

Time 0 → IPO

Investment \$ shares	% equity
-------------------------	----------

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Founder	\$1k 1000 100%	0 70%	0 63%	0 50%	0 34.8%	0 27.9%	0 23.7%	0 21.3%	0 20%	0 15.0%
Employees/Directors/Advisors Option Plan (common stock) Reserve for later issuance		\$0 428 30%	0 27%	0 21%	0 15%	0 11.9%	0 10.1%	0 9.1%	0 8.6%	0 6.4%
Friends/Family (preferred stock) Series A			\$50k 159 10%	0 8%	0 5.5%	0 4.4%	0 3.8%	0 3.4%	0 3.2%	0 2.4%
Angels (preferred) Series B				\$250k 422 21%	0 14.7%	0 11.8%	0 10.0%	0 9.0%	0 8.5%	0 6.3%
Institutional VC (preferred) Series C					\$8.0mm 861 30%	0 24%	0 20.2%	0 18.4%	0 17.3%	0 12.9%
Institutional VC (preferred) Series D						\$15.0mm 718 20%	0 17.0%	0 15.3%	0 14.4%	0 11.0%
Institutional VC (preferred) Series E							\$17.0mm 633 15%	0 13.5%	0 12.7%	0 9.7%
Strategic Investor (preferred) Series F								\$20.0mm 469 10%	0 9%	0 7.2%
Mezzanine Late stage Institutional VC Series G (preferred)									\$35mm 300 6%	0 4.1%
Public IPO (common stock) (All preferred converts to common)										\$200mm 1663 25.0%
Total	\$1k 100%	\$1k 100%	\$51k 100%	\$301k 100%	\$8.3mm 100%	\$23.3mm 100%	\$40.3mm 100%	\$60.3mm 100%	\$95.3mm 100%	\$295.3mm 100%
Shares Outstanding (50,000 authorized presently)	1,000	1,428	1,587	2,009	2,870	3,588	4,221	4,690	4,990	6,653
Valuation of Company (Post Money)	\$1,000	\$1,000	\$500,000	\$1,190,476	\$26.6mm	\$75.0mm	\$113.3mm	\$200.0mm	\$583.3mm	\$800.0mm

Контактная информация

Тел./Факс: (499) 749-6408

E-mail: Info@E-mail:

Info@russbaE-mail:

Info@russba. E-mail:

Info@russba.ru

www.russba.ru

(C) 2008, СБАР

Приложения

- СЧА
- метод кумулятивного построения для определения ставки дисконтирования
- Примеры

Схема аналитического баланса

АКТИВЫ

Текущие активы
(**Оборотный капитал**)

Основные активы
(**основной капитал**)

=

ПАССИВЫ

Долг
(**Заемный капитал**)

**Собственный
капитал**

СЧА ≈ Собственный капитал (разд. III)

ОТЧЕТЫ: Бухгалтерский баланс на конец Декабря 2003 г. (36)			
АКТИВ		ПАССИВ	
I. Внеоборотные активы		III. Капитал и резервы	
Основные средства (01-02)	564378	Уставный капитал (80)	800000
Капитальные вложения (08)	0	Добавочный капитал (83)	200000
Итого по разделу I	564378	Нераспред. прибыль прошл. лет (84)	-52714
II. Оборотные активы		Нераспред. прибыль отчет. года (99)	-13463
Материалы (10)	26500	Итого по разделу III	933823
Незавершенное производство (20)	0	IV. Долгосрочные обязательства	
Готовая продукция (43)	263645	Долгосрочный заемный капитал (67)	0
НДС по приобретениям (19)	0	Итого по разделу IV	0
Задолженность бюджета (68)	29398	V. Краткосрочные обязательства	
Краткосрочные финансовые вложения (55, 58)	200000	Краткосрочный заемный капитал (66, 67)	0
Расчетный счет (51)	21961	Кредиторская задолженность:	172059
Итого по разделу II	541504	- перед персоналом (70)	80650
		- перед фондами (69)	24104
		- перед бюджетом (68)	67305
		Итого по разделу V	172059
Баланс	1105882	Баланс	1105882

Ставку дисконтирования считаем

методом кумулятивного построения:

В качестве безрисковой ставки берем доходность по среднесрочным облигациям федерального займа (3-5 лет). Сейчас она равняется 8%. Добавляем риски:

1. **Размер п/п:** наши предприятия всегда малые - оценим этот риск в 6%

2. **Производственная и территориальная диверсификация:**

- предлагается к производству несколько продуктов, производство можно организовать в большом количестве мест - 2%

