

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Балакин Илья Андреевич

АНАЛИТИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ
ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК
ПО ПРИОБРЕТЕНИЮ БИЗНЕСА
С ПРИВЛЕЧЕНИЕМ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА

5.2.3. Региональная и отраслевая экономика:
бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Ефимова Ольга Владимировна,
доктор экономических наук, профессор

Москва - 2024

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Теоретико-методические основы финансового анализа сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала	13
1.1 Место и роль финансового анализа в проведении сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала (LBO)	13
1.2 Система финансового анализа сделок финансируемого выкупа	20
1.3 Методы финансового анализа сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала	28
Глава 2 Аналитическое обоснование принятия решений в сделках финансируемого выкупа	43
2.1 Особенности анализа и оценки эффективности сделки финансируемого выкупа	43
2.2 Систематизация инструментария оценки создания стоимости участниками финансируемого выкупа	56
2.3 Анализ влияния факторов на эффективность сделок LBO	68
Глава 3 Совершенствование методов аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа	85
3.1 Рекомендации по совершенствованию аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа	85
3.2 Построение многофакторной модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO	99
3.3 Перспективы применения рекомендаций по совершенствованию аналитического обоснования эффективности сделок LBO	112
Заключение	129
Список сокращений и условных обозначений	136
Список литературы	139
Список иллюстративного материала	160
Приложение А Финансовые характеристики целей LBO	162
Приложение Б Факторы, определяющие применение заемных средств при LBO	163
Приложение В Декомпозиционная модель создания стоимости в сделках финансируемого выкупа	164

Приложение Г Сводная статистика сделок LBO по выборке	165
Приложение Д Сводная статистика тактик ускорения выплат по сделкам выборки факторного анализа.....	166
Приложение Е Изменения операционных показателей, связанные со стратегиями транзакций LBO	167
Приложение Ж Результаты одномерного анализа зависимости IRR от стратегии транзакций финансируемого выкупа	168
Приложение И Статистика выходов из сделок LBO с учетом их стратегий	169
Приложение К Результаты многомерного анализа IRR инвесторов.....	170
Приложение Л Глобальные волны сделок M&A в мире	171
Приложение М Описательная статистика выборки данных для факторного анализа леввериджа LBO	173
Приложение Н Результаты анализа влияния факторов на кредитное плечо LBO .	174
Приложение П Критерии отбора компании-цели в предлагаемой модели	175
Приложение Р Предлагаемые LBO модели с различными сценариями.....	183
Приложение С Вводные условия и прогнозы операционной деятельности компании-цели для оценки эффективности сделки LBO в предлагаемой модели	189
Приложение Т Данные по компаниям-аналогам компаний-таргетов.....	213
Приложение У Расчет Cost of equity и WACC для компаний-целей	219
Приложение Ф Расчет APV стоимости целевой компании с учетом трех компонентов	220
Приложение Х Анализ чувствительности показателей в предлагаемой модели....	223
Приложение Ц Результаты оценки стоимости собственного капитала целевой компании разными методами в виде «Football-field»	229
Приложение Ш Факторный анализ причин расхождения прогнозного и фактического IRR, в предлагаемой модели анализа LBO	235

Введение

Актуальность темы исследования. Сделки приобретения бизнеса необходимы при различных экономических условиях и направлены на консолидацию рынка, реструктуризацию неэффективных компаний-конкурентов или их бизнес-единиц. В условиях дефицита собственных средств и внешних инвестиций повышается значение заемных средств и, соответственно, роль сделок приобретения бизнеса с высокой долей привлечения заемного капитала (финансируемый выкуп, leveraged buyout – LBO, долговое финансирование). Сделки LBO позволяют расширить доступ к дополнительным финансовым ресурсам и реализовать такие стратегические возможности приобретения, как ускорение развития компании-цели, создание новых рабочих мест, рост производительности, стимулирование экономического роста и повышение потенциала ценности. Через оптимизацию операционной эффективности, улучшение бизнес-процессов или реализацию стратегических инициатив приобретающая компания способна увеличить стоимость активов и повысить свою конкурентоспособность. Применение заемного капитала благодаря возможностям управления финансовым рычагом и залогом активов повышает гибкость процесса структурирования сделки. К тому же в условиях финансируемого выкупа происходит диверсификация рисков между участниками сделки. Учет опыта и внедрение лучших практик инвесторов в проведении сделок LBO является основой повышения эффективности деятельности, создания дополнительной стоимости и роста конкурентоспособности целевой компании.

Преимущества финансируемого выкупа бизнеса широко используются за рубежом, где сделки LBO получили распространение с 1980-х годов [37]. В России сделки финансируемого выкупа имеют относительно более короткую историю и зачастую не соответствуют классической модели LBO. Первыми примерами отечественных финансируемых выкупов можно считать отдельные сделки приватизации государственных предприятий в 1990-е годы в период после распада Советского Союза и начала экономических реформ в России. Стабильный экономический рост и улучшение инвестиционного климата в 2000-х годах способствовали возникновению и развитию российского рынка LBO. Большая часть

сделок LBO была связана с приобретением активов в различных секторах, включая нефтегазовую промышленность, телекоммуникации, розничную торговлю и другие [72]. Но в целом темпы роста, количество и объемы сделок российского рынка LBO существенно отстают и не отвечают потребностям российской экономики. Особую актуальность финансируемый выкуп приобретает в России в современных условиях ужесточения зарубежных санкций и сокращения иностранных инвестиций.

Развитие российского рынка LBO зависит от многих факторов, включая экономическую ситуацию, политическую стабильность, доступность финансирования и правовую среду. В свете значительных рисков, связанных с высокой долговой нагрузкой, колебаний рыночной ситуации и потенциального несоответствия ожиданиям стратегии выкупа, становится критически важным глубокий анализ и тщательное обоснование решений, принимаемых в ходе осуществления операций финансируемого выкупа. В этой связи особую актуальность приобретает необходимость развития методики финансового анализа и оценки эффективности проведения сделок LBO для их аналитической аргументации каждым участником финансируемого выкупа.

Недостаточная разработанность методической базы финансового анализа и аналитического обоснования эффективности финансируемого выкупа, отсутствие комплексной методики финансового анализа, учитывающей специфику сделок LBO, сдерживают развитие операций финансируемого выкупа на фоне роста потребности в них, как важнейшего финансового инструмента реструктуризации и оптимизации российского бизнеса, что и определило выбор темы исследования и ее актуальность.

Степень разработанности темы исследования. Фундаментальные принципы финансового и инвестиционного анализа получили широкое освещение в исследованиях и публикациях российских ученых, среди которых можно выделить И.А. Бланка, Н.Б. Болдыреву, В.В. Бочарова, В.И. Бариленко, Д.А. Ендовицкого, О.В. Ефимову, Е.Б. Герасимову, В.В. Ковалева, В.Г. Когденко, М.В. Мельник, Е.В. Никифорову, А.М. Петрова и других.

В то же время изучение LBO-сделок (Leveraged Buyout) было проведено такими российскими и зарубежными экспертами, как Э.А. Арзак, Р.А. Брейли, С.В. Гвардин, П. Гохан, А. Дамодаран, К. Демироглу, Т. Дженкинсон, М. Дженсен, О.И. Иконникова, С.Н. Каплан, А. Кессель, Д.О. Леденев и В.О. Леденев,

Ф. Модильяни, С. Оплер, П. Пиньятаро, Л.Е. Пятицкая, А.Д. Радыгин, Т. Райферт, И.В. Скворцова, Х. Цзя и другие. В России тематика использования заемных средств для покупки бизнеса также нашла отражение в нескольких диссертациях, авторами которых являются А.П. Ильин, А.С. Коннова, Ю.С. Сидоренко, однако, без раскрытия основ и практических сторон аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа.

Вопросы эффективности и создания стоимости в классических сделках слияний и поглощений (M&A) изучали Д. М. Бишоп, В.В. Бочаров, Дж. К. Ван Хорн, Д.М. ДеПамфилис, И.В. Ивашковская, М. Дженсен и В. Меклинг, Н. Рани, Т.В. Теплова, Н. Энгель. Специфика формирования стоимости участниками финансируемого выкупа представлена в работах таких авторов, как Э.Р. Арзак, С.Н. Каплан и П. Стромберг, Дж. Б. Кон, Н. Лоос, Т. Оплер и С. Титман. Результаты анализа основных факторов эффективности и создания стоимости в сделках финансируемого выкупа в своих трудах представили А. Ахляйтнер, М. Дженсен и В. Меклинг, К. Диллер, К. Лихтнер, Ф. Штрайх и другие.

Высоко оценивая научный вклад ученых, следует отметить, что в настоящее время в научной литературе отсутствует раскрытие в необходимой мере комплексной методики финансового анализа для обеспечения аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа с учетом их особенностей и вклада заинтересованных сторон. Соответствующие эмпирические исследования зарубежных авторов играют важную роль для развития рынка LBO, но не учитывают специфику российского бизнеса.

Целью исследования является развитие теоретико-методических положений аналитического обоснования эффективности сделок приобретения бизнеса с высокой долей привлечения заемного капитала и разработка практических рекомендаций для повышения качества принимаемых решений.

Для достижения цели поставлены следующие **задачи**:

– определить место и раскрыть содержание системы финансового анализа сделок финансируемого выкупа, в том числе конкретизировать процедуры аналитического обоснования эффективности сделок LBO, уточнить и систематизировать инструментарий финансового анализа, необходимый для обоснования инвестиционных решений, связанных с совершением LBO-сделок и

оценки их эффективности;

- на основе исследования аналитических возможностей и систематизации инструментария оценки создания стоимости для участников финансируемого выкупа предложить рекомендации по совершенствованию аппарата аналитического обоснования эффективности, способствующие как принятию управленческих решений всеми участниками сделок, так и развитию российского рынка LBO в целом;

- сформировать предложения по улучшению информационной базы, позволяющей создать необходимую основу для проведения эмпирических исследований, направленных на выявление факторов, влияющих на эффективность сделок финансируемого выкупа;

- обосновать и раскрыть содержание методики факторного анализа эффективности сделок финансируемого выкупа и возможные направления его совершенствования, предложить конкретные методики анализа воздействия значимых факторов на эффективность сделок LBO, направленные на повышение качества оценки и прогноза успешности сделок;

- предложить и апробировать комплексную модель финансового анализа для оценки результативности LBO-сделок, которая будет включать не только основные финансовые драйверы повышения стоимости, но также операционные показатели и ESG-индикаторы, характеризующие бизнес-модель, риски и потенциал целевой компании LBO-сделки, обеспечивая высокий уровень адаптивности модели и возможности ее дальнейшего совершенствования с учетом уникальных отраслевых особенностей, многообразия сделок и меняющихся экономических условий.

Объект исследования – сделки по приобретению бизнеса, осуществляемые с использованием заемного капитала.

Предметом исследования является теоретико-методический аппарат финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа и направления его совершенствования в целях повышения обоснованности принимаемых решений о приобретении бизнеса с использованием заемных средств.

Область исследования соответствует п. 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка

эффективности деятельности экономических субъектов»; п. 11.5. «Мониторинг, анализ и оценка изменений бизнеса» Паспорта научной специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика: бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика (экономические науки).

Теоретическая основа исследования представлена разработками отечественных и зарубежных ученых в области анализа сделок слияний и поглощений и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа. В диссертационном исследовании используются теоретические положения концепции стоимости денежных средств во времени, стоимости капитала, компромисса риска и доходности, альтернативных затрат, агентских отношений, устойчивых темпов роста.

Научная новизна исследования заключается в разработке комплексной модели финансового анализа и рекомендаций по выбору, организации и методике использования аналитического инструментария оценки эффективности сделок финансируемого выкупа для обеспечения качественного и адаптированного к современным требованиям аналитического обоснования принимаемых участниками сделки решений на каждой стадии ее проведения.

Теоретическая значимость работы состоит в развитии инструментария аналитического обоснования принимаемых участниками сделок LBO решений в целях повышения эффективности финансируемых выкупов и снижения рисков неблагоприятных последствий их совершения.

Практическая значимость работы заключается в том, что предложенный аналитический инструментарий может быть использован заинтересованными сторонами сделки для комплексного анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа. Полученные результаты ориентированы на их практическое применение в аналитической работе на различных стадиях проведения LBO-сделок для решения ряда конкретных задач, связанных с информационным, аналитическим, организационным и методическим обеспечением принятия обоснованных управленческих решений участниками финансируемого выкупа. Практическая значимость проведенного исследования проявляется также в возможностях применения его результатов в учебном процессе в целях углубленного изучения финансового анализа и оценки эффективности сделок

финансируемого выкупа.

Методология и методы исследования. Для проведения исследования применялись общепризнанные методы научного познания, абстрактного и логического мышления, анализа и синтеза, инструментарий финансового, инвестиционного, экономического и статистического анализа, методы обзора литературы, финансовое моделирование и другие общенаучные, экономико-статистические и финансовые методы.

Для разработки и апробации предложенной методики аналитического обоснования эффективности финансируемого выкупа использованы технические инструменты – пакет приложений Microsoft Office, в том числе электронные таблицы MS Excel.

Нормативная и информационная база исследования. Исследование базируется на законодательных и нормативных документах Российской Федерации, регламентирующих нормы и процедуры организации и проведения анализа и оценки сделок приобретения бизнеса с привлечением заемных средств.

Информационный фундамент исследования базируется на научных работах ведущих ученых по разрабатываемым в диссертации проблемам, а также финансовой и нефинансовой отчетности организаций различных сфер бизнеса, вовлеченных в операции по выкупу активов с помощью заемных средств, материалов Федеральной службы государственной статистики, публикаций информационных и аналитических служб, обзоров консультационных фирм и инвестиционных банков, а также данных о заключенных сделках из международных и российских специализированных информационных систем (Bloomberg, Compustat, Mergermarket) и других открытых баз данных Интернета.

Положения, выносимые на защиту:

– определено ключевое место, раскрыты задачи и содержание системы финансового анализа сделок LBO, конкретизированы основные процедуры аналитического обоснования эффективности LBO, уточнены и систематизированы методы и показатели финансового анализа и оценки эффективности, обеспечивающие выбор необходимого аналитического инструментария финансового анализа для обоснования управленческих решений на каждой стадии приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала (С. 17; 19; 21-26; 38-39);

– на основе обоснования целесообразности применения, наряду с финансовыми показателями оценки созданной стоимости, нефинансовых показателей, характеризующих корпоративную социальную ответственность целевой компании и направленность ее деятельности на устойчивое развитие, предложена система показателей оценки условий и результатов создания ценностей участниками сделок долгового финансирования, в которой определены ключевые параметры, необходимые для анализа и принятия управленческих решений каждым участником сделок финансируемого выкупа (С. 65-68; 124-127);

– даны рекомендации по совершенствованию информационной базы, позволяющей создать необходимую основу для проведения эмпирических исследований, направленных как на выявление новых факторов, влияющих на эффективность отдельных сделок финансируемого выкупа, так и на выявление тенденций и проблем развития российского рынка LBO (С. 87-88; 124; 126);

– обосновано и раскрыто содержание методики анализа финансовых и нефинансовых факторов, влияющих на эффективность сделок финансируемого выкупа. На основе выявления особенностей анализа и оценки эффективности сделок LBO и уточнения декомпозиционной модели анализа создания стоимости участниками финансируемого выкупа, позволяющей идентифицировать прямые и косвенные источники стоимости, а также факторы ее создания, определены направления совершенствования факторного анализа эффективности LBO-сделки. Предложены конкретные методики факторного анализа эффективности сделок LBO, направленные на оценку зависимости доходности финансируемого выкупа от стратегий его проведения, а также влияния факторов и направлений их воздействия на финансовый левиредж сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала (С. 76-84; 91-98; 165-170; 173-174);

– разработана комплексная многофакторная модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO и предложена методика ее применения, способствующие повышению обоснованности принимаемых управленческих решений всеми ключевыми сторонами LBO-сделок на различных этапах проведения операций по приобретению бизнеса с использованием заемного капитала. В состав предлагаемой модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO включены компоненты ESG-анализа, PESTEL-анализа, а также сценарного анализа.

Предлагаемая модель способна к адаптации и учету специфических задач и интересов участников сделок на всех стадиях финансируемого выкупа (С. 100-112; 114-123; 175-240).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов исследования подтверждается достаточным количеством наблюдений и применяемыми современными методами исследований, публикациями полученных результатов и их апробацией на научных конференциях. Основные положения и выводы диссертационного исследования были обсуждены и получили положительную оценку на следующих международных научно-практических конференциях: на IV Международной научно-практической конференции «Научные исследования и инновации» (г. Саратов, НОО «Цифровая наука», 14 марта 2021 г.), на XIV Международной научно-практической конференции «Декабрьские чтения памяти С.Б. Барнгольц» (Москва, Финансовый университет, 15-16 декабря 2022 г.), на XV Международной научно-практической конференции «Наука, образование, инновации: актуальные вопросы и современные аспекты» (г. Пенза, Международный центр научного сотрудничества «Наука и просвещение», 29 декабря 2022 г.); на Международной научно-практической конференции «Экономика, бизнес, инновации: актуальные вопросы теории и практики» (г. Пенза, Международный центр научного сотрудничества «Наука и просвещение», 25 ноября 2023 г.).

Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе ПАО АФК «Система» при анализе инвестиционной привлекательности сделок потенциальных сделок по приобретению бизнеса с привлечением заемного капитала и способствуют повышению эффективности совершаемых компанией приобретения и реструктуризации бизнеса с использованием заемных средств. В частности, применяется разработанная в диссертации система инструментария оценки создания стоимости сделок финансируемого выкупа, позволяющая повысить качество аналитического обоснования принимаемых инвестиционных решений.

Комплексная модель финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа внедрена в систему аналитического обоснования принимаемых управленческих решений по сделкам приобретения бизнеса с привлечением заемных средств ООО «Эксплорэйшн Капитал». Материалы

проведенного в диссертации исследования (модель создания стоимости в LBO-сделках и система инструментария ее оценки, методики анализа влияния факторов на финансовый левиредж LBO и анализа влияния стратегий проведения сделок LBO на их эффективность) используются для углубления и повышения качества факторного анализа сделок финансируемого выкупа бизнеса.

Материалы диссертации также используются Кафедрой бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Аналитическое обоснование финансовых решений» и «Анализ и финансовое моделирование инвестиционных проектов» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 Экономика.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. По теме исследования опубликовано 13 научных работ авторским объемом 9,55 п.л., в том числе 6 работ авторским объемом 4,51 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определены поставленными целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы, включающего 175 наименований, списка иллюстративного материала и 21 приложения. Текст диссертации изложен на 240 страницах, включает 87 рисунков, 18 таблиц, 48 формул.

Глава 1

Теоретико-методические основы финансового анализа сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала

1.1 Место и роль финансового анализа в проведении сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала (LBO)

Для определения места и роли финансового анализа проведения и эффективности сделок приобретения бизнеса с привлечением заемных средств (LBO) рассмотрим и уточним экономическое содержание и специфику этих сделок.

В ходе анализа работ российских и международных ученых, а также специалистов-практиков выявлены три ключевых подхода интерпретации сущности операций финансируемого выкупа.

Наиболее распространенным является первый подход, поддерживаемый большинством зарубежных исследователей (такими как Э.А. Арзак [96], Р.А. Брейли [24; 106], Дж.К. Ван Хорн [25], А. Дамодаран [29; 117-119], С. Каплан [142], С.Ф. Рид [73], П. Стромберг [143] и другими авторами), а также некоторыми российскими экономистами (Ю.В. Игнатишиной, Д.О. Леденевым и В.О. Леденевым [145]), которые определяют сделки финансируемого выкупа как специфическую форму корпоративных слияний и поглощений (M&A).

При этом специфическими чертами LBO, как разновидности сделок M&A, выделяют:

1) преобладание заемного капитала в источниках финансирования сделки выкупа бизнеса [25, с. 616; 30, с. 824];

2) привлечение в качестве «обеспечения по привлекаемым кредитам активов приобретаемой компании-цели» [25, с. 616];

3) преобразование публичной компании в частную собственность вследствие совершения сделки LBO (акции целевой компании переходят в собственность институциональных инвесторов (как правило, фондов прямых инвестиций [25, с. 905] или менеджмента целевой компании (management buyout – MBO), или группы инвесторов по тендерному предложению) [30, с. 824; 96];

4) вариативность приобретения как всего предприятия, так и отдельных его подразделений; кроме того, существует опция покупки компаний, независимо от их статуса публичности или принадлежности к частному сектору [139].

5) «участие в качестве покупателей в основном не стратегических инвесторов, стремящихся к синергии в процессе приобретения другой компании, а финансовых инвесторов, желающих повысить доходность своих инвестиций» [30, с. 132].

Второй подход, поддерживаемый большинством российских экономистов (включая В.В. Бочарова, И.Н. Самонова, В.А. Макарова [23], А.Д. Радыгина [71; 72] и других) и некоторыми зарубежными исследователями (такими как С. Гвардин, И.Н. Чекун [26], П. Гохан [28]), характеризует заемное финансирование как «механизм финансирования сделки», то есть «совокупность форм и методов финансирования сделок приобретения бизнеса (или его части) с привлечением заемного капитала, составляющего значительную долю в источниках финансирования» [28, с. 513].

В рамках третьего подхода финансируемый выкуп рассматривается как «вид инвестиций, применяемый на определенной стадии развития компании» (О. Бетч, А. Грох, А. Лохман) [105], что «не раскрывает сути всего комплекса финансовых отношений, возникающих на рынке слияний и поглощений в процессе взаимодействия вовлеченных в процесс групп стейкхолдеров: действующих акционеров компании, менеджмента, представителей банков, игроков фондового рынка, инвестиционных, консалтинговых, аудиторских и юридических фирм и т.п.» (Т. Райферт) [162, с. 129].

Для уточнения места и роли финансового анализа в сделках LBO и с учетом результатов обзора академической литературы [28; 52; 84; 85; 98; 102; 111-113; 116; 143; 146; 147] более предпочтительным для раскрытия места и роли финансового анализа является процессный подход определения сущности финансируемого выкупа, как совокупности поэтапных действий по покупке бизнеса с использованием заемного капитала для увеличения его ценности. При этом выделяются три основных стадии:

1) выбор наиболее приемлемой для приобретения компании-цели и ее выкуп финансовыми и стратегическими инвесторами или руководящим составом целевой

компании (МВО) с привлечением в значительной мере заемного капитала;

2) «удержание» целевой компании, улучшение ее операционных показателей и возврат привлеченных для выкупа заемных средств за счет денежных потоков компании-цели;

3) закрытие сделки с применением одной из возможных стратегий: продажа бизнеса стратегическому инвестору (прямая продажа), продажа финансовому инвестору или размещение акций целевой компании на публичном рынке (IPO). В любом случае – это «выход» инвесторов из инвестиций, реализация созданной стоимости целевой компании [11, с. 48].

Участниками рынка LBO выступают: целевая компания (ее акционеры и менеджмент); покупатели (стратегические инвесторы, финансовые инвесторы, менеджмент компании); кредитные и финансовые институты. Основные преимущества сделок финансируемого выкупа вызваны всеми формами синергетического эффекта от их проведения (операционная, финансовая инвестиционная и стратегическая синергия).

Раскрытию содержания каждой стадии финансируемого выкупа и возможных рисков, возникающих при разных сценариях его проведения, способствует понимание интересов участия участников LBO.

Для каждого участника сделки долгового финансирования важным является повышение стоимости бизнеса. Инвесторы, в том числе и акционеры компании-цели, принимая решение об участии в LBO, планируют получить премию и возврат вложенных в компанию средств. Менеджеры компании, участвуя в сделке выкупа, надеются таким образом сохранить свои рабочие места (management buyout – MBO) [159]. При этом участие менеджмента целевой компании в финансируемом выкупе является залогом успешности сделки. Благодаря заинтересованности управленческой команды компании-цели в повышении собственных доходов, зависящих от финансовых результатов компании, возможен высокий уровень эффективности управления в стадии удержания цели в сделке LBO.

При отсутствии возможности у менеджмента компании-цели самостоятельно выкупить ее у акционеров, к участию в LBO привлекаются внешние инвесторы – стратегические покупатели или финансовые инвесторы. Участие стратегических покупателей в финансируемом выкупе объясняется их

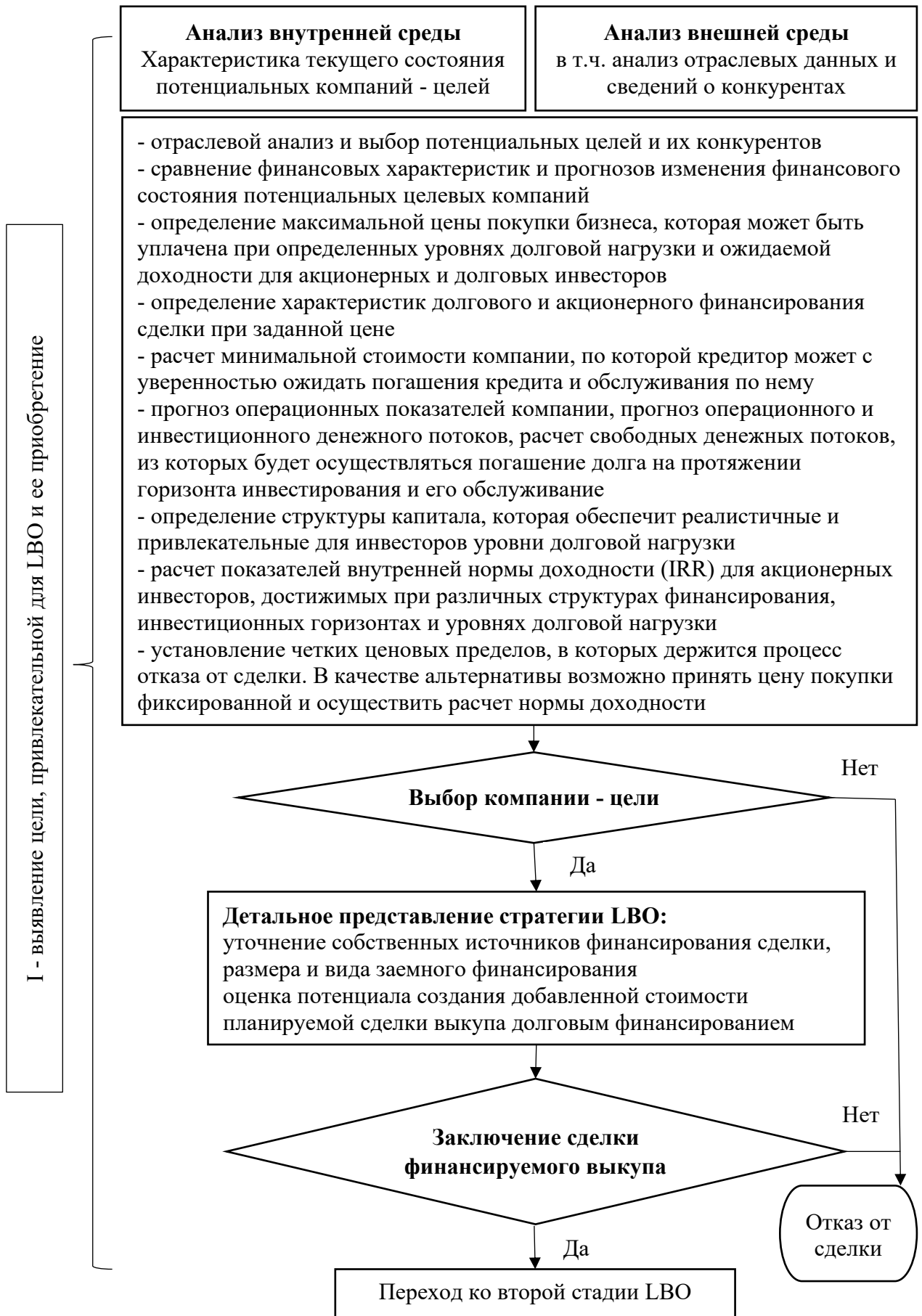
заинтересованностью в достижении синергетического эффекта от объединения своего бизнеса с бизнесом целевой компании. Финансовые инвесторы ожидают от участия в LBO достижения определенной требуемой доходности от сделки (минимальной ставки внутренней вмененной доходности – IRR). Профессиональные консультанты (консалтинговые компании, инвестиционные банки и другие эксперты), координирующие действия участников LBO, оказывая помощь в решении юридических и финансовых вопросов, получают комиссионное вознаграждение. Банки, как кредиторы сделки LBO, предоставляя заемный капитал на длительный срок, заинтересованы в его возврате и получении процентов [11].

Различия интересов участников долгового финансирования оказывают влияние на цели, задачи и содержание анализа сделки.

Достижение целей участниками сделки LBO предполагает принятие ими своевременных эффективных решений, которые возможны только на основе глубокого анализа каждой стадии сделки, ее условий и возможных последствий.

Именно процессный подход к раскрытию содержания финансируемого выкупа позволяет уточнить место финансового анализа в процессе совершения сделки LBO. На рисунке 1 раскрыто содержание финансового анализа на первой стадии сделки долгового финансирования, предполагающей выбор потенциальных целей LBO, принятие решения о выборе наиболее предпочтительной целевой компании и ее выкупа, наглядно представлено ключевое, место финансового анализа на этой первой стадии сделки финансируемого выкупа.

Выявление потенциальных компаний-целей, а затем и выбор наиболее предпочтительной цели LBO, требует проведение анализа внешней и внутренней среды сделки финансируемого выкупа, анализа показателей, отражающих как текущее финансовое положение потенциальных целей, конкурентов и отрасли в целом, так и возможные перспективы развития целевой компании. Определение параметров приобретения бизнеса с использованием заёмного капитала для принятия решения о вхождении в сделку требует расчетов нижней и верхней границы оценки стоимости целевой компании, позволяющих уточнить минимально допустимый и максимально возможный уровень доходности сделки для ее участников с необходимостью своевременно и в полном объеме вернуть привлеченные для выкупа заемные средства с уплатой процентов [11, с. 51].



