

Практика оценки проектов УК Steep Rock Capital

Case Study

Самара

25 ноября 2008 г.

Дмитрий Красоткин

Финансовый аналитик

Фонды Steer Rock – Общая информация

- ❑ Фонды Steer Rock находятся под управлением Steer Rock Capital LLP, инвестиционной компании, основанной в июне 2006 года, регулируемой законодательством Великобритании и уполномоченной Службой по Финансовым Рынкам Великобритании (FSA)
- ❑ Под управлением Фондов - 75 миллионов долларов США
- ❑ Текущий портфель – быстрорастущие компании, ориентированные на потребительский спрос
 - ❑ Региональная сеть кинотеатров и ресторанов
 - ❑ Производитель детского питания
 - ❑ Разработчик и продавец мобильного контента
 - ❑ Авиакомпания
 - ❑ Системный интегратор
 - ❑ Нефтесервисная компания
 - ❑ Сеть гипермаркетов



Содержание

1. Процесс инвестирования
2. Экспресс-оценка сделки
3. Подробный анализ компании
4. Метод сравнительного анализа
5. Метод DCF
6. IRR-анализ
7. Как сделать процесс инвестирования оптимальным для инвестора и для фонда?



Процесс инвестирования

2-3 дня

2-4 недели

1-2 недели

1-3 месяца

Потенциальный проект

Экспресс-анализ

Тщательный анализ сделки (оценка)

Инвестиционный Комитет

Совет Директоров

Постоянный мониторинг

Рейтинг

Риски

Да/Нет

Due diligence

Экспресс-анализ проекта с использованием скоринговой системы Steep Rock / решение продолжить или нет

Построение и тщательный анализ финансовой модели / решение о представлении проекта на Инвестиционный Комитет

Решение Инвестиционного Комитета, инвестировать или нет, и на каких условиях

Совет Директоров принимает окончательное решение по результатам due diligence, проведенного Steep Rock и внешними консультантами

Проекты

Взгляд на перспективы индустрии

Общие исследования

Скоринг-оценка проекта

Финансовая модель

Пре-Инвест. Меморандум

Инвестиционный Меморандум

Специфическая документация по компании

Case Study – Сеть магазинов «ABC Stores»

- ❑ ABC Stores – быстрорастущая региональная сеть
- ❑ Количество магазинов – 35, из них собственных магазинов – 8
- ❑ Средний чек - 130 рублей
- ❑ Собственники предлагают пакет акций новой эмиссии в размере 28.5% за \$10 миллионов
 - ❑ весь бизнес оценивается в \$25 миллион pre-money
- ❑ Прогноз компании включает в себя инвестиции \$10 миллионов в бизнес
- ❑ Компания имеет чистый долг в сумме \$12 млн., из которых \$10 млн. – краткосрочный долг

