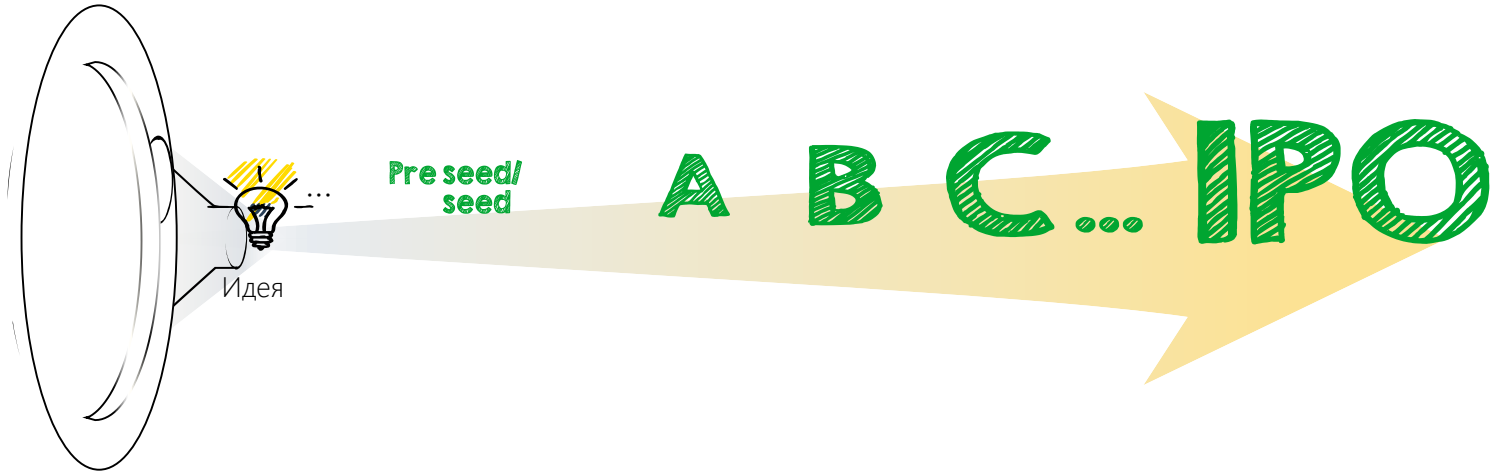
Оценка технологических компаний (стартапов) на разных этапах их жизненного цикла
Вебинар

Апрель, 2019

О чем мы сегодня поговорим

1. Жизненный цикл стартапа
2. Методы оценки в зависимости от стадии
3. Оценка стартапов на seed-стадии
4. Оценка стартапов на стартап-стадии (стадия A)
5. Оценка стартапов на стадии раннего роста/стадии расширения (стадия B,C…)
6. Оценка стартапов на стадии выхода

Жизненный цикл стартапа



Pre-seed

- продукт готов
- не протестирована ценность
- штучные продажи

Мини-seed

- протестирована ценность продукта
- частично протестированы каналы привлечения

Seed

- протестированы каналы привлечения
- необходимо масштабирование

Стадия A

- окончательное формирование продукта, услуги, технологии
- появляются первые доходы
- расходы значительно увеличиваются

Стадия B

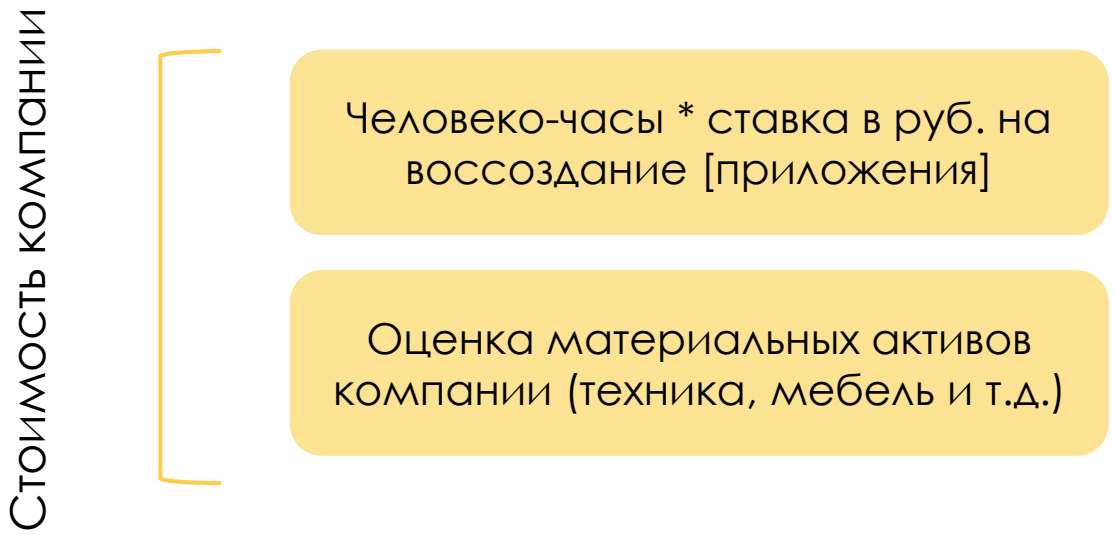
- заключаются контракты на реализацию товара, услуги, технологии
- увеличиваются затраты на маркетинг
- компания проходит точку безубыточности
- появляется первая прибыль