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Место и содержание финансового анализа на первой стадии LBO [11, с. 50]

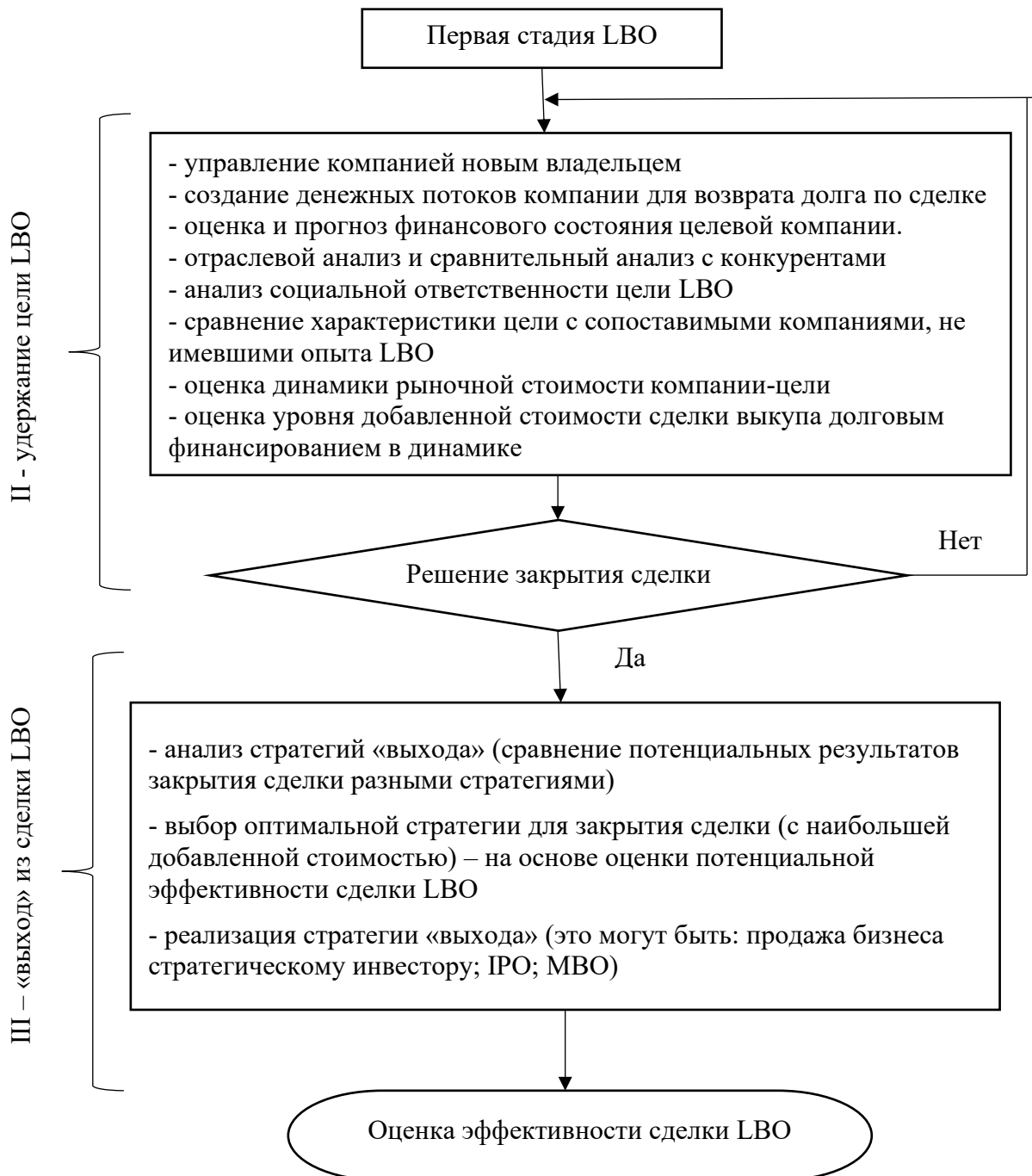
Результаты анализа используются для определения возможных соотношений в структуре капитала целевых компаний и условий долгового и долевого финансирования выкупа бизнеса, а также для прогноза денежных потоков и иных финансовых показателей при различных вариантах объемов и сроков долговых обязательств. Результаты анализа используются для принятия решения о выборе наиболее предпочтительной цели и условий финансируемого выкупа, оптимальных для всех его участников. Соответственно, от качества проведенного на первой стадии LBO анализа зависит, по сути, успешность проведения сделки финансируемого выкупа.

Реализация задач стадии «удержания» компании-цели (вторая стадия LBO) предполагает укрепление ее финансового положения и формирование денежных потоков, обеспечивающих полноту и своевременность выполнения долговых обязательств, а также создание добавочной стоимости. Поэтому на этой стадии важно проведение регулярного анализа и прогноза финансового состояния целевой компании и динамики ее рыночной стоимости. Необходим сравнительный анализ экономических показателей целевой компании с потенциальными конкурентами.

Для обеспечения успешного выхода инвесторов из сделки (основной цели третьей стадии LBO) необходимы оценка и сравнительный анализ результатов возможных стратегий выхода (для обеспечения возможности выбора наиболее выгодной стратегии – с наибольшим объемом созданной стоимости). Итогом является анализ эффективности сделки финансируемого выкупа. Наглядно место и содержание финансового анализа на второй и третьей стадиях сделок LBO показаны на рисунке 2 [18, с. 236].

Проведенный анализ литературных источников, раскрывающих теорию и практику долгового финансирования, позволил уточнить определение этого термина. С точки зрения процессного подхода, сделка финансируемого выкупа представляет собой ряд последовательных действий по приобретению компании с использованием заемных средств для увеличения ее ценности [11, с. 48]. Этот процесс можно разбить на несколько ключевых этапов: 1) отбор подходящей целевой компании и ее покупка с преобладающей долей заёмного капитала и собственных средств стратегических или финансовых инвесторов и/или руководства приобретаемой компании; 2) сохранение/удержание во владении целевой компании

и 3) «выход» из сделки в результате реализации созданной стоимости и погашения долговых обязательств по сделке. Применение процессного подхода при исследовании экономического содержания сделок долгового финансирования позволило определить и уточнить роль финансового анализа в их проведении [11].



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Содержание и место финансового анализа на второй и третьей стадиях финансируемого выкупа [11, с. 51]

Финансовый анализ является ключевым инструментом обоснования решений на каждой стадии LBO-сделки, включая изучение возможности и условий проведения выкупа, оценку потенциальной эффективности долгового финансирования и разработку стратегии выхода из сделки. Результаты финансового анализа служат основой для принятия решений участниками сделки. Однако ограниченный объем научных исследований, посвященных анализу эффективности сделок финансируемого выкупа, составляет проблему, затрудняющую их развитие, особенно в условиях сокращения зарубежных инвестиций и сужения возможностей отечественных инвесторов.

Для полного комплексного раскрытия содержания финансового анализа сделок финансируемого выкупа наиболее предпочтительным является его рассмотрение как системы.

1.2 Система финансового анализа сделок финансируемого выкупа

Системный подход, как направление методологии научного познания, предполагает исследование объекта как системы «во всем многообразии выявленных свойств и связей внутри объекта» [89, с. 59]. Система, учитывая точки зрения различных авторов [5; 55, с. 12; 89, с. 21], – упорядоченная совокупность взаимосвязанных элементов, достигающих в процессе взаимодействия реализации единой цели системы. Несмотря на многообразие мнений на понятие и состав системы, с нашей точки зрения, основными элементами системы всегда являются цель, задачи, объекты, субъекты, инструменты и методы.

Предметом экономического анализа являются хозяйственные процессы, их социально-экономическая эффективность и конечные финансовые результаты деятельности, создаваемые под воздействием внешних и внутренних, объективных и субъективных факторов, а также причинно-следственные связи экономических явлений и процессов [33; 57; 59]. Предметом финансового анализа является «совокупность анализируемых финансовых отношений, финансовых ресурсов и их потоков, причинно-следственных связей и методов их исследования» [90].

Субъекты системы при помощи инструментов и методов воздействуют на объекты системы для обеспечения реализации определенной цели через решение

конкретных задач. По мнению П.К. Анохина [5] и То Кен Сика: «не может быть понятия системы без ее полезного результата» [89, с. 21]. И формирование, и функционирование любой системы подчинено получению определенного результата, неполучение которого может повлечь реорганизацию и формирование новой системы [89, с. 20]. Достижение планируемого результата функционирования системы, по сути, и является целью системы. Реализация цели предполагает решение определенных задач, при этом субъекты совершают последовательные действия при помощи соответствующего механизма, его инструментов и методов. Таким образом, сам процесс (совокупность последовательных действий), с нашей точки зрения, является элементом системы (хотя при этом в экономической литературе есть мнение о самостоятельном существовании процессного (наряду с системным) подхода).

Финансовый анализ сделок является необходимым условием принятия управленческих решений ее участниками [48; 50], поэтому каждый из них формирует свою систему анализа, которые различаются по содержанию в зависимости от целей и интересов, но имеют схожий состав и структуру. Основным элементом, определяющим содержание системы анализа – это цель. В случае сделок финансируемого выкупа (LBO-анализ), цель финансового анализа заключается в обосновании принимаемых по сделке решений. Так как эффективность – это основной критерий для оценки правильности решений, цель анализа LBO можно уточнить в результате аналитического обоснования эффективности совершаемых транзакций. Чтобы добиться успеха в сделке финансируемого выкупа, требуется выполнение нескольких связанных аналитических задач, включая разработку альтернатив управленческих решений для улучшения результативности сделки, а также подтверждение выбора наилучшего из этих управленческих решений.

Субъектами финансового анализа, как правило, называют внешних и внутренних пользователей экономической информации. По сделке LBO – это целевая компания (владельцы/акционеры и руководство компании); покупатели (стратегические и финансовые инвесторы); кредитно-финансовые организации и другие заинтересованные участники сделки. Но с позиции организации финансового анализа под его субъектами понимаются, прежде всего, те, кто непосредственно осуществляет аналитическую работу от сбора необходимой информации до

принятия решения по результатам анализа, – это сотрудники аналитических подразделений и руководители организаций-участников LBO, которые, применяя соответствующий механизм финансового анализа осуществляют аналитическое обоснование принимаемых решений.

Объектами анализа финансируемого выкупа являются результаты сделок LBO, и на каждой стадии сделки они различны. Так, в процессе выбора подходящей компании для операции выкупа с привлечением заемных средств проводится анализ таких аспектов, как результаты деятельности потенциальных целевых компаний, их рыночная стоимость и условия конкуренции на рынке, параметры в кредитной области и прочие аспекты. На этапе «владения» выбранной компанией после её приобретения подробно анализируются достижения компании, ее стоимость и позиция среди конкурентов. На третьей стадии LBO-сделки для определения наиболее оптимального варианта выхода инвесторов из сделки объектами анализа выступают потенциальные результаты выхода по различным вариантам/стратегиям. На каждой стадии сделки объектом анализа является ее эффективность (на первых двух стадиях – потенциальная, а на третьей – фактическая эффективность сделки).

Аналитическое обоснование управленческих решений на каждой стадии выкупа, финансируемого заемными средствами, осуществляется через взаимосвязанные части системы финансового разбора транзакции LBO. Эти части состоят из дополнительных подсистем финансового анализа различной направленности – к примеру, таких как операционный, текущий и стратегический анализ и т.п.

Важным элементом системы финансового анализа является его механизм. Обобщая различные мнения, можно охарактеризовать механизм финансового анализа как комплекс инструментальных средств, методологий и процедур, законодательного и информационного обеспечения, которые использует аналитический отдел (субъект анализа) для осуществления процесса финансового анализа, воздействуя при этом на объект анализа [27; 34; 48; 50; 81].

Нормативное обеспечение финансового анализа представлено федеральными законами, приказами и письмами Минфина России, регуливающими бухгалтерский учет, аудит, налогообложение и отчетность в России [62-64; 74-80] и тому подобное [57], а также внутренними нормативными документами,

регламентирующими организацию финансового анализа участниками сделки финансируемого выкупа [52; 54; 68; 83; 90; 91; 94].

Информационное обеспечение финансируемого выкупа включает сбор, анализ и использование данных, необходимых для планирования, организации, финансирования и реализации операции LBO. Основные компоненты информационного обеспечения долгового финансирования: финансовые данные целевой компании (финансовая отчетность – бухгалтерский баланс, отчет о финансовых результатах, отчет о движении денежных средств и другие); данные для проведения комплексной оценки стоимости бизнеса; методы дисконтирования денежных потоков, сравнительный анализ сделок и мультипликаторов; юридическая и налоговая информация об юридических обязательствах, контрактах, патентах, лицензиях, налоговой истории и возможных рисках; данные для анализа отрасли и рынка, в том числе о тенденциях, уровне конкуренции, регуляторных условиях и прогнозах роста [2; 3; 20; 44-47; 114; 130; 131; 152; 171; 172]; данные для создания финансовых моделей, которые учитывают прогнозируемые доходы, предполагаемую структуру капитала и график погашения долга; информация о финансировании (условия предоставления займа, стоимость заемных средств, требования кредиторов, ковенанты, а также возможные источники финансирования); сведения для формирования бизнес-плана, разработки стратегического плана для управления компанией после ее приобретения и соответствующих мероприятий по повышению эффективности и увеличению стоимости бизнеса; комплексная проверка всей предоставленной информации на предмет соответствия действительности и выявление скрытых рисков (в том числе юридическая экспертиза, due diligence); внешняя и внутренняя документация и отчетность (подготовка всех необходимых документов для проведения сделки и соблюдение требований отчетности в процессе ее закрытия и последующего управления приобретенной компанией) [50].

Получение, анализ и корректное использование этой информации помогает инвесторам повысить вероятность успешной реализации LBO и снизить потенциальные риски.

К инструментарию финансового анализа, как правило, относят набор инструментов, приемов и методов анализа [33; 34; 48; 81; 90; 91; 94] для оценки

финансовой привлекательности и потенциальной доходности сделки. Исходя из общепринятых определений в толковых словарях, инструмент – это «орудие ... воздействия на объект» [91]. Соответственно, в финансовом анализе инструменты – это, прежде всего, методы и экономические показатели, характеризующие объекты анализа (стоимостные и натуральные, количественные и качественные, объемные и удельные и т.п. [33]).

Комплекс подходов и инструментов, используемых для изучения и оценки финансовой информации компании с целью принятия обоснованных решений, представляют собой методы и приемы финансового анализа, в составе которых выделяют горизонтальный и вертикальный анализ, сравнительный анализ, моделирование (создание детальных финансовых моделей, которые прогнозируют будущие финансовые потоки компании, соизмеряя их с капиталом, в котором доминирует заемное финансирование), анализ чувствительности и моделирование различных сценариев для оценивания воздействия разнообразных элементов (таких как колебания процентных ставок, роста выручки и т.п.) на возможную доходность и погашение долга, методы дисконтированных денежных потоков (DCF, Discounted Cash Flow) для расчета приведенной стоимости будущих финансовых потоков предприятия с целью оценки адекватности цены, предложенной в рамках сделки, а также для вычисления внутренней нормы доходности (IRR, Internal Rate of Return) для анализа потенциального дохода по сравнению с другими инвестиционными возможностями, анализ мультипликаторов (соотношений цена/прибыль (P/E), цена/ЕВITDA и других мультипликаторов для сравнения с аналогичными компаниями в отрасли), прогнозирование и бюджетирование, анализ точки безубыточности, анализ покрытия процентов (Interest Coverage Ratio) – оценка способности компании обслуживать свой долг через операционные доходы, анализ ликвидности (Current Ratio, Quick Ratio), то есть определение способности компании удовлетворять краткосрочные финансовые обязательства, и др. Состав, содержание и классификация методов и приемов финансового анализа, в общем виде, достаточно хорошо рассмотрены и представлены в экономической литературе [48; 50; 91].

Совокупность приемов и методов финансового анализа, объединенных единым алгоритмом их применения, представляет собой методику. Вне зависимости от объектов анализа, их специфики, методика анализа включает ряд обязательных

процедур:

- установление цели и задач анализа сделки;
- определение объектов анализа и заинтересованных в результатах анализа лиц;
- уточнение системы показателей, характеризующих участников и объектов сделки;
- конкретизация этапов проведения анализа;
- выбор приемов и методов анализа сделки;
- подготовка и обработка источников информации для проведения анализа [33; 34; 81; 90].

Основными этапами процесса финансового анализа, как правило, являются [48; 50; 91]:

- сбор и первичная обработка информации;
- исследование состояния объектов анализа, определение тенденций и закономерностей развития;
- выявление и оценка влияния факторов на объекты анализа;
- выявление и оценка резервов повышения эффективности сделки;
- подведение итогов проведенного анализа;
- разработка и обоснование управленческих решений по этапу сделки.

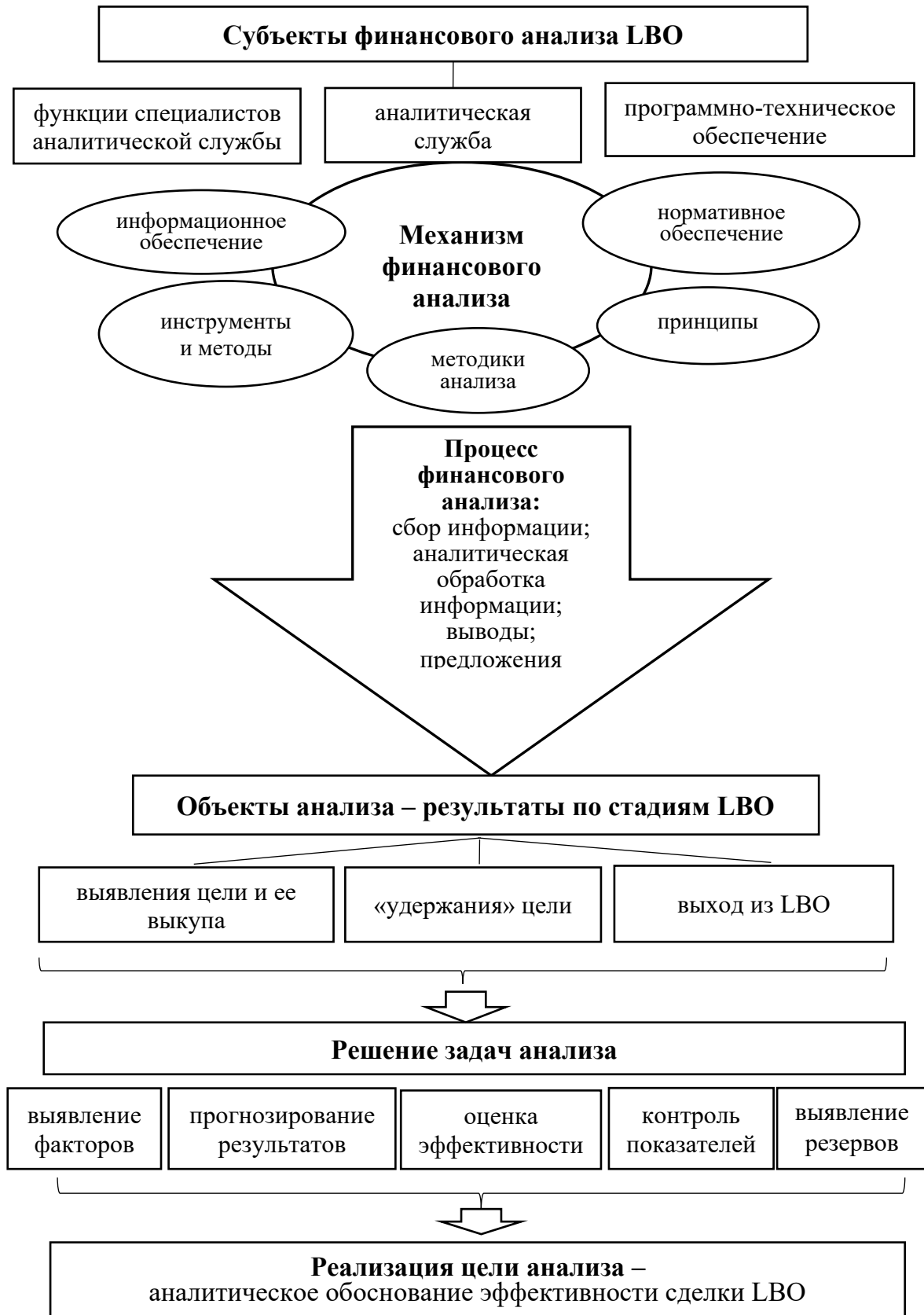
Модель взаимосвязи элементов системы финансового анализа сделок финансируемого выкупа [12, с. 32; 19, с. 34] представлена на рисунке 3.

Системный подход имеет важное значение в раскрытии понятия и состава финансового анализа сделок финансируемого выкупа, поскольку он позволяет рассматривать данный процесс комплексно, во взаимосвязи различных аспектов. Например, системный подход позволяет учитывать взаимосвязь различных финансовых факторов и финансовых показателей.

Это позволяет проводить более глубокий и всесторонний анализ. Системный подход предполагает интеграцию каждой части финансовых отчетов – отчета о финансовых результатах, баланса и отчета о движении денежных средств – для получения полноценной картины финансового состояния целевой компании.

Системный подход требует использования сценарного анализа и моделирования чувствительности для оценки возможных будущих финансовых

итогах и для тестирования устойчивости компании к различным экономическим условиям.



Источник: составлено автором по материалам [19; 33; 34; 48; 49; 50; 54; 60; 66; 81; 90; 91].
Рисунок 3 – Система финансового анализа сделок LBO и механизм ее функционирования

Таким образом, система финансового анализа сделок финансируемого выкупа – это упорядоченная совокупность взаимосвязанных элементов, достигающих в процессе взаимодействия реализации ее единой цели – аналитического обоснования эффективности сделки. Основными элементами системы являются цель, задачи, объекты, субъекты, инструменты, методы и методики анализа.

Субъекты системы (сотрудники аналитических подразделений и руководители организаций участников LBO) при помощи механизма финансового анализа, согласно определенным методикам, воздействуют на объекты системы для обеспечения аналитического обоснования эффективности сделки. Механизм финансового анализа сделок LBO – это «набор инструментов, методов и приемов анализа, а также нормативного и информационного обеспечения, посредством которых служба финансового анализа (субъект анализа) осуществляет процесс финансового анализа, воздействуя на объект анализа» [19, с. 33].

Финансовый анализ сделок является необходимым условием принятия управленческих решений участниками сделок, поэтому каждый участник создает уникальную систему финансового анализа, отличающуюся по сути в зависимости от своих специфических целей и интересов, однако в целом они схожи по составу и структуре.

Различия в целях и задачах каждого этапа финансируемого выкупа предопределяют особенности совокупности элементов системы финансового анализа (показателей, методов и других элементов). На каждом этапе сделки LBO анализ обеспечивает создание основ для принятия управленческих решений участниками сделки и оценку эффективности финансируемого выкупа. «Изменение условий и целевой направленности бизнеса влечет за собой новую расстановку приоритетов в выборе целевых и контролируемых показателей, а также используемых методов финансового анализа» [48]. В этой связи важным является формирование определенной системы методов анализа и оценки, обеспечивающих реализацию задач каждого этапа LBO.

1.3 Методы финансового анализа сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала

Анализ и оценка, как ключевые операции процесса финансируемого выкупа, сконцентрированы на: выборе оптимальной кандидатуры целевой компании на выкуп долговым финансированием; определении ценовых границ, предпочтительных для принятия решения об участии в сделке; уточнении оптимальной структуры финансирования сделки; определении текущего финансового состояния целевой компании на всех этапах LBO и поиске направлений его улучшения; сравнении потенциальных результатов закрытия сделки разными стратегиями на стадии «выхода» из сделки и выборе наиболее оптимального варианта закрытия сделки LBO; оценке эффективности на каждой стадии для каждого участника финансируемого выкупа [18].

Выбор цели, привлекательной для выкупа бизнеса с привлечением заемных средств стратегическим и финансовым инвестором и/или менеджментом целевой компании осуществляется в сравнении с потенциальным «идеальным» кандидатом на выкуп. Таким образом, на первом этапе LBO необходимо формирование финансовой характеристики такого «идеального» кандидата, выявление потенциальных целевых компаний и выбор наиболее предпочтительной для принятия решения о сделке.

Анализ экономической литературы по теме исследования позволил выделить три основных гипотезы, лежащих в основе решения о проведении LBO. По первой гипотезе объективная возможность стать объектом выкупа обуславливается финансовым положением потенциальной цели до сделки. В академических источниках по теме исследования [108; 146; 151; 155; 156] нет единообразия к значениям «идеальной» цели финансируемого выкупа, что отражено в таблице 1. Так, на ранних этапах развития LBO (в 90-е годы XX века) превалировали мнения о преимуществах LBO, как формы реорганизации с привлечением заемных средств. Исследования этих лет, основанные, в общем, на теории агентской и информационной асимметрии, отражали высокий уровень денежных потоков и коммерческих расходов при низких уровне соотношения рыночной стоимости целевой компании к ее балансовой стоимости в будущем.

Таблица 1 – Обзор источников, определяющих рабочие характеристики потенциальных кандидатов LBO

Авторы	Примеры	Методология	Зависимость	Признаки фирмы-потенциального объекта выкупа
1	2	3	4	5
T. Opler, S. Titman [156]	180 фирм проводили LBO с 1980 г. по 1990 г. (США)	логит- регрессионный анализ (Logit Reg)	вероятность выкупа с публичного рынка	<ul style="list-style-type: none"> - высокие денежные потоки - коэффициент Лоу Тобина (q) - относительно высокие коммерческие расходы - низкие затраты на НИОКР - не производители машин и оборудования - более диверсифицированные, чем компании, которые остались публичными
				$P = \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{Operating income/assets} + \alpha_2 \times \text{Tobin's } q + \alpha_3 \times \text{Machinery industry dummy} + \alpha_4 \times \text{R\&D/sales} + \alpha_5 \times \text{Selling expenses/sales} + \alpha_6 \times \text{Log of assets} + \alpha_7 \times \text{Diversification index} + \alpha_8 \times \text{High cash flow, low } q + \alpha_9 \times \text{Low cash flow, high } q + \alpha_{10} \times \text{Diversified/Low } q$
E. Nikoske lainen [155]	71 LBO произошли в Европе в период с 1997 г. по 2003 г.	парные t-критерии, ранговые тесты Вилкоксона; логит- регрессионный анализ	вероятность LBO, выборка: 0 - одноранговые группы 1 – LBO фирмы	<ul style="list-style-type: none"> - положительная связь между вероятностью LBO и волатильностью денежных потоков - более высокий уровень ЕБИТ и оборачиваемость активов (что показывает операционную эффективность) - снижение рентабельности ЕБИТДА - низкая ликвидность - более высокие капитальные затраты (более низкий срок погашения) LBO - снижение денежных потоков и темпов роста
				$P(\text{LBO}_n) = \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{LTM_GR} + \alpha_2 \times \text{L2Y_GR} + \alpha_3 \times \text{EBITDAM} + \alpha_4 \times \text{EBIT_TA} + \alpha_5 \times \text{CF_VOL} + \alpha_6 \times \text{MAT} + \alpha_7 \times \text{ASTURN} + \alpha_8 \times \text{LIQ1} + \alpha_9 \times \text{LIQ2} + \alpha_{10} \times \text{GEAR} + \alpha_{11} \times \text{Size}$

Продолжение Таблицы 1

1	2	3	4	5
A.L. LeNadant, F. Perdreau [146]	175 сделок LBO с 1996 г. по 2002 г. (Франция)	многомерная логит-регрессия	вероятность LBO, выборка: 0 - одноранговые группы, 1 - LBO фирмы	- цели LBO имеют большее количество передаваемых (финансовых) активов - более высокая волатильность экономических показателей (бизнес-риск) - между деятельностью MBO и налоговыми переменными существует положительная связь, а между чистыми денежными средствами - отрицательная
$P(LBO_n) = \alpha_0 + \alpha_1 \times TRGR + \alpha_2 \times FCF/TR + \alpha_3 \times CVROIC + \alpha_4 \times ROE + \alpha_5 \times WCR/TR + \alpha_6 \times TanA/TA + \alpha_7 \times FA/TA + \alpha_8 \times LevdT + \alpha_9 \times RET/TA + \alpha_{10} \times TAX/TR + \alpha_{10} \times NC/TA + \alpha_{10} \times TA/Tag$				
H. Mehran, S. Peristiani [151]	262 фирмы США (169 LBO и 93 не LBO) приобретены с 1990 г. по 2007 г.	модель пропорциональных рисков Кокса	вероятность того, что фирма станет частной через τ лет	- крупные нераспределенные денежные потоки - более высокий уровень предоперационной задолженности - меньший потенциал плодотворного реинвестирования денежных потоков (низкий коэффициент баланса Market_Best) - налоговое отношение незначительное
$h(\tau, \chi_{t-1}, i\beta) = h_0(\tau) \exp(\chi_{t-1}, i\beta); (\chi: Free_Cash_Flow, Debt_Ratio, Market_Book, Tax_Ratio, Capx_Ratio, R\&D_Ratio)$				
S.T. Bharath, A.K. Dittmar [108]	1377 американских компаний стали частными после IPO с 1980 г. по 2003 г.	модель пропорциональных рисков Кокса	вероятность того, что фирма станет частной через τ лет	- высокие свободные денежные потоки в 1980-х годах, позже - незначительные - низкое соотношение рыночной стоимости к балансовой стоимости - высокое кредитное плечо, меньше денег, больше материальных активов
$h(\tau, \chi_{t-1}, i\beta) = h_0(\tau) \exp(\chi_{t-1}, i\beta); (\chi: \log(Sales), R\&D/Sales, Capital\ expenditure/ Sale, Market\text{-}to\text{-}Book, Free\ Cash\ Flow/ Assets, Leverage, Cash/ Assets, Net\ fixed\ Assets/ Assets)$				

Источник: составлено автором [108; 146; 151; 155; 156].

Заинтересованность в LBO в этот период обосновывалась возможностью снижения долевых инвестиций и ограничения оппортунистических действий менеджмента.

В дальнейшем рост объемов LBO в мире сопровождается инновациями и ростом объемов операций на финансовых рынках. Более распространенными в теоретических и практических разработках темы становятся гипотезы «неэффективности и недооценки» [108; 112; 153].

Необходимый уровень выборки данных и применение эконометрических методов позволили изучить основные характеристики компании-цели и подтвердить факторы, влияющие на динамику объемов и качество долгового финансирования [151; 155].

Таковыми факторами могут выступать доступность к банковским кредитам (доказывающая способность погашать долговые обязательства и наличие достаточного имущества для обеспечения), диверсификация бизнеса целевой компании (с возможностью выделения непрофильных активов и дочерних подразделений для облегчения структуры и оптимизации бизнеса по окончании сделки LBO) и т.д.

Вторая гипотеза строится на том, что возможность стать объектом долгового финансирования выше у компаний с более высоким уровнем эффективности на финансовых рынках до вхождения в LBO. Операционная характеристика идеального кандидата целевой компании дополняется финансовыми чертами (стоимость акций, доходность, финансовая прозрачность и другие), подтвержденными значительным объемом выборки данных и эконометрическими методами, примененными зарубежными исследователями [108; 151], что наглядно представлено в приложении А. Так, например, инвесторам интересны прозрачные компании, с низким уровнем институциональной собственности. Вероятность финансируемого выкупа выше у молодых публичных компаний, по сравнению с успешными хорошо развитыми компаниями, имеющими широкий доступ к рынкам капитала. В соответствии с теорией финансовой прозрачности, низкий уровень ликвидности акций компании (низкий уровень прозрачности и, следовательно, ликвидности) повышает вероятность отказа от участия в сделке, отказа от выбора такой компании как цели LBO. В основе обратной зависимости между волатильностью акций цели и

вероятностью ее выкупа лежит теория финансового кризиса. Важнее изменчивость уровня доходности акций, а не объем доходов от акций [108; 151].