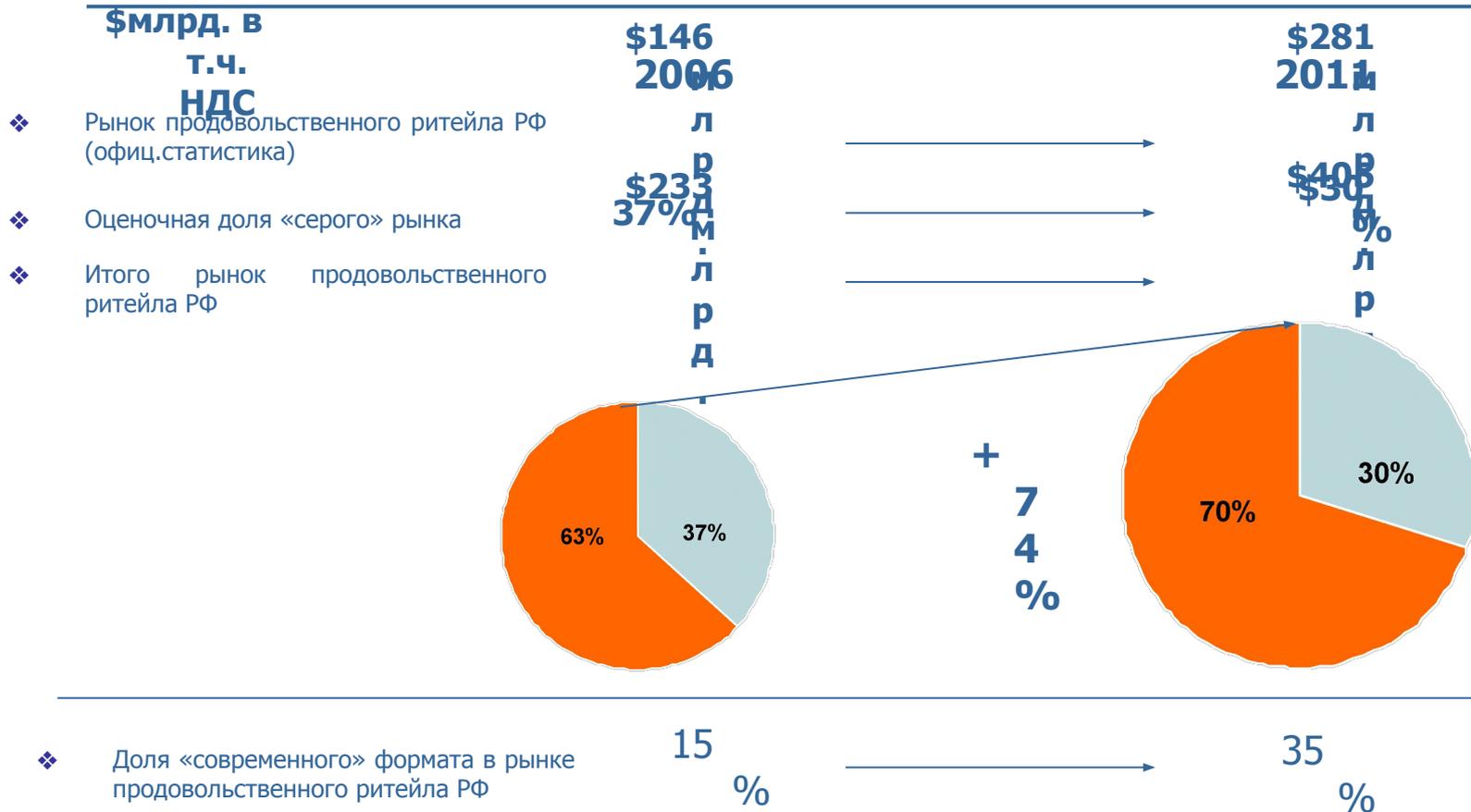
Основные финансовые показатели

млн.долл.США	2004	2005	2006	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Количество магазинов	10	20	30	36	55	70	80	90	100
Выручка	9	21	39	50	69	102	123	143	158
<i>т эмп рост а выручки</i>		141%	86%	28%	38%	48%	21%	16%	10%
ЕБИТДА	0	1	2	3	4	7	9	10	12
<i>маржа ЕБИТДА</i>	4%	5%	5%	6%	6%	7%	7%	7%	8%
Чистая прибыль	0	1	1	1	1	3	4	6	7
<i>маржа чистой прибыли</i>	2%	3%	3%	3%	1%	3%	3%	4%	4%
Чистый долг	1	3	7	12	12	12	8	6	5
<i>Средняя выручка на магазин</i>		1,4	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7
<i>Долг /ЕБИТДА</i>		3	4	4	3	2	1	1	0

Источник: данные неаудированной управленческой отчетности компании

Взгляд на индустрию сетевой розницы

- Прогноз роста рынка российского продовольственного ритейла на 5 лет до 2011 года – 12% в год
- Прогноз роста ВВП РФ на 5 лет до 2011 года – 6-7% в год



1

Перспективы индустрии



- Прогнозируемый рост превышает рост ВВП
- Доля «современного» формата остается низкой

2

Экспресс-оценка

3

Прогноз Steep Rock

4

DCF

5

Сравнительная оценка

6

IRR

Основные термины, которые мы используем

- EV (Enterprise Value) – стоимость бизнеса в целом, включая стоимость акционерного капитала и чистый долг
- EV/EBITDA – мультипликатор Стоимость бизнеса /EBITDA. Данный мультипликатор оценивает компанию по всему денежному потоку, остающемуся в распоряжении компании до того, как она выплатит проценты и налоги и начнет осуществлять капиталовложения
- DCF – метод определения стоимости компании, при котором прогнозируемые денежные потоки дисконтируются к настоящему времени
- WACC – средневзвешенная стоимость капитала компании
- IRR – внутренняя норма доходности. Процентная ставка, при которой стоимость будущего потока платежей по активу совпадает с его рыночной ценой
- LFL (Like-for-Like Sales / Same Store Sales) – показатель, позволяющий сравнить изменение выручки магазинов, действующих в течение года или более
- Pre-money valuation – первоначальная (предварительная) стоимость, определяемая до внесения инвестиций в компанию
- Post-money valuation – стоимость компании после получения ею финансирования

