

# Практика оценки проектов УК Steep Rock Capital

## Case Study

Самара

25 ноября 2008 г.

Дмитрий Красоткин

Финансовый аналитик

# Фонды Steep Rock – Общая информация

- ❑ Фонды Steep Rock находятся под управлением Steep 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



**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

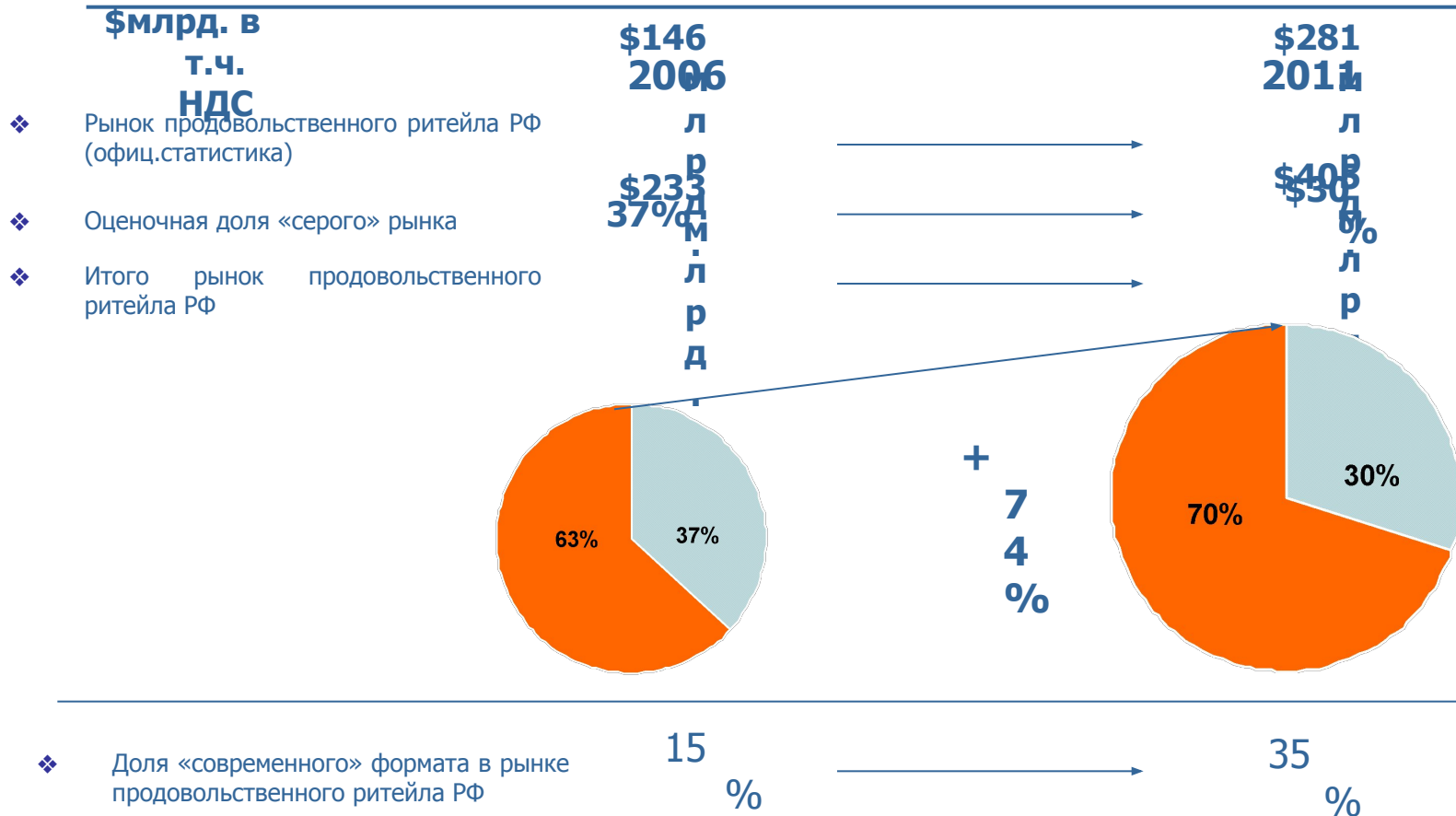
## Основные финансовые показатели

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 емп 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

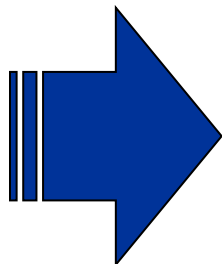
# Типовые риски инвестирования в российскую компанию: опыт Steep Rock

	<b>Международные инвесторы</b>	<b>Фонды в России</b>
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%
<b>Итого</b>	<b>583 389 635</b>	<b>592 357 187</b>	<b>1,5%</b>	<b>-10,5%</b>
<b>Среднее значение</b>	<b>38 892 642</b>	<b>39 490 479</b>	<b>1,5%</b>	<b>-10,5%</b>






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	<a href="http://www.cbonds.ru">http://www.cbonds.ru</a>
Рыночная премия за инвестирование в акции (Rm)	5%	рыночная премия за риск инвестирования в акции	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>
Beta	1,03	бета без учета долга премия за риск инвестирования в компании малой капитализации	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>
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			
<b>Стоимость акционерного капитала (Re)</b>	<b>30%</b>	<b>Re = 7% + 3.4*5% + 3.88% + 2%</b>	<b>Re = Rf + Rm x beta + scp + srp</b>
D/E	2,9	отношение долга к рыночной стоимости акционерного капитала	средняя процентная ставка по кредитам компании
Rd	15%	стоимость долга	
<b>WACC</b>	<b>16%</b>	<b>WACC = 30% x 0.25 + 13% x 0.75 x (1-0.24)</b>	<b>WACC = Re x E/A + Rd x D/A x (1-T)</b>



# 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
<b>Свободный денежный поток (СДП)</b>		<b>0</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
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
<b>Стоимость бизнеса</b>	<b>24</b>					
Чистый долг	12					
<b>Стоимость 100% акционерного капитала</b>	<b>12</b>					

\$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>	

Ист. очник: Репсар, Yahoo!Finance

ABC Stores	26	8,8
Долг	12	
<b>100% акций</b>	<b>14</b>	

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	<b>EV/EBITDA 08</b>	<b>EV/EBITDA 08</b>
<b>Оценка Pre-money</b>	<b>3</b>	pre-money	post-money
Новая эмиссия	10	5	8
Вторичные акции	0		
<b>Инвестиции SR</b>	<b>10</b>		
<hr/>			
<b>Оценка Post-money</b>	<b>13</b>		
<b>Доля SR Post-money</b>	<b>77%</b>		

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

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



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!