Третья гипотеза отражает зависимость долгового финансирования от рыночных (макроэкономических) факторов. Это подтверждается тем, что динамика объемов сделок финансируемого выкупа, как правило, «повторяет» динамику экономических циклов. В периоды экономического расширения, когда интерес к риск-инвестициям повышается и капитал доступен по низким ставкам, объемы сделок LBO обычно увеличиваются. «Периоды экономического роста могут увеличить выручку и прибыль компаний, улучшая их способность генерировать денежный поток для обслуживания долга после LBO» [102]. В периоды положительного инвестиционного климата и оптимизма инвесторы больше склонны инвестировать в высоколевереджированные сделки. В периоды экономического подъема банки и другие кредитные организации, как правило, более склонны предоставлять крупные суммы кредитов под LBO. Напротив, в периоды спада или финансовых кризисов, когда рынок кредитов становится более жестким, а рыночные ставки растут, число сделок LBO может сокращаться. Но в то же время во время экономических спадов может появиться больше возможностей для покупки активов по сниженным ценам, делая LBO более привлекательным. В этой связи изменение рыночных макроэкономических условий обязательно учитывается при принятии решения о проведении финансируемого выкупа.

Результаты исследований, проведенных зарубежными авторами, представленные в таблице 2, отражают прямое влияние динамики валового внутреннего продукта (ВВП), безрисковой ставки и рынка долговых обязательств (в том числе банковского кредитования) на объемы LBO и обратное воздействие премий за рыночный риск [108; 132; 149; 168].

Например, всплеск финансируемого выкупа в 2000-х годах был связан, прежде всего, именно упрощением стандартов и условий банковского кредитования и развитием секьюритизации активов [136].

A. Shivdasani и Y. Wang выделили четкую связь между рынками CDO (Collateralized Debt Obligations – ценных бумаг, обеспеченных долговыми обязательствами) и финансируемых выкупов (LBO) [168]. В период экономического подъема количество LBO-сделок возрастает, что может способствовать росту

объемов выпуска ценных бумаг, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO). Если же рынок LBO испытывает затруднения и увеличивается количество дефолтов по кредитам LBO, это может отрицательно сказаться на состоянии рынка CDO [168].

Таблица 2 – Обзор источников, определяющих влияние общеэкономических факторов на объемы LBO

Авторы	Примеры	Методология	Зависимость	Результаты
A. Malenko, N. Malenko [149]	теоретическая работа			- существует значительная отрицательная связь между совокупными кредитными спредами в экономике, премией за рыночный риск и объемом деятельности LBO
S.T. Bharath, A.K. Dittmar [108]	1377 американских компаний стали частными после IPO с 1980 г. по 2003 г.	модель пропорциональных рисков Кокса	вероятность того, что фирма станет частной через τ лет	- чем круче кривая доходности, тем ниже риск перехода в частную собственность. - положительная связь между премией за риск дефолта и вероятностью того, что компания примет участие в LBO - чем выше предложение банковских кредитов, тем выше риск перехода в частный сектор
$h(\tau \chi_{t-1}, i \times \beta) = h_0(\tau) \exp(\chi_{t-1}, i \times \beta)$; (χ : Term, Default, Bank)				
A. Shivdasani, Y. Wang [168]	345 LBO в США с 1996 г. по июль 2008 г.	регрессия	объем LBO	- четкая связь между рынками CDO и LBO - рост ВВП положительно влияет на объемы LBO - высокодоходный спред негативно влияет на объемы кредитов LBO
$\text{Log (LBO Volume)} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{log(CDOs)} + \alpha_2 \times \text{Prime Over Fed Funds rate} + \alpha_3 \times \text{High-Yield Spread} + \alpha_4 \times \text{GDP Growth} + \alpha_5 \times \text{Risk Premium}$				
V. Haddad, E. Loualiche, M. Plosser [132]	746 LBO в США с 1980 г. по 2009 г.	модель пробит-регрессии	объем деятельности LBO в зависимости от количества государственных фирм	- активность LBO положительно связана с безрисковой ставкой - активность LBO отрицательно связана с ожидаемой сверхдоходностью
$(LBO_{it} Z_t, Controls_{it}) = \Phi(\alpha + \alpha FE + \alpha q1 + \chi Z_t + \gamma Controls_{it})$ Z_t – vector of proxies for firm risk				

Источник: составлено автором по материалам [108; 132; 149; 168].

Таким образом, принятие решений о проведении сделок с привлечением долгового финансирования зависит от внутренних и внешних факторов. Их недооценка при выборе цели LBO может обернуться реальным банкротством.

На начальной стадии сделки LBO требуется применение таких методов оценки, как: «горизонтальный, вертикальный, трендовый и коэффициентный анализ, позволяющих сформировать выводы о финансовом состоянии потенциальных компаний-целей; сравнительный анализ; метод дисконтирования денежного потока (DCF); факторный анализ; метод капитализации; модель APV; модель IRR; модель EVA, или других, способствующих определению цены сделки и структуры финансирования сделок LBO» [20, с. 36]. Также ключевую роль играют итоги стратегического анализа, включая такие инструменты как PESTEL, SWOT, SPACE и прочие инструменты, позволяющие на качественном уровне оценить риски и возможности объекта анализа.

После определения целевой компании финансируемого выкупа актуальным становится расчет кредитного плеча по сделке на основе учета влияющих на него детерминантов. Результаты проведенных исследований, представленные в таблице 3 и приложении Б, не отражают единства точек зрения на факторы, влияющие на уровень финансового рычага в сделках долгового финансирования. Ряд авторов выделили значимость таких факторов, как волатильность денежных потоков и их доходность, лежащих в основе классической теории структуры капитала [107; 122]. В последнее время акцентируется внимание на мощное воздействие на финансовый левэридж спреда доходности и репутации фонда прямых инвестиций (PE-фонд) [97; 113]. Акцент на эти факторы обусловлен стремлением оптимизировать структуру финансового левэриджа, уменьшить стоимость заемных средств и увеличить потенциальную доходность инвестиций PE-фондов, особенно в условиях растущей конкуренции за качественные активы и при ограничениях регулятивного характера.

На этапе удержания целевой компании финансируемого выкупа помимо анализа финансового состояния цели и его динамики важным является оценка воздействия информации о выкупе на цену акций целевой компании, для чего применяют «метод событий или метод накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return, CAR)» [97; 107; 113; 122], который способствует более точной оценке влияния этих событий на успешность инвестиционного проекта.

Таблица 3 – Аналитический обзор источников, определяющих факторы использования заемных средств в LBO

Авторы	Примеры	Методология	Зависимость	Результаты
S. Brinkhuis, W. Maeseneire [107]	126 выкупов в Европе с 2000 г. по 2007 г.	регрессия OLS (МНК – метод наименьших квадратов)	долг LBO / EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> - ни один из факторов, определяющих уровень леввериджа в публичных компаниях, не является значимым для LBO. - существует значительная отрицательная связь между кредитным спредом с кредитным плечом и кредитным плечом LBO - чем выше репутация фонда PE, участвующего в LBO, тем выше кредитное плечо сделки
C. Demiroglu, C. James [122]	180 LBO США, с 1997 г. по 2007 г.	регрессия OLS (МНК – метод наименьших квадратов)	долг LBO / EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> - существует положительная связь между кредитным плечом выкупа и репутацией Private Equity Group
P. Colla, F. Ippoloto, H.F. Wagner [113]	238 LBO, с 1997 г. по 2008 г.	регрессия OLS (МНК – метод наименьших квадратов)	долг LBO / EV	<ul style="list-style-type: none"> - кредитное плечо, используемое в LBO, связано с прибыльностью и риском цели - чем выше уникальность актива цели, тем выше кредитное плечо - левверидж (предоставляемый банками и институциональными инвесторами) чувствителен к волатильности денежных потоков (отрицательная зависимость) - кредитное плечо не зависит от бизнес-риска цели (имеет значение только прибыльность до транзакции) - во время горячих рынков приоритетный долг имеет преобладающую долю в долговых пакетах LBO
U. Axelson, T. Jenkinson, P. Stromberg, M.S. Weisbach [97]	1157 выкупов в мире с 1986 г. по 2008 г.	регрессия OLS (МНК – метод наименьших квадратов)	долг / EBITDA долг / EV	<ul style="list-style-type: none"> - кредитное плечо LBO нельзя объяснить отраслевыми характеристиками - чем больше размер сделки, тем выше уровень кредитного плеча LBO - чем выше уровень спреда высокой доходности в экономике, тем ниже степень леввериджа LBO - слабая отрицательная связь между кредитным плечом LBO и участием фонда PE в сделке

Источник: составлено автором по материалам [97; 107; 113; 122].

В таблице 4 показаны результаты проведенных исследований влияния налоговых льгот на размер премий, выплачиваемых по акциям компании- цели LBO [139; 143].

Таблица 4 – Обзор источников, определяющих факторы фазы воздействия

Авторы	Примеры	Результаты
S.N. Kaplan [142]	76 выкупов менеджментом публичных компаний за период (с 1980 г. по 1986 г.)	- от 21% до 142,6% дополнительных будущих налоговых льгот (в результате увеличения кредитного плеча LBO) поступает поставщикам
T. Jenkinson, R. Stucke [139]	100 крупнейших публично-частных LBO американских компаний, котирующихся на фондовой бирже США (с 2003 г. по 2008 г.)	- существует четкая связь между налоговыми льготами и премией, выплачиваемой акционерам целевой LBO компании. - 50% будущих налоговых льгот выплачиваются поставщикам в виде премии

Источник: составлено автором по материалам [139; 142].

Соответственно, на втором этапе реализации сделки долгового финансирования задействованы как методы анализа, способствующие оцениванию финансовой устойчивости приобретаемой компании [19], такие как горизонтальный, вертикальный, анализ трендов и расчет различных коэффициентов, сопоставление с результатами конкурирующих компаний в рамках сравнительного анализа, а также методы, позволяющие оценить уровень и изменение рыночной ценности компании-цели – применение теории событийного анализа, определения накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return, CAR) и другие подходы.

На третьей стадии LBO производится анализ стратегий для реализации инвестиций, включая сравнение возможных вариантов завершения транзакций с использованием различных стратегий, и выбора наилучшей стратегии для закрытия сделки, то есть такой, которая принесет максимальную добавленную стоимость, основываясь на потенциальной эффективности LBO сделки. Таким образом, в процессе третьего этапа долгового финансирования, прежде всего, оценивается финансовое состояние цели после ее выкупа и соизмеряется с финансовым положением конкурентов, не участвовавших ранее в LBO. Для этого применяются

как методы анализа финансового состояния (горизонтальный, вертикальный, коэффициентный анализ, факторный анализ и др.) и «сравнительного анализа, так и методы анализа эффективности сделки (метод дисконтирования свободного денежного потока, метод капитализации, модель APV (APV-подход), модель IRR, модель EVA» [19, с. 39] и другие методы).

Кроме того, важным является прогнозирование длительности сделки до выхода из нее. Как правило для этого применяют регрессию Кокса, или модель пропорциональных рисков, оформленную в уравнение (1) [58]

$$h(\tau | \chi_{t-1,i\beta}) = h_0(\tau) \exp(\chi_{t-1,i\beta}), \quad (1)$$

где $h_0(\tau)$ – средняя скорость, с которой публичные компании решают осуществить преобразование LBO в течение своего публичного жизненного цикла;

τ – продолжительность публичной деятельности компании i , в годах;

$\chi_{t-1,i\beta}$ – вектор влияющих переменных;

$h(\tau | \chi_{t-1,i\beta}) (\tau+1)th$ – это вероятность того, что публичная компания решит провести LBO в течение года, при условии, что этого не будет сделано до этого момента.

Для частных компаний переменные для анализа определяются на ежегодной основе начиная с момента завершения первичного публичного предложения (IPO) вплоть до объявления о выкупе акций, тогда как для компаний из контрольной группы, которые уже являются публичными, эти данные формируются «каждый год, начиная с момента закрытия IPO» [48]. Наряду с этим «для уменьшения проблемы эндогенности все пояснительные прокси отстают на один период (год)» [58]. Регрессия Кокса позволяет проследить эволюцию факторов в течение всего жизненного цикла цели.

Критический анализ академической литературы по теме исследования [23-25; 29; 33; 34; 48-54; 58; 59-61; 66; 81; 84; 86; 87; 90; 91; 94] позволил сгруппировать и систематизировать основные методы финансового анализа по стадиям LBO процесса [19, с. 35-36]. Систематизация методов и показателей финансового анализа по стадиям финансируемого выкупа представлена в таблице 5.

Таблица 5 – Систематизация методов и показателей финансового анализа по стадиям финансируемого выкупа

Стадия LBO	Этап LBO	Финансовый анализ		
		задача	метод	показатель
1	2	3	4	5
1) Выявление цели, привлекательной для LBO и ее приобретение	принятие решения о продаже бизнеса целевой фирмой	-оценка и прогноз изменения финансового состояния фирмы; -определение тенденций и динамики изменения финансового состояния; -выявление резервов улучшения финансового состояния фирмы, в том числе в результате LBO; -выявление внешних и внутренних угроз финансовому состоянию предприятия; - анализ отраслевых данных и сведений о конкурентах	горизонтальный (динамический); вертикальный (структурный); трендовый анализ	абсолютные изменения; темпы роста/прироста; удельный вес, доля
			коэффициентный анализ	показатели ликвидности; показатели финансовой устойчивости и платежеспособности; показатели анализа денежного потока; показатели рентабельности. показатели оборачиваемости (деловой активности); показатели рыночной активности
	выбор фирмы-цели	-оценка и прогноз изменения финансового состояния потенциальных фирм-целей; -определение тенденций и динамики изменения финансового состояния; -выявление резервов улучшения финансового состояния потенциальных фирм-целей в результате LBO; -выявление внешних и внутренних угроз финансовому состоянию фирмы в случае LBO; - анализ отраслевых данных и сведений о конкурентах	горизонтальный (динамический); вертикальный (структурный); трендовый анализ; метод дисконтирования свободного денежного потока (DCF)	абсолютные изменения, темпы роста/прироста; удельный вес, доля
			коэффициентный анализ	показатели ликвидности; показатели финансовой устойчивости и платежеспособности; показатели анализа денежного потока; показатели рентабельности. показатели оборачиваемости (деловой активности); показатели рыночной активности и другие показатели

Продолжение таблицы 5

1	2	3	4	5
2) Удержание цели LBO	возврат привлеченных заемных средств	<ul style="list-style-type: none"> -оценка и прогноз финансового состояния фирмы-цели после выкупа; -сравнение характеристики фирмы-цели с характеристиками сопоставимых компаний, не имевших опыта LBO; - оценка динамики рыночной стоимости фирмы-цели; - оценка уровня добавленной стоимости сделки выкупа долговым финансированием в динамике; - анализ отраслевых данных и сведений о конкурентах 	<ul style="list-style-type: none"> горизонтальный (динамический); вертикальный (структурный); трендовый анализ; метод дисконтирования свободного денежного потока (DCF); коэффициентный анализ; сравнительный анализ; метод событий; метод накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return, CAR) 	<ul style="list-style-type: none"> темпы роста/прироста; удельный вес, доля; показатели ликвидности; показатели финансовой устойчивости и платежеспособности; показатели анализа денежного потока; показатели рентабельности; показатели деловой и рыночной активности; показатели фирмы-цели на финансовых рынках: финансовая прозрачность, доходность, волатильность
3) Реализация дополнительной стоимости, созданной на фазах приобретения и удержания	<ul style="list-style-type: none"> анализ стратегий «выхода» (это могут быть: продажа бизнеса стратегическому инвестору; IPO; MBO) реализация стратегии «выхода» 	<ul style="list-style-type: none"> -сравнение потенциальных результатов закрытия сделки разными стратегиями; -выбор оптимальной стратегии для закрытия сделки (с наибольшей добавленной стоимостью) оценка эффективности сделки LBO 	<ul style="list-style-type: none"> метод дисконтирования свободного денежного потока (DCF); метод капитализации; метод изменения стоимости капитала; модель APV (APV-подход); модель IRR модель EVA или др. модель пропорциональных рисков Кокса 	<ul style="list-style-type: none"> абсолютные и относительные показатели свободных денежных потоков в пользу фирмы и в пользу акционеров; скорректированная приведенная стоимость (APV); внутренняя норма доходности (IRR)

Источник: составлено автором по материалам [19; 23-25; 29; 33; 34; 48-54; 58; 59-61; 66; 81; 84; 86; 87; 90; 91; 94].

Систематизация методов и показателей финансового анализа по стадиям финансируемого выкупа помогает участникам сделки более полно и объективно оценить потенциал сделки, риски и возможности для создания стоимости, что способствует принятию обоснованных решений и успешному проведению LBO.

Итак, подводя итоги по первой главе, можно отметить следующее.

Анализ отечественных и зарубежных исследований позволил уточнить подходы к раскрытию содержания и формулировку термина LBO. Сделка финансируемого выкупа представляет собой «совокупность последовательных действий приобретения бизнеса с привлечением заемных средств с целью повышения его стоимости» [18, с. 234]. Процессный подход к раскрытию содержания каждой стадии LBO позволил выделить место финансового анализа на каждой стадии выкупа долговым финансированием. Ключевой процедурой каждой стадии сделки LBO является аналитическое обоснование ее эффективности.

На первой стадии подразумевается разработка аргументированного доказательства возможностей и потребностей, а также определение условий для осуществления финансируемого выкупа целевой компании. На втором этапе предоставляется обоснование, которое демонстрирует эффективность запланированных действий, и оно предполагает определение наиболее выгодного момента «выхода» из сделки, который возникает при достижении наилучших финансовых результатов и наиболее стабильного финансового состояния целевой компании и ее наибольшей стоимости. На третьем этапе LBO аналитическое обоснование эффективности направлено, прежде всего, на выбор наиболее оптимальной стратегии для закрытия сделки (с наибольшей добавленной стоимостью) и оценку окончательного результата сделки [19].

Недостаточная разработанность комплексных подходов к анализу эффективности сделок финансируемого выкупа с учетом особенностей их осуществления, содержания и рисков является сдерживающим фактором развития их методики. Проблемы усиливаются в условиях текущего обострения западных санкций, оттока из России международных компаний, ощутимого уменьшения объемов зарубежных инвестиций и сжатия возможностей для российских инвесторов. В такой обстановке привлечение заемных средств в целом и осуществление сделок LBO, в частности, могут играть решающую роль в

приобретении бизнеса. А в условиях повышения ключевой ставки Банком России в контексте сдерживания инфляции через ужесточение денежно-кредитной политики и связанного с этим роста рисков привлечения заемных средств, значимость финансового анализа сделок LBO значительно увеличивается. Актуальность и уточнение формулировки понятия финансируемого выкупа с позиций процессного подхода, где центральное место на каждой стадии выкупа бизнеса с привлечением заемных средств занимает финансовый анализ, предполагали конкретизацию его содержания с учетом специфических особенностей всех этапов LBO. Для раскрытия содержания финансового анализа рекомендуется опираться на системный подход, позволяющий сделать это комплексно, во взаимосвязи хозяйственных процессов и с учетом их динамизма в быстроменяющихся экономических условиях.

Финансовый анализ сделки LBO, как система, – это упорядоченная совокупность взаимосвязанных элементов, в процессе взаимодействия которых достигается реализации единой цели системы – аналитическое обоснование эффективности сделки. Раскрыт состав и содержание основных элементов системы LBO-анализа, которыми являются цель, задачи, объекты, субъекты, механизм и сами процессы финансового анализа.

Проведение финансового анализа транзакций является критически важным для принятия руководящих решений сторонами, участвующими в сделке. Следовательно, каждый участник разрабатывает свою собственную систему финансового анализа, которая может отличаться содержанием из-за разных целей и интересов, но они схожи по структуре и элементам. Цель анализа играет ключевую роль в определении его содержания. Аналитики и менеджеры (субъекты анализа), занятые в LBO операциях, используют эту систему для изучения объектов анализа и последовательного решения задач в направлении достижения конечной цели сделки. Объектами анализа финансируемого выкупа являются процессы и результаты сделок LBO, и на каждой стадии сделки они различны. Так, при подборе наилучшей целевой компании для осуществления LBO и последующем приобретении в качестве объектов анализа рассматриваются данные о деятельности вероятных кандидатов на LBO, их рыночной оценке, условиях конкуренции, показателях в кредитном секторе и прочее. На стадии удержания целевой компании анализируется операционная эффективность целевой компании, её рыночная оценка и состояние

отраслевой конкуренции. Далее, на этапе, предполагающем выход инвесторов из сделки долгового финансирования, внимание аналитиков сосредотачивается на оценке различных подходов к реализации инвестиций, чтобы определить наиболее приемлемый вариант для достижения максимальной выгоды от выхода из сделки. На каждой стадии сделки объектом анализа является ее эффективность (на первых двух стадиях – потенциальная, а на третьей – фактическая эффективность сделки).

В основе каждого этапа LBO лежит аналитическое обоснование эффективности финансируемого выкупа. Первая стадия LBO предполагает выявление наиболее предпочтительного кандидата на выкуп и оценку структуры капитала с уточнением необходимой доли заемных средств для принятия решения об участии в сделке долгового финансирования. На второй стадии аналитическое обоснование эффективности предполагает определить наиболее выгодный момент «выхода» из сделки, а это когда достигаются наилучшие финансовые результаты и наиболее стабильное финансовое состояние целевой компании, ее наибольшая стоимость. На третьей стадии LBO аналитическое обоснование эффективности направлено, прежде всего, на выбор наиболее оптимальной стратегии для закрытия сделки (с наибольшей добавленной стоимостью) и оценку окончательного результата сделки финансируемого выкупа. Для реализации целей анализа на каждой стадии LBO предполагается применение соответствующих методов анализа и оценки эффективности финансируемого выкупа.

Определение и уточнение состава и содержания системы финансового анализа LBO имеет решающее значение для успешного осуществления таких сделок, позволяя конкретизировать их цели и характеристики, структурировать финансовые метрики и аналитические методы по стадиям сделки, обеспечивая участников сделки в более точной и всесторонней оценке финансовых аспектов, рисков и возможностей для принятия обоснованных решений и успешной реализации LBO. Результаты, полученные в ходе исследования, формируют теоретическую базу для детализации аналитических процедур на различных этапах проведения сделок LBO и позволяют охарактеризовать систему финансового анализа как структурно сложную, развивающуюся, динамическую, управляемую систему, требующую адаптацию ее элементов к постоянно меняющейся социально-экономической обстановке.

Глава 2

Аналитическое обоснование принятия решений в сделках финансируемого выкупа

2.1 Особенности анализа и оценки эффективности сделки финансируемого выкупа

Система финансового анализа необходимости, условий и последствий финансируемого выкупа способствует обоснованию важных решений, принятие которых необходимо на каждом его этапе всеми участниками сделки. Как правило, на принятие решений оказывает влияние, прежде всего, оценка эффективности сделки. В этой связи аналитическое обоснование эффективности долгового финансирования (или принятия решений) занимает центральное место на каждом этапе процесса выкупа бизнеса с привлечением заемных средств. На первых двух этапах LBO – это аналитическое обоснование потенциальной эффективности сделки, а на третьем этапе – оценка фактической эффективности сделки финансируемого выкупа всеми ее участниками.

Уточнение методологических основ аналитического обоснования принятия решений в сделках финансируемого выкупа требует комплексного и системного исследования нескольких ключевых аспектов:

- конкретизация особенностей анализа и оценки эффективности сделки LBO с учетом финансовой структуры сделки, оценки потенциала для создания стоимости, прогнозирования денежных потоков, анализа рисков и возможностей, а также целевой доходности участников;
- систематизация инструментария оценки создания стоимости участниками финансируемого выкупа [17];
- анализ влияния разнообразных факторов на эффективность LBO-сделок, включая оценку финансовых рисков, потенциал роста, структуру капитала, стратегии управления активами и оборотным капиталом, а также макроэкономические условия.

Реализация этих аспектов направлена на уточнение и развитие основных элементов системы финансового анализа, как основы аналитического обоснования

принятия решений в сделках финансируемого выкупа, и прежде всего, – механизма анализа и оценки эффективности LBO (методов и инструментов анализа и оценки).

С позиций системного подхода специфика анализа обоснованности сделок LBO зависит от характеристик каждого этапа транзакции, включая цели, участников, предметы и факторы, оказывающие на них воздействие, и требуют глубокого и всестороннего финансового анализа, включая использование различных методов оценки, финансовых моделей и сценариев.

Эффективность как результативность, конечно же, специфична для каждого участника и для каждого этапа долгового финансирования.

Поскольку главная задача осуществления транзакций по выкупу заемными средствами (LBO) заключается в увеличении капитализации бизнеса, что представляет интерес для всех ключевых сторон, участвующих в долговом финансировании, на всех стадиях финансируемого выкупа центральным является оценка стоимости компании-цели, и для этого, в основном, применяется «доходный подход, реализуемый методом прямой капитализации или методом дисконтирования свободного денежного потока» [29; 33; 54; 86; 87]. Стоимость бизнеса методом прямой капитализации определяется как соотношение денежного потока компании и ставки капитализации, и остается неизменной на всем горизонте расчетов. Но денежные потоки целевой компании на этапе ее удержания очень изменчивы (учитывая большую долю заемных средств) с трудностями их прогноза, поэтому метод прямой капитализации почти не применяется в сделках LBO [52; 59].

Соответственно, наиболее распространенным является метод оценки стоимости целевой компании, обоснованный на теории свободного денежного потока. Теория была сформулирована М. Дженсенем [140] и развита многими учеными разных стран [50; 53; 83; 99; 100; 116; 117-119]. Метод дисконтирования свободного денежного потока (DCF) построен на ожидании значительного изменения доходов цели LBO в будущем в сравнении с современным значением.

Процесс оценки компании-цели методом DCF включает такие этапы, как: выбор CF-модели; определение горизонта прогноза; анализ и прогноз выручки и затрат целевой компании в ретроспективе; анализ и прогнозирование инвестиций в LBO; «прогнозирование денежных потоков CF; определение ставки дисконтирования; оценка стоимости целевой компании по завершению сделки;

определение текущей стоимости будущих CF и стоимости переходный период» [29, с. 444]; а также соответствующие корректировки [24; 81; 142].

Для оценки стоимости целевой компании денежные потоки можно разделить на два основных вида: свободный денежный поток компании-цели (Free Cash Flow to the Firm – FCFF) и свободный денежный поток, доступный для распределения среди акционеров компании (Free Cash Flow to Equity – FCFE) [105, с. 123].

FCFE определяется по формуле (2)

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{чистая прибыль} - (\text{капитальные затраты} - \text{амортизация}) - \\ & - \Delta \text{оборотный капитал в неденежной форме} + \\ & + (\text{новый выпущенный долг} - \text{погашение долга}). \end{aligned} \quad (2)$$

Проблемой применения расчета FCFE по этой формуле в сделке финансируемого выкупа является необходимость оценки каждого в отдельности денежного потока, связанного с выпуском нового и погашением старого долга, при высоком уровне волатильности леввериджа.

Свободный денежный поток в интересах акционеров и кредиторов можно также рассчитать из значения FCFE по формуле (3) [118, с. 533]

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{FCFE} + \text{процентные расходы} \times (1 - \text{налоговая ставка}) + \\ & + \text{основные выплаты по долгу} - \text{новые выпуски долга} + \\ & + \text{привилегированные дивиденды}. \end{aligned} \quad (3)$$

FCFF можно определить и до выполнения обязательств перед акционерами и кредиторами по формуле (4) [139]

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{ЕБИТ} \times (1 - \text{налоговая ставка}) + \text{амортизация} - \\ & - \text{капитальные затраты} - \Delta \text{оборотный капитал}. \end{aligned} \quad (4)$$

Здесь суммы платежей по процентам не исключаются из денежного потока, поскольку все вычеты, учтенные при расчете налогов, уже учтены при расчете стоимости компании.

Прогноз FCFF сделок LBO представляет собой сложный процесс, основанный на финансовом моделировании с огромным потоком информации. Финансовое моделирование позволяет сформировать множество сценариев прогноза свободных денежных потоков с учетом многообразия факторов, характеризующих особенности бизнеса и его внешней и внутренней среды, для

возможности выбора наиболее выгодного варианта прогноза.

Рассчитанный по одной из рассмотренных формул свободный денежный поток FCFF дисконтируется по средневзвешенной стоимости капитала для расчета стоимости компании [105, с. 123]. Существуют разные модели оценки стоимости целевой компании (Value of firm или EV, Enterprise Value).

Для оценки стоимости компаний с устойчивыми (меньшими или равными экономическим) темпами роста, на стадии экономической зрелости, применяется модель стабильного роста (5) и (6)

$$\text{Value of firm} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{WACC} - g_n}, \quad (5)$$

где FCFF_1 – свободный денежный поток для компании-цели в первый период прогноза;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

g_n – постоянная скорость роста FCFF (неограниченное время, навсегда).

$$\text{WACC} = r = W_d R_d (1 - S_n) + W_e R_e + W_p R_p, \quad (6)$$

где W_d – доля долга;

R_d – стоимость долга;

S_n – ставка налога на прибыль;

W_e – доля капитала (обыкновенные акции);

R_e – стоимость капитала (обыкновенные акции);

W_p – доля капитала (привилегированные акции);

R_p – стоимость капитала (привилегированные акции).

Ориентация модели стабильного роста на устойчивые темпы роста не способствует ее широкому применению к оценке стоимости компании в сделке долгового финансирования. Темпы роста целевой компании значительно отличаются на различных стадиях финансируемого выкупа. Даже при стабильной операционной деятельности до LBO темпы роста будут различаться при перестройке бизнес-процессов на этапах совершения сделки долгового финансирования и при выходе из нее.

Устранить проблему возможно на основе применения общей версии модели

FCFF, предполагающей корректировку свободных денежных потоков в соответствии с новой стратегией развития целевой компании после выхода из LBO для каждого года прогнозного периода (7)

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (7)$$

где FCFF_t – свободный денежный поток для целевой компании в году t .

При ожидании стабильных темпов роста (g_n) после погашения долговых обязательств по сделке через n лет стоимость целевой компании оценивается по формуле (8)

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{[\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC} - g_n)]}{(1 + \text{WACC})^n}. \quad (8)$$

Основная сложность оценки стоимости целевой компании – это возможность спрогнозировать будущие денежные потоки «только на ожидаемый период владения» [94]. В связи с этим стоимость цели должна оцениваться по окончании этого периода. Для этого можно воспользоваться одним из двух альтернативных вариантов: или предположить непрерывный рост целевой компании, или применить спрогнозированный с использованием рыночного подхода коэффициент выхода из сделки к ожидаемым значениям FCFF за последний год удержания компании-цели.

Таким образом, методология DCF, основанная на требовании относительно постоянного уровня денежных потоков, не может в полной мере применяться в сделках выкупа бизнеса с привлечением заемных средств, формирующих финансовые потоки с учетом меняющейся долговой нагрузки в течение всего времени выкупа: «сокращение долга является функцией реализации денежного потока и, следовательно, является неопределенным» [96, с. 45]. К тому же возможности подхода WACC ограничены многообразием долговых инструментов (банковских кредитов, облигаций, проектного финансирования и других) с разнообразием условий их применения.