Стадия C, D ...

- компания начинает выпуск акций, которые приносят доход её основателям
- рост прибыли компании
- компания занимает на рынке лидирующее или близкое к нему место

Seed-стадия

Метод стоимости инвестиций (cost-based метод)	– стоимость, за которую можно **реплицировать компанию** в ее текущем состоянии (сколько будет стоить воспроизведение активов компании) – начальная стоимость произведенных вложений за исключением транзакционных затрат



Стартап-стадия

Метод стоимости инвестиций (cost-based метод)	– стоимость, за которую можно **реплицировать компанию** в ее текущем состоянии – начальная стоимость произведенных вложений за исключением транзакционных затрат
Рыночные отраслевые мультипликаторы	– специфические **мультипликаторы отрасли**: числитель – Enterprise value компании, знаменатель – натуральные, специфические для актива показатели – обязателен учет премии за страновой риск, в случае, если компании-аналоги являются не российскими
Рыночные мультипликаторы	– **мультипликаторы** EV/Sales, реже EV/EBITDA, по сделкам / раундам финансирования компаний на аналогичной стадии развития и аналогичной отрасли – обязателен учет премии за страновой риск, в случае, если компании-аналоги являются не российскими
Предыдущий раунд финансирования / сделка с долями компании	– определение стоимости компании **на основании последнего раунда** финансирования или сделки с долями компании

Рыночные (отраслевые) мультипликаторы

Рыночные мультипликаторы

- EV (стоимость бизнеса)/ Sales - часто
- EV / EBITDA - редко

Отраслевые мультипликаторы

- EV / Users (MAU, DAU)
- EV / ARPU

EV / Sales

Доход стартапа= $100 тыс. в год
Доход стартапа-аналога = $500 тыс. в год
Оценка стартапа-аналога = $1 500 тыс.
EV/Sales = 3

Оценка стартапа = 3 * $100 тыс. = $300 тыс.

Стадия раннего роста/Стадия расширения

Метод стоимости инвестиций (для стадии раннего роста)	– стоимость, за которую можно **реплицировать компанию** в ее текущем состоянии – начальная стоимость произведенных вложений за исключением транзакционных затрат
Рыночные мультипликаторы	– **мультипликаторы** EV/Sales, EV/EBITDA по сделкам / раундам финансирования компаний на аналогичной стадии развития и аналогичной отрасли, а также по аналогичным публичным компаниям
Метод венчурного капитала	– прогнозируется **терминальная стоимость** компании **на «выходе»** с помощью метода рыночных мультипликаторов – терминальная стоимость дисконтируется по специальной «венчурной» ставке (60% и выше), учитывающей высокую степень риска
Предыдущий раунд финансирования / сделка с долями компании	– определение стоимости компании на основании **последнего раунда** финансирования или сделки с долями компании
Метод дисконтированных денежных потоков (DCF)	– **приведение к текущей стоимости денежных потоков** компании по специфической ставке дисконтирования

Метод венчурного капитала

[Value (post-money)= Exit Value / ((1 + r)^t)]

[Value (pre-money)= Exit Value / ((1 + r)^t) – Value investment]

Exit value = Выручка * EV/Sales или EBITDA * EV/EBITDA

Пример

Ожидаемый выход | Ожидаемая доходность | Горизонт планирования

$100 млн / ((1+30%)^5) = $27 млн – post-money оценка

Проинвестированная сумма

$27 млн- $7 млн = $20 млн – pre-money оценка

r – ставка дисконтирования. В методе венчурного капитала равна той доходности, которую хочет получить инвестор

t — горизонт планирования. Обычно для таких компаний он равен количеству лет, через которые инвестор собирается выходить из проекта (от 2 до 5 лет)

