

Оценка стоимости инновационной компании для целей партнерства с государственными инвестиционными фондами

Автор: Перехватов Владимир Вадимович

Аннотация. В статье рассматривается проблема оценки инновационной компании для принятия решения относительно участия в частно-государственных партнерствах. Показано, что для получения справедливой ошибки не подходит традиционно применяемый метод DCF. Для оценки инновационных компаний предлагается использовать метод гDCF.

Одной из приоритетных задач, стоящих перед российским государством, является задача построения инновационной экономики [1]. На пути решения этой задачи государство намерено стимулировать инвестирование в инновации со стороны частного капитала [2,3]. В качестве объектов инвестирования должны выступать бизнес-структуры: частные инновационные фонды, финансирующие портфели проектов, или реализующие отдельные проекты частные инновационные компании.

С целью стимулирования инвестирования в инновации со стороны частного капитала государство готово участвовать в таких бизнес-структурах через специальные государственные инвестиционные фонды, выступающие в качестве соинвестора, действующего в партнерстве с частным инвестором. При этом государственный фонд ограничивает свое участие в бизнес-структуре миноритарной долей [4,5]. Соответствующий миноритарной доле объем государственных инвестиций зависит от оценки стоимости бизнес-структуры. Стремясь получить больший объем государственных инвестиций в свой бизнес, частный инвестор заинтересован в максимально высокой оценке стоимости.

Методика оценки стоимости бизнес-структуры, применяемая сегодня государственными фондами, не делает различий между инновационными фондами и инновационными компаниями и использует для оценки инновационных компаний методы, предназначенные для оценки фондов. Это может приводить к занижению оценочной стоимости инновационных компаний, располагающих единственным, но очень перспективным проектом. Для повышения привлекательности партнерства с государством для частных инвесторов таких компаний целесообразно применять методики оценки учитывающие специфику бизнеса инновационной компании. В настоящей работе для оценки инновационной биотехнологической компании предлагается метод, учитывающий специфику процесса создания лекарств и других биотехнологических препаратов.

Для оценки бизнеса обычно применяется подход, основанный на прогнозировании стоимости будущих денежных потоков. Как показывает практика [6,7] государственные фонды используют этот подход в варианте метода DCF с фиксированной ставкой дисконтирования.

Стоимость бизнеса по методу DCF определяется по формуле:

$$EV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \text{ где}$$

CF_t - будущие денежные потоки

n - число лет

r – ставка дисконтирования

При этом возникает проблема определения ставки дисконтирования r , решение которой ищут на пути использования теории портфеля [8], согласно которой величина фиксированной ставки дисконтирования зависит, в основном, от премии за риск, которая определяется как награда за отказ от безрискового актива в пользу рискованного рыночного портфеля. Риск портфеля проектов зависит от рынка, на который ориентированы входящие в портфель проекты. Очевидно, что такой подход к определению ставки дисконтирования хорошо подходит для располагающих портфелями проектов инвестиционных фондов.

Он используется, в частности, для портфелей проектов биотехнологических венчурных фондов, где риск очень велик и ставка дисконтирования для 8 лет может достигать 100%! [9]. При этом применение высокой ставки дисконтирования, как правило, не приводит к низкому уровню оценки стоимости биотехнологических венчурных фондов, так как ее влияние компенсируется влиянием колоссальных размеров ожидаемых положительных денежных потоков, что в совокупности дает оценку стоимости портфеля, сопоставимую с другими бизнесами. Колоссальные размеры ожидаемых положительных денежных потоков связаны с особенностями рынка новых биотехнологий, когда любой удачный проект способен принести крайне высокие по меркам традиционных видов бизнеса доходы.

Ниже мы приводим таблицу со средней годовой выручкой для некоторых лекарств[11]

Целевой рынок	Средняя годовая выручка
Антибиотики	385млн. \$
Противораковые лекарства	488 млн. \$
Препараты для лечения урологических заболеваний	690 млн. \$
Препараты для лечения кожных заболеваний	98 млн. \$
Препараты для лечения глазных болезней	272 млн. \$
Противовоспалительные средства	571 млн. \$
Метаболические препараты	803 млн. \$
Болеутоляющие	693 млн. \$
Лекарственные средства, влияющие на функции органов дыхания	646 млн. \$
Лекарственные средства, действующие на	746 млн. \$

центральную нервную систему	
Лекарственные средства, применяемые при заболеваниях желудочно-кишечного тракта	792 млн. \$
Лечебные препараты для суставов, костей	127 млн. \$
Препараты для лечения заболеваний крови	981 млн. \$

Таким образом, оценка по методу DCF с фиксированной ставкой дисконтирования учитывает особенности портфеля биотехнологического венчурного фонда. В случае, когда частный инвестор фонда рассматривает вопрос о партнерстве с российским государственным инвестиционным фондом такая оценка позволяет ему претендовать на существенный объем государственного соинвестирования.