В рамках другого подхода к оценке стоимости, основанного на методе модификации стоимости капитала [158], расчет ожидаемой ценности может проводиться с учетом планируемого кредитного плеча через последовательное

изменение ставки дисконтирования (weighted average cost of capital – WACC) для каждого периода прогноза согласно (9) [162, с. 132]

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC}_t)^t} + \frac{[\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC} - g_n)]}{(1 + \text{WACC})^n}. \quad (9)$$

Тем не менее, из-за трудности вычисления стоимости компании в рамках сделок LBO с использованием метода долгового финансирования и необходимости принятия существенных допущений, этот метод не находит широкого применения в практике LBO сделок.

Наиболее приемлемым для оценки сделки LBO является метод скорректированной приведенной стоимости (adjusted present value – APV). Как отметили Р. Брили и С. Майерс: «APV отлично подходит для LBO» [106, с. 538].

Реализация метода скорректированной приведенной стоимости, как результата теории компромиссов, требует разделения денежных потоков на денежные потоки от операционной деятельности (не зависящие, в общем, от структуры капитала, уровня финансового рычага) и денежные потоки от финансовой деятельности (применяемые налоговые льготы, например, и т.п.).

APV-метод включает три этапа оценки стоимости компании.

На первом этапе проводится оценка стоимости компании-цели без учета привлеченного заемного капитала, то есть с допущением финансирования только за счет собственных средств, «фирма без рычагов» [106] (10)

$$\text{Value of firm base case} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + R_{\text{unlevered}})^t}. \quad (10)$$

В расчете WACC рыночная стоимость капитала, как правило, определяется с применением модели CAPM (Capital Assets Pricing Model) (11) [106]

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f], \quad (11)$$

где $E(R_i)$ – ожидаемая доходность капитала;

R_f – безрисковая ставка;

β_i – бета с кредитным плечом;

$[E(R_m) - R_f]$ – ожидаемая премия за риск по акциям.

«Бездолговая» бета ($\beta_{unlevered}$) для расчета «бездолговой» стоимости капитала рассчитывается по формуле (12)

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{levered}}{1 + (1 - S_n) \frac{D}{E}}, \quad (12)$$

где $\beta_{levered}$ – бета коэффициент компании с учетом её текущей структуры капитала;

S_n – ставка налога;

D – стоимость долга компании;

E – стоимость собственного капитала компании.

На втором этапе реализации APV-метода определяется стоимость налоговых льгот, связанных с долговым финансированием целевой компании (налоговый щит, защита от уплаты процентов по налогам и т.п.) (13)

$$\text{Стоимость налоговых льгот в момент времени } t = \text{налоговая ставка} \times \text{стоимость долга} \times \text{долг.} \quad (13)$$

Налоговые льготы планируются и дисконтируются к текущей стоимости ежегодно. Применение дисконтной ставки возможно по одному из двух способов. При погашении долговых обязательств по заранее спланированному графику налоговые льготы дисконтируются по стоимости долга. Если же выплаты в погашение долга зависят от постоянно меняющихся денежных потоков, то они дисконтируются по стоимости собственного капитала.

На третьем этапе APV-метода определяется текущая стоимость банкротства по формуле (14) [118, с. 342]

$$\text{PV стоимости банкротства} = (\text{вероятность банкротства}) \times (\text{приведенная стоимость затрат на банкротство}). \quad (14)$$

Соответственно, стоимость целевой компании составляет сумму трех элементов модели скорректированной приведенной стоимости (15) [118, с. 342]

$$\begin{aligned} \text{Стоимость компании-цели} = & \text{стоимость компании (базовый вариант)} + \\ & + \text{текущая стоимость побочных эффектов} + \text{текущая стоимость затрат на} \quad (15) \\ & \text{банкротство.} \end{aligned}$$

Таким образом, APV-метод в целом позволяет учесть изменчивость денежных потоков в условиях LBO, но сложность расчетов не способствует широкому применению заинтересованными участниками выкупов.

В течение всего срока финансируемого выкупа денежные потоки меняются дважды: при вложении средств в сделку выкупа бизнеса (отток) и при выходе из сделки путем продажи компании-цели или в результате первичного публичного размещения акций цели (приток средств). Финансовые инвесторы заинтересованы не только в возврате вложенных средств, но и в получении дохода, уровень которого учитывается при установлении цены сделки [88].

Наиболее приемлемым методом ценообразования выкупа по сделке LBO является IRR-модель (Internal Rate of Return, IRR) – модель внутренней нормы доходности, позволяющая определить максимальную цену за приобретаемую долю в капитале целевой компании в зависимости от объема инвестиций, ожидаемых сроков удержания цели и уровня прибыли. IRR учитывает не только величину денежных потоков, но и их распределение во времени. Это позволяет более точно оценить стоимость инвестиции в LBO, учитывая темп прироста капитала. IRR показывает ожидаемую доходность инвестиции на основе предположения о реинвестировании полученных денежных потоков по текущей ставке доходности. Сроки сделки и уровень прибыли фиксируются инвесторами, с учетом их предпочтений по степени риска и доходности, а объем инвестиций определяется исходя из финансового состояния целевой компании. Прогноз стоимости выхода осуществляется при помощи мультипликаторов, спроектированных по данным сопоставимых компаний-аналогов. При сложной бизнес-модели и ее усложнения в процессе сделки LBO усиливаются и сложности поиска таких компаний.

Эффективность использования мультипликатора выхода целевой компании (EV/EBITDA) напрямую зависит от компетентного прогноза денежных потоков цели в сделке (16) [157, с. 142]

$$IRR = (\text{Выходной капитал/инвестированный капитал})^{(1/\text{горизонт выплаты})} - 1 \Rightarrow \text{Максимальная цена покупки} = \frac{\text{Выходной капитал}}{(1 + \text{требуемая IRR})^{(\text{горизонт выплаты})}} \quad (16)$$

Как видим, IRR-модель позволяет сравнивать доходность LBO с другими альтернативными инвестиционными возможностями, что способствует оценке предпочтительности того или иного соискателя на цель финансируемого выкупа. Если у компании внутренняя норма доходности (IRR), рассчитанная с учетом цены покупки объекта, условий выхода из инвестиций, процентных ставок и графика выплат, оказывается самой высокой, такая компания может считаться оптимальным выбором для проведения сделки LBO. Простота IRR-метода выгодно отличает его из ряда выше рассмотренных методов оценки финансируемого выкупа.

Показатель IRR полезен при оценке стоимости LBO, но IRR-модель следует использовать в сочетании с другими финансовыми критериями и показателями и принимать во внимание его ограничения и предположения.

Различия интересов участников сделки финансируемого выкупа также приводят к особенностям аналитического обоснования эффективности LBO, которые проявляются в специфике источников создания стоимости в этих сделках.

Аналитическое обоснование эффективности LBO предполагает знание источников и факторов формирования стоимости в сделках финансируемого выкупа. Без этого невозможно полноценно выбрать идеального кандидата LBO и оценить эффективность сделки с позиции ее разных участников.

Большой интерес инвесторов к LBO объясняется его относительно высокой финансовой отдачей. Прежде всего это можно объяснить результатами реорганизации, достигнутыми благодаря, как управленческим способностям руководителей инвестиционных фондов (PE), способных улучшать операционную эффективность целевых компаний, так и потенциальными выгодами от смены собственников, связанными с ожидаемыми изменениями стратегии развития [102].

В основе другой причины успешности долгового финансирования лежит положительный эффект воздействия финансового левеиджа на стоимость целевой компании, объясняемый теоремой Модильяни-Миллера (теория M&M). Именно статья Ф. Модильяни и М.Х. Миллера «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций» [153] заложила фундамент современным теориям

структуры капитала. Согласно теории Модильяни-Миллера (M&M), структура капитала компании хотя и не оказывает напрямую влияния на ее стоимость, но может способствовать существенным переменам в стоимости капитала [153]. Стоимость капитала компании (V_u) представляют собой комбинацию средств, полученных от акционеров (E), и заемных средств (долга, D). Они определяются на основе уровня риска и потенциала доходов фирмы. Модель Модильяни-Миллера формализуется следующим образом (17)

$$V_u = D + E = \frac{EBIT}{r}, \quad (17)$$

где r – ожидаемая доходность.

Средневзвешенная стоимость капитала целевой компании без учета налогов определяется по формуле (18)

$$WACC = W_d R_d + W_e R_e, \quad (18)$$

где W_d – коэффициент левириджа;

R_d – стоимость долга;

W_e – коэффициент собственного капитала;

R_e – стоимость капитала.

Таким образом, стоимость собственного капитала можно вычислить, используя формулу (19)

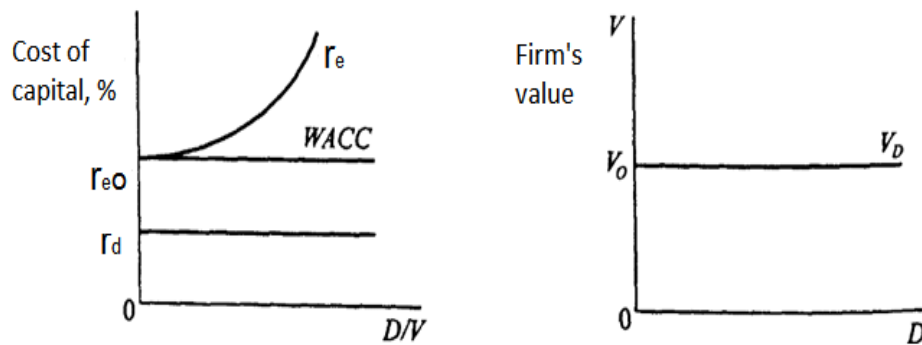
$$R_e = r + (r - R_d) \frac{D}{E}, \quad (19)$$

где r – бизнес-риск, зависящий от характера деятельности компании;

$(r - R_d) \frac{D}{E}$ – финансовый риск, зависящий от структуры капитала.

Итак, «стоимость собственного капитала, являясь линейной функцией структуры капитала компании, зависит от трех переменных: стоимости долга (R_d), требуемой нормы прибыли на активы компании и отношения долга к собственному капиталу (D/E)» [87]. Соответственно, рост финансового рычага (то есть наращивание удельного веса заемного капитала, более дешевого источника средств) приводит к росту стоимости собственного капитала целевой компании, а WACC

становится постоянной величиной [153], что наглядно представлено на рисунке 4.



Источник: составлено автором по материалам [153].

Рисунок 4 – Модель Модильяни-Миллера без учета налогов: воздействие финансового рычага на стоимость капитала компании

В свою очередь, теория Модильяни-Миллера основывается на множестве предположений, которые не соответствуют реальности, включая отсутствие налогов и транзакционных издержек, стабильность процентных ставок; равномерность прогнозов доходов и рисков в будущем, равный доступ к информации всех участников рынка; независимость стоимости заёмных средств от их объема, отсутствие рисков по обязательствам, неизменность финансовых результатов компании (отсутствие роста ЕБИТ, применение только аннуитетных платежей).

Развитие модели М&М было направлено «на смягчение предположений, включая учет налогов и способа расчета налогооблагаемой прибыли, что привело к корректировке формулы для определения стоимости компании, выкупаемой за счёт долгового финансирования (V_L)» [86], когда стоимость компании без финансового рычага (V_u) увеличивается на стоимость налоговых щитов (V_{TS}) (20) [144]

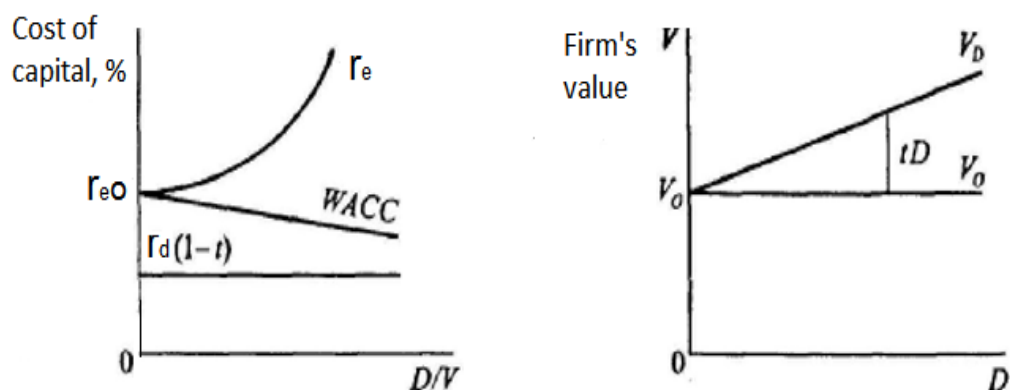
$$V_L = \frac{EBIT(1 - S_n)}{r} + tD = V_u + V_{TS}, \quad (20)$$

где tD – налоговый щит от процентов по долгу.

И отсюда ясно видна предпочтительность долгового финансирования с высоким уровнем финансового рычага для роста стоимости цели LBO (21) [148]

$$R_e = r + (r - R_d) \times (1 - t) \times \frac{D}{E}. \quad (21)$$

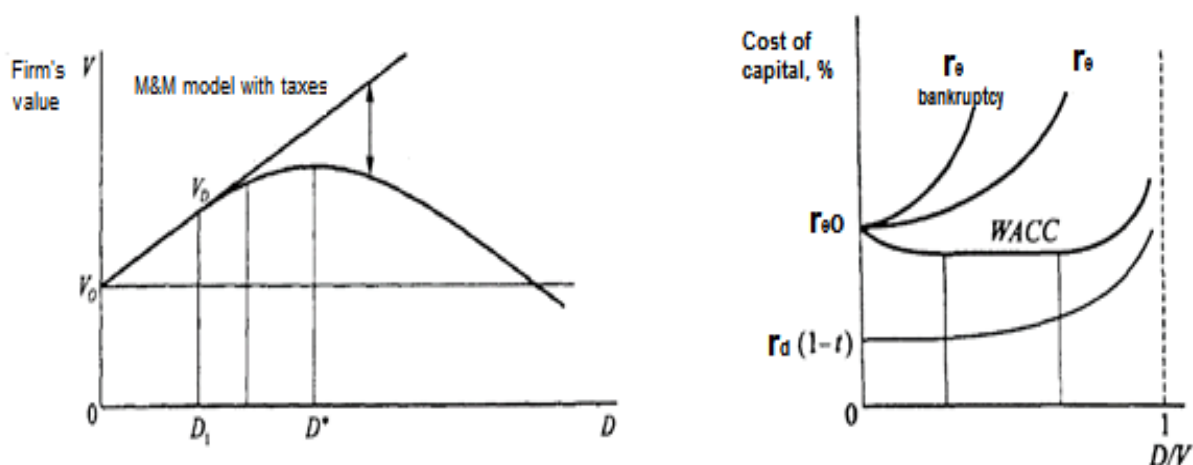
Таким образом, стоимость собственного капитала растет при увеличении долга, но «темп роста стоимости капитала становится недостаточным, чтобы компенсировать влияние увеличения налоговых льгот» [154], следовательно, с увеличением объема заемного финансирования снижается WACC, согласно рисунку 5.



Источник: составлено автором по материалам [153].

Рисунок 5 – Модель Модильяни-Миллера, учитывающая налоги: эффект использования долгового финансирования на стоимость капитала компании

Развитию теории М&М способствует применение к ней основ теории компромисса, согласно которой рост долговых обязательств служит источником роста издержек банкротства, что обеспечивает наряду с ростом стоимости долгового финансирования и рост стоимости собственного капитала, согласно рисунку 6.



Источник: составлено автором по материалам [124].

Рисунок 6 – Модель теории компромисса: влияние издержек банкротства на стоимость капитала

В соответствии с этим подходом скорректированной приведенной стоимости

(Adjusted Present Value, APV), стоимость целевой компании рассчитывается по формуле (22)

$$\begin{aligned} & \text{Скорректированная приведенная стоимость капитала (APV)} = \\ & = \text{стоимость фирмы (базовый вариант)} + \text{текущая стоимость побочных} \\ & \quad \text{эффектов} + \text{текущая стоимость затрат на банкротство.} \end{aligned} \quad (22)$$

Используя метод APV, можно определить оптимальную структуру капитала с максимальной стоимостью компании и предельными издержками финансовой несостоятельности.

Применение теории динамического компромисса к оценке оптимальной структуры капитала компании позволяет сформировать диапазоны поддержания ее оптимальной структуры, обеспечивая большую гибкость в принятии решений.

На этапе удержания цели LBO расчет добавленной стоимости и финансового состояния компании-цели осуществляется с применением таких моделей, как EVA (Economic Value Added), CFROI (Cash Flow Return On Investment), MVA (Market Value Added), TSR (Total Shareholder Return) и т.д. [8; 18; 38; 41; 52; 59; 84; 86; 92].

Таким образом, «аналитическое обоснование эффективности сделок LBO зависит от особенностей их этапов и основных элементов системы финансового анализа финансируемого выкупа» [12] (его целей, участников, объектов и факторов, влияющих на них). Многообразие возможных методов анализа и оценки стоимости целевой компании LBO обусловлено несколькими факторами. Это – уникальные характеристики целевых компаний выкупа (отраслевая специфика, стадия развития, уровень рисков и другие); разнообразие целевых показателей, определяемых инвесторами, и, соответственно, критериев оценки стоимости целевой компании (например, одни инвесторы могут акцентировать внимание на денежных потоках, другие - на стоимости активов или потенциале для роста); конкретный уровень долга (например, при очень высоком уровне долга может быть важно, прежде всего, оценить способность компании генерировать денежные потоки для обслуживания задолженности); степень контроля (приобретается ли контрольный пакет акций целевой компании); конкретный срок инвестиций.

Из-за этих различий и особенностей каждой конкретной сделки LBO, инвесторы и финансовые аналитики, как субъекты анализа, могут использовать разнообразные методы оценки стоимости целевой компании (в том числе в

комплексе), чтобы получить более полное представление об ее финансовой составляющей и потенциале для создания стоимости, то есть для аналитического обоснования эффективности финансируемого выкупа. При этом для гарантии достоверности оценок результативности и потенциала каждой LBO-сделки для заинтересованных сторон важным является и систематизации аналитического инструментария по участникам финансируемого выкупа.

2.2 Систематизация инструментария оценки создания стоимости участниками финансируемого выкупа

Систематизация аналитического инструментария в разрезе участников финансируемого выкупа (с учетом различий в целях и ожиданий от сделки) имеет решающее значение для обеспечения объективной, прозрачной и непредвзятой оценки стоимости, достижения каждым из них ожидаемых финансовых результатов, помогает уменьшить возможные конфликты между участниками сделок, так как предоставляет более реальную и надежную основу для принятия решений.

В соответствии с финансовыми основами, создание стоимости связано с превышением дохода на вложенный капитал по сравнению со стоимостью капитала компании. Так, для целевой компании LBO, созданная ценность вычисляется путем умножения разности между доходностью вложенного капитала (ROCE, return on capital employed) и средневзвешенной стоимостью капитала (WACC, weighted average cost of capital) на объем вложенного капитала (CE, Capital Employed) [52]. Составляющие модели оценки созданной целевой компанией стоимости рассчитываются по формулам (23)-(26)

$$\text{Стоимость, созданная на уровне компании-цели} = \text{ROCE} - \text{WACC}, \quad (23)$$

$$\text{ROCE} = \frac{\text{ЕВІТ}}{\text{Capital Employed(Fixed Assets + WCR)}}, \quad (24)$$

$$\text{WACC} = k_e \times \frac{E}{D+E} + k_d \times (1-S_n) \times \frac{D}{D+E}, \quad (25)$$

где k_e – стоимость собственного капитала, рассчитанная с помощью модели CAPM;

S_n – эффективная налоговая ставка компании;

k_d – стоимость долга, которая будет принята как эффективная чистая стоимость долга, рассчитываемая на каждый год постфактум в течение всего периода LBO. Другой способ определения стоимости долга – как средней стоимости долга, – возникающей в результате долгового пакета первоначального LBO, с учетом динамики стоимости долга на протяжении срока LBO (из-за амортизации долга и реструктуризации долга). К сожалению, отсутствие публичной информации об этой стоимости долга не позволяет, зачастую, использовать такой подход, который был бы хорошим способом противостоять результатам.

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f), \quad (26)$$

где r_f – доходность безрисковых активов, под которой, как правило, понимают доходность государственных ценных бумаг;

r_m – ожидаемая средняя норма прибыли рыночного портфеля;

$(r_m - r_f)$ – премия за риск вложения в акции;

β – коэффициент, характеризующий чувствительность оцениваемой ценной бумаги к изменениям рыночной доходности, рассчитывается по статистическим данным и выражает вариабельность доходности ценной бумаги по отношению к среднерыночной доходности.

Процесс многофакторного анализа эффективности LBO предполагает сравнение WACC компании, определенной по формуле (25), с аналогичным показателем конкурентов и с WACC по данным брокеров, рассчитанной по акциям цели на максимально длительный срок.

Кроме модели оценки созданной целевой компанией стоимости в виде «(ROCE – WACC) × CE», отечественные и зарубежные экономисты предлагают оценивать созданную стоимость через показатель экономической добавленной стоимости EVA (Economic Value Added) [86; 115] по формуле (27)

$$EVA = (ROIC - WACC) \times CE. \quad (27)$$

Модели « $(ROCE - WACC) \times CE$ » и EVA различаются применением для расчетов показателей вложенного/инвестированного капитала, EBIT или NOPAT [52, с. 72-74].

Economic Value Added (далее – EVA) – это показатель, который стал популярным в финансовом анализе для оценки создания стоимости сверх требуемой нормы отдачи на инвестированный капитал. Этот показатель определяется как «разность чистой операционной прибыли после налогообложения (NOPAT) и общих издержек на капитал» [129], которые включают затраты как на собственный, так и на заемный капитал.

Использование EVA помогает избежать искажений, которые могут возникнуть при использовании других финансовых метрик:

- EVA корректирует различные бухгалтерские показатели на такие элементы, как амортизация или расходы на нематериальные активы, чтобы более точно отразить экономические издержки и эффективность.

- EVA заставляет менеджмент объективно оценивать проекты с точки зрения создания стоимости в долгосрочной перспективе, а не просто обращать внимание на краткосрочное изменение бухгалтерского дохода или капитала [52].

Поэтому, в контексте LBO, где леверидж используется для увеличения потенциальной доходности инвестиций, EVA может служить более точным инструментом для оценки того, создает ли сделка реальную экономическую стоимость, особенно если вдобавок происходит оптимизация операционной деятельности и структуры капитала после выкупа.

К «искусственному» росту ROCE может так же привести сокращение амортизации и налогов. Для уточнения их влияния оценку создаваемой стоимости следует проводить не только в течение, но и после проведения финансируемого выкупа (до срока фактического завершения сделки).

Рост достоверности оценки эффективности LBO через модель « $(ROCE - WACC) \times CE$ » можно обеспечить, реализуя следующие меры:

- последовательный анализ эффективности сделки – оценка стоимости финансируемого выкупа – на каждом его этапе;

- исследование динамики капитальных вложений целевой компании, в том числе отношение к объему продаж, а также оценка потребности в оборотном

капитале (WC), с анализом скорости оборота дебиторской и кредиторской задолженности;

- изучение доходов целевой компании с течением времени на различных этапах LBO, а также анализ составляющих дохода (ЕБИТ, NOPAT – как основы для расчета ROCE и ROIC) и анализ внешних и внутренних факторов, влияющих на рост выручки;
- анализ динамики и структуры затрат целевой компании по этапам LBO, а также факторный анализ снижения затрат;
- анализ рентабельности ЕБИТДА целевой компании в динамике, в том числе в сравнении с конкурентами;
- анализ влияния на рентабельность инвестированного капитала (ROCE) ее числителя (прибыли до уплаты налога и процентов по долгу – ЕБИТ) и знаменателя (вложенного капитала – capital employed).

Так же, как и для целевой компании, стоимость, созданная фондом прямых инвестиций (PE), определяется в форме превышения доходности на вложенный капитал по сравнению со стоимостью его капитала, но при этом используются показатели рентабельности собственного капитала, вложенного фондом (ROE, rate on equity) и стоимости его капитала (COE, cost of equity).

Модель оценки эффективности фонда прямых инвестиций (PE) представлена формулами (28) и (29)

$$\text{Стоимость, созданная на уровне фонда PE} = \text{ROE} - \text{COE}, \quad (28)$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Equity}}. \quad (29)$$

Стоимость собственного капитала фонда рассчитывается с помощью модели CAPM по формуле (26).

Связь между показателями «рентабельность задействованного капитала» (ROCE) и «рентабельность капитала» (ROE) определяется формулой (30)

$$\text{ROE} = \text{ROCE} + \frac{D}{E} \times (\text{ROCE} - \text{cost of debt after taxes}). \quad (30)$$

Формула (30), отражая эффект кредитного рычага, показывает влияние

повышения финансового долга на рост уровня ROE с учетом превышения ROCE величины стоимости долга (cost of debt after taxes) [8, с. 104].

Одним из распространенных способов оценки эффективности инвестиций фонда прямых инвестиций (PE) является применение внутренней нормы доходности (IRR, ВНД) и денежного мультипликатора (Cash-on-Cash), ориентированных на денежный поток.

Но денежный мультипликатор Cash-on-Cash не учитывает время, в течение которого была осуществлена инвестиция, и именно поэтому он может быть вводящим в заблуждение при оценке эффективности инвестиционных проектов. Он может показать положительную картину в случаях, когда инвесторы получают назад свои инвестиции, но не учитывает, сколько времени потребовалось для этого. Поэтому использование только этого показателя может привести к неправильным инвестиционным решениям, если не рассматривать его в контексте времени.

Внутренняя норма доходности также не может быть единственным индикатором создания стоимости, потому что: IRR, не учитывая стоимость капитала, не позволяет сравнивать проекты с разными сроками; значения IRR могут вступить в противоречие условиям NPV; IRR косвенно выступает специфической ставкой дисконтирования по сделке финансируемого выкупа (тогда как стоимость, созданная на уровне фонда PE, допускает колебания не только ставки дисконтирования, но и, соответственно, средневзвешенной стоимости капитала). Но в тоже время, важно применение внутренней нормы доходности и мультипликатора Cash-on-Cash в качестве дополнительных показателей оценки, созданной фондом прямых инвестиций стоимости.

Это вызвано тем, что:

- эти показатели широко применяются фондами прямых инвестиций и банками в сделках долгового финансирования. К тому же привлечение показателя внутренней нормы доходности фонда PE в дополнение к рентабельности задействованного капитала целевой компании будет способствовать выявлению противоречий между стоимостями, созданными целью LBO и фондом прямых инвестиций;
- декомпозиция внутренней нормы доходности, как важного показателя детального анализа формирования денежных потоков фондом прямых инвестиций,

позволяет выявить источники создаваемой им стоимости. При этом возможно применение двух способов декомпозиции: «традиционного» метода или метода натурального логарифма (\ln) [8, с. 105].

В основе «традиционного» метода декомпозиции внутренней нормы доходности лежит предложенная Н. Энгелем методология [126], выделяющая четыре фактора:

1) эффект левериджа (кредитного рычага) – оценивается выделением «IRR с кредитным плечом (IRR_i) и IRR без рычага (IRR_u)» [105] согласно уравнению (31) [105]

$$IRR_i = IRR_u + (IRR_u - r_d) \frac{D}{E}. \quad (31)$$

2) эффект свободного денежного потока (FCF) – определяется как «сумма всего объема свободного денежного потока, доступного для выплаты дивидендов и возмещения долга» [107, с.159]. При этом влияние свободного денежного потока и левериджа в совокупности соответствуют величине сокращению доли заемных средств по натуральному логарифму [8, с. 105];

3) эффект увеличения EBITDA, который, в свою очередь, делится на эффект увеличения продаж и рост маржинальности. Оценивает повышение внутренней нормы доходности за счет роста прибыли, и рассчитывается как произведение изменения EBITDA и коэффициент начального EBITDA [85];

4) множественный эффект EBITDA – оценивает влияние многократного роста (или сокращения) EBITDA на внутреннюю норму доходности, рассчитывается как произведение изменения мультипликатора и начальной EBITDA. Множественный эффект можно объяснить влиянием как внешних (выгодные рыночные условия, в том числе на кредитном рынке), так и внутренних (репутация компании, профессионализм специалистов) факторов [166]. Таким образом, множественный эффект представляет собой совокупность факторов, положительно воздействующих на перспективы роста целевой компании. И здесь важная роль отводится развитию рынка ее присутствия. Анализ мультипликатора EV/EBITDA компании-цели и ее конкурентов в динамике позволит выявить тенденции изменения ситуации на рынке для уточнения их влияния на результаты LBO.

Разложение внутренней нормы доходности с применением натурального

логарифма основано на методологии «распределения стоимости» Лооса Н. [148] и позволяет провести «декомпозицию изменения рентабельности задействованного капитала на базе логарифмического дифференцирования прироста капитала так же по четырем факторам» [8, с. 105], рассчитываемым по формулам (32)-(35)

$$\text{Эффект рычага} = \frac{\text{Capital gain}}{\text{EV-multiple}} = \frac{\text{Cach-exit/Cach-entry}}{\text{EV-exit/EV-entry}}, \quad (32)$$

$$\text{Эффект дохода} = \frac{\text{Sales - exit}}{\text{Sales - entry}}, \quad (33)$$

$$\text{Маржинальный эффект} = \frac{\text{EBITDAmargin - exit}}{\text{EBITDAmargin - entry}}, \quad (34)$$

$$\text{Множественный эффект} = \frac{\text{EBITDAmultiple - exit}}{\text{EBITDAmultiple - entry}}. \quad (35)$$

Далее следует определить логарифм заемного капитала, «разложив внутреннюю норму доходности на сумму логарифмов эффекта левириджа, эффекта дохода, маржинального эффекта и множественного эффекта» [8, с. 105].

Модель разложения доходности собственного капитала, представленная формулой (36), отражает основные факторы, влияющие на уровень ROE: маржа чистой прибыли (37), эффективность использования активов (38), мультипликатор собственного капитала (39)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Equity}} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Revenues}} \times \frac{\text{Revenues}}{\text{Total Accets}} \times \frac{\text{Total Accets}}{\text{Equity}}, \quad (36)$$

$$\text{Маржа чистой прибыли} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Revenues}}, \quad (37)$$

$$\text{Эффективность использования активов} = \frac{\text{Revenues}}{\text{Total Accets}}, \quad (38)$$

$$\text{Мультипликатор собственного капитала} = \frac{\text{Total Accets}}{\text{Equity}}. \quad (39)$$

Чистая прибыль выражает эффективность управления компанией, в то время как коэффициент финансового рычага демонстрирует воздействие заемных средств в структуре капитала частных инвестиционных фондов (PE). Чтобы изучить вклад каждого фактора в рентабельность собственного капитала (ROE), следует применить логарифмическое дифференцирование по аналогии с расчетом внутренней нормы доходности (IRR).

Модель для обоснования решений кредиторами опирается на формулу (40), которая вычисляет ценность, создаваемую ими на уровне долга [8]

$$\text{Стоимость, созданная на уровне долга} = (\text{ROD} - \text{COD}) \times \text{Долг}. \quad (40)$$

При этом уровень рентабельности долга (ROD) кредитных организаций соизмерим с уровнем стоимости долга для приобретаемой компании, которая также является ее эффективной стоимостью. Стоимость долга (COD) рассчитывается как «сумма безрисковой ставки и кредитного дефолтного спреда (CDS) отрасли целевой компании» [8, с. 105].