Экспресс-оценка компании / скоринг

- ❑ Структура сделки
 - ❑ \$10 миллионов за 29%% акций/ новая эмиссия / компания планирует IPO в 2011 году
 - ❑ привлеченные средства используются на развитие бизнеса
 - ❑ 100% акций - \$35 млн., EV=\$47 млн. (\$35 млн. плюс долг \$12 млн.) Post-money
- ❑ Структура собственности компании
 - ❑ 100% акций принадлежит основателю компании / собственник владеет компанией через оффшорную структуру, зарегистрированную на Кипре
- ❑ Экспресс-анализ основных финансовых показателей
 - ❑ Рост выручки значительно снизился в 2007 году, EBITDA к выручке ниже чем у крупных торговых сетей – публичных компаний. Рост маржинальности бизнеса прекратился в 2007 году
- ❑ Оценка компании на основе мультипликаторов
 - ❑ средний показатель EV/EBITDA 2008 для публичных ритейлеров (X5, Дикси, Магнит, Седьмой Континент) компаний – 9x-10x
- ❑ IRR-анализ
 - ❑ в случае IPO компании в 2011 году с мультипликатором EV/EBITDA10 ожидаемый EV составит \$100 млн. (10 x 10), стоимость 100% пакета акций = 100-8=\$92 млн. (EV минус долг на конец 2010 года)
 - ❑ IRR для Steep Rock составит 38% $= (92/35)^{(1/3)} - 1$
- ❑ Скоринг-оценка проекта

1

Перспективы индустрии



- прогнозируемый рост превышает рост ВВП
- Доля «современного» формата остается низкой

2

Экспресс-оценка



- новая эмиссия, средства – в бизнес
- возможно высокий IRR

3

Прогноз Steep Rock

4

DCF

5

Сравнительная оценка

6

IRR

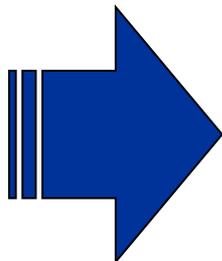
Типовые риски инвестирования в российскую компанию: опыт Steep Rock

	Международные инвесторы	Фонды в России
1	Политические риски, вмешательство государства на макро-уровне	Риски, связанные с управлением / менеджментом компаний
2	Макроэкономика, финансовая стабильность (инфляция, курс рубля)	Высокая цена входа
3	Высокая цена входа	Конфликты акционеров / сложные партнеры
4	Конфликты акционеров / сложные партнеры	Конкуренция со стороны международных игроков на российском рынке
5	Микрокоррупция / вмешательство государства на местном уровне	Макроэкономика, финансовая стабильность (инфляция, курс рубля)

Источник: Baring Vostok Capital Partners, Steep Rock

Текущая ситуация на рынке ритейла в России

- Значительная долговая нагрузка компаний
 - валютные риски
- Рост выручки обеспечивается за счет открытия новых точек, а не роста сопоставимых продаж
- Трудности с рефинансированием долга, практически невозможно получить кредит на открытие новых точек
- Задержки с погашением кредиторской задолженности
 - примеры сетей Самохвал и Холидей
- Участились случаи продажи недвижимости ритейлерами для погашения долгов
- Увеличились риски банкротства сетевых ритейлеров



Steep Rock прогнозирует рост сделок M&A, а также сделок по приобретению сетей полностью или частично портфельными инвесторами, включая фонды

