

Опубликовано 21.06.2022, 11:46

## Как оценить быстрорастущую компанию: обходим узкие места

**Финансы** · Частные инвестиции  
Инструкции OKS LABS

Инвесторы пересматривают стратегии и выходят из убыточных проектов, не соответствующих новым правилам игры. Взамен они будут искать быстрорастущие компании. Татьяна Захарина, член Ассоциации CFA, старший менеджер OKS LABS, — о том, как проводить их оценку



Фото: Shutterstock

Перед потенциальными инвесторами стоит сложная задача поиска новых привлекательных ниш. Скорее всего, они будут сконцентрированы вокруг быстрорастущих российских компаний, занимающих место ушедших из России, или компаний из стран, не попавших в список «недружественных».

В фокусе будут сделки из сферы кибербезопасности, цифровизации, EdTech, разработки ПО, платежных и облачных сервисов, систем аналитики. При заключении таких сделок придется проводить оценку активов. Что важно учитывать во время нее?

## Годовой регулярный доход (ARR)

Многие инвесторы не признают классические метрики, такие как выручка или рентабельность по EBITDA, достаточно показательными при оценке быстрорастущих компаний. Это связано с тем, что в состав выручки быстрорастущей компании могут входить единоразовые продажи, а EBITDA таких компаний зачастую отрицательная.

Поэтому инвесторы оценивают успешность технологических и быстрорастущих компаний по уровню годового регулярного дохода (ARR): сравнивают ARR покупаемого актива и сопоставимых. Однако данные об ARR сопоставимых компаний часто оказываются недоступны. В этом случае аналитикам приходится сокращать список аналогов до двух-трех, что делает выборку нерепрезентативной. Если такое случается, аналитику приходится вернуться к оценке с использованием классических финансовых показателей.

## Уровень контроля

Если инвестор покупает миноритарный пакет акций быстрорастущей компании, то он должен понимать: при последующих переоценках у аналитиков может не оказаться достаточного уровня доступа к внутренним материалам компании и ее руководству. Значит, они не смогут получить расшифровки отчетности и комментарии менеджмента, из которых будет понятна природа отдельных активов или обязательств. Они также будут не способны выделить единоразовые доходы и расходы компании из общих и получить обоснование ожиданий, заложенных в бюджет. Это существенно затруднит оценку и построение детальной финансовой модели.

## **Сложность применения доходного подхода**

При оценке компаний, работающих на рынке более пяти лет, следует использовать доходный подход, а именно, метод дисконтированных денежных потоков. Этот метод принимает во внимание ожидания в отношении доходов компании, издержек, инвестиций и иных факторов, влияющих на ее стоимость. Ожидаемый доход оценивается с учетом структуры капитала компании и ее исторических результатов, перспектив отрасли и бизнеса, а также макроэкономических факторов. Стоимость актива формируется за счет суммирования приведенной стоимости денежных потоков прогнозного и постпрогнозного периодов. Результат корректируют на величину чистого долга и сумму финансовых вложений (при наличии).

При достаточном уровне контроля в распоряжении аналитиков будет бюджет или иной финансовый документ, подготовленный руководством актива. Однако зачастую прогнозы руководства касательно темпов роста бизнеса отличаются высокой амбициозностью. Поэтому прежде, чем учитывать их, аналитику следует оценить, насколько менеджменту удавался процесс планирования в прошлом: провести план-факт-анализ реализации бюджетов за ретроспективные периоды. Если компания регулярно и с существенным отклонением (более 10%) не достигала плановых показателей по выручке, а также рентабельности по валовой и операционной прибыли, то имеет смысл скорректировать прогнозы менеджмента на процент невыполнения плана.

При этом даже если аналитик корректирует показатели, заложенные в бюджет компании, ему стоит убедиться, что у менеджмента есть их обоснование, а также подготовить собственную аргументацию. Основная сложность кроется именно в оценке разумности допущений, касающихся прогнозных

темпов роста оборота покупаемой компании и стоимости ее услуг. Для формирования прогнозов аналитику следует руководствоваться ретроспективными результатами деятельности актива, ретроспективными и прогнозными данными ключевых рынков, информацией в отношении ближайших аналогов, а также качественными комментариями руководства.

Инвесторы в отличие от аналитиков (профессиональных оценщиков) не любят применять доходный подход, потому что не каждая быстрорастущая компания из области высоких и информационных технологий имеет достаточный денежный поток, способный в заданный момент времени трансформироваться в положительное значение стоимости капитала. Для выхода на положительное значение стоимости капитала инвестору может потребоваться сформировать (или согласиться с видением руководства) весьма «агрессивные» допущения в части роста доходов актива, которые может быть сложно или невозможно обосновать. Поэтому ему значительно проще воспользоваться альтернативным методом оценки: сравнительным подходом.

## **Ограничения сравнительного подхода**

Сравнительный подход предполагает, что аналитик выбирает и анализирует сопоставимые компании или сделки с ними. При выборе таких компаний он принимает во внимание такие факторы, как сходство количественных и качественных характеристик бизнеса, доступность и достоверность информации, условия сделки и др. Сделав выбор, аналитик рассчитывает ценовые мультипликаторы, такие как стоимость бизнеса/выручка, стоимость бизнеса / EBITDA, цена / чистые активы. И уже с их помощью определяет стоимость бизнеса.