Аналитическое обоснование принимаемых решений в процессе сделки финансируемого выкупа помимо оценки эффективности сделки LBO (через модель оценки создания стоимости) на каждой стадии и каждым участником LBO обязательно предполагает и оценку риска.

Так, для оценки риска целевой компании рекомендуем использовать трехфакторную модель оценки через анализ финансового левериджа, операционного рычага и бета-версии целевой компании.

1) Поскольку выкуп бизнеса с привлечением заемных средств сразу увеличивает финансовый леверидж и приводит к дополнительным финансовым затратам, то, прежде всего, важным является анализ показателей, позволяющих оценить уровень долга и риск потери финансовой устойчивости целевой компании, таких как коэффициент покрытия долга (коэффициент обслуживания долга, DSCR, определяемый по формуле (41)), мультипликаторы долга (чистый долг/ЕБИТДА; старший долг/ЕБИТДА), соотношение заемного и собственного капитала и т.п.

$$\text{DSCR} = \frac{\text{Net Operating Income}}{\text{Debt Principal} + \text{Interests} + \text{Lease payments}}. \quad (41)$$

2) Оценить уровень операционного риска можно или через анализ динамики точки безубыточности, или анализ динамики операционного рычага (DOL) по формуле (42) [97]

$$DOL = \frac{\% \text{ Change in EBIT}}{\% \text{ Change in Sales}}. \quad (42)$$

Операционный левэридж отражает влияние изменения прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕВІТ) на изменение объема продаж целевой компании. Риск компании возрастает при росте значений точки безубыточности и операционного левэриджа [8, с. 106].

3) В завершение анализа риска компании-цели необходимо рассчитать «бета-фактор (коэффициент) без рычага ($Beta_{unlevered}$), то есть бета-версию актива или бета-версию компании, и бета-фактор с учетом финансового рычага покрытием ($Beta_{levered}$), то есть бета-версию капитала» [8, с. 106] по формуле (43)

$$Beta_{unlevered} = \frac{Beta \text{ levered}}{1+(1+t) \times D/E}. \quad (43)$$

Высокий уровень финансового рычага повышает чувствительность акционерного капитала к рыночным изменениям. Бета-коэффициент является показателем оценки рыночного риска, отражающим волатильность рынка ценных бумаг. $Beta_{unlevered}$ отражает коэффициент $Beta$ необходимой доходности компании при использовании в сделке только собственных средств; $Beta_{levered}$, соответственно, – это коэффициент бета с учетом фактической или долговой нагрузки целевой компании в сделке финансируемого выкупа [86].

В условиях общемирового тренда на устойчивое развитие и глобальный интерес мирового сообщества к решению климатических, экологических и социальных проблем (приверженность ESG-принципам - Environmental, Social, Governance) [36, с. 157] повышается значение нефинансовых показателей, характеризующих корпоративную социальную ответственность целевой компании.

Социальная ответственность – это понятие, описывающее обязательство организаций и лиц вести свою деятельность таким образом, чтобы учесть интересы и благополучие общества в целом. Она охватывает учет в решениях и деловых практиках таких аспектов, как социальная ответственность, экологическое

благополучие и этические принципы. Компании и организации, следуя принципам социальной ответственности, стремятся создать положительные изменения в обществе, минимизировать негативное воздействие на окружающую среду, поддерживать права работников и вкладывать в развитие сообщества. Значимость нефинансовых показателей в системе оценки создания стоимости участниками LBO подтверждается результатами эмпирических исследований зарубежных авторов [98; 107; 112; 121; 125; 128; 134; 142; 143; 148; 169].

Изучение критериев социальной ответственности участников в сделках LBO дает возможность оценить их приверженность общим целям и готовность соблюдать принятые на себя обязательства. Это способствует созданию продуктивной рабочей среды, положительно влияет на сотрудничество всех сторон и увеличивает вероятность достижения целей сделки. Оценка социальной ответственности участников LBO помогает удостовериться в соблюдении ими правовых и этических стандартов, что критически важно для избежания возможных юридических, репутационных и других рисков для бизнеса. Внедрение ESG-критериев (экология, социальная ответственность и корпоративное управление) в систему оценки может повысить конкурентные преимущества компании на рынке сделок LBO. Компании, следующие ведущим принципам экологической чистоты и социальной ответственности, могут быть более привлекательными для потенциальных потребителей, инвесторов и деловых партнеров [1; 35]. Интеграция показателей ESG-отчетности, соответствующих стандартам Global Reporting Initiative (GRI), в методики оценки стоимости компании дает возможность участникам LBO взвешивать потенциальные экологические, социальные и управленческие риски. Это способствует минимизации вероятности неблагоприятного влияния на целевую компанию, обеспечению защиты прав всех заинтересованных лиц и усилению возможности для поддержания долговременной устойчивости бизнеса [22]. Система таких показателей включает: параметры, связанные с влиянием деятельности компании на изменение климата; показатели, отражающие качество управления персоналом, охрану труда и промышленную безопасность; показатели о взаимодействии с клиентами, местными сообществами и благотворительности; показатели качества корпоративного управления, деловой этики и противодействия коррупции, информационной безопасности и о цепочке поставок [17].

Система инструментов оценки создания ценностей участниками сделок финансируемого выкупа [17, с. 56] наглядно показана на рисунке 7.

Заинтересованные участники создания стоимости в LBO				
	Целевая компания	Акционеры / Фонд PE	Держатели долга	
Оценка создания стоимости разными участниками LBO	Значение созданной стоимости	ROCE – WACC $ROCE = \frac{EBIT}{Capital\ Employed}$ <i>WACC по модели CAPM</i>	ROE – COE $ROE = \frac{Net\ Profit}{Equity}$ <i>COE (cost of equity) по модели CAPM</i>	ROD – COD ROD - эффективная стоимость долга COD- безрисковая ставка с поправкой на секторальные CDS
	Уточнения к оценке стоимости	Разложение ROCE: - повышение EBIT - динамика Capital Employed Анализ динамики продаж: - по факторам внутреннего и внешнего роста - в сравнении с конкурентами Рост рентабельности EBITDA: - постоянные и переменные затраты	Разложение ROE: - формула DuPont - формула кредитного плеча IRR анализ: эффект левириджа эффект FCF эффект увеличения EBITDA множественный эффект EBITDA	Динамика рейтинга долга Информация о структуре долга: цена, срок погашения и характер траншей
Долгосрочная стратегия и потенциальные риски целевой компании	Объективные конфликты между фондом и компанией	Анализ устойчивости: Состояние до LBO, за период LBO и после LBO Анализ FCF и долгосрочная прибыльность: Капитальные затраты + затраты на исследования и разработки Оценка FCF Улучшение WC Динамика FCFE		
	Оценка других рисков компании	Операционный левиридж: - Постоянные/переменные затраты - Оценка $Beta_{assessed\ unlevered}$ - Оценка DOL Финансовый левиридж: - $Beta_{equity\ levered}$ - Финансовый рычаг: $Net\ Debt/EBITDA$; $Net\ Debt/Equity$; DSCR		
Ответственное поведение	Анализ динамики и сравнения нефинансовых показателей, характеризующих производство, снабжение, продажи, логистику, продвижение, инновации			
	Анализ динамики и сравнения нефинансовых показателей, характеризующих корпоративную социальную ответственность целевой компании и направленность ее деятельности на устойчивое развитие			

Источник: составлено автором.

Рисунок 7 – Инструментарий оценки создания стоимости участниками LBO

Основные ESG-показатели представляются компаниями в нефинансовой отчетности. Создание и предоставление компанией-целью отчетов о социальной (нефинансовой) деятельности, отображающих ключевые моменты ее работы в сфере устойчивого развития и ESG-преобразований, нацелено на повышение репутации бизнеса и осведомленности заинтересованных лиц о ее ответственном подходе, что сегодня является важным условием для инвесторов и клиентуры. Результатами оценки уровня ориентации компании целям устойчивого развития являются рейтинги ESG и рейтинги качества управления (CGQ) [17, с. 58].

Ответственное поведение отражает реализацию целевой компанией интересов разных заинтересованных сторон. Анализ уровня и динамики показателей ESG и раскрытие его результатов неограниченному кругу лиц является важным для заинтересованных сторон на всех этапах финансируемого выкупа и составляет неотъемлемую часть аналитического обоснования эффективности LBO. К тому же недоучет нефинансовых факторов может привести к недооценке стоимости, создаваемой в процессе сделок финансируемого выкупа [17, с. 59].

Систематизация инструментария анализа и оценки создания стоимости по участникам финансируемого выкупа способствует более точной, объективной и прозрачной оценке, что в конечном итоге помогает участникам сделок принимать обоснованные и эффективные решения.

Понятная система показателей и критериев оценки позволяет всем участникам сделки иметь общее видение целей и параметров успеха. Регулярный анализ показателей с помощью упорядоченных аналитических инструментов способствует оперативной корректировке стратегии и управленческих действий для удовлетворения интересов всех заинтересованных в успешном завершении сделки сторон [21] (не только участников LBO-сделок, но и сотрудников, деловых партнеров целевой компании, органов государственного управления, муниципальных органов, общественных институтов и других акторов).

С учетом результатов зарубежных эмпирических исследований и мировых тенденций устойчивого развития, при оценке созданной стоимости в рамках сделок финансируемого выкупа аналитическую модель следует дополнить не только финансовыми показателями, но и экономическими индикаторами нефинансового характера (к примеру, долю на рынке, спрос на продукцию, параметры качества

товаров или услуг и другие), социальными метриками (такими как удовлетворенность персонала, образовательные инициативы, условия безопасности труда и тому подобное), показателями управленческой деятельности (прозрачность бухгалтерской отчетности и менеджмента, соблюдение законодательства, вовлеченность причастных сторон) и экологическими показателями (количество парниковых выбросов, использование энергии и воды, уровень загрязнения и его влияние на окружающую среду и так далее). Участники LBO могут подобрать и настроить эти нефинансовые индикаторы в соответствии с особенностями приобретаемой компании, её рисками и стратегическими целями.

Такие данные предоставляют информацию о нефинансовых факторах, которые способны повлиять на долгосрочную производительность фирмы и ее стоимость на рынке, что важно для обоснования решений по сделкам LBO.

Достижению высокого качества аналитического обоснования эффективности финансируемого выкупа для формирования реалистичных ожиданий и принятия обоснованных управленческих решений для успешного проведения сделок LBO способствует факторный анализ, позволяющий учесть сложную и разнообразную структура финансируемых выкупов и высокий уровень их рисков.

2.3 Анализ влияния факторов на эффективность сделок LBO

Выявление и оценка влияния факторов на объекты анализа являются важным элементом механизма и этапом процесса финансового анализа после исследование состояния целевой компании, определения тенденций и закономерностей ее развития, и оценки потенциальной эффективности сделки.

Вопросы влияния факторов на эффективность сделок финансируемого выкупа находятся под пристальным вниманием исследователей на протяжении всего времени применения LBO. Эти вопросы становятся всё более значимыми на фоне увеличения числа и размеров сделок, связанных с заемным финансированием в мире, а особенно это касается России, которая сталкивается со сложностями из-за усиливающихся санкций. Результаты анализа факторов, влияющих на эффективность финансируемого выкупа, являются основой для уточнения наиболее

выгодных условий и принятия наилучших решений проведения сделки.

Результаты эмпирических исследований, представленные в таблицах 1-4 и приложениях А и Б, позволили определить методологические основы выбора целевой компании (таргета) финансируемого выкупа и выделить факторы влияния на выбор (определяющих рабочие характеристики потенциальных кандидатов LBO [108; 146; 151; 155; 156], финансовые характеристики целей LBO [108; 151], влияние общеэкономических факторов на объемы LBO [108; 132; 149; 168] и факторы использования заемных средств в LBO [97; 107; 113; 122]).

Для выявления факторов, влияющих на эффективность сделок финансируемого выкупа, необходимо уточнение модели создания стоимости в сделках долгового финансирования. Изучение работ А. Берга и О.Ф. Готтшальга [101], Д. Депамфилис [30; 123], группы ученых (А. Ахлейтнер, Р. Браун, К. Диллер, К. Лихтнер, Ф. Таппейнер, К. Фигге, Н. Энгель) [95], а также результаты эмпирических исследований, отраженные как в гипотезе А. Бергмана и И. Бергмана [102], С.Н. Каплана [142], Ф. Штрайха [169] о реструктуризации стимулов, так и в теории поглощений М. Дженсена о свободном денежном потоке [140], послужили фундаментом для разработки декомпозиционной модели ценностного анализа в LBO сделках, представленной в приложении В.

Эта модель предлагает классификацию факторов, влияющих на создание стоимости в LBO, на три категории:

1) факторы «стоимости (эффект кредитного плеча, EBITDA – эффект маржи, эффект роста продаж, снижение кредитного плеча и конфликт интересов (эффект множественного арбитража)» [169];

2) прямые источники создания стоимости (напрямую «влияющие на эффект маржи EBITDA» [148]; например, «эффективное управление оборотным капиталом, отказ от непрофильной деятельности, прекращение выпуска неприбыльной продукции» [7] и другие);

3) косвенные источники создания стоимости – «качественные факторы стоимости (например, мотивация руководства и изменение структуры управления после выкупа» [7, с. 8], направленные на повышение кредитной дисциплины). Это нефинансовые драйверы стоимости, в составе которых, учитывая тренд на устойчивое развитие, возрастает роль ESG факторов.

Факторы стоимости и прямые источники, напрямую влияя на стоимость целевой компании, способствуют созданию ее стоимости.

Суть эффекта кредитного плеча обусловлена использованием заемных финансов для приобретения компании, когда доходность активов превышает над стоимостью долга, усиливая потенциальную доходность инвестиций, но одновременно увеличивая и риски.

«Эффект маржи», связанный с EBITDA в контексте финансовой модели LBO, подразумевает повышение EBITDA за счет снижения расходов или оптимизации операционных процессов, напрямую влияющее на величину долговых обязательств, которые компания может обслуживать, а значит, и на рост стоимости, которую инвестор может получить от LBO операции.

Эффект роста продаж увеличивает прибыль и стоимость целевой компании благодаря реализации стратегии по расширению бизнеса, выхода на новые рынки, разработку и продвижение новых продуктов.

По мере роста прибыльности компании и генерации свободного денежного потока долг можно погашать, тем самым сокращая финансовые риски и улучшая балансовую структуру, обеспечивая снижение кредитного плеча.

Создание стоимости за счет проведения множественного арбитража обеспечивается, когда компания приобретается на условиях по одной кратности мультипликатора (например, EV/EBITDA) и продается или выводится на публичный рынок по более высокой (например, если проведена успешная реструктуризация и тому подобное). Конфликт интересов в сделках LBO, связанный с эффектом множественного арбитража, может возникать из-за различных стимулов и целей участников, таких как спонсоры покупки (частные инвестиционные фонды), менеджмент компании, кредиторы и акционеры.

Прямые источники создания стоимости связаны с ростом операционной эффективности (сокращением издержек, оптимизацией процессов, повышением продуктивности), оптимизацией финансовой структуры и оптимизацией капитальных затрат (CapEx) и рабочего капитала (WC), реструктуризацией организации (перезаформированием структуры управления, изменением бизнес-модели или корпоративной стратегии), изменением рыночной доли и рыночной оценки, эффективным управлением активами и пассивами компании для оптимизации

баланса и повышения рентабельности и др. Важным прямым источником создания стоимости в сделках финансируемого выкупа являются и налоговые выгоды, получаемые компанией в результате использования высокой доли заемного финансирования. Этот налоговый эффект может определенным образом повышать стоимость компании для её владельцев, поскольку снижение налогового бремени напрямую увеличивает доступный денежный поток, который могут быть использован для обслуживания долга, реинвестирования в бизнес или выплаты дивидендов акционерам.

Косвенные факторы, влияющие на создание стоимости в результате операции LBO, включают: эффект долга (манипулирование рыночным восприятием, когда улучшение взглядов инвесторов на риски, связанные с будущими денежными потоками компании приводит к повышению её оценочной стоимости); «мотивация руководства (разработка и реализация систем вознаграждений и участия в капитале для менеджеров с целью стимулирования работы на повышение ценности компании-цели); модификация системы управления (перестройка управленческих процессов и совершенствование организационной структуры в целях увеличения эффективности принимаемых решений и повышения скорости адаптации предприятия к меняющимся рыночным требованиям); интеграция ESG-компонентов (внедрение экологических (Environmental)» [7, с. 8-9], социальных (Social) и управленческих (Governance) стандартов в стратегию и операции компании может повысить её устойчивость и обеспечить более благоприятные условия для долгосрочного взаимодействия с инвесторами и другими заинтересованными сторонами).

Влияние косвенных источников на прибыль цели сложно оценить, но они играют важную роль в стоимостной декомпозиции LBO [7; 143; 166]. Их роль в том, «чтобы снизить агентские издержки между менеджментом и владельцем (финансовым инвестором/спонсором) за счет согласования их интересов» [7].

В совокупности факторы стоимости, прямые и косвенные источники создания стоимости определяют элементы факторного анализа эффективности сделок финансируемого выкупа (такие, как структура капитала, экономические условия, операционная эффективность, рыночные позиции, управление затратами, цена выхода и другие). Понимание ключевых факторов позволяет эффективнее структурировать сделку, сочетая оптимальное соотношение собственных и заемных

средств. Сложность и многофакторность сделок LBO требует глубокого понимания всех влияющих элементов и их взаимодействий для точной оценки рисков и потенциала.

При относительно большом уровне изученности вопросов теории и практики сделок LBO [31; 40; 56; 70; 111; 123; 125; 128; 134; 135; 140; 141; 143] недостаточно эмпирических и прикладных исследований о влиянии факторов на различные аспекты их проведения и оценки. Особенно значительный пробел наблюдается в анализе российской практики сделок финансируемого выкупа. Среди отечественных авторов можно выделить эмпирические исследования финансируемых выкупов А.С. Конновой [52, 53], А.П. Ильина и Е.Н. Левитской [41-43], но они анализировали статистически значимые факторы LBO на макроэкономическом уровне для формирования регрессионной модели для прогноза количества сделок LBO применительно к условиям российского рынка. Дефицит разработок с анализом влияния более конкретных факторов вызван, прежде всего, отсутствием необходимой для этого репрезентативной информации. Решение проблем с формированием соответствующей базы данных позволит проверить результаты исследований зарубежных исследователей, выявить и уточнить специфику влияния множества факторов на эффективность финансируемых выкупов в России, что создаст необходимую основу для дальнейшего развития российского рынка LBO.

Наличие широкого круга открытых иностранных источников, конечно, сказывается на количестве и качестве эмпирических исследований зарубежной практики сделок долгового финансирования. Исследовано влияние факторов на выбор целевой компании [96; 108; 112; 146; 151; 155; 156; 174; 175], на мотивы и поведение разных типов покупателей [107; 129; 145; 173], на стоимость, создаваемую в процессе сделки LBO [97; 101; 104; 107; 110; 113] и другие. Но при этом быстроменяющаяся рыночная обстановка неизбежно меняет и систему факторов, и направленность их влияния, что предполагает расширение проводимых исследований, их повторение в разных рыночных условиях. И это подтверждают исследования зарубежных ученых, проведенные в разные периоды времени [97; 111; 119; 125; 128; 132; 140; 142; 150; 158; 160; 161].

Таким образом, высокий уровень подверженности влиянию множества детерминант на сделки финансируемого выкупа в быстроменяющейся

экономической обстановке и недостаточная степень изученности такого влияния отражают актуальность развития факторного анализа эффективности сделок LBO и, соответственно, необходимость совершенствования аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа путем внедрения факторного анализа в комплексную модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO. Особенности рынка LBO в России, уникальные аспекты российского корпоративного и налогового законодательства, а также характерные особенности реализации сделок выкупа с использованием заёмных средств делают особенно важным углубление анализа влияния факторов на эффективность сделок LBO, особенно в современных условиях.

Анализ влияния факторов на эффективность сделок финансируемого выкупа позволяет проводить более детальную оценку результатов деятельности компании для выявления сильных и слабых сторон сделки и ее участников, для поиска оптимальной стратегии инвестирования и управления рисками. Результаты факторного анализа и оценки LBO направлены не только на уточнение состава детерминант, степени и направленности их влияния для разработки мероприятий по усилению их положительного воздействия на успешность сделок LBO, но и прогнозировать перспективы развития рынка LBO.

Факторный анализ предполагает разложение общего экономического эффекта от LBO-сделки на отдельные составляющие (факторы), каждый из которых анализируется отдельно. Основной целью является понимание, как именно и насколько эффективно вкладывались средства и какие факторы имели определяющее значение для достижения результата. Аналитик, использующий факторный анализ, стремится определить, какие факторы можно контролировать или улучшить для повышения общей эффективности LBO-проекта.

Этапами реализации методики факторного анализа эффективности сделок финансируемого выкупа являются:

- подготовительный этап – определение целей анализа; сбор данных о сделке, включая информацию о структуре капитала, операционных метриках целевой компании и рыночном контексте;
- разработка модели факторного анализа – выбор ключевых факторов, влияющих на эффективность сделки; определение показателей для количественной

оценки каждого фактора;

- сбор и обработка информации – сбор финансовых и экономических данных по каждому выбранному фактору; анализ полученных данных для выявления текущих трендов, возможностей и угроз;

- количественный анализ – количественное измерение влияния каждого фактора на финансовые показатели сделки с использованием различных статистических методов (корреляционного и регрессионного анализа, множественного факторного анализа и тому подобное) для определения влияния каждого из факторов на результаты сделки и моделирования различных сценариев;

- качественная оценка факторов, которые сложно квантифицировать, например управленческие навыки, репутация компании или изменения регуляторного окружения (косвенные нефинансовые драйверы и ESG факторы);

- интеграция и интерпретация результатов – сводка результатов количественного и качественного анализа; оценка общего вклада каждого фактора в экономическую эффективность сделки LBO [16];

- разработка рекомендаций и стратегий – разработка прогнозных моделей доходностей и операционных метрик для оценки будущих финансовых потоков; формирование рекомендаций по улучшению факторов, способствующих увеличению доходности сделки; планирование оптимизации структуры капитала и управленческих решений [16];

- мониторинг и корректировка дальнейших действий – регулярное отслеживание результатов и, при необходимости, корректировка подходов на основе на текущих данных и изменений на рынке.

Для анализа влияния факторов на эффективность сделок LBO применяют такие методы, как: финансовое моделирование; анализ чувствительности; сравнительный анализ мультипликаторов (например, мультипликаторов компаний аналогов и прецедентных сделок – $EV/EBITDA$ и $EV/Revenue$); стресс-тестирование; анализ операционных синергий и другие. Ценным инструментом в изучении зависимостей между различными факторами и их воздействием на эффективность LBO сделок является «корреляционно-регрессионный анализ, который позволяет: оценить, насколько тесно различные факторы, такие как условия рынка, стоимость капитала или рост выручки, связаны с результативностью LBO» [145];

сформировать регрессионную модель, прогнозирующую конечную доходность LBO на основе изменений во входных факторах; выявить наиболее значимые факторы, оказывающие влияние на успех сделки после выкупа компании.

Необходимо подчеркнуть, что конкретные инструменты и методы факторного анализа могут различаться в зависимости от специфики конкретной сделки LBO, выявленных факторов и доступности данных.

В процессе подготовки диссертационной работы было рассмотрено несколько методик факторного анализа, в частности: анализ факторов, влияющих на выбор целевой компании для финансируемого выкупа [15; 16], на активность финансовых и стратегических покупателей в сделках LBO [9] и анализ взаимосвязи между доходностью выкупа и стратегией совершаемых сделок [10], что может расширить и структурировать знания в области теории и практики финансового анализа сделок финансируемого выкупа, способствуя более детальному осмыслению причин разнопланового воздействия разных стратегий, цели и финансовых моделей инвесторов на приобретаемые компании.

Важным в современных условиях принятия решений об участии в сделках долгового финансирования является зависимость доходности сделки LBO от стратегий её проведения, на примере анализа которой и будет рассмотрена методика факторного анализа.

В настоящее время выделяют две основные стратегии транзакций LBO:

- нацеленные на рост операционной эффективности, оцениваемой изменениями рентабельности EBITDA портфельной компании по окончании сделки LBO (так называемые «классические» LBO, сделки выкупа бизнеса финансовыми инвесторами);
- направленные на «создание операционной стоимости» – на рост доходов (так называемые стратегические LBO, сделки выкупа бизнеса стратегическими инвесторами) [10; 101].

На первых этапах становления и развития сделок финансируемых выкупов наиболее распространенной была классическая модель LBO, достаточно хорошо раскрытая М. Дженсенем [140]. С 1980-х до 2000-х годов, с увеличением числа инвестиционных компаний более чем в двадцать раз и ростом управляемого ими капитала более чем в сто раз, условия проведения сделок LBO претерпели изменения

(ориентация на рост акционерного капитала, развитие комиссионных вознаграждений и премий за приобретение, расширение аукционов с участием инвестиционных банков и так далее), что, в конечном счете, привело к развитию новой инвестиционной модели, направленной на создание операционной стоимости. Соответственно, произошедшие в последние годы изменения в структуре сделок долгового финансирования, привели к преобладанию в настоящее время стратегических LBO, и в этих условиях снижается роль более ранних теорий развития LBO [10]. Доходность инвесторов финансируемого выкупа в этих условиях в основном зависит от роста их выручки операционной маржи.

Для оценки зависимости эффективности LBO от стратегии их проведения был выполнен анализ данных о публично-частных LBO с датой завершения с 1996 г. по 2018 г. [46]. Основными источниками информации по сделкам были отчеты с официальных сайтов COMPUSTAT [114] и SEC [167] (информация по которым перестала быть доступной в настоящее время). Проблемой формирования выборки для реализации поставленной цели было включение в нее только сделок, по которым были необходимые данные для расчета фактической доходности капитала инвестора (и, прежде всего, о движении денежных средств в течение всего срока сделки). В результате в выборку включены 95 сделок долгового финансирования, по стоимости составляющие немногим более трети завершенных в этот период сделок LBO, но это не снижает ее репрезентативность. Результаты статистической обработки данных выборки представлены в приложении Г. Средний (медианный) срок финансируемого выкупа (до фактического выхода из сделки) по выборке составил 4,3 (4,2) года, и это соответствует медиане согласно исследованиям А. Дамодарана [29; 117-119], но на 2,68 года (в среднем) больше в сравнении с исследованием С.Н. Каплана [142; 143]. Средняя (медианная) стоимость сделок выборки составила 1876 (573) млн долл. США. Соотношение стоимости сделки LBO к EBITDA составили в среднем (медианном) значении 10,5 (9). Уровень этого показателя, а также показателей кредитного плеча по сделкам выборки примерно аналогичны значениям, полученным А. Дамодараном [28; 117-119]. Соответствие значений выборки результатам исследований, проведенным различными авторами ранее, отражает приемлемость выборки для анализа.

Анализ выборки был проведен по методологии ранее проведенных

исследований долгового финансирования [29; 132; 140], но с дополнением анализа денежных потоков инвестора LBO в течение всего срока сделки до окончательного распределения. Для оценки доходности LBO очень важно сравнение «выходных» и окончательных IRR инвесторов. Так, в исследуемой выборке «средние и медианные (в скобках) IRR выхода из LBO в результате IPO были 451% (20,5%), тогда как средние (медианные) окончательные IRR для этих транзакций составили 39,2% (16,5%)» [10, с. 1676].

Для оценки стратегий сделок долгового финансирования они были разделены на классические и стратегические выкупы. К классическим LBO отнесены сделки с удвоением значения кредитного левериджа до LBO и активами не менее 8% от объема инвестированного капитала. К стратегическим отнесены сделки LBO, в которых чистым покупателем приобретены активы объемом не менее 10% от вложенного капитала. Конечно, на практике сложно представить применение той или иной стратегии в чистом виде, они часто смешиваются по отдельным позициям. Установленные критерии позволяют классифицировать данные выборки по стратегиям и обеспечить ее релевантность. Из 95 сделок выборки 17 (или 17,9%) были признаны классическими, а 41 сделка (43,2%) – стратегическими.

Результаты анализа влияния стратегий LBO показали большой уровень успешности стратегических финансируемых выкупов по сравнению с классическими сделками LBO [143].

Но при этом любая стратегия сделок долгового финансирования обеспечивает рост IRR в результате применения временных тактик. Формула IRR (ставка дисконта, при которой чистая приведенная стоимость (NPV, Net Present Value) проекта равна нулю.) позволяет выделить две стратегии роста внутренней нормы доходности (IRR) (44) [105, с. 346]

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0, \quad (44)$$

где n – продолжительность проекта, выраженная в числе шагов расчетного периода t , в годах или месяцах,

CF_t – денежные потоки в фонд LBO и из него в момент времени t ,

IRR – ставка дисконта.

Учитывая обратную зависимость IRR фонда LBO и сроками выплат, финансовые инвесторы могут обеспечить рост IRR или за счет увеличения уровня выплат из фонда, или сократив время выплат [10, с. 1678]. Возможны три вероятных тактики выбора времени и скорости выплат средств инвестору финансируемого выкупа [96]: учитывая комиссии инвестора в течение всего срока сделки LBO до выхода из нее; учитывая дивиденды инвестору до выхода из сделки; в результате ускорения выхода из сделки долгового финансирования.

Итоги сводной статистики основных тактик ускорения выплат по всем сделкам выборки, представленные в приложении Д, показали преобладание в выборке портфельных компаний, плативших инвесторам LBO комиссию, по сравнению с вложениями инвесторов LBO в капитал. Но при этом объемы комиссий уступают суммам взносов в капитал. Так, 79 портфельных компаний в среднем выплатили более 10,6 млн долл. США, возврат инвесторам LBO составил примерно 6% от вложенного ими капитала [10, с. 1678]. Результаты выборки продемонстрировали небольшую значимость частоты выплат в сделках LBO на рентабельность вложенного инвесторами капитала. Между тем, только 16 компаний из выборки выплатили более 128 млн долл. США в виде дивидендов, что более чем в 12 раз больше комиссий, выплаченных по сделкам LBO, и почти 47% от общего объема средств инвесторов LBO в капитал компаний-цели.

Средний срок сделок финансируемого выкупа в выборке составил 4,3 года, и только 4 портфельных компаний (4,2%) вышли из сделки LBO в течение одного года. И в этих выкупах бизнеса выплачивались дивиденды.

Все это подтверждает значимость выбора наиболее эффективного способа выхода из сделки долгового финансирования. Согласно результатам выборки, повышению IRR содействует ускорение промежуточных выплат независимо от их вида (дополнительные «транзакционные» комиссии, рекапитализации дивидендов, благоприятные циклы на рынках капитала, например, для IPO, погашение акций, и тому подобное).

