

**«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**(Финансовый университет)**

**Департамент корпоративных финансов и корпоративного управления**

Научно-исследовательская работа

для конкурса

«Корпоративные финансы в современном мире», посвященному  
Д.С. Молякову

по теме:

**«Новые методы в оценке стоимости стартапов»**

Выполнил: Студент факультета менеджмента

Петров Антон

Научный руководитель: Щурина С.В.

К.э.н., доцент департамента «КФ и КУ»

Москва, 2018

## Содержание

|  |    |
|--|----|
| Введение.....                                      | 3  |
| Основная часть.....                                | 4  |
| Заключение.....                                    | 12 |
| Список использованных источников и литературы..... | 13 |

## Введение

Обычно молодые инновационные компании нуждаются в значительных ресурсах внешнего финансирования. Как правило, инвесторы (бизнес-ангелы, акселераторы и венчурные фонды) инвестируют в капитал компании, получая долю. Один из важнейших вопросов в этом случае – стоимостная оценка молодой компании.

В этом исследовании рассмотрены традиционные и специфические методы инвестиционной оценки. Стоит отметить, что они обычно применяются не на самых ранних этапах жизни компании, а когда она имеет небольшую историю, при этом оставаясь стартапом, поскольку провести даже относительно близкую к реальности инвестиционную оценку на этапе ее зарождения невозможно.

Цель исследования – выявить и обосновать специфические методы инвестиционной оценки.

Методы исследования – анализ динамики стоимости интернет-компаний на разных этапах их жизни и в зависимости от количества пользователей. Обобщение выводов и применимость к другим отраслям.

## Понятие стартапа и применимость традиционных методов оценки

Стартап – это компания на ранних стадиях развития, имеющая потенциально прорывную идею, которая стремится перерасти в крупную компанию, покорить рынок или даже создать новую нишу.<sup>1</sup> Такие компании характеризуются следующими параметрами:

- отрицательная прибыль
- формирование стоимости преимущественно нематериальными активами
- отсутствием информации о компании/истории компании

Несмотря на высокие риски инвестиций в такие компании, в 2017 году в них было инвестировано 155 млрд. долл.<sup>2</sup> только венчурными фондами. Какие методы стоимостной оценки используют инвесторы при выборе объекта инвестирования?

Традиционные методы оценки предполагают наличие финансовой истории фирмы, ее аналогов на рынке. Ниже рассмотрены три метода, применяемые различными видами инвесторов для проведения оценки.

Таблица 1 – применение обычных методов оценки для стартапов

| Метод  | Описание  | Использование при оценке молодых компаний  |
|--|---|--|
| Дисконтирование (DCF)                            | На основе предыдущих периодов или прогнозных значений будущие денежные потоки приводятся к настоящему времени | <b>Требуется финансовая история</b> , прогнозируемый объем рынка. У стартапов нет достаточно долгой истории и есть неопределенность по поводу будущего |
| Универсальные мультипликаторы (P/E, P/S, P/BV, P | Определяется стоимость путем приведения аналогии с похожими компаниями на                                     | Компания может иметь другую структуру капитала; <b>компания может не иметь</b>   |

<sup>1</sup> <https://generalassemb.ly/blog/difference-between-a-startup-and-a-small-business/>

<sup>2</sup> Venture pulse 2017 Q4 (2018)// Отчет компании KPMG (<https://assets.kpmg.com>)

|                 | рынке  | публичных аналогов  |
|-----------------|--|---|
| Затратный метод | Предполагает суммирование затрат и таким образом находится стоимость актива (компании) | Стартап имеет <b>перспективы, а затратный метод их не учитывает<sup>3</sup></b> |

Таким образом, в связи с короткой историей компании, а также ее инновационностью традиционные методы не способны помочь в проведении инвестиционной оценки стартапа. Поэтому венчурные компании используют модифицированные методы, отражающие специфику их бизнеса.

Таблица 2 – Использование особых методов в оценке стартапов

|                           |   |  |
|---------------------------|---|--|
| Метод венчурного капитала | Определяется период, необходимый компании для IPO. Далее, приводится аналогия с компанией, уже это сделавшей и с помощью ставки дисконтирования приводится PV. <sup>4</sup> | Популярный метод в США, но в <b>России стартапы реже совершают IPO</b> , поэтому может не оказаться входящих данных для оценки |
| Метод Беркуса             | Надбавка к таким показателям проекта, как инновационность идеи, команда проекта, реализованный прототип, денежный поток. Надбавка к ним обосновывается перспективностью     | <b>Сугубо субъективный метод</b> и достаточно ненадежный   |
| Метод скоринга            | Присвоение определенной   | <b>Субъективный метод.</b>   |

<sup>3</sup> Ключев А. П. Принципы и методы расчёта инновационной привлекательности стартапа // Молодой ученый. — 2018. — №4. — С. 109-111. — URL <https://moluch.ru/archive/190/48071/> (дата обращения: 16.04.2018).