Однако, для частного инвестора инновационной компании оценка его бизнеса по методу DCF дает, как правило, мало привлекательные условия партнерства. Действительно, в случае одного проекта величина денежного потока CF_t уже не может компенсировать влияние большого значения ставки дисконтирования r , полученного на основе анализа высокорискованных целевых рынков. Оценочная стоимость компании получается очень низкой, не позволяя привлечь достаточное соинвестирование, что противоречит интересам частного инвестора и может побудить его отказаться от партнерства. Такое развитие событий противоречит уже интересам государственного фонда, так как не позволяет ему решить задачу стимулирования инвестирования в инновации со стороны частного капитала.

Таким образом, применение метода DCF для оценки инновационных проектов противоречит интересам как государственного фонда, так и частного инвестора. В этих условиях разумно ставить вопрос о применении других методов оценки.

В западной практике биотехнологического бизнеса достаточно распространенным методом оценки биотехнологических компаний является метод rDCF [10], отличающийся тем, что для получения оценки компании вместо учета риска портфеля проектов в ставке дисконтирования ожидаемые денежные потоки «взвешиваются» в соответствии со специфическими рисками ее бизнеса.

Стоимость проекта по методу rDCF определяется по формуле

$$EV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t \cdot P_0}{(1+r)^t \cdot P_t}, \text{ где}$$

P_0 - вероятность вывода технологии в начальный момент времени,

P_t - вероятность вывода технологии в момент времени t ,

$\frac{P_0}{P_t}$ - вероятность достижения денежного потока CF_t в момент времени t

Специфические риски биотехнологической компании связаны с процессом прохождения этапов развития реализуемого биотехнологического проекта. В частности, в процессах разработки фармакологических препаратов (лекарств) в качестве главных этапов выделяют первую, вторую, третью фазу клинических испытаний. При этом ставка дисконтирования r учитывает только риски биотехнологических проектов, в которых все этапы пройдены, и определяется в размере 9-15%[10].

Ниже мы приводим таблицу вероятностей вывода лекарства на рынок P_i на различных этапах биотехнологического проекта.

Вероятности вывода лекарства на рынок [11]			
	Фаза 1	Фаза 2	Фаза 3
P_i	30%	36%	64%

Метод rDCF ориентирован на оценку отдельного инновационного проекта, учитывает особенности ее бизнеса и тем самым, отвечает требованиям, вытекающим из интересов, как фонда, так и частного инвестора. Это подтверждается опытом работ по оценке проекта Ионы Скулачева в процессе подготовки Инвестиционного соглашения о партнерстве частной компании ООО «Митотех» с госкорпорацией «Роснано».

При подготовке Инвестиционного соглашения о партнерстве экспертами ООО «Митотех» сравнительным методом была получена оценка стоимости компании. Оценка меньше полученной рассматривалась частной компанией ООО «Митотех» как неприемлемая, а соглашение о партнерстве «Митотех» и госкорпорации «Роснано» - как нецелесообразное.

По настоянию экспертов «Роснано» оценка проекта была проведена в соответствии с методом DCF. Для получения оценки, удовлетворяющей обе стороны, потребовалось ввести в расчеты плохо обоснованные предположения относительно перспективных рынков сбыта. В то же время оценка по методу rDCF позволила получить экспертно подтвержденный результат без использования сомнительных предположений.

Таким образом, мы предлагаем в качестве метода оценки стоимости инновационных компаний со стороны государственных фондов использовать метод rDCF, который позволяет получить оценку, удовлетворяющую как частного инвестора компании, так и государственный фонд.

ЛИТЕРАТУРА

1. Проект Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года, Минэкономразвития России <http://www.economy.gov.ru/> (18.01.2010)
2. О корпорации, Роснано <http://www.rusnano.com> (18.01.2010)
3. Краткая информация о компании, Российская венчурная компания <http://www.rusventure.ru/> (18.01.2010)

4. Интервью директора Департамента корпоративного управления и развития «Роснано» Алексея Качая радиостанции "Эхо Москвы"
<http://www.rusnano.com/Post.aspx/Show/20114/18.01.2010>
5. Стратегия развития ОАО «Российская венчурная компания» на период до 2020 года
6. Структура бизнес плана инвестиционного проекта в области нанотехнологий, Роснано <http://www.teo.ru/rusnano.htm> (18.01.2010)
7. Положение о системе Венчурных партнеров Фонда посевных http://www.rusventure.ru/ru/investments/fpi/20101007_FPI_RSVP.pdf инвестиций Российской венчурной компании и порядке их регистрации
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
9. Frei P. & Leleux B., Valuation—what you need to know, NATURE BIOTECHNOLOGY volume 22 number 8, August 2004, p. 1049-1051
10. Stewart, J.J., Biotech valuations for the 21st century. 2002, Milken Institute <http://www.dist.maricopa.edu/bwd/biotechpb.pdf>. (18.01.2010)
11. Boris Bogdan, Ralph Villiger, "Valuation in Life Sciences: A Practical Guide" Publisher: Springer, 2008

По вопросам, относящимся к статье, обращайтесь по адресу vladimir.perekhvaton@icon3.ru