Изменения операционных показателей, связанные со стратегиями транзакций LBO (средние и медианные – в скобках), отражены в приложении Е. Данные приложения Е представляют небольшие различия операционных показателей по стратегиям финансируемого выкупа. Так, изменение маржи EBITDA

по классическим сделкам LBO составило 4%, а для стратегических выкупов бизнеса с привлечением заемного капитала – 5%.

Для сделок выборки характерно снижение рентабельности на основе EBITDA. Для стратегических финансируемых выкупов такое снижение ожидаемо, поскольку для них предпочтительны стратегические приобретения и рост объемов выручки, а не маржи. Учет отраслевых влияний дает результаты, аналогичные исследованиям А. Дамодарана. Он получил статистически незначимое снижение средней рентабельности EBITDA, скорректированной по отраслям, на 1,38% [29], тогда как динамика этого показателя в нашей выборке отражает «статистически относительно значимое снижение для выборки в целом на уровне 5%, а скорректированной по отрасли рентабельности EBITDA – 1,8%» [10, с. 1680]. Такое различие в значимости снижения рентабельности по EBITDA современных сделок LBO (по нашей выборке и по исследованиям, проведенным Дж.Б. Коном [112], Д.М. ДеПамфилисом [30; 123]) в сравнении с более ранними финансируемыми выкупам [142] связано, по нашему мнению, со снижением популярности классических сделок долгового финансирования. Привлекает внимание тот факт, что для классических LBO, исследованных С.Н. Капланом с 1980-х годов, были характерны «средние изменения номинальных денежных потоков на 19,3% за первые три года после выкупа» [142], что позволяет сделать вывод о снижении эффективности современных классических финансируемых выкупов за период с 1980-х годов.

Динамика показателей, представленных в приложении Е, отражает предпочтительность стратегии стратегических LBO, как наиболее эффективной в современных условиях, ориентированной «на рост доходов после выкупа взамен повышения операционной эффективности» [10, с. 1681]. В то же время стратегические выкупы показали существенный рост продаж на 12%, тогда как классические LBO – снижение на 1%.

Анализ влияния стратегий проведения сделок LBO на их эффективность показал различия в целевых ориентирах эффективности финансируемых выкупов в зависимости от стратегии транзакций [10]. Классические LBO ориентированы на рост операционных показателей. При стратегических финансируемых выкупах желательна наращивание доходности инвестиций, включая увеличение скорости

дивидендных выплат акционерам с учетом благоприятных периодов на финансовых рынках. В этих условиях важен учет денежных потоков и прибыли инвесторов LBO не только до закрытия, но до фактического завершения сделки. Закрытие позиций финансовых инвесторов LBO по ценным бумагам после фактического завершения выкупов может ухудшить значения IRR инвесторов, что мотивирует инвесторов финансируемых выкупов применять гибкие сроки денежных выплат. К тому же такая тактика ускорения денежных выплат эффективна для любой стратегии сделок LBO.

Для каждой стратегии транзакции LBO оценивалась связь между медианной нереализованной IRR и медианным изменением маржи EBITDA, ростом выручки после LBO и дюрацией LBO.

Нереализованные IRR рассчитываются на выходе из LBO с учетом суммы всех денежных взносов, внесенных инвестором LBO в портфельную компанию в течение LBO, а также справедливой стоимости всех денежных и неденежных выплат спонсору LBO при выходе из сделки.

Реализованные IRR (расширенные, с учетом фактического срока завершения LBO для инвестора) рассчитываются с учетом суммы всех денежных взносов, внесенных спонсором LBO в портфельную компанию в течение LBO, и фактического распределения денежных средств инвестору LBO, в том числе после даты выхода из сделки (если инвестор LBO еще не полностью ликвидировал свою позицию по состоянию на конкретную дату после выхода из сделки, внутренняя норма доходности (IRR) рассчитывается с использованием рыночной стоимости ценных бумаг на эту конкретную дату).

Результаты одномерного анализа влияния стратегии LBO на IRR представлены в приложении Ж. В целом, у 41 стратегических LBO медиана нереализованной IRR составила 11%, а у 17 классических LBO медиана нереализованной внутренней нормы доходности отрицательные 3%.

Нереализованная внутренняя норма доходности для классических LBO сильно коррелирует с улучшением операционной маржи портфельной компании. Для стратегических LBO нереализованная IRR не показала, как и предполагалось, существенной корреляции с ростом доходов, однако, она коррелирует с любыми дополнительными улучшениями, внесенными инвестором LBO в маржу EBITDA, и

его действиями, связанными с ускорением выхода из сделки. Хотя эти тесты не учитывают влияние многих потенциальных факторов, они позволяют предположить, что, даже если LBO в выборке обычно не улучшали операционную маржу, рост этого показателя все же был связан с более высокими нереализованными IRR для всех стратегий LBO, а дюрация LBO и нереализованная IRR для всех LBO находятся в обратной зависимости (хотя для классических LBO эта связь была совсем незначительной).

Уровень реализованной внутренней нормы доходности по всем сделкам выборки ниже, чем по нереализованной IRR. Так, если медианная нереализованная внутренняя норма доходности в целом по всей выборке составляла 16%, то реализованная IRR (после фактического завершения LBO для инвестора) снизилась до 12%. Разница еще более разительна в отношении средних значений нереализованной и реализованной IRR, где среднее её значение падает со 163% до 14%, соответственно. Это можно объяснить быстрым выходом на рынок IPO при высоком спросе на долевые ценные бумаги портфельной компании уже через несколько месяцев после значительного (и, возможно, потенциально разрушительного) LBO, то есть, возможно, что скорость сделки коррелирует с нереализованной прибылью LBO. Однако по тем же причинам нереализованная прибыль по сделке будет отражать нарушение равновесия на рынке, которое можно быстро скорректировать до того, как инвестор LBO ликвидирует свою позицию по ценным бумагам.

Таким образом, задержка, связанная с ликвидацией позиции по ценным бумагам после IPO, может снизить первоначальную связь между внутренней нормой доходности инвестора и его успехом в проведении IPO.

В приложении И представлены данные о выходе из сделки с учетом стратегий LBO. Так как выход из сделок LBO преимущественно обеспечивается приобретением целевой компании третьей стороной, то в результате разница между медианами нереализованной и реализованной IRR для инвесторов LBO была относительно незначительна. Но, кроме того, результаты показывают, что даже в тех случаях, когда спонсору LBO удастся осуществить успешный выход, возникающие после выхода трудности с монетизацией инвестиций, могут значительно снизить фактический уровень доходности по сделке.

Результаты анализа взаимосвязи нереализованной и реализованной внутренней нормы доходности инвесторов с изменениями операционных показателей в период LBO и временными тактиками для выборок успешных LBO (с выходом не через банкротство) представлены в приложении К. В качестве зависимых переменных выступают натуральный логарифм единицы плюс нереализованная (1) и реализованная (2) внутренняя норма доходности спонсора (IRR) LBO. Учитывая источники создания стоимости в классическом и стратегическом LBO, в качестве независимых показателей регрессии использованы: изменение рентабельности EBITDA каждой портфельной компании в период LBO; рост продаж портфельной компании с поправкой на отрасль после LBO; выплаченные дивиденды в середине потока и «быстрый выход» (принимают значение 1, если портфельная компания выплатила дивиденды в середине потока или достигла события выхода в течение одного года после LBO, соответственно); количество дней между транзакцией LBO и выходом для каждой портфельной компании; завершение финансируемого выкупа IPO; кредитное плечо, и т.п.

Существенное снижение значения скорректированного коэффициента детерминации R^2 при сравнении двух моделей позволяет сделать вывод, что задержки в процессе осуществления LBO-инвестиций могут ослабить связь между усилиями инвестора по генерации стоимости во период LBO и окончательной величиной IRR, которую он получает. Те стратегические LBO, которые производили самые большие нереализованные IRR, были закрыты в основном посредством приобретения третьей стороной, что усилило статистическое влияние этих высоких доходов при прогнозировании реализованных IRR. В то же время, стратегические LBO, вышедшие посредством IPO, достигли нереализованной IRR менее 3%, и ни один из них не прекратил свою деятельность в течение двух лет после LBO.

В целом, из этих данных следует, что наилучшие предприятия после LBO, ставшие более перспективными и ориентированными на развитие, скорее будут проданы, чем выйдут на публичный рынок через IPO. Это уменьшает вероятность того, что конечная внутренняя норма доходности (IRR) инвесторов не отразит ключевые операционные улучшения, осуществленные в ходе LBO. Динамичные компании, прошедшие этап LBO, часто стремятся к слияниям и поглощениям вместо первичного публичного предложения акций (IPO), что способствует тенденции

среди частных предприятий с венчурным финансированием предпочитать стратегические сделки для выхода из инвестиций вместо публичного размещения. Это может свидетельствовать о широком тренде сегодняшнего дня, когда самые прогрессивные и стремящиеся к повышению эффективности компании ищут возможности для своего поглощения, а не свободного развития.

Таким образом, результаты проведенного анализа показали различия в целевых ориентирах эффективности финансируемых выкупов в зависимости от стратегии транзакций. Классические LBO ориентированы на рост операционных показателей. При стратегических финансируемых выкупах желательно наращивание доходности инвестиций, включая увеличение скорости дивидендных выплат акционерам с учетом благоприятных периодов на финансовых рынках. В этих условиях важен учет денежных потоков и прибыли инвесторов LBO не только до закрытия, но до фактического завершения сделки.

Изменчивость экономических условий и рыночных тенденций, сложность и многофакторность сделок LBO делают важным постоянное обновление аналитических моделей для адекватного реагирования на новые вызовы. Совершенствование методик анализа расширяет способности компаний к анализу вероятных исходов LBO-сделок и повышает качество принимаемых стратегических решений.

Для совершенствования методики факторного анализа эффективности сделок финансируемого выкупа считаем необходимым:

- расширение данных для анализа (использование больших объемов и разнообразия данных может повысить точность оценок, включая данные по отраслям, макроэкономическую статистику, информацию о рынке труда и другие);
- применение новых передовых аналитических инструментов, таких как машинное обучение и искусственный интеллект;
- разработка и внедрение более точных математических моделей для оценки влияния отдельных факторов;
- развитие сценарного анализа и моделирование различных экономических условий для оценки воздействия на доходность инвестиций и структуру капитала;
- разработка оптимальных моделей финансирования, позволяющих

минимизировать стоимость капитала и налоговые выплаты, сохраняя при этом адекватный уровень риска;

- улучшение коммуникации с инвесторами, кредиторами, другими заинтересованными сторонами и участниками рынка для адекватной оценки ожидаемой добавленной стоимости от сделки;

- разработка подходов к анализу, способных быстро адаптироваться к изменяющимся экономическим условиям и инновациям на рынке.

- интеграция количественного и качественного анализа, включая корпоративную культуру, интеграционную стратегию и репутационные риски, для всестороннего понимания эффективности приобретений.

Совершенствование методик должно также предусматривать соблюдение юридических норм и этических стандартов, а также учитывать особенности каждого конкретного рынка и сектора экономики. Это лишь некоторые направления, которые могут быть исследованы и применены для достижения более глубокого понимания и повышения точности факторного анализа в рамках финансируемого выкупа.

Итак, эффективность любой сделки зависит от качества и своевременности принимаемых решений, но, в свою очередь, результативность управленческих решений зависит от качества аналитического обоснования эффективности сделок. Особенности аналитического обоснования эффективности сделок LBO объясняются спецификой целей, участников, объектов и влияющих на них факторов и проявляются в разнообразии методов оценки эффективности и особенностях их применения разными участниками на каждой стадии LBO.

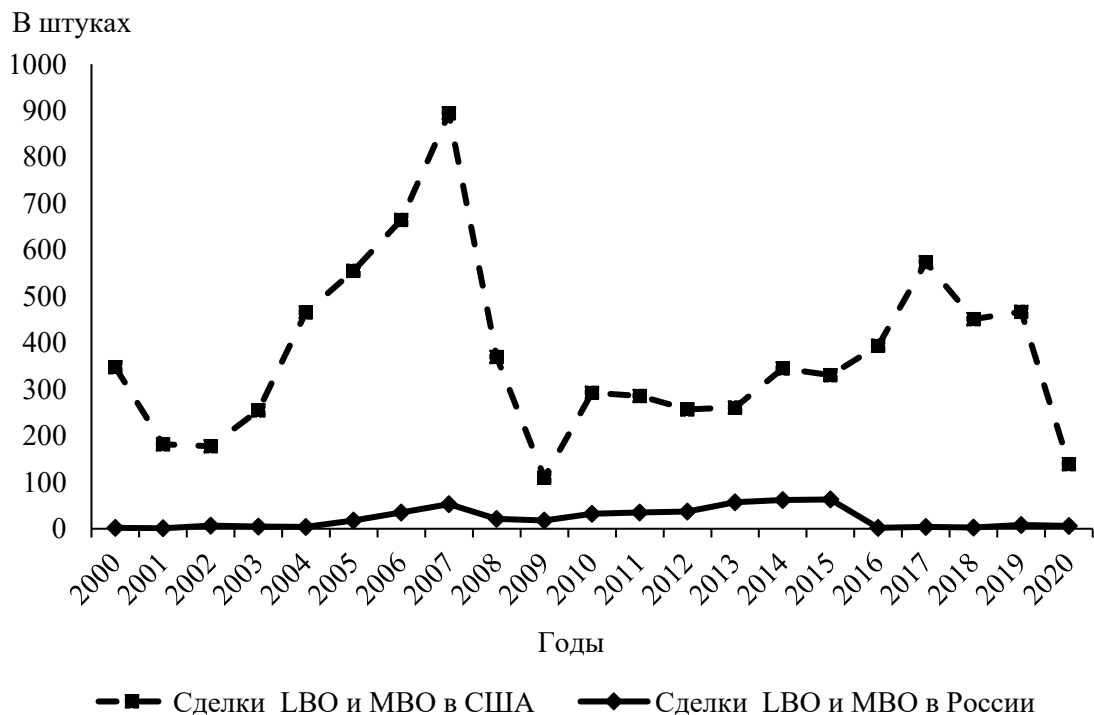
Уточнение прямых и косвенных источников стоимости, а также факторов создания стоимости (согласно приложению В), составило основу факторного анализа, повышающего качество аналитического обоснования эффективности финансируемого выкупа, и, соответственно, обоснованность принимаемых управленческих решений участников на каждом этапе выкупа. Раскрыты содержание и структура методики анализа влияния экономических факторов на эффективность сделок LBO. Особое внимание уделено анализу влияния факторов зависимости эффективности LBO от стратегии их проведения, как основы создания ценностей как для частных инвесторов, так и для управляемых ими предприятий, и других заинтересованных сторон.

Глава 3

Совершенствование методов аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа

3.1 Рекомендации по совершенствованию аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа

Необходимость совершенствования аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа объясняется их относительно небольшим количеством и объемом в России на фоне их актуальности в современных условиях, усложнившихся с ужесточением санкций и уходом иностранных компаний или ограничениями ими своей деятельности на российском рынке. Именно сделки финансируемого выкупа позволяют решить проблемы дефицита необходимых средств у российских инвесторов для выкупа иностранного бизнеса. При этом российский рынок LBO и MBO за 2000-2020 гг. по официальным данным составлял в среднем примерно 2,9% мирового рынка или 6,0% рынка США по количеству завершенных сделок, в соответствии с рисунком 8.



Источник: составлено автором по материалам [37; 39; 137; 159].
Рисунок 8 – Динамика количества сделок LBO и MBO в США и России

Наибольшее количество сделок финансируемого выкупа было завершено в период с 2005 г. по 2015 г. (более 18 сделок в год), с максимальным количеством 63 завершенных сделок в 2015 году [56]. После 2015 года их количество по открытым источникам существенно меньше (от 2 - в 2016 г. до 6 сделок в 2020 году) [40; 41]. Статистическая информация по российским сделкам финансируемого выкупа за 2021-2023 гг. в открытом доступе вообще не представлена.

Следует учитывать, что существующие статистические данные могут разниться с реальными показателями, так как профессиональные базы данных подвергаются обновлению задним числом, исключая аннулированные транзакции, и обычно включают информацию о сделках стоимостью более 5 млн долларов США. Однако сделки, по которым не раскрывается финансовая информация (например, если акции приобретаемой компании не котируются на бирже), остаются за рамками этих баз данных. Публично доступные данные в таких источниках, как официальный сайт KPMG [46], базы данных PitchBook, Mergermarket [152], IBA [136], EMIS DealWatch [120] и других, посвященных M&A операциям, могут отличаться в своих методах сбора и отбора информации. Например, информация может касаться лишь объявленных или исключительно завершенных сделок. «Отчеты KPMG по российскому рынку M&A учитывают сделки, завершенные в течение отчетного года и/или объявленные в этот временной период, но не закрытые к концу отчетного года» [46], при этом сделки финансируемого выкупа могут не выделяться отдельно. К тому же, анализ общедоступных баз данных показал, что от 60% до 90% представленных в них транзакций содержат неполный объем информации. Так, например, примерно 60% записей не отражают ключевой статистический параметр – стоимость LBO-сделок, а для ряда сделок известна лишь дата их проведения [41, с. 78].

Недостаток адекватной профессиональной информационной поддержки для анализа операций финансируемого выкупа замедляет прогресс российского рынка LBO, мешает исполнению эмпирических исследований, что важно для оперативного обнаружения трудностей и разработки стратегий их преодоления. Если тенденции развития зарубежных рынков финансируемых выкупов определяются и подтверждаются еще не вполне достаточными по количеству, но все же, благодаря открытым источникам информации, имеющимся и из года в год увеличивающимся

числом результатов эмпирических исследований, то для оценки российского рынка LBO сложно найти необходимые и сопоставимые из года в год данные о количестве, объеме и условиях проведения сделок финансируемого выкупа. Учитывая преимущества сделок LBO, такие как возможность осуществления выкупов без использования собственных ресурсов и достижение различных видов синергии, интерес российского бизнеса к активам уходящих из страны иностранных компаний, а также присутствие хорошо развитой в России банковской системы (особенно при условии низкой и стабильно снижающейся ключевой ставке Банка России), можно ожидать увеличения количества и объемов сделок по финансируемым выкупам. Но официальных сведений об этом нет, и нет возможности эмпирически оценить происходящие на российском рынке LBO тенденции. К тому же специфика российской экономики, в том числе рынка финансируемых выкупов, не всегда позволяет учитывать итоги зарубежных исследований для принятия важных решений развития сделок долгового финансирования.

Без соответствующего информационного обеспечения невозможно обеспечить качественное аналитическое обоснование эффективности сделок LBO. Совершенствование информационной базы анализа рынка LBO и отдельных сделок может включать следующие направления:

- расширение доступности и прозрачности финансовой, операционной и юридической информации для потенциальных инвесторов, в том числе в результате расширения и углубления баз данных, хранящих информацию о состоявшихся и планируемых LBO-сделках, финансовых показателей целевых компаний и характеристик условий кредитования [135];
- «улучшение методик прогнозирования финансовых результатов и экономических условий;
- «стандартизация отчетности и унификация форматов предоставления финансовой информации для повышения простоты и эффективности сравнения различных компаний и сделок финансируемого выкупа» [17, с. 54];
- применение более прогрессивного программного обеспечения для агрегации и обработки больших объемов данных, применение методов машинного обучения и искусственного интеллекта для выявления тенденций и закономерностей, оценки и прогнозирования трендов рынка LBO;

- развитие инфраструктуры рынка финансируемых выкупов для облегчения обмена информацией о не публичных сделках через специализированные платформы и сервисы;
- включение в аналитический обзор элементов, связанных с экологической устойчивостью, социальной ответственностью и управленческими практиками, известных как критерии ESG;
- развитие аналитических моделей LBO для обеспечения более точного учета отраслевых особенностей и специфики конкретной сделки» [17, с. 54-55];
- расширение доступа к полной и точной информации всем участникам сделки, чтобы снизить асимметрию информации между продавцами и покупателями;
- интеграция автоматизированных систем для постоянного мониторинга изменений на рынке LBO и получения актуальных отчетов.

Для решения проблем формирования информационной базы для анализа рынка LBO предлагаем целевым компаниям ежегодно в рамках пояснительной записки к отчетности по МСФО публиковать на добровольной основе информацию о сделке LBO (объем, срок, структура финансирования, уровень кредитного плеча, условия выхода из сделки). Для обеспечения возможности систематизации информации для анализа динамики, структуры, сроке и качестве банковских кредитов, привлеченных в сделки финансируемого выкупа, а также информации о количестве и объемах сделок LBO, в которых участвует банк, уровне кредитного плеча по ним, считаем необходимым рекомендовать дополнить соответствующими данными все графы всех десяти разделов ежемесячной отчетности по форме 0409303 «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам». Это позволит Банку России и специализированным информационным финансовым консалтинговым компаниям создавать аналитические отчеты, отражающие состояние и динамику российского рынка LBO-сделок. Формирование таких отчетов по единым стандартам, обеспечивающих их сопоставимость по годам, по мере накопления данных позволит проводить и расширять эмпирические исследования влияния разнообразных факторов на развитие российского рынка LBO.

Для рынка слияний и поглощений (далее M&A), частью которого является рынок LBO, характерен волновой характер развития. Согласно приложению Л на

современный момент с конца XIX века можно выделить восемь волн глобального рынка M&A, которые подтверждены итогами эмпирических исследований отечественных и зарубежных ученых, основанных на анализе статистических данных [37; 69; 144; 159]. Подъем волны, как правило, синхронизирован со временем экономического роста и улучшением возможностей для получения доступа к недорогим ресурсам. «Финансовый кризис всегда приводит к спаду количества и объемов сделок слияния и поглощений. Обычно последующая волна превышает предыдущую (и по величине пика, и по глубине дна)» [37, с. 491]. Исключением стала седьмая волна, которую с точки зрения традиционного волнового анализа нужно рассматривать как корректирующую волну [37, с. 491], возникшую из-за необходимости исправить последствия необдуманных решений, принятых во время предшествующей, шестой волны. В соответствии с теорией «волн Ральфа Нельсона Эллиота» [69], эти «две фазы (шестая и седьмая волны) на самом деле являются частями одной большой волны» [37]. Тем не менее, длительность и объем M&A в период с 2010 по 2019 годы оказались таковы, что в экономической литературе они были разграничены как две отдельные волны [37, с. 491].

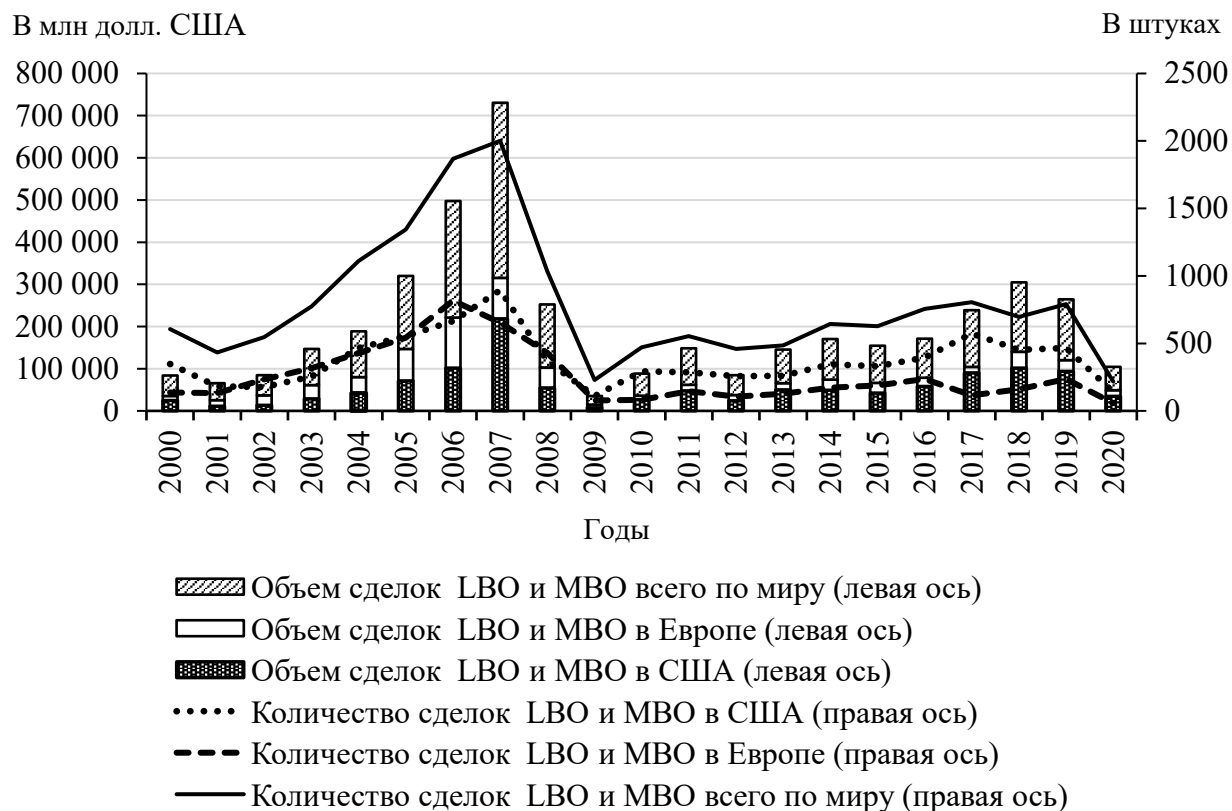
Лидирующую позицию на мировом рынке слияний и поглощений занимают США (в 2021 г. было заключено 1876 M&A транзакций, завоевав 21,2% от объема рынка [44, с. 73]). Следующими идут: Великобритания (9,1% мирового рынка M&A), Канада (8,6%), Швеция (6,3%) и Франция (4,9%) [45, с. 70-73]. Также в список крупных игроков вошли такие развитые страны, как Германия, Швейцария, Япония, Нидерланды и Люксембург [32; 45].

Рынок слияний и поглощений в России характеризуется сравнительно более низкими показателями развития (занимает 2,6% по количеству сделок и 3% по объему на мировой арене [2; 3; 171]) и подвержен большей нестабильности: обычно он демонстрирует более быстрый рост во время экономических подъёмов и крупные спады в периоды рецессий, если сравнивать с общемировой тенденцией, что можно объяснить влиянием на российский рынок M&A специфических факторов (особенностей российской экономики и ее финансовых рынков) [6; 67; 92].

Волнообразное развитие проявляется в динамике количества и объемов сделок LBO, как части рынка M&A (в соответствии с рисунками 8 и 9).

К факторам, влияющим на объем операций по слиянию и поглощению

компаний, относятся «изменение государственной политики в сфере интеграционных сделок (антимонопольное законодательство, участие государства в сделках в качестве покупателя, стимулирование слияний и поглощений в отдельных отраслях)» [37, с. 491].



Источник составлено автором по материалам [45; 159; 171; 172].

Рисунок 9 – Динамика количества и объемов сделок LBO и MBO в США, Европе и в целом по миру

За последние 20 лет пик сделок LBO и MBO был в 2007 году, а дно – в 2009 году [31; 37; 41; 52; 164]. Затем до 2020 года количество и объемы таких сделок по годам постепенно росли, но не превысили значений даже 2005 года, не говоря уже о рекордном 2007 г. [82]. Такая ситуация может быть вызвана макроэкономической нестабильностью, усиленной пандемией COVID-19, а также повышением цен на привлечение заемных средств для проведения операций финансируемого выкупа (LBO) и выкупа менеджментом (MBO). В 2020 году количество и объем сделок упали более чем в 3 раза по сравнению с 2019 годом [159, с. 17-18]. В 2021 г. рынок LBO и MBO начал постепенно восстанавливаться: объем заключенных сделок в третьем квартале 2020 г. возрос почти в 3 раза по сравнению со вторым кварталом или в 1,5 раза по сравнению с соответствующим

кварталом 2019 г. [41].

Волатильность рынка LBO связана с влиянием на них множества факторов, основными из которых называют структуру капитала, ликвидность активов, уровень доходности, условия рынка, что, как отмечалось ранее, требует продолжения развития факторного анализа результативности LBO. Выводы, полученные из факторного анализа и оценки LBO, направлены не только на конкретизацию составляющих детерминант, но и на определение мер и характера их воздействия для разработки мероприятий по усилению их положительного воздействия на успешность конкретных сделок LBO и прогноза перспектив развития рынка LBO.

Учитывая основные характеристики финансируемого выкупа, ключевым фактором, влияющим на успешность LBO-сделки, является уровень кредитного плеча. Соответственно, «анализ влияния факторов на кредитное плечо сделок LBO занимает центральное место в системе финансового анализа и оценки эффективности финансируемого выкупа» [13], поэтому методические рекомендации совершенствования аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа рассмотрим именно на его примере. Факторный анализ уровня заемных средств в сделках финансируемого выкупа проводится с целью выявления наиболее подходящего варианта структуры финансирования и снижения рисков, как ключевых факторов, влияющих на эффективность LBO.

Факторный анализ влияния на кредитное плечо LBO проведем с применением корреляционно-регрессионного анализа, как статистического метода позволяющего установить не только степень зависимости кредитного плеча LBO от каждого фактора, но и рассчитать его изменение под действием этих факторов.

Достаточно хорошо исследованные в экономической литературе вопросы структуры корпоративного капитала и ее влияния на стоимость фирмы [23; 51; 73; 117; 123; 140; 158], не нашли необходимый уровень разработки для сделок финансируемого выкупа, недостаточно исследовано влияние факторов на кредитное плечо, как основного источника создания стоимости в LBO-сделках.

P. Colla, F. Ippolito, F.H. Wagner, A.L. LeNadant и F. Perdreau считают, что участие в выкупе компании с использованием заемных средств связано с финансовыми показателями компании-объекта, в том числе с динамикой свободного денежного потока (FCF), налоговым бременем, доходностью, перспективами роста

и долговым уровнем до проведения выкупа [113; 146]. Согласно мнению S.N. Kaplan и P. Stromberg [143], U. Axelson, T. Jenkinson и M. S. Weisbach [97] финансовый рычаг в сделках LBO изменяется под влиянием рыночных условий, причем ключевую роль играет состояние кредитного рынка. В своем исследовании финансового левериджа W. DeMaeseneire и S. Brinkhuis учитывали воздействие и особенностей целевых компаний, и параметров кредитного рынка [121]. Исходя из результатов этих исследований, а также теоретических подходов и их противоречия, уточним и проверим гипотезы о влиянии на финансовый леверидж в LBO традиционных факторов структуры капитала и направлений их действия (LBO LEV):

Гипотеза 1 – согласно теории свободного денежного потока [113; 140; 153] он положительно связан с финансовым левериджем LBO. «Маржа свободного денежного потока (Free Cash Flow Margin – FCFM) является важным финансовым показателем, который помогает инвесторам и аналитикам оценить эффективность управления операционными расходами и генерацию FCF компанией» [13].

Маржа свободного денежного потока, как независимая переменная модели, определяется как отношение свободного денежного потока (Free Cash Flow) к объему продаж целевой компании. Порядок расчета соответствует подходу, предложенному экономистами С. Demiroglu и С.М. James [122]. Высокая маржа свободного денежного потока может указывать на эффективное управление финансами и ресурсами компании, что в свою очередь может свидетельствовать об ее финансовой устойчивости и потенциале для роста.