<sup>4</sup> А. Дамодаран. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов; пер. с англ. — 5-е изд. Ред. 2002 года — 1340с.

|  |  |  |
|--|--|--|
|  | оценки проекту на основе ключевых критериев (команда, продукт, емкость рынка) и ранжирование потенциальных портфельных компаний на основе этого <sup>5</sup> | Более того, это, скорее, стратегия инвестора, а не метод оценки конкретного стартапа |
|--|--|--|

Таким образом, вышеперечисленные методы эффективны в определенных случаях, но некоторые из них трудно адаптировать к России, а некоторые не подойдут для той или иной отрасли. Поэтому венчурным инвесторам необходимо использовать более узкие, ориентированные на конкретную отрасль методы, которые будут учитывать нематериальные активы компании и потенциал роста при минимальных входящих данных о самой компании и ее индустрии.

---

<sup>5</sup> Клюев А. П. Принципы и методы расчёта инновационной привлекательности стартапа // Молодой ученый. — 2018. — №4. — С. 109-111. — URL <https://moluch.ru/archive/190/48071/> (дата обращения: 16.04.2018).

## Использование отраслевых мультипликаторов на примере сферы информационных технологий

Один из способов оценки интернет-компаний – отраслевые мультипликаторы. Они отличаются от традиционных тем, что сугубо индивидуальны и отражают специфику отрасли.

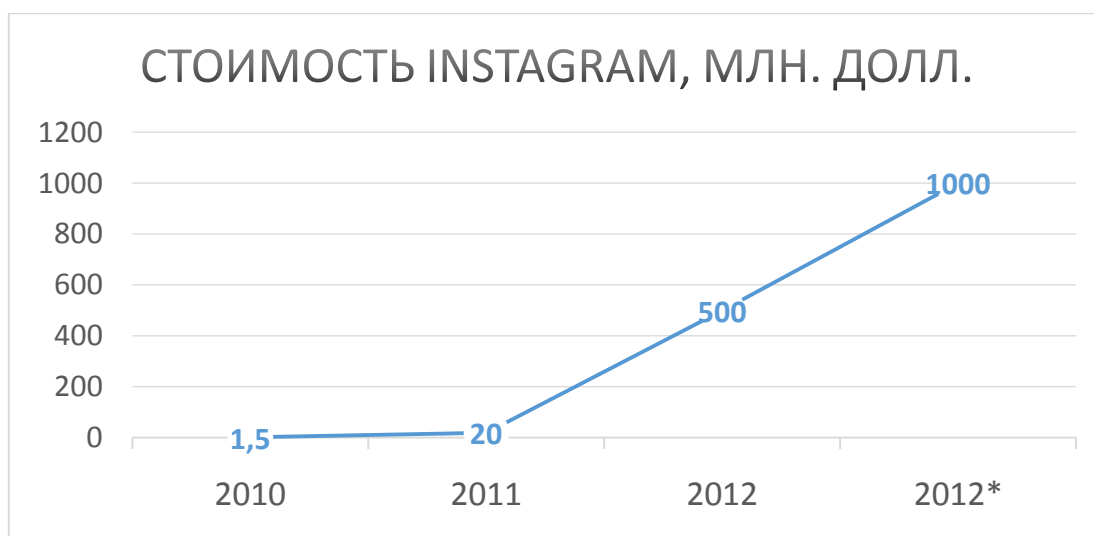
Один из таких мультипликаторов - стоимость/пользователь в интернет-бизнесе, а именно, в различных соц. сетях. Этот метод подтвердил себя на практике в США. При проведении исследования были проанализированы ключевые показатели компаний «Instagram» и «WhatsApp».