DCF

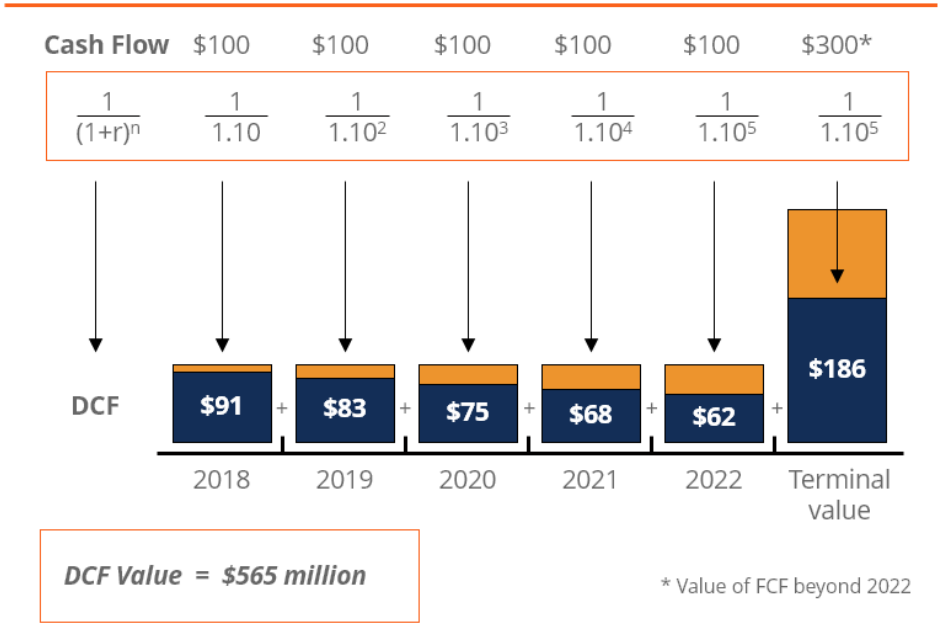
Прогноз выручки
- прогноз роста клиентской базы
- прогноз оттока клиентов
- анализ трафика, конверсий …

Прогноз затратной части
- затраты на персонал
- затраты на разработку
- затраты на маркетинг
- overheads

Прогноз CAPEX (кап затраты)
- серверы, техника и т.д.

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - Tax) + DA - CNWC - \Delta WCR$$

EBIT – прибыль до уплаты налогов и процентов
Tax – процентная ставка налога на прибыль
DA – амортизация материальных и нематериальных активов
Δ NWC (*Change in Net Working Capital*) – изменение оборотного капитала, деньги потраченные на приобретение новых активов
ΔWCR – чистые капитальные затраты (Capex)



$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \ldots + \overbrace{\frac{CF_n}{(1+r)^n}}^{\text{Terminal Value}}$$

CF = Cash Flow
r = Discount Rate (WACC)

Терминальная стоимость по модели Гордона

Терминальная стоимость (Terminal value) – потоки экономических выгод за пределами периода прогнозирования

Расчет по модели капитализации денежного потока последнего года (CF_n) периода прогнозирования (модель Гордона):

$$V_{(term)} = \frac{CF_n(1+g)}{r-g}$$

g – долгосрочный темп роста

r – ставка дисконтирования

Ставка дисконтирования

Ставка дисконтирования - это процентная ставка, используемая для пересчёта будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости

Рекомендуемые значения ставки:

- стадия развития технологии – свыше 80%;
- прикладные исследования – 50-70%;
- разработка технологии – 35-50%;
- начало коммерциализации – 20-35%;
- устойчивый рынок – 10-20%;
- завершение использования – 20% и более

Стадия выхода

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF)	– приведение денежных потоков компании к текущей стоимости – ставка дисконта: расчет по модели CAPM, WACC – терминальная стоимость: расчет по мультипликатору выхода/Gordon growth модель
Рыночные мультипликаторы	– мультипликаторы EV/Sales, EV/EBITDA по сделкам / раундам финансирования компаний на аналогичной стадии развития и аналогичной отрасли, а также по аналогичным публичным компаниям
Сделки с долями компании	– определение стоимости компании на основании сделки с долями компании

Альтернативные методы оценки стартапов

Метод оценки	Принцип
Метод Беркуса	Оценка базируется на 5 ключевых факторах успеха
Метод суммирования факторов риска	Оценка основана на базовой стоимости, скорректированной с учетом 12 стандартных факторов риска
Метод скоринга	Оценка основана на средневзвешенном значении стоимости, скорректированном для подобной компании
Метод сравнимых операций	Оценка основана на тройном правиле с KPI, взятом для подобной компании
Метод ликвидационной стоимости	Оценка основана на ликвидационной стоимости материальных активов
Первый чикагский метод	Оценка основана на средневзвешенном анализе трех сценариев