Гипотеза 2 – налоговая ставка целевой фирмы и финансовый леверидж LBO положительно связаны в соответствии с теорией компромисса [121; 143; 154]. В качестве независимой переменной применяется эффективная налоговая ставка (TAX), рассчитанная как средняя ставка налога на прибыль, которую компания-объект анализа платила в течение последних предшествующих пяти лет.

Гипотеза 3 заключается в том, что в контексте теории иерархии финансирования компании предпочитают использовать внутренние источники финансирования по сравнению с заемным капиталом из-за более низких издержек и более низкого уровня асимметрии информации. Таким образом, прибыльные фирмы обычно имеют меньший уровень заемного финансирования из-за своей способности генерировать внутренние ресурсы. Оценка влияния прибыльности целевой

компании на кредитное плечо LBO проводится с помощью коэффициента рентабельности активов (ROA) (в соответствии с исследованием W. DeMaeseneire и S. Brinkhuis [121]). Показатель помогает оценить способность компании генерировать прибыль от своих активов, что может влиять на ее способность привлекать заемное финансирование, в т.ч. в контексте сделок LBO.

Гипотеза 4 утверждает, что потенциал роста целевой фирмы и финансовый леверидж LBO отрицательно связаны в соответствии с теориями компромисса [154] и агентских отношений [122]. В качестве независимой переменной использовано «отношение рыночной стоимости капитала фирмы к его балансовой стоимости (GROWTH)» (по примеру исследования P. Colla, F. Ippolito и F.H. Wagner) [113].

Гипотеза 5 предполагает, что существует обратно пропорциональная связь между предвыкупным долгом целевой компании и кредитным левериджем в рамках LBO. Это означает, что высокая задолженность компании до транзакции может затруднить привлечение новых инвестиций и займов, что, в свою очередь, может привести к снижению финансового рычага в процессе LBO, что соответствует агентской теории [146; 154]. Влияние предвыкупного долга (DEBT) на леверидж LBO измеряется через коэффициент Долг/ЕБИТДА, который аналогично зависимой переменной (LBO LEV), рассчитывается на основе данных о финансовом состоянии целевой компании до момента сделки.

По гипотезе 6 существует обратная взаимосвязь между кредитными спредами (CR_SPREADS) и размером кредитного плеча в LBO-сделках, что демонстрирует зависимость текущей структуры капитала от условий кредитного рынка, как это описывается в теории маркет-тайминга [97; 138; 143]. Фирмы, занимающиеся прямыми инвестициями, склонны привлекать больше заемных средств при низких кредитных спредах, поскольку в таких условиях стоимость заимствования часто бывает дешевле, чем стоимость собственного капитала. Выбор показателя сделан по аналогии исследованиям U. Axelson, T. Jenkinson, P. Stromberg, M.S. Weisbach [97], а также W. DeMaeseneire и S. Brinkhuis [121].

Как правило, кредитное плечо рассчитывается как отношение заемного капитала к собственным средствам компании. Однако в сделках LBO объем долга зависит от денежного потока, измеряемого ЕБИТДА, который компания может сформировать для погашения своих долговых обязательств. Поэтому для оценки

влияния факторов на кредитное плечо в LBO (зависимую переменную – LBO LEV) часто используют коэффициент долговой нагрузки фирмы - Долг/ЕБИТДА (Debt/ЕБИТДА) [97; 107; 121; 122].

Оценка достоверности гипотез и уточнение значений многофакторной модели финансового левеиджа LBO проведена на основе данных 71 релевантных первичных сделок LBO государственных и частных европейских целевых компаний (за исключением целевых фирм сферы недвижимости и финансовой отрасли, учитывая особенности финансовой отчетности, которые могут повлиять на достоверность эмпирических данных исследования), с участием только финансовых инвесторов, заключённых в течение одиннадцатилетнего промежутка времени с 2005 г. по 2015 г. Выбор основан на недостатке детальной публичной информации о российском рынке LBO и на перспективах анализа европейского рынка финансируемых выкупов, который хоть и сильно отличается, все ещё недостаточно изучен по сравнению с мировым рынком и рынком LBO в США [97; 113; 121]).

Временной промежуток 2005-2015 гг. охватывает эпоху глобального финансового кризиса, а также периоды до его начала и после окончания. Это имеет особую важность при изучении тенденций кредитного рынка в качестве потенциального драйвера увеличения финансового левеиджа в операциях по выкупу компаний с привлечением заемных средств (LBO), а также для расширения базы данных по существующим эмпирическим исследованиям таких операций. Более актуальная информация в настоящее время отсутствует в свободном доступе. Открытые данные базы данных Zephyr [109] первоначально позволили сформировать список из 227 сделок LBO, но в дальнейшем количество релевантных сделок LBO было сокращено до 71 из-за отсутствия необходимой финансовой информации по отдельным сделкам. Дополнительными источниками информации о значениях факторов влияния на финансовый левеидж LBO были взяты с официальных сайтов Mergermarket [152], DealScan [120], а также Compustat (данные годных отчетов о свободном денежном потоке целевых компаний, налогах, прибыльности, перспективах развития и уровне долга до момента выкупа) [114].

Большое количество сделок LBO было исключено из выборки из-за ограниченного доступа только к открытым источникам информации. Тем не менее, доступные эмпирические данные позволили углубить исследования, включив в

анализ завершённые сделки до и после финансового кризиса.

В качестве индикатора, отражающего состояние кредитного рынка, использовался скорректированный на опционы спред (OAS - Option-Adjusted Spread) по индексу высокодоходных европейских облигаций ICE BofAML (CR_SPREADS). Средние значения кредитных спредов для этого индекса были вычислены на основе данных с вебсайта Федеральной резервной системы экономических данных (FRED) за период с 2000 года по 2020 год [127]. Далее определен медианный показатель, равный 5,21%. Годы, в которых средние годовые спреды были ниже этого значения, отнесены к периодам с «хорошими» условиями на кредитном рынке, тогда как года со средними годовыми спредами свыше 5,21% – к периодам с «плохими» условиями.

Для анализа выборка была сгруппирована в соответствии с условиями кредитного рынка, в которых были завершены сделки, при предположении равномерной дисперсии между группами. Соответственно, период 2008-2012 гг. был классифицирован как время «плохих» (неблагоприятных) условий на кредитном рынке, учитывая, что средние годовые спреды варьировались от 6,64% в 2010 году до 14,15% в 2009 году. В то время как 2005-2007 гг. и 2013-2015 гг. были определены как периоды с «хорошими» (благоприятными) условиями на кредитном рынке, с среднегодовыми спредами колеблющимися от 2,91% в 2006 г. до 4,48% в 2013 г.

Для проверки гипотез использовалась многофакторная модель (45)

$$\begin{aligned} \text{LBO LEV}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{FCFM}_{it} + \beta_2 \times \text{TAX}_{it} + \beta_3 \times \text{ROA}_{it} + \beta_4 \times \\ & \times \text{GROWTH}_{it} + \beta_5 \times \text{DEBT}_{it} + \beta_6 \times \text{CR_SPREADS}_t + \varepsilon_i, \end{aligned} \quad (45)$$

где LBO LEV_{it} – натуральный логарифм левеиджа LBO i -й компании в t -периоде;

FCFM_{it} – свободный денежный поток, деленный на объем продаж i -й компании в t -периоде;

TAX_{it} – натуральный логарифм эффективной налоговой ставки i -й компании в t -периоде;

ROA_{it} – рентабельность активов i -ой компании в t -периоде;

GROWTH_{it} – натуральный логарифм отношения рыночной стоимости капитала к его балансовой стоимости i -й компании в t -периоде;

DEBT_{it} – натуральный логарифм левеиджа до выкупа i -й компании в

t-периоде;

$CR_SPREADS_t$ – фиктивная переменная, отражающая низкие или высокие кредитные спреды в t-периоде;

β_0 – константа;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ – коэффициенты;

ε_i – случайная ошибка i-того объекта, не зависящая от времени t.

Для анализа финансового левирджа сделки LBO до выкупа, налоговой ставки и предполагаемого роста был использован натуральный логарифм.

Описательная статистика выборки данных представлена в приложении М. Более высокая частота сделок LBO была до финансового кризиса, при более благоприятных условиях кредитного рынка (по среднегодовым значениям кредитных спредов). Среднее значение левирджа LBO (LBO LEV) за анализируемый период по выборке изменялось от 4,12х до 15,46х, а его годовая медиана – от 3,68х до 14,06х.

Итоги t-теста в рамках однофакторного анализа, представленные в таблице Н.1 приложения Н, отражают первоначальные доказательства для проверки поставленных гипотез: подтверждение нашла только шестая гипотеза, которая указывает на наличие обратной зависимости между размером кредитного плеча в сделке LBO (LBO LEV) и кредитными спредами ($CR_SPREADS$). При «хороших» условиях кредитного рынка кредитное плечо LBO выше, поскольку дешевые кредиты привлекаются в большем объеме с более высоким потенциалом его возврата [14]. Кроме того, как правило, в период «хороших» условий на кредитном рынке целевые компании демонстрируют более высокие показатели доходности активов (ROA), уровень долга до LBO (DEBT) и потенциала роста (GROWTH), что также отражается на повышении их рыночной оценки капитала. Но другие гипотезы о влиянии независимых переменных на кредитное плечо LBO эмпирически не подтвердились.

Матрица корреляции Пирсона, представленная для анализа множества факторов воздействия на кредитное плечо LBO, согласно таблице Н.2 приложения Н, выявила статистически значимое влияние на него эффективной налоговой ставки на прибыль (TAX). Однако, вопреки изначальной прогнозу (по второй гипотезе), была обнаружена обратная зависимость между налогом компании-

цели и уровнем её леввериджа. Полученный результат противоречит теории компромисса и отличается от выводов, сделанных в работе P. Colla, F. Ippolito и F.H. Wagner [113], но согласуется с результатами эмпирического исследования U. Axelson, T. Jenkinson, P. Stromberg и M.S. Weisbach, которые обнаружили, что налоговые стимулы не приводят к росту доли заемного финансирования в структуре капитала LBO [97]. Потенциально экономия на налогах может стимулировать рост финансового леввериджа, но, наверно, не в LBO-сделках и не для компаний этой выборки (не для европейских компаний). На подобный результат, скорее всего, был обусловлен отличиями в налоговом законодательстве. Например, корпоративная налоговая ставка в Великобритании снизилась с 52% в 1982 г. до 19% в 2017 г., в то время как в Швеции она уменьшилась с 52% в 1989 г. до 22% в 2013 г. [170].

Первая гипотеза о положительном влиянии свободного денежного потока целевой компании на кредитное плечо LBO подтверждена результатами многофакторного анализа, но при этом показан низкий уровень такого влияния в сделках финансируемого выкупа. Такое состояние может быть обусловлено факторами, включая продвинутый уровень корпоративного управления и финансовых стратегий компаний, а также сокращение информационного дисбаланса на капитальных рынках благодаря современным условиям рынка.

Было также обнаружено минимальное и при этом обратное ожидаемому воздействие отдачи от активов (согласно третьей гипотезе) и потенциала для роста (согласно четвертой гипотезе) на размер финансового леввериджа LBO. Высокие значения рентабельности активов и отношения рыночной и балансовой стоимости капитала (по теориям иерархии и компромисса влияющие на снижение потребности в платном заемном капитале, что подтверждали и итоги эмпирического исследования S.C. Myers [154]) в LBO-сделках в современных условиях выступают предпосылками роста кредитного плеча LBO, как подтверждения устойчивого финансового положения целевой компании.

Кроме того, не нашла подтверждения пятая гипотеза, основанная на агентской теории: она утверждает, что наличие долга целевой компании до LBO негативно воздействует на величину кредитного плеча в ходе сделки. В современных условиях с учетом развитости финансовых рынков наличие долга до выкупа компании является, прежде всего, подтверждением надежности заемщика,

что положительно влияет на финансовый рычаг LBO. Полученный результат подтвердил выводы работ S.C. Myers [154], A.L. LeNadant и F. Perdreau [146].

Шестая гипотеза, получившая предварительное доказательство в рамках однофакторного анализа, подтверждается и данными корреляционной матрицы Пирсона многофакторного анализа влияния на финансовый левиредж LBO, представленной в таблице Н.2 приложения Н: ключевые детерминанты уровня кредитного левиреджа в LBO связаны с состоянием кредитного рынка. Обычно, когда кредитные спреды низки, это ведёт к увеличению объёма заемных средств в рамках LBO транзакций. В то же время, в периоды, когда условия на кредитном рынке менее благоприятны и кредитные спреды высоки, операции выкупа заёмными средствами обычно осуществляются с более осторожным подходом к привлечению заемного капитала. Развитие рынка финансируемых выкупов, соответственно, находится в прямой зависимости от состояния кредитного рынка, требует решения его проблем.

Таким образом, проверка гипотез воздействия разных переменных на кредитное плечо LBO в период финансового кризиса, используя данные по европейским компаниям, занятым в сделках LBO, выявляет уменьшение влияния обычных определяющих структуру капитала факторов (по крайней мере в рамках проведённого набора сделок). Оно дополняет более ранние эмпирические работы по рынку заимствований и способствует прогрессу в теории и методиках реализации и оценки эффективности операций LBO.

Недоказанность гипотез, связанных с воздействием определенных факторов на долю заемных средств в LBO, может отображать уникальные черты финансируемых выкупов и означает, что при LBO высокая доля заёмного финансирования оценивается преимущественно не как способ формирования идеальной долгосрочной структуры капитала, а скорее как инструмент повышения акционерной стоимости за счет будущего прироста доходности [13].

Выводы, основанные на корреляционном и регрессионном анализе, подчеркивают важность дальнейших исследований для более глубокого понимания факторов, влияющих на кредитное плечо в сделках LBO. К таким факторам могут относиться особенности структуры собственности, рыночная позиция целевой компании, тенденции в определенной отрасли, среди прочих. Полезными

представляются также исследования, охватывающие не только первичные LBO, но и вторичные, а также работающие на выявление различий в финансовом леверидже этих двух категорий сделок и выделение причин, обуславливающих эти различия.

Разработка модели для анализа влияния различных факторов на кредитное плечо при LBO служит примером, демонстрирующим технику создания подобных инструментов для проведения финансового анализа и оценки широкого спектра характеристик и ключевых моментов, определяющих успешность сделок LBO [13].

В ходе проведенного исследования, как было упомянуто ранее, были разработаны методы анализа и отбора целевой компании для LBO [16; 17], оценки факторов, влияющих на активность финансовых и стратегических инвесторов к LBO-сделкам [9], а также изучения зависимости доходности LBO от выбранной стратегии сделок [10]. Исследование направлено на упорядочивание и расширение теоретической базы и практического применения финансового анализа в процессе приобретения компаний через механизмы заёмного финансирования, а также на дальнейшее совершенствование факторного анализа в контексте сделок LBO.

Важным условием развития аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа является совершенствование информационной базы анализа рынка LBO и его отдельных сделок.

Совершенствованию аналитического обоснования эффективности сделок финансируемого выкупа способствует и построение на основе проведенного исследования комплексной модели финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа.

3.2 Построение многофакторной модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO

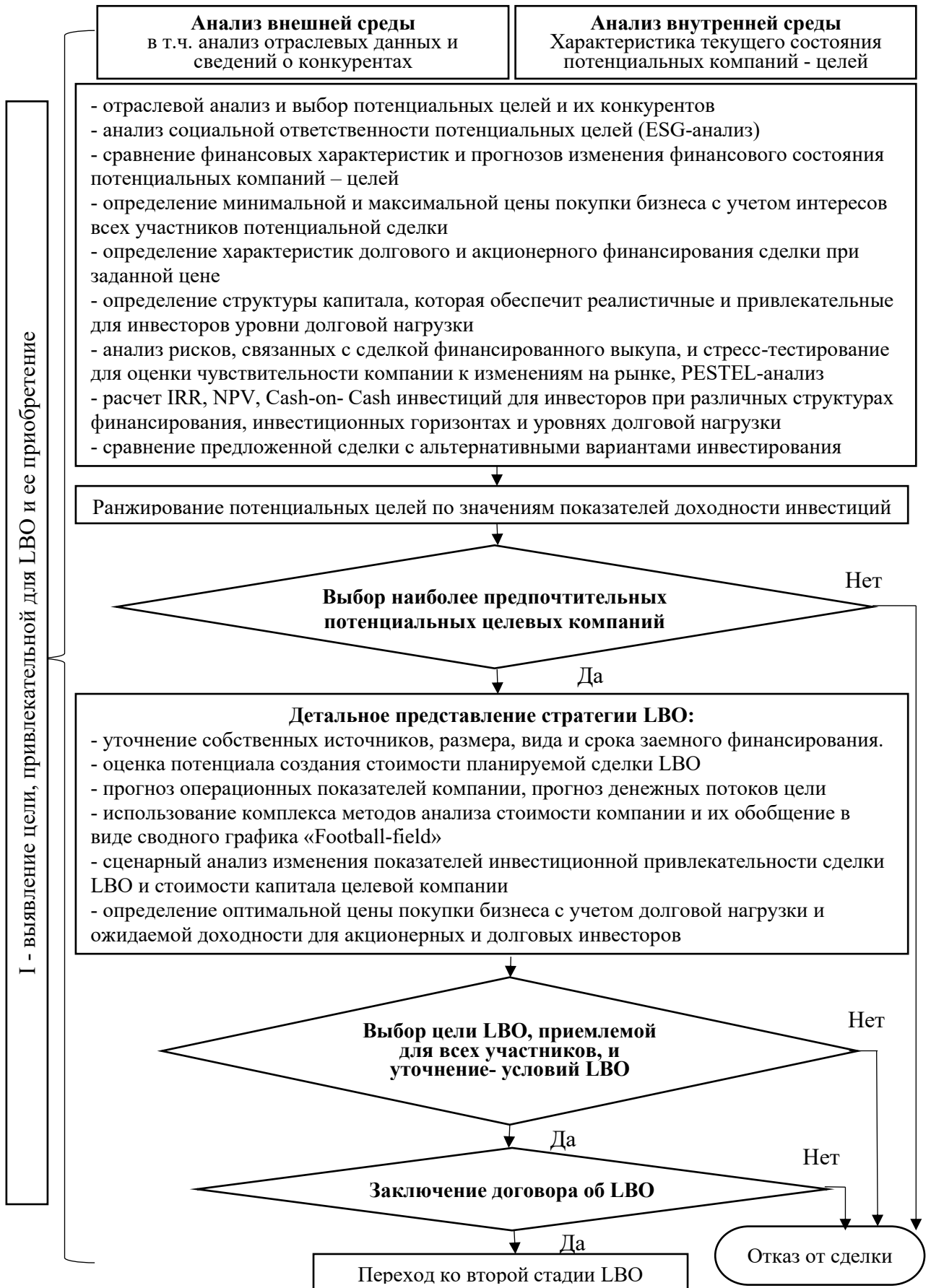
Уточнение и развитие положений существующих теорий аналитического обоснования эффективности сделок LBO в первой и второй главах диссертации позволили разработать и предложить к практическому использованию многофакторную модель финансового анализа и оценки эффективности сделок бизнес-приобретений с привлечением заемного капитала в формате электронных таблиц Excel (скриншоты модели с результатами ее применения представлены в

приложениях П-Ш). Гибкий формат электронных таблиц Excel позволяет быстро и легко вводить, редактировать и анализировать данные. Программа Microsoft Excel обладает широким спектром функций и инструментов для анализа данных, включая математические, статистические и финансовые функции, что способствует проведению расчетов, моделирования, сценарного анализа, позволяя оценить влияние различных параметров на результаты моделирования, что важно для оценки рисков, разработки и реализации различных стратегий.

Представленный формат модели облегчает разработку шаблонов и макросов для автоматизации стандартных операций, позволяет сохранять модели для последующего применения в LBO-сделках с учетом их различных условий и продолжительности исполнения, а также генерировать отчеты и документы по результатам анализа, что важно для представления результатов заинтересованным сторонам и принятия обоснованных решений. Достоинством формата Excel является и возможность создавать диаграммы для визуализации результатов анализа, что облегчает восприятие информации и позволяет лучше понять влияние различных факторов на эффективность сделок LBO.

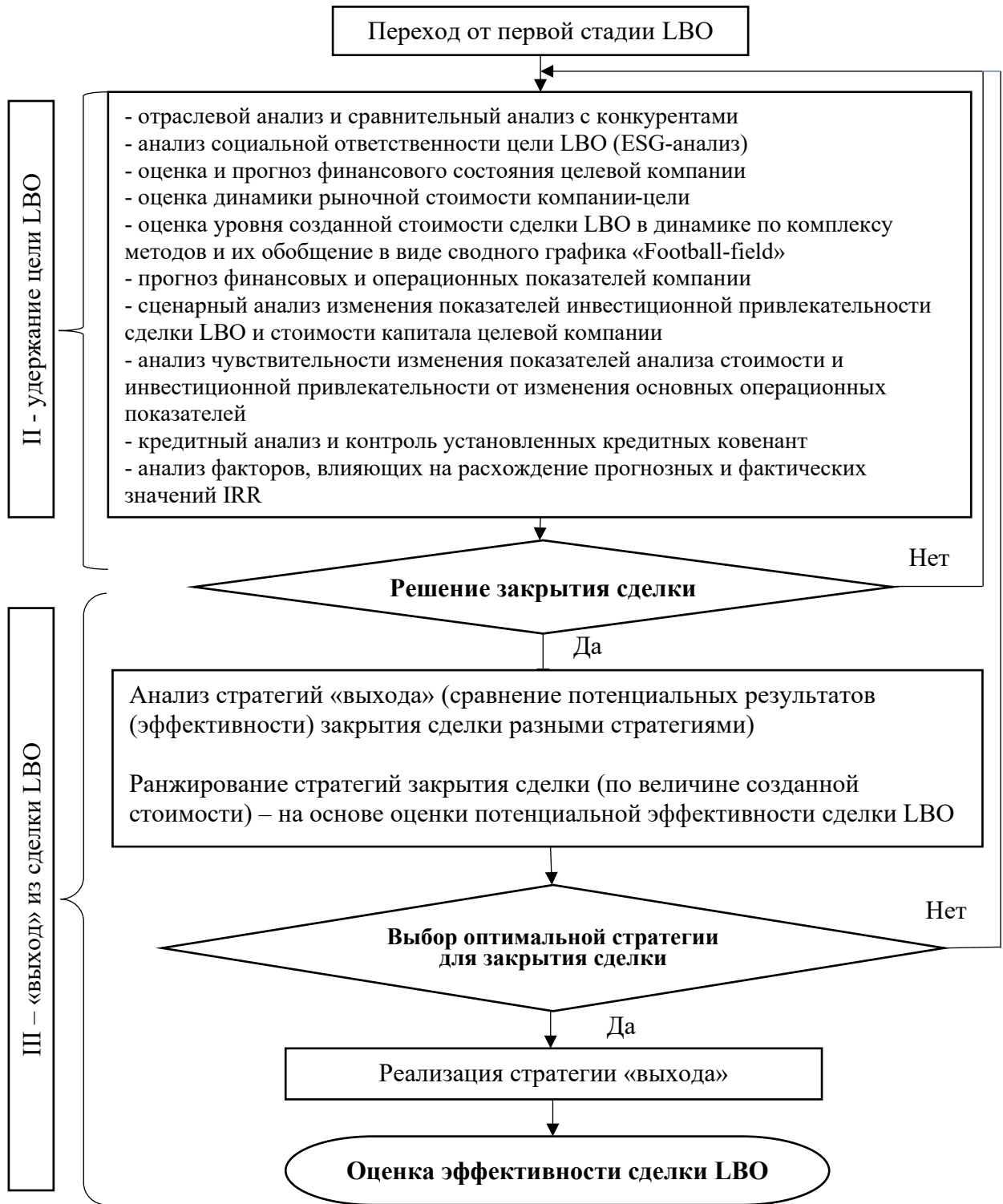
В разработанной модели финансового анализа, примеры форм аналитических таблиц по которой приведены в приложениях С-Х, использован систематизированный в первой главе работы набор методик финансового анализа и оценки результативности LBO. Эти методики включают «горизонтальный, вертикальный, трендовый и коэффициентный анализ; методы сравнения; оценку на основе дисконтирования свободного денежного потока (DCF); факторный анализ; метод капитализации дохода; модель уточненной приведенной стоимости (APV); а также модель внутренней нормы дохода (IRR), Cash on Cash» [11], чистую текущую стоимость (NPV) и другие методы для установления цены сделки и определения структуры LBO. Предлагаемая модель предназначена для выполнения всех необходимых расчетов, чтобы аналитически обосновать решения максимизации эффективности сделки для заинтересованных сторон на всех этапах LBO.

Порядок действий и ключевые компоненты предложенной модели на различных этапах процесса LBO представлены в блок-схеме, представленной на рисунках 10 и 11, наглядно демонстрирующих аналитический подход к принятию важных решений в рамках сделок финансируемого выкупа.



Источник: составлено автором [19, с. 37].

Рисунок 10 – Блок-схема аналитического обоснования принятия решений на I стадии процесса сделок финансируемого выкупа



Источник: составлено автором [19, с. 38].

Рисунок 11 – Блок-схема аналитического обоснования принятия решений на II и III стадиях процесса сделок финансируемого выкупа

Последовательная реализация всех предусмотренных в предлагаемой модели компонентов-этапов анализа должна обеспечить формирование

аналитического обоснования управленческих решений для каждой стадии LBO.

Так, на первой стадии финансируемого выкупа – это, прежде всего, выбор наиболее приемлемой целевой компании, обеспечивающий наилучшие ожидания финансовых результатов для каждой заинтересованной стороны потенциальной LBO-сделки. Полный список предлагаемых критериев для выбора компании-таргета представлены в приложении П, где цветом выделены наиболее важные показатели, на которые стоит в первую очередь ориентироваться при анализе потенциальной компании-таргета с учетом ее отраслевой специфики. Кроме того, важным является аналитическое обоснование оптимальной структуры капитала, наилучшей цены покупки бизнеса и других условий сделки финансируемого выкупа для заключения договора выгодного для участников сделки.

На стадии удержания объекта LBO (вторая стадия) возможности разработанной и предлагаемой модели финансового анализа сфокусированы на подборе наиболее выгодного момента и способа для выхода из инвестиции. Для этого осуществляется оценка текущего финансового положения компании, анализ ее операционных и финансовых результатов, а также инвестиционный анализ.

Ключевой момент – выявление причин и факторов, влияющих на изменение финансовых показателей компании после проведения сделки LBO и разработка стратегий для улучшения текущей ситуации. В «результате анализа динамики рыночной капитализации объекта сделки, трендов добавленной стоимости в ходе LBO и прогноза основных операционных метрик целевой компании, принимается решение о дальнейшем удержании объекта или завершении транзакции» [18].

На финальной стадии (когда осуществляется выход из сделки), предложенная модель дает возможность оценить успешность LBO и сравнить фактически достигнутые результаты с первоначальными целевыми параметрами.

Также возможно проанализировать изменение инвестиционной привлекательности сделки при разных вариантах выхода из инвестиции – продажу компании стратегическому инвестору, выхода компании на IPO или продажа финансовому инвестору (продажи доли компании другому инвестору или инвестиционному фонду, погашения выданных облигаций или кредитов, используемых для финансирования сделки выкупа, выкупа акций инвесторами у самих себя, конвертации доли компании в другой вид активов, например,

недвижимость или ценные бумаги и т.п.) [19].

При этом стоит отметить, что фактическая разница между этими вариантами выхода по эффекту на привлекательность сделки – разница в мультипликаторе выхода (как правило, мультипликатор стоимости при выходе через IPO, выше, чем при продаже стратегическому покупателю, а при продаже финансовому инвестору ниже, чем при продаже стратегическому покупателю). Стратегии завершения сделки оцениваются и упорядочиваются в соответствии с объемом генерируемой стоимости на основе предварительной оценки потенциальной успешности транзакций LBO.

Ключевыми составляющими предлагаемой модели являются: анализ внутренних и внешних условий деятельности потенциально приобретаемой компании; изучение её финансового положения; оценка не только финансовых показателей, но и операционных результатов, характерных для отрасли метрик, и проведение ESG-анализа (экологии, социальной ответственности и управления); определение перспектив развития объекта покупки, учитывая ее возможности для роста, конкурентные преимущества, инновационные технологии и другие факторы.

Кроме того, предусмотрен PESTEL-анализ – анализ рисков сделки по приобретению конкретной компании с привлечением заемного капитала, и не только экономических, но и политических, социальных, технологических, экологических, юридических рисков. Таким образом обеспечивается учет общемирового тренда ответственного поведения целевой компании и приближения прогнозных значений показателей фактическим условиям совершения сделки [19]. Примеры PESTEL-анализа с учетом отраслевых особенностей представлены в приложении Р.

Модель предполагает вычисление и анализ целого ряда индикаторов для оценки прибыльности и результативности вложений с точки зрения инвесторов и других стейкхолдеров, таких как IRR, NPV и Cash-on-Cash, фрагменты расчетов которых представлены в приложении С. Для расчета NPV также предлагается расчет Cost of equity и WACC компаний-таргетов согласно приложению У. Комбинирование этих показателей позволяет инвесторам получить более полное представление о доходности, рисках и эффективности инвестиций и, соответственно, наиболее точно выбрать компанию-таргет и оценить итоговую инвестиционную привлекательность сделки LBO. Например, внутренняя норма доходности (IRR) и чистая приведенная стоимость (NPV) предоставляют данные о

рентабельности инвестиций и приросте их стоимости на протяжении всего периода владения активом, тогда как показатель Cash-on-Cash концентрируется на измерении дохода от инвестиций по отношению к первоначальным инвестициям.

В многофакторной модели оценки эффективности сделок LBO помимо оценки методом финансовой модели LBO применяются метод Adjusted present value (APV), методы оценки по мультипликаторам компаний-аналогов и мультипликаторам прецедентных сделок. Расчет оценки стоимости капитала компании-таргета методом APV представлен на рисунках Ф.1-Ф.3 приложения Ф. Оценка была выполнена в соответствии с методикой, изложенной во второй главе диссертационной работы. Итоговая APV-стоимость капитала компании-таргета определена как совокупность трех элементов – NPV потоков без рычага, приведенной стоимости налогового щита процентных расходов (безрычаговые денежные потоки и процентные расходы взяты из прогнозов финансовой модели LBO) и стоимости риска банкротства. Стоимость риска банкротства рассчитывается по формуле (46) [87]

$$\begin{aligned} \text{Стоимость риска банкротства} &= \text{Стоимость банкротства} \times \\ &\times \text{Риск банкротства} \times \text{Стоимость компании (EV) на момент сделки.} \end{aligned} \quad (46)$$

Стоимость банкротства при этом определялась по формуле (47)

$$\begin{aligned} \text{Стоимость банкротства} &= (\text{Стандартное отклонение прогнозного EBIT} \times \\ &\times 2) / \text{Стоимость компании (EV)}. \end{aligned} \quad (47)$$

Риск банкротства определялся с применением данных А. Дамодарана по кредитному рейтингу компании-таргета, соответствующему минимальному коэффициенту покрытия процентных расходов в прогнозе финансовой модели LBO [118]. В результате, оценка стоимости компании с использованием метода APV зачастую выходит более осторожной по сравнению со стоимостью, получаемой через модели LBO и DCF. Это обусловлено тем, что APV включает в расчет отрицательное влияние риска дефолта, что не принимается во внимание в рамках LBO и DCF. Следовательно, стоимость, оцененная по APV, можно рассматривать как минимальный предел в оценке стоимости целевой компании.