Прогноз Steep Rock: Анализ LFL Sales

Руб.	2006	2007	2007/2006, %	2007/2006, % (корректировка на инф ляцию)
Магазин 1	63 234 033	71 601 439	13,2%	1,2%
Магазин 2	39 269 046	42 795 479	9,0%	-3,0%
Магазин 3	47 905 333	50 656 598	5,7%	-6,3%
Магазин 4	36 356 726	38 207 095	5,1%	-6,9%
Магазин 5	28 306 902	29 657 752	4,8%	-7,2%
Магазин 6	24 155 265	25 074 400	3,8%	-8,2%
Магазин 7	52 973 162	54 900 181	3,6%	-8,4%
Магазин 8	66 554 170	68 070 370	2,3%	-9,7%
Магазин 9	30 161 368	29 864 461	-1,0%	-13,0%
Магазин 10	40 202 846	39 214 415	-2,5%	-14,5%
Магазин 11	29 741 588	27 830 104	-6,4%	-18,4%
Магазин 12	40 365 377	37 485 160	-7,1%	-19,1%
Магазин 13	35 100 328	32 314 794	-7,9%	-19,9%
Магазин 14	17 799 872	16 386 310	-7,9%	-19,9%
Магазин 15	31 263 617	28 298 629	-9,5%	-21,5%
Итого	583 389 635	592 357 187	1,5%	-10,5%
Среднее значение	38 892 642	39 490 479	1,5%	-10,5%



Отсутствие роста сопоставимых продаж при инфляции цен на продукты питания на уровне 12-15% свидетельствует о неэффективности управления компанией

Прогноз Steep Rock: собственная модель

- ❑ Количество магазинов, запланированных к открытию, уменьшено на 35%
- ❑ EBITDA откорректирована в соответствие с фактическими данными по магазинам (показатели LFL sales)
- ❑ Ставка налога на прибыль принята на уровне 24%
- ❑ Прогноз чистого долга не изменен в связи с тем, что компании необходимо будет рефинансировать долг
- ❑ Средняя выручка на магазин – на уровне 2007 года

млн.долл.США	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Количество магазинов	36	48	58	65	71	78
Выручка	50	61	77	90	104	113
<i>темп роста выручки</i>	28%	22%	26%	17%	16%	9%
EBITDA	3	3	4	5	5	6
<i>маржа EBITDA</i>	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Чистая прибыль	1	0	1	2	2	4
<i>маржа чистой прибыли</i>	3%	0%	1%	2%	2%	3%
Чистый долг	12	12	12	8	6	5
<i>Средняя выручка на магазин</i>	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<i>Долг / EBITDA</i>	4	4	3	2	1	1

Показатель долг/EBITDA представляется слишком высоким. Из 12 млн. долларов долга – 10 млн. – краткосрочный долг, рефинансирование которого будет необходимо уже в 1 квартале 2009 года.

- 1 Перспективы индустрии 
 - прогнозируемый рост превышает рост ВВП
 - Доля «современного» формата остается низкой
- 2 Экспресс-оценка 
 - новая эмиссия, средства – в бизнес
 - возможно высокий IRR
- 3 Прогноз Steep Rock 
 - **слабый рост LFL sales**
 - уменьшен прогноз открытия новых магазинов
 - **значительная долговая нагрузка**
- 4 DCF
- 5 Сравнительная оценка
- 6 IRR

DCF-оценка: расчет ставки дисконтирования

Параметр	Показатель	Описание	Источник / комментарий
Безрисковая ставка (Rf)	7%	доходность по 30-летним облигациям РФ	http://www.cbonds.ru
Рыночная премия за инвестирование в акции (Rm)	5%	рыночная премия за риск инвестирования в акции	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Beta	1,03	бета без учета долга премия за риск инвестирования в компании малой капитализации	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
Премия за small-cap (scp)	3,88%	дополнительные риски компании	lbbotson Associates, Ежегодник за 2007 год
Премия за специфический риск компании (srp)	2%	Beta (levered) = 1.03 x (1 + (1-0.24) x 4,5)	расчет Steep Rock Beta (levered) = beta (unlevered) x ((1 + (1-T) x D/E)
Бета с учетом долга			
Стоимость акционерного капитала (Re)	30%	Re = 7% + 3.4*5% + 3.88% + 2%	Re = Rf + Rm x beta + scp + srp
D/E	2,9	отношение долга к рыночной стоимости акционерного капитала	средняя процентная ставка по кредитам компании
Rd	15%	стоимость долга	
WACC	16%	WACC = 30% x 0.25 + 13% x 0.75 x (1-0.24)	WACC = Re x E/A + Rd x D/A x (1-T)

Оценка методом DCF

млн.долл.США	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
ЕВИТ *(1-Т)		2	2	2	3	3
Амортизация		1	1	1	1	2
Капитальные затраты		-4	-3	-2	-2	-2
Изменение ЧОК		1	1	2	2	2
Свободный денежный поток (СДП)		0	1	4	5	5
Период дисконтирования		0,3	1,3	2,3	3,3	4,3
Коэффициент дисконтирования		1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
Дисконтированный СДП		-0,1	1,1	2,7	2,9	2,9
Рост СДП в пост-прогнозный период						5%
Терминальная стоимость						27
Дисконтированная терминальная стоимость						14
Стоимость бизнеса	24					
Чистый долг	12					
Стоимость 100% акционерного капитала	12					