Компания Instagram была основана в октябре 2010 года. Она претерпела быстрый рост популярности: спустя неделю после запуска приложения, насчитывалось 100 000 пользователей, а через 3 месяца уже 1 миллион. Тогда в компанию вложили 7 млн. долл. Далее, в 2012 Facebook приобрел Instagram за 1 млрд. долл.

| Этап     | Сумма           | Инвестор                                |
|----------|-----------------|---|
| Seed     | 0,5 млн. долл.  | Венчурная компания,<br>Частный инвестор |
| Series A | 7 млн. долл.    | Венчурная компания                      |
| Series B | 50 млн. долл.   | Венчурная компания                      |
| Покупка  | 1000 млн. долл. | Facebook                                |

Таблица 1 – Инвестиции в «Instagram». Рис. 1 – стоимость Instagram

*Источник:* URL: <http://allthingsd.com/20120406/sequoia-set-to-lead-500m-valuation-round-for-instagram/> (дата обращения 04.06.2012)



\*в момент покупки компанией «Facebook»

Источник: Techcrunch, Crunchbase

Компания каждый год привлекала крупные раунды инвестиций, увеличивая свою стоимость. Это связано с стремительным ростом пользователей.

Таблица 3 – Соотношение цена/пользователь

| Год  | Количество пользователей, млн. | Значение мультипликатора |
|------|--------------------------------|--------------------------|
| 2010 | 0,1                            | 15                       |
| 2011 | 1                              | 20                       |
| 2012 | 35                             | 14,2                     |

Источник: URL: <https://techcrunch.com/2011/02/02/instagram-funding/> (дата обращения 02.02.2011)

Значения мультипликатора за 2 года прогресса компании имеют отклонение около 30%. Это значит, что на довольно ранних этапах было возможно оценить компанию с соответствующим отклонением. Например, в 2012 году инвестор мог на основе мультипликаторов в предыдущих годах, посмотрев на количество пользователей, оценить компанию. Этот показатель учитывает стоимость такого нематериального актива, как количество пользователей при том, что услуги компании для них бесплатны и компания не имеет устойчивую модель монетизации.



«Facebook» руководствовался тем, что у Инстаграма была схожая с ним целевая аудитория, да и сама эта компания изначально была сервисом для комментирования фотографий. Более того, целая армия преданных пользователей программы, обещала огромный источник различной информации о пользователях, а бизнес-модель «Facebook» включает в себя обработку данных о пользователях и использование их в целях рекламы. Для «Facebook» самое главное – информация, а социальные сети – кладезь информации о жизни их пользователей.

Таким образом, наличие пользователей означает наличие информации, а информация ценится высоко. Наличие преданных пользователей даже без устойчивой модели монетизации способно создать ценность для бизнеса. Методы оценки в этой сфере должны быть ориентированы на высокую долю нематериальных активов. В подтверждение данной гипотезы приведем еще один пример.

В 2013 году Facebook приобрел еще одну социальную сеть – «**WhatsApp**». На момент приобретения, «WhatsApp» имел 450 миллионов активных пользователей с ежедневным ростом в 1 млн. Он был приобретен за **21,8 млрд. долл.**<sup>6</sup> Что заинтересовало Facebook? Целевая аудитория, которая обгоняла сам Facebook по количеству пользователей. При этом значение мультипликатора равно 55, то есть, за одного пользователя было заплачено 55 долл. Безусловно, при таких сделках, как и в случае с Instagram происходит эффект синергии, а также поглощение конкурентов. Поэтому Facebook готов платить за пользователей.

Для сравнения, аналитики оценивают стоимость ракетостроительной компании SpaceX, имеющей несколько огромных производственных точек и тысячи сотрудников, в **20 млрд. долл.**<sup>7</sup> Это подтверждает высокую цену информации в современном мире.

---

<sup>6</sup>База данных об инвестиционных раундах Crunchbase// [Электронный ресурс] URL: <https://www.crunchbase.com>

<sup>7</sup>«Капитализация SpaceX достигла 21 млрд. долл.»// Научный журнал [Электронный ресурс] URL: <http://www.mk.ru/science/2017/07/29/kapitalizaciya-spacex-dostigla-21-mlrd.html> (дата обращения 07.09.2017)

## Применение мультипликатора на практике на примере Телеграмма

Исходя из вышесказанного, аналогичные компании сегодня имеют схожую структуру стоимости – популярные социальные сети без устойчивой бизнес-модели оцениваются количеством пользователей. Применим данный метод для оценки компании Телеграмм. Актуальность: недавно Телеграмм привлек свыше 1,7 млрд долл.<sup>8</sup> на предварительном размещении токенов, что является аналогом обычных методов привлечения инвесторов. Львиную долю этой суммы составляют институциональные инвесторы. Ниже обосновывается целесообразность инвестирования в эту компанию.