Сложность состоит в том, что при оценке быстрорастущей компании аналитик, как правило, оказывается ограничен мультипликатором стоимости бизнеса / выручка. Высокая неопределенность в отношении будущего роста стоимости

компаний-аналогов, ограниченный доступ к операционным метрикам и отрицательное значение EBITDA делают невозможным применение форвардных мультиликаторов (показатель, основанный на использовании ожидаемой прибыли за ближайший год), а также мультиликаторов стоимость бизнеса / количество подписок и стоимость бизнеса / EBITDA.

Сравнительный подход позволяет оценить компанию с точки зрения уже достигнутых ею результатов и не всегда учитывает перспективы ее развития. Аналитик, использующий его, вероятно, будет наблюдать существенный размах значений мультиликаторов, а значит, отличие максимальной и минимальной стоимости бизнеса в несколько раз. Поэтому он может выбрать, например, медианные или перцентильные значения мультиликаторов.

Кроме того, аналитику зачастую бывает трудно получить достоверные и полные данные по сопоставимым компаниям. Во-первых, в силу непубличности компаний в открытом доступе может не оказаться необходимой для анализа финансовой информации, а совершенные солями таких компаний сделки могут носить конфиденциальный характер. Во-вторых, деятельность оцениваемой компании может быть специфичной, то есть не напрямую сопоставимой с наблюдаемыми аналогами. Тогда ему придется искать другие аналоги. Без глубокого понимания особенностей индустрии сделать это будет непросто. Выходом из положения может стать согласование списка аналогов с руководством оцениваемого актива.

## **Информация о последних сделках и раундах финансирования**

Как ориентир при оценке стоимости компании могут быть использованы последние сделки с ее долями. Однако результаты этого метода часто существенно расходятся с результатами доходного подхода и могут быть

обусловлены, к примеру, масштабными планами по наращиванию бизнеса, которые инвесторы посчитали ценообразующими в прошлые раунды финансирования. Мы рекомендуем проводить фундаментальный анализ причин изменения стоимости актива по мере проведения различных раундов финансирования.

## **Анализ структуры капитала**

Капитал высокотехнологичных компаний зачастую состоит не только из обыкновенных акции, но и из других инструментов. Так, на начальном этапе развития компании часто привлекают финансирование путем размещения привилегированных акций. Инвестиции в привилегированные акции имеют встроенный защитный механизм: если компанию ликвидируют, держатели таких акций первыми получают компенсацию, а также имеют приоритет при распределении прибыли. В то же время привилегированные акции почти никогда не дают держателю прав на участие в принятии управлеченческих решений. Эти бумаги ценны также тем, что при определенных условиях могут быть (или будут) конвертированы в обыкновенные акции, как, например, в случае с выходом компании на публичный рынок (IPO). Если компания успешно выходит на биржу и котировки ее акций существенно повышаются в цене, инвестор может заработать значительно больше.

Кроме того, для поощрения и стимулирования сотрудников, партнеров и прочих контрагентов компании могут выпускать опционы. Опционы дают владельцам право конвертации в обыкновенные акции на заранее заданных условиях и имеют ограниченный срок действия.

При анализе стоимости активов с такой сложной структурой капитала перед аналитиком встает вопрос: надо ли учитывать эффект разводнения при расчете стоимости одной акции?

Инвесторы, как правило, принимают во внимание все категории инструментов, которые в теории могут привести к разводнению доли. Такой подход обусловлен практическим желанием не завышать стоимость актива, чтобы не проводить его переоценку в сторону снижения в случае конвертации акций и исполнения опционов.

Аналитики же не принимают во внимание потенциальный эффект от разводнения. Они распределяют стоимость капитала только между владельцами обыкновенных и привилегированных акций. Дело в том, что количество акций уже учитывает все опционы, исполненные на дату анализа. Делать допущение о конвертации всех выпущенных опционов некорректно, поскольку невозможно с высокой степенью точности оценить процент опционов, который будет предъявлен к исполнению.

## **Ключевые рекомендации**

Таким образом, наши ключевые рекомендации при оценке быстрорастущих компаний на стадии pre-IPO следующие:

- работайте с классическими показателями, ориентируйтесь на значение ARR лишь в информационных целях;
- помните, что чем меньше уровень контроля, тем более верхне-уровневой и субъективной может получиться оценка актива;
- если актив давно на рынке, используйте доходный подход как основной, а сравнительный — для целей проверки полученных результатов;
- применяя сравнительный подход, советуйтесь с руководством актива при отборе компаний-аналогов;
- проверяйте результаты оценки, анализируя предыдущие раунды финансирования и последние сделки с долями;

- при расчете стоимости акции не принимайте к учету финансовые инструменты, исполнение по которым не является гарантированным по состоянию на дату анализа.

**Автор:** Татьяна Захарина, член Ассоциации CFA, старший менеджер OKS LABS, финансовый аналитик

**Дата публикации:** 21.06.2022