\$25
МИЛЛИОНО
В

DCF
оценка

первонач
ального
бизнес-
плана

Согласно модели дисконтирования денежных потоков стоимость 100% акционерного капитала компании составляет 12 миллионов долларов США (оценка post-money)

- 1 **Перспективы индустрии** 
 - прогнозируемый рост превышает рост ВВП
 - Доля «современного» формата остается низкой
- 2 **Экспресс-оценка** 
 - новая эмиссия, средства – в бизнес
 - возможно высокий IRR
- 3 **Прогноз Steep Rock** 
 - **слабый рост LFL sales**
 - уменьшен прогноз открытия новых магазинов
 - значительная долговая нагрузка
- 4 **DCF** 
 - стоимость 100% акций pre-money – \$2 миллиона
 - в случае невозможности рефинансировать краткосрочный долг компания обанкротится
- 5 **Сравнительная оценка**
- 6 **IRR**

Сравнительная оценка

Компания	EV	Выручка 2007	EBITDA 2007	Прогноз		EV/EBITDA	EV/EBITDA	
				EBITDA 2008	EV/sales 07	07	08	
<i>млн. долл. США</i>								
Магнит	2 983	3 677	219	359	0,8	13,6	8,3	
Группа X5	6 416	5 136	518	781	1,2	12,4	8,2	
Седьмой Континент	2 140	1 263	135	171	1,7	15,9	12,5	
Группа Дикси	706	1 431	59	113	0,5	12,0	6,2	
<i>Среднее значение</i>	<i>3 061</i>	<i>2 877</i>	<i>233</i>	<i>356</i>	<i>1,1</i>	<i>13,5</i>	<i>8,8</i>	
Wal-Mart	271 246	378 799	29 100	30 560	0,7	9,3	8,9	
Costco	25 628	67 910	2 390	2 660	0,4	10,7	9,6	
Kroger	25 582	70 240	3 680	3 979	0,4	7,0	6,4	
Safeway	15 897	42 960	2 930	3 085	0,4	5,4	5,2	
Supervalu	13 194	44 050	2 720	2 707	0,3	4,9	4,9	
<i>Среднее значение</i>	<i>70 309</i>	<i>120 792</i>	<i>8 164</i>	<i>8 598</i>	<i>0,4</i>	<i>7,5</i>	<i>7,0</i>	

Источники: Репсар, Yahoo!Finance

ABC Stores	26	8,8
Долг	12	
100% акций	14	

Данная оценка сделана без учета дисконта к мультипликатору EV/EBITDA (в среднем 25%-30%), который может быть применен к данной компании в связи с

- непубличным характером деятельности
- низкой эффективностью

- 1 Перспективы индустрии 
 - прогнозируемый рост превышает рост ВВП
 - Доля «современного» формата остается низкой
- 2 Экспресс-оценка 
 - новая эмиссия, средства – в бизнес
 - возможно высокий IRR
- 3 Прогноз Steep Rock 
 - **слабый рост LFL sales**
 - уменьшен прогноз открытия новых магазинов
 - значительная долговая нагрузка
- 4 DCF 
 - стоимость 100% акций pre-money – \$2 миллионов
- 5 Сравнительная оценка 
 - стоимость 100% акций pre-money – \$4 миллиона
- 6 IRR

IRR-Анализ

DCF оценка	2		
Сравнительная оценка	4		
Предложение компании	25	EV/EBITDA 08	EV/EBITDA 08
Оценка Pre-money	3	pre-money	post-money
Новая эмиссия	10	5	8
Вторичные акции	0		
Инвестиции SR	10		
<hr/>			
Оценка Post-money	13		
Доля SR Post-money	77%		

Доходность
инвестиции согласно
скорректированному
прогнозу (32% IRR) –
соответствует
целевой доходности
фонда (30-35%)

Стоимость доли Steep Rock

Дата IPO Источник оценки	1 полугодие 2011 Целевой показатель EV/EBITDA		
	7	8	9
Бизнес-план компании	49	57	65
IRR	70%	79%	86%
Прогноз SR	20	23	27
IRR	25%	32%	38%