- предлагается к производству один продукт, производство можно организовать в большом количестве мест - 3%

- предлагается к производству несколько продуктов, производство можно организовать только в одном месте - 3%

- предлагается к производству один продукт, производство можно организовать только в одном месте - 4%

3. **Диверсификация потребителей:**

- есть - 2%, - нет - 4%

4. **Прогнозируемость доходов:**

- есть договоренности с потребителями о приобретении крупной партии (на сумму свыше 50 миллионов рублей) - 2%

- есть договоренности с потребителями о приобретении опытной партии / мелкой серии - 4%

- нет договоренностей - 5%

5. Качество управления:

- изобретатель - 5%
- изобретатель и менеджер - 3%
- команда сбалансированная - 0%

6. Размер рынка:

- меньше \$100 М - 5%
- больше \$100 М - 1%

7. Стадия проекта:

- НИР - 6%
- ОКР - 4%
- мелкая серия - 2%
- продажи свыше 50 миллионов рублей - 0%

8. Защищенность технологии:

- Права защищены во всех значимых юрисдикциях - 1%
- Подана международная заявка (заявка РСТ) - 2%
- Права защищены в России - 3%
- Права не защищены - 4%

Поэтому получается: минимальная ставка - **22%**, максимальная - **46%**.

Аккумулятивные денежные потоки (Чистая Прибыль)

Денежный поток (тыс. \$)



◆ Денежный поток (CF)	-200	-150	-50	150	550
■ Дисконтированный ДП (DCF)	-200	-158,33	-88,89	26,85	219,75

Года

Пример

- Допустим Инвестор платит 10 млн. руб. за 20% компании,
- значит 100% компании = $10/0.2 = 50$.

Это Post-Money Value

- Pre-Money Value = $50 - 10 = 40$

Оценка проекта/компании

Следует четко различать:

- оценку стоимости компании как объекта инвестиций (инвестиционная оценка),
- оценку стоимость компании как актива,
- оценку эффективности инвестиций.

Термины NPV, IRR, ROI, период окупаемости относятся к оценке эффективности инвестиций.

Оценка стоимости компании

Пример №1

Расчетные показатели (тыс.\$)	0-й год	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год
Инвестиции	-200				
Объем продаж		500	1 000	2 000	4 000
Чистая Прибыль (10%)	-200	50	100	200	400
- в т.ч. Доля инвестора (50%)	-200	25	50	100	200
Оценка стоимости компании (Прибыль*5)		250	500	1 000	2 000
- в т.ч. Доля инвестора (50%)		125	250	500	1 000
- в т.ч. Доля инициатора (50%)		125	250	500	1 000
Дисконтированный денежной поток DCF При ставке дисконтирования R = 20%	-200	-158,33	-88,89	26,85	219,75
DCF с учётом терминальной стоимости					1 184
Post Money = DCF + Инвестиции					419,75
Share Investor. %					47,65%

Оценка эффективности инвестиций

Пример №2

Расчетные показатели (тыс.\$)	0-й год	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год
Инвестиции	-200				
Объем продаж		500	1 000	2 000	4 000
Чистая Прибыль (10%)	-200	50	100	200	400
- в т.ч. Доля инвестора (50%)	-200	25	50	100	200
Оценка стоимости компании (Прибыль*5)		250	500	1 000	2 000
- в т.ч. Доля инвестора (50%)		125	250	500	1 000
- в т.ч. Доля инициатора (50%)		125	250	500	1 000
Чистый приведенный доход NPV При ставке дисконтирования R = 20%				IRR= 22%	8,23
NPV с учётом терминальной стоимости				IRR= 69%	410,11

Оценка эффективности инвестиций

Пример №3

(прибыльность = 20%, доля инвестора = 75%)

Расчетные показатели (тыс.\$)	0-й год	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год
Инвестиции	-200				
Объем продаж		500	1 000	2 000	4 000
Чистая Прибыль (20%)		100	200	400	800
- в т.ч. Доля инвестора (75%)	-200	75	150	300	600
Оценка стоимости компании P/S=1, P/E=5=const!		500	1 000	2 000	4 000
- в т.ч. Доля инвестора (75%)		375	750	1 500	3 000
- в т.ч. Доля инициатора (25%) =const!		125	250	500	1 000
Дисконтированный денежной поток DCF При ставке дисконтирования R = 20%		-116,67	22,22	253,70	639,51
NPV (к инвестору) без Продажи!					>358
IRR (%)					79%