Телеграмм – аналог WhatsApp, он несет схожую пользу для ее владельцев – информацию, также является мессенджером. Значит допустимо провести оценку с помощью мультипликатора Стоимость/пользователь компании WhatsApp (55 долл. за пользователя). Телеграмм насчитывает 200 миллионов пользователей.

Таблица 4 – Анализ 2-х компаний

| WhatsApp  | Телеграмм                   |
|---|-----------------------------|
| Схожая целевая аудитория, аналогичные сервисы             |                             |
| 55 долл. за пользователя (при покупке компанией Facebook) | 200 миллионов пользователей |

*Источник: Techcrunch*

Исходя из вышеприведенного анализа, стоимость Телеграмма равна 11 миллиардов долларов. Невероятные цифры для обычного приложения, которое еще и не имеет устойчивую бизнес модель – все опции в нем бесплатные. Однако, стоит отметить, что инвестиции в Телеграмм и 2 предыдущие истории – не одно и то же, поскольку Телеграмм остается самостоятельной единицей, однако, вариант его приобретения не исключен, а значит, эта приблизительная оценка имеет значимость. На этом фоне ICO в 2 миллиарда долларов уже не кажется чем-то

---

<sup>8</sup> “Telegram ICO Raises \$1.7 Billion” – Новостной портал Trustnodes. [Электронный ресурс] URL: <https://www.trustnodes.com/2018/03/31/telegram-ico-raises-1-7-billion> (дата обращения 31.03.2017)

удивительным. В этом случае необходимо учесть вычисленное значение, но не опираться только на него, а использовать более комплексный подход к стоимостной оценке.

## **Заключение**

Развивающаяся мировая экономика ставит новые требования к инвестиционной оценке. На примере индустрии информационных технологий можно сделать вывод, что для каждой отрасли нужны разные методы оценки, в частности, с помощью мультипликаторов, которые будут учитывать главные драйверы стоимости компаний той или иной отрасли.

Интернет-бизнес не исключение. С помощью мультипликатора стоимость/пользователь была обоснована инвестиционная оценка нескольких компаний. Однако, в этом случае необходимо применять комплексный подход, поскольку один мультипликатор может переоценить компанию.

## Список использованных источников и литературы

1. ФЗ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений" [Электронный ресурс]. Дата обновления 26.06.2017. Доступ системы КонсультантПлюс.
2. А. Дамодаран. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов; пер. с англ. – 5-е изд. Ред. 2002 года – 1340с.
3. Ключев А. П. Принципы и методы расчёта инновационной привлекательности стартапа // Молодой ученый. — 2018. — №4. — С. 109-111. — URL <https://moluch.ru/archive/190/48071/> (дата обращения: 16.04.2018).
4. Сагайдачная О.В., Бижанова Е.А., Жуков Н.П. Особенности оценки стартапов в России. Журнал статистика, учет и аудит. 2014. Т. 1. № 52. С. 26-28.
5. Родин Е.Н., Дмитриев А.Н. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ТРАДИЦИОННОЙ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ С УЧЕТОМ СПЕЦИФИКИ СТАРТАПОВ. Наука и бизнес: пути развития. 2014. № 3 (33). С. 129-134.
6. M.G. Siegler “Instagram receives 7 million-dollars from Benchmark” [Электронный ресурс]. URL: <https://techcrunch.com/2011/02/02/instagram-funding/> (дата обращения 02.02.2011)
7. База данных об инвестиционных раундах Crunchbase// [Электронный ресурс] URL: <https://www.crunchbase.com>
8. Venture pulse 2017 Q4// Отчет компании KPMG [Электронный ресурс] URL: <https://assets.kpmg.com>
9. Liz Gannes “Sequoia Set to Lead \$500M Valuation Round for Instagram”// [Электронный ресурс] URL: <http://allthingsd.com/20120406/sequoia-set-to-lead-500m-valuation-round-for-instagram/>

10. Капитализация SpaceX достигла 21 млрд. долл.»// Научный журнал [Электронный ресурс] URL: <http://www.mk.ru/science/2017/07/29/kapitalizaciya-spacex-dostigla-21-mlrd.html> (дата обращения 07.09.2017)

11. “Telegram ICO Raises \$1.7 Billion” – Новостной портал Trustnodes. [Электронный ресурс] URL: <https://www.trustnodes.com/2018/03/31/telegram-ico-raises-1-7-billion> (дата обращения 31.03.2017)