1	Перспективы индустрии		<ul style="list-style-type: none"> • прогнозируемый рост превышает рост ВВП • Доля «современного» формата остается низкой
2	Экспресс-оценка		<ul style="list-style-type: none"> • новая эмиссия, средства – в бизнес • возможно высокий IRR
3	Прогноз Steep Rock		<ul style="list-style-type: none"> • слабый рост LFL sales • уменьшен прогноз открытия новых магазинов • значительная долговая нагрузка
4	DCF		<ul style="list-style-type: none"> • стоимость 100% акций pre-money – \$2 миллиона
5	Сравнительная оценка		<ul style="list-style-type: none"> • стоимость 100% акций pre-money – \$4 миллиона
6	IRR		<ul style="list-style-type: none"> • IRR откорректированного бизнес-плана соответствует целевой доходности фонда

1	Перспективы индустрии	<input checked="" type="checkbox"/>	<ul style="list-style-type: none"> • прогнозируемый рост превышает рост ВВП • Доля «современного» формата остается низкой
2	Экспресс-оценка	<input checked="" type="checkbox"/>	<ul style="list-style-type: none"> • новая эмиссия, средства – в бизнес • возможно высокий IRR
3	Прогноз Steep Rock	?	<ul style="list-style-type: none"> • слабый рост LFL sales • уменьшен прогноз открытия новых магазинов • значительная долговая нагрузка
4	DCF	?	<ul style="list-style-type: none"> • стоимость 100% акций pre-money – \$2 миллиона
5	Сравнительная оценка	?	<ul style="list-style-type: none"> • стоимость 100% акций pre-money – \$4 миллиона
6	IRR	<input checked="" type="checkbox"/>	<ul style="list-style-type: none"> • IRR откорректированного бизнес-плана соответствует целевой доходности фонда



Инвестиция в компанию не привлекательна по предлагаемой цене. С учетом слабой динамики сопоставимых продаж и значительной долговой нагрузки инвестиции в ABC Stores представляются слишком рискованными.

Какие документы запрашивают фонды?

Общие документы по компании

- Структура собственности и юридическая структура группы / холдинга
- Основные продукты / услуги
- География продаж
- Статистические показатели (объем продаж в единицах продукции, цены, количество точек площадь, торговая площадь, и т.п.)
- Положение компании на рынке, позиционирование
- Описание конкурентов

Финансовые документы

- Финансовая отчетность: отчет о прибылях и убытках, баланс, отчет о движении денежных средств
- Основные поставщики / покупатели (условия расчетов с ними)
- Расшифровка дебиторской / кредиторской задолженности
- Расшифровка кредитов / лизинговой задолженности

Кадровые документы

- Биографическая справка на основных менеджеров

Прогнозы, модели

- Стратегия развития компании
- Финансовая модель развития бизнеса

Как сделать процесс инвестирования оптимальным для компании и для фонда?

- Подготовленная информация для инвесторов
 - Консолидированная аудированная отчетность по МСФО / российская отчетность, переведенная в МСФО
 - Грамотно изложенная стратегия, которую руководство компании может убедительно защитить
 - Хорошо проработанный бизнес-план / финансовая модель развития бизнеса
 - Четкое представление, сколько средств требуется компании на развитие, и, конкретно, на какие цели
 - Наличие автоматизированной системы управления и учета на предприятии – 1С или выше
- Четко выстроенная юридическая структура с холдинговой компанией в юрисдикции с английским правом (Кипр, BVI)
- Понимание, для каких целей компания хотела бы привлечь финансового инвестора
- Предложение акций в виде новой эмиссии (не вторичная продажа)
- Адекватная оценка своих возможностей и тенденций рынка
- Отсутствие в структуре собственности двух равных по величине пакета акционеров
- Опытная команда менеджеров, доказавшая свою эффективность

Что не нравится фондам?

- Продажа акций акционерами, если бизнес еще находится в стадии роста
- Средства требуются для инвестиций в недвижимость или на пополнение оборотных средств
- Сложная (запутанная) структура собственности и / или организационная структура компании
- Абсолютно разные бизнес-направления, объединенные в одном холдинге
- Сделки со связанными сторонами
- Слишком большое количество «исполнительных» директоров

Привлечение инвестора в виде фонда – это
всегда компромисс

Спасибо за Ваше внимание!