Для анализа потенциального диапазона результатов оценки методами NPV, IRR, Cash on Cash (CoC) и APV в зависимости от изменения вводных параметров в

предлагаемой модели предусмотрен анализ чувствительности, позволяющий инвесторам и аналитикам оценить, как изменения в рыночных условиях могут повлиять на финансовое состояние и устойчивость компании, что особенно важно в условиях привлечения значительной доли заемного капитала. Пример анализа чувствительности представлен в приложении X.

Для оценки стоимости капитала целевой компании по методу мультипликаторов компаний-аналогов необходимо подобрать ей компании-аналоги. Критерии отбора компаний-аналогов и его результаты представлены в приложении Т. Среди них ключевое значение имеют такие факторы, как схожесть коммерческих моделей (определяется экспертами при анализе бизнес-описаний компаний), сопоставимый размер компаний (измеряемый по капитализации или стоимости бизнеса EV), а также аналогичные показатели маржинальности EBITDA.

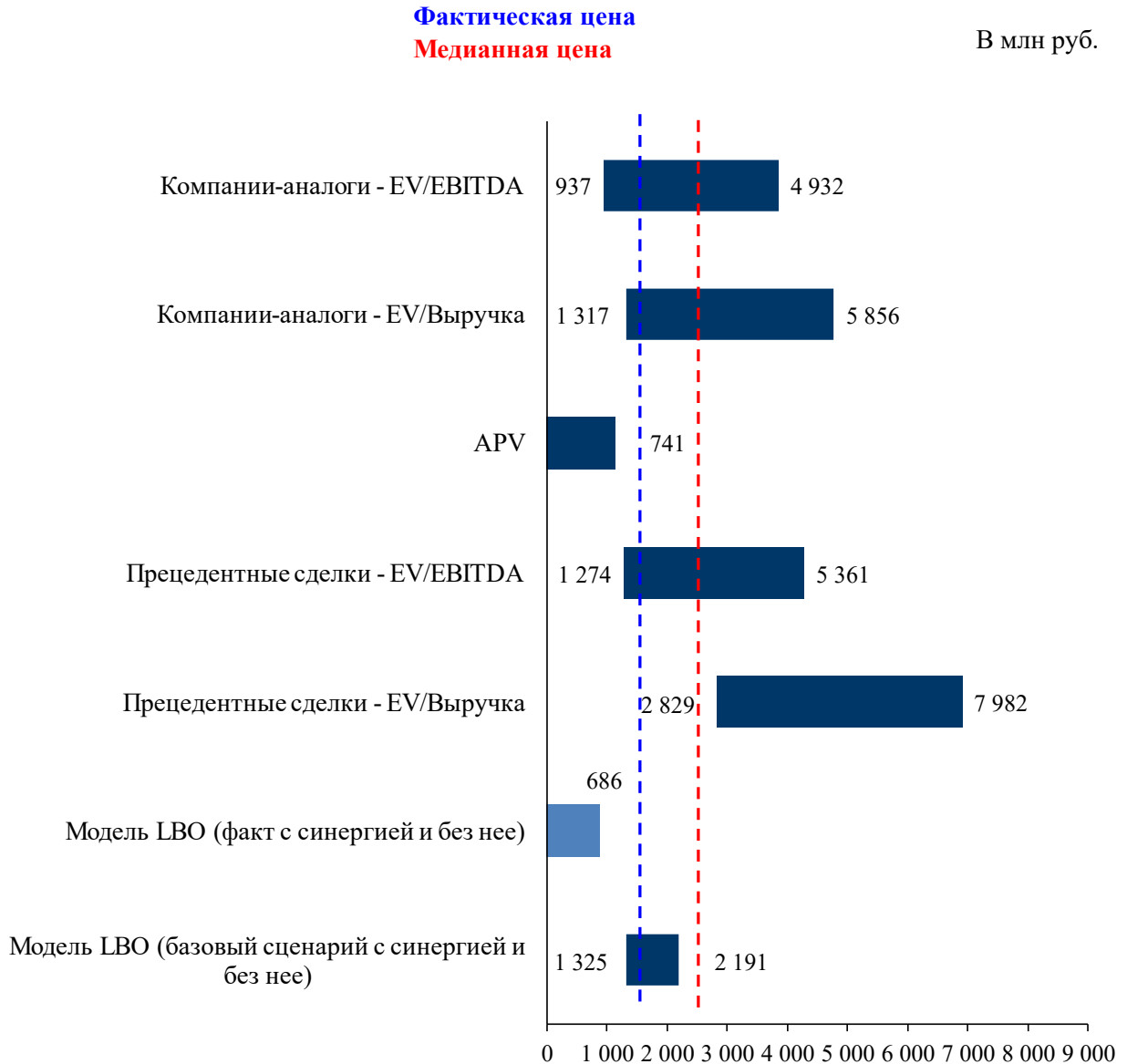
Расчеты и результаты оценки стоимости капитала компании-таргета методами мультипликаторов компаний-аналогов и мультипликаторов прецедентных сделок представлены на рисунках приложения Ц.

Для наглядного сравнения и обобщения результатов оценки стоимости компании-таргета разными методами в модели предусмотрено формирование графика/гистограммы «Football field». Этот инструмент наглядно иллюстрирует расхождения в оценках стоимости капитала целевой компании и выявляет медианный показатель, что помогает определить значимость цены капитала, предложенной продавцом, по сути, представляет заключение о финансовой оценке («мнение о справедливой оценке», «fairness opinion») [19]. Пример графика/гистограммы «Football field» по результатам оценки стоимости собственного капитала компании-таргета разными методами представлен на рисунке 12.

При проведении оценки по модели LBO предусмотрено использование трех сценариев прогнозирования операционной деятельности компании-таргета – базового, пессимистичного и оптимистичного.

Вводные данные модели представлены на рисунках С.1-С.6 приложения С. В рамках модели LBO также критически важно учитывать структуру капитала, которую можно использовать для финансирования сделки. Для этого рекомендуется провести расчет всех затрат, необходимых для осуществления сделки

(преимущественно это касается стоимости приобретаемого капитала целевой компании, стоимости рефинансированного текущего долга (если его необходимо рефинансировать) и комиссии консультантов по сделке) и покрывать данные расходы возможными источниками финансирования.



Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок 12 – Оценка стоимости собственного капитала целевой компании разными методами в виде «Football-field»

При этом в качестве приоритетных источников финансирования, как правило, учитываются заемные средства с наименьшей кредитной ставкой (старший долг, субординированный долг) до максимально допустимого уровня (при котором показатель Чистый долг/ЕБИТДА становится равен значению около 5-7, при значении данного показателя свыше этого уровня банки отказываются продолжать

кредитование компании из-за высоких рисков банкротства, или предоставляют мезонинное финансирование, являющееся квази-акционерным финансированием, поскольку банк будет иметь возможность при определенных условиях войти в капитал компании-заемщика). Объем расходов по сделке, непокрытый заемными средствами, должен быть покрыт собственными средствами покупателя (в случае LBO сделки это как правило 10-35% от общих расходов по сделке).

Прогноз операционной деятельности компании-таргета и прогноз отчета о финансовых результатах и отчета о движении денежных средств компании-таргета, представленные на рисунках С.7-С.18 приложения С, так же строятся на трех разных сценариях (базовый, пессимистичный и оптимистичный). Кроме того, учитывается потенциальный эффект синергии (в данной модели учитывается синергия по расходам, поскольку она более верифицированная, чем синергия по выручке). В некоторых финансовых моделях также учитывается возможность приобретения дополнительной доли в компании спустя несколько лет после проведения сделки, если первоначально было выкуплено не 100% долей в капитале целевой компании.

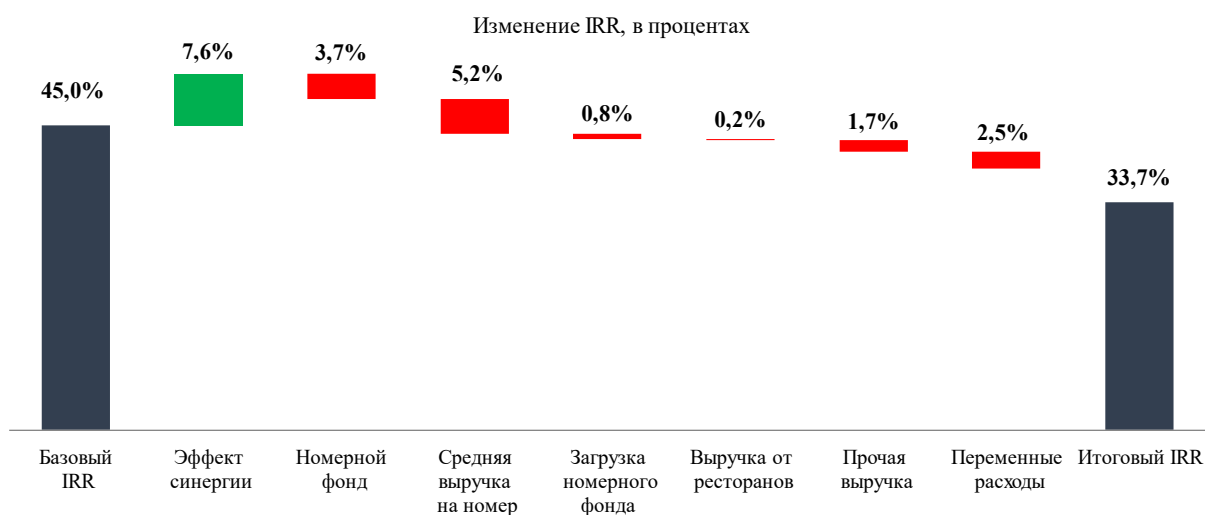
На основе уточнения оптимальной структуры капитала, оценки потенциала создания стоимости планируемой сделки LBO и прогноза операционных показателей целевой компании с учетом необходимости обслуживания и погашения долга конкретизируются возможные условия сделки, в том числе оптимальная цена приобретения бизнеса, которую можно оплатить при конкретных уровнях заёмного капитала и ожидаемого дохода для акционерных и долговых инвесторов [18]. Модель интегрирует ключевые концепции LBO, включая возобновляемые кредитные линии, приоритетный и субординированный долг, фиксированные и плавающие процентные ставки и т.д.

Модель предусматривает создание графика долга на основании реальных данных или предположений о процентных ставках. Она оснащена функцией ввода информации о кривой доходности LIBOR (из источника Bloomberg), и способна вычислить спред к LIBOR для определения переменной процентной ставки по долгу. Это обеспечивает использование как фиксированных, так и плавающих ставок для различных инструментов долгового финансирования.

С помощью модели можно визуализировать и прогнозировать информацию о денежных потоках (включая графики задолженности, амортизации,

налогообложения и так далее), определить стоимость целевой компании в различные моменты проведения сделки LBO и, таким образом, оценить эффективность сделки. На рисунке С.19-С.21 приложения С представлены результаты кредитного анализа прогнозных денежных потоков компании-таргета, необходимого для оценки эффективности сделки LBO для банка, предоставляющего заемное финансирование.

Важным компонентом предлагаемой модели финансового анализа финансируемого выкупа является факторный анализ изменения IRR (в сравнении фактического уровня доходности сделки (IRR) с его прогнозируемым значением на входе в сделку финансируемого выкупа). Для его проведения также используется финансовая модель LBO, только с учетом фактических операционных данных деятельности компании-таргета и ее денежных потоков. Результаты факторного анализа причин расхождения прогнозного и фактического IRR сделки представлены в приложении III, а их наглядное отражение – на рисунке 13.



Источник: составлено автором.

Рисунок 13 – Результаты факторного анализа причин расхождения прогнозного и фактического IRR в сделке по покупке отеля

Разработанная многофункциональная модель финансового анализа LBO опирается на традиционные методы LBO, используемые крупнейшими инвестиционными банками группы bulge bracket, в том числе такими как Bank of America Securities, Barclays Capital, Deutsche Bank и другие [125], вобрав в себя их инновационный опыт и учитывая специфические черты, в тоже время является авторской разработкой, основанной на результатах проведенного исследования.

Значимым преимуществом предлагаемой модели является её пригодность для использования всеми ключевыми игроками процесса LBO (целевыми компаниями, финансовыми инвесторами, стратегическими покупателями) и на каждом из этапов сделки по приобретению бизнеса с привлечением долгового финансирования. Различия в составе компонентов современных традиционных, так называемых «стандартных», моделей финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO и предлагаемой представлены в таблице 6.

Таблица 6 – Сравнение стандартных и авторской моделей финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO

Элемент модели	Стандартные модели	Авторская модель
Финансовая модель с прогнозом денежных потоков компании-цели и учетом возможных синергий	да	да
Расчет IRR, NPV и Cash-on-Cash инвестиций для инвестора	не всегда	да
Анализ чувствительности основных показателей компании-цели и инвестиционных показателей сделки	не всегда	да
Внедрение в модель модуля кредитного анализа и контроль установленных кредитных ковенант	нет	да
Анализ не только финансовых и операционных показателей, но и параметров социальной ответственности целевой компании (ESG-анализ)	нет	да
Проведение PESTEL-анализа с учетом в финансовой модели экологических, социальных, управленческих и правовых рисков и дополнительных возможностей	нет	да
Сценарный анализ изменения показателей инвестиционной привлекательности сделки LBO и стоимости капитала компании-цели	нет	да
Использование комплекса методов по анализу стоимости компании цели на входе и выходе из сделки (метод APV, мультипликаторов компаний аналогов и прецедентных сделок – EV/EBITDA и EV/Revenue)	нет	да
Обобщение полученных результатов анализа и оценки стоимости целевой компании разными методами в виде сводного графика/гистограммы «Football-field»	не всегда	да
Анализ факторов, влияющих на расхождение прогнозных и фактических значений внутренней нормы доходности (IRR)	нет	да

Источник: составлено автором.

Интеграция в намеченную модель финансового анализа и оценки успеха LBO-сделок элементов, таких как PESTEL-анализ, сценарное моделирование и набора техник для оценки стоимости приобретаемой (целевой) компании,

направлена на достижение более глубокого и многостороннего осмысления финансовых и операционных характеристик LBO. Эти компоненты позволяют учитывать не только финансовые показатели, но и факторы социальной ответственности, внешней среды и потенциальных сценариев развития.

Включение их в модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO направлено на увеличение точности и глубины анализа, минимизацию рисков, обеспечение устойчивости инвестиций и управление факторами, которые могут повлиять на успех инвестиционной стратегии. Это должно помочь инвесторам принимать более обоснованные решения, основываясь на широком спектре финансовых, стратегических и операционных показателей, а также нефинансовых факторов, учитывая при этом и социальные, и экологические последствия их инвестиционных действий.

Предусмотрение в модели анализа факторов, влияющих на расхождение прогнозных и фактических значений IRR, направлено на точное понимание и интерпретацию причин отклонений между ожидаемой и реальной доходностью сделок LBO. Это позволит: улучшить качество будущего прогнозирования и планирования; идентифицировать слабые места в стратегии управления и операционной эффективности; пересмотреть предположения и параметры использованные при моделировании, чтобы корректно отражать текущую экономическую ситуацию; усилить учитывающие риск компоненты инвестиционного анализа; настроить процесс принятия решений на основе полученной обратной связи по фактической выполнимости проектов.

Таким образом, на основе развития теоретических и методических основ финансового анализа финансируемого выкупа предложена комплексная модель финансового анализа и оценки эффективности LBO в формате электронных таблиц Excel, обеспечивающих мощные функции, возможности визуализации, автоматизации, удобство, быстрого обновления данных и создания отчетности.

Модель позволяет оценить потенциальную доходность и риски LBO-сделок, определить структуру капитала и рассчитать ключевые показатели эффективности, такие как внутренняя норма доходности (IRR), NPV и Cash-on-Cash. Анализ, проводимый при помощи предлагаемой многофакторной модели, позволяет инвесторам и финансовым аналитикам оценить финансовое состояние целевой

компании, риски и выгоды LBO-сделок и принять обоснованные инвестиционные решения, способствует более точному и надежному прогнозированию финансовых результатов на различных стадиях LBO-сделок. Предложенная модель отличается своей адаптивностью, позволяя легко вносить начальные данные, гипотезы и условия, а также предоставляя возможность выбора разнообразных вариантов сценариев и условий проведения сделки. Она пригодна для использования всеми участниками LBO на любом этапе, масштабируясь под их уникальные потребности и цели, тем самым избегая некоторых ошибок, которые могли присутствовать в других моделях LBO. Это способствует улучшению подходов к финансовому анализу и повышению точности оценки результативности LBO [18].

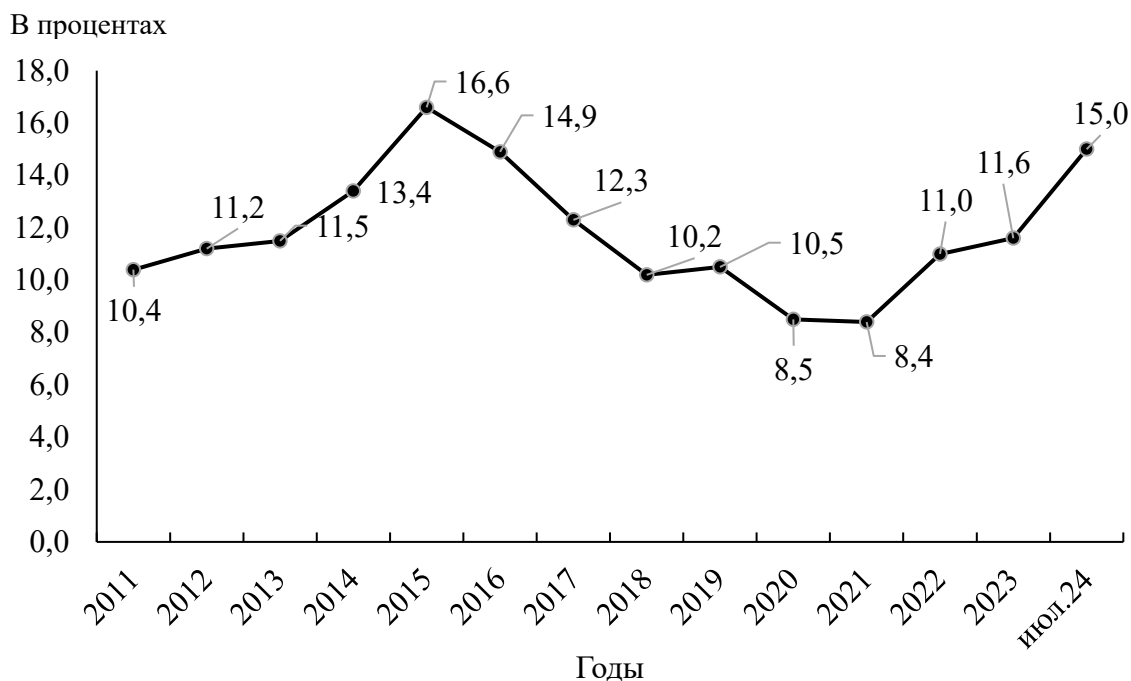
Предлагаемая модель является системой аналитических инструментов, способствующих повышению прозрачности инвестиционного процесса, постепенному сокращению неопределенности и рисков, ассоциированных с покупкой бизнеса при использовании заёмных средств. Применение данной модели направлено на формирование аналитической базы, необходимой для совершения обоснованных управленческих решений участниками на всех этапах финансируемого выкупа. Практическую значимость модели рассмотрим в процессе оценки перспектив использования разработанных рекомендаций для улучшения аналитического обоснования эффективности сделок LBO.

3.3 Перспективы применения рекомендаций по совершенствованию аналитического обоснования эффективности сделок LBO

Перспективы внедрения предложенных рекомендаций во многом зависят от их результатов. Согласно выводам корреляционно-регрессионного анализа воздействия факторов на кредитное плечо LBO рост рынка финансируемых выкупов прежде всего обусловлен ситуацией на кредитном рынке в текущих экономических условиях. При этом для российских сделок финансируемого выкупа характерно привлечение в основном банковских кредитов (как правило, крупных банков), поэтому именно состояние банковского кредитного рынка оказывает существенное воздействие на российский рынок LBO [20; 82]. Доступность банковских кредитов определяется уровнем процентных ставок, условиями предлагаемых кредитов и

наличием у банков долгосрочных источников кредитов («длинных денег»).

Сравнение динамики объемов финансируемых выкупов и средневзвешенных процентных ставок по банковским кредитам бизнесу сроком свыше одного года за 2011-2023 гг., представленных на рисунках 9 и 14, показывает их обратную зависимость: снижение ставок в 2015-2019 гг. привело к росту объемов LBO.



Источник: составлено автором по материалам [20].

Рисунок 14 – Динамика средневзвешенных процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям сроком свыше 1 года

Уровень процентных ставок по кредитам бизнесу в России значительно выше в сравнении с другими промышленно развитыми странами (превышение составляет от 2 процентных пункта в самые благоприятные периоды (в 2011 году, например) до 10-12 п.п. – в экономически сложные времена) [20; 171; 172]. К тому же у российских банков всегда остро стоит проблема с источниками долгосрочных кредитов. Обычно только крупные банки способны предоставить долгосрочное финансирование, однако из-за высокой цены их займов такие услуги доступны в основном для крупных российских предприятий. В связи с этим, на международном рынке LBO преобладают операции, проводимые крупными глобальными компаниями, которые могут позволить себе получать относительно недорогие синдицированные кредиты от западных финансовых институтов.

В современных условиях усложнения экономической ситуации на фоне

ужесточения санкций, закрытия для банков и бизнеса иностранных кредитных рынков и повышения ключевой ставки Банком России (например, с 4,25% на 27.07.2020 до 20,0% на 05.04.2022 г., по состоянию на 13.09.2024 – 19,0%) доступность заемных средств для сделок LBO существенно снизилась. Выходом из сложившейся ситуации могут стать меры, направленные на повышение доступности капитала для LBO – это развитие институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых и других компаний), внедрение новых финансовых инструментов и подходов, таких как краудфандинг, системы гарантирования кредитов и т.п., привлечение иностранных инвесторов и фондов дружественных стран через совместные предприятия или партнерства, смягчение условий кредитования сделок российскими банками, предоставление кредитов по сделкам финансируемого выкупа на льготных условиях с государственной поддержкой и т.п. Развитию рынка LBO, конечно же, будет способствовать макроэкономическая стабилизация способствующая снижению процентных ставок и рисков. Ориентация на высокотехнологичные отрасли может привлечь интерес частного капитала, вследствие чего будет расти и активность в LBO-сегменте. Развитию рынка финансируемого выкупа будет способствовать и совершенствование законодательной базы для повышения мотивации инвесторов через усиления их прав и защиты интересов. В любом случае, эти перспективы находятся под воздействием множества факторов, включая политические изменения, глобальную конъюнктуру, экономические колебания и другие риски, что подтверждает актуальность рекомендаций по совершенствованию финансового анализа LBO.

Предложенная комплексная многофакторная модель финансового анализа и оценки эффективности LBO-транзакций может применяться целевыми компаниями, кредитующими учреждениями и инвесторами для анализа способности объекта LBO обслуживать долг в течение многолетнего периода (до десяти лет включительно). Эта модель, созданная в Microsoft Excel, обладает возможностями действенного инструмента для оценки, быстрой разработки стратегий управления рисками, связанными с долговым финансированием, и является основой для корректировки параметров LBO-сделки таким образом, чтобы они были выгодны и приемлемы для всех заинтересованных сторон. Это может повысить интерес потенциальных инвесторов к LBO-сделкам и в целом способствовать развитию LBO-рынка.

Тестирование модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO было проведено на примере трех российских компаний разных отраслей (производство оптоволокна, отельный бизнес, ритейл уникальных домашних товаров) и с разными результатами участия в сделке (неудачное и успешное участие в LBO, и по которой был отказ от участия в финансируемом выкупе, соответственно) [19]. Такой подход позволил оценить приемлемость модели для широкого спектра ситуаций и различных отраслей, точность и надежность модели в различных сценариях, что важно для предоставления реалистичных результатов и прогнозов с учетом уникальных отраслевых особенностей и многообразия сделок.

Для проверки действенности модели использованы представленные в приложении П-Ш данные компаний за период 2015-2020 гг. по реально проведенным в 4 квартале 2022 года сделкам с их прогнозным периодом с 2023 г. по 2032 г. Однако в целях сохранения конфиденциальности названия компаний-таргетов не указаны и некоторые сведения по ним были изменены.

Примером неудачного финансируемого выкупа является сделка в отельном бизнесе – покупка инвестиционным фондом крупного туристического комплекса «Baikal Resort» на Байкале. На этапе отбора компании-цели инвестор предпочел данную компанию по причине высокого расчетного IRR (соответствующего требованиям доходности фонда, взвешенного на риск данных инвестиций), высоких темпов роста выручки за последние 3 года, низкого уровня долга и строящейся второй очереди туристического комплекса, предполагающей постепенное увеличение номерного фонда к 2024 г.

При этом инвестором не были проанализированы риски ухода менеджмента целевой компании после совершения сделки, завышенный относительно прочих компаний-таргетов мультипликатор EV/EBITDA при входе в сделку (по причине высоких ожидаемых темпов роста выручки, завышающих стоимость компании), а также прочие социальные, экологические и экономические риски и возможности, выявленные в ходе PESTEL-анализа, представленного на рисунках P.1-P.2 приложения P.

Менеджмент фонда по итогам сделки ожидал достигнуть доходность IRR в размере 45,0%, а NPV в размере 1,753 млн руб. без учета синергии, поскольку синергию по расходам менеджмент фонда также не закладывал в свой прогноз.

Фактическая доходность сделки после выхода из инвестиции через продажу финансовому инвестору по мультипликатору 9,0 EV/EBITDA составила 33,7%, а NPV сделки составил 686 млн руб., что является положительным результатом, но не соответствует ожиданиям инвестора.

Результаты применения предложенной модели оценки эффективности сделки LBO, представленные на рисунках III.1-III.2 приложения III, позволили уточнить причины расхождений между прогнозным и фактическим значениями IRR. Так, к основным причинам снижения фактического IRR по сравнению с прогнозом относятся:

- более медленные темпы ввода нового номерного фонда относительно базового сценария инвестора (поскольку не был учтен риск ухода менеджмента компании после заключения сделки, что сильно снизило эффективность строительных работ);
- более низкие темпы роста средней выручки на номер в 2023-2025 гг. (поскольку не было проведено маркетинговое исследование рынка и поэтому не был учтен риск несоответствия предложения спросу и ожиданиям);
- более низкий уровень загрузки номерного фонда (так как не был учтен риск снижения потока иностранных туристов в регион после введения санкций);
- более низкий мультипликатор EV/EBITDA на выходе из инвестиции (поскольку менеджментом фонда было сделано предположение о выходе из сделки по примерно такому же мультипликатору, что и на входе, однако на входе в мультипликаторе учитывался потенциальный темп роста компании, который на выходе в 2027 г. не прогнозировался; также на снижение мультипликатора сказалась продажа компании финансовому инвестору, а не стратегическому).

Таким образом, инвестор переоценил доходность от заключения сделки и не учел возможные риски при удержании компании-цели, что можно было избежать при использовании предлагаемой модели.

Анализ чувствительности показателей инвестиционной привлекательности сделки выкупа в отельном бизнесе по разработанной модели, представленный на рисунках X.1 и X.2 приложения X, показал, что ожидаемая доходность IRR в 46,1% можно было достичь только при выходе из инвестиции по мультипликатору 11,5 EV/EBITDA, что значительно выше фактического мультипликатора. При этом

стоит отметить, что выход из инвестиции на четвертом году удержания было правильным решением – согласно результатам анализа чувствительности, выход из инвестиции на пятом или шестом году давал бы меньший уровень IRR. Также модель показала возможность проанализировать чувствительность инвестиционной привлекательности сделки при разных операционных сценариях.

Анализ успешного LBO представлен на примере сделки по покупке инвестиционным фондом крупного завода, производящего оптоволокно «Optic» в Саранске. На этапе отбора компании-цели инвестор предпочел данную компанию также по причине высокого расчетного IRR, большой доли на рынке (крупнейшей среди всех российских компаний) и инвестиционного плана менеджмента компании-таргета, предполагающего строительство завода, производящего преформы (главный материал при производстве оптоволокна, в России его никто не производит, а импортировать его из за рубежа после введения санкций невозможно). При этом финансирование завода рассматривалось при обсуждении потенциальной сделки с инвестором как «cash-in» инвестиция (инвестор получает часть бизнеса не за счет приобретения акций у текущих владельцев, а через непосредственное вложение собственных средств в капитал самой компании; эти средства, в свою очередь, целевая компания может использовать для расширения своей деятельности, что и было осуществлено в данной транзакции; при этом инвестор за счет cash-in получал 70% долей в капитале компании).

С позиции инвестора были проанализированы потенциальные риски ограниченного управления компанией, связанные с требованием собственника назначать трех из пяти членов Совета директоров компании (данное право было прописано в ходе проведения сделки в корпоративном договоре – Shareholder agreement, SHA), а также прочие социальные, экологические и экономические риски в рамках PESTEL-анализа, представленного на рисунках Р.3 и Р.4 приложения Р. Также были проанализированы потенциальные возможности, которые по мнению инвестора были крупнее, чем возможные риски. Так, согласно этому анализу, объем предложения в стране резко упал, что создало большой потенциал к развитию у оставшихся отечественных компаний, способных заменить ушедшие с рынка иностранные компании. Также важным аспектом сделки была возможность частичного финансирования строительства завода преформ за счет

государственного капитального гранта, выделяемого для стратегически важных проектов и не требующего его финансового возврата государству, что существенно повышало потенциальный IRR сделки.

Инвестор при структурировании сделки договорился с собственником компании-цели о предоставлении инвестору опциона-колл на покупку дополнительных 20% долей в компании-таргете (совокупная доля инвестора в компании-таргете составила бы 90%) до 2025 г. по мультипликатору EV/EBITDA в 5,5 за вычетом чистого долга на момент реализации данного опциона-колл.

По итогам сделки, менеджмент фонда ожидал достигнуть доходность IRR в размере 31,0%, а NPV в размере 404 млн руб. без учета синергии и использования опциона-колл. Фактическая доходность сделки, при выходе из инвестиции через продажу миноритария компании-цели (стратегическому инвестору) по мультипликатору 7,0 EV/EBITDA, составила 49,9%, а NPV сделки составил 2,617 млн руб., что является еще более положительным результатом, чем был заложен инвестором в оптимистичном сценарии в соответствии с рисунками X.3 и X.4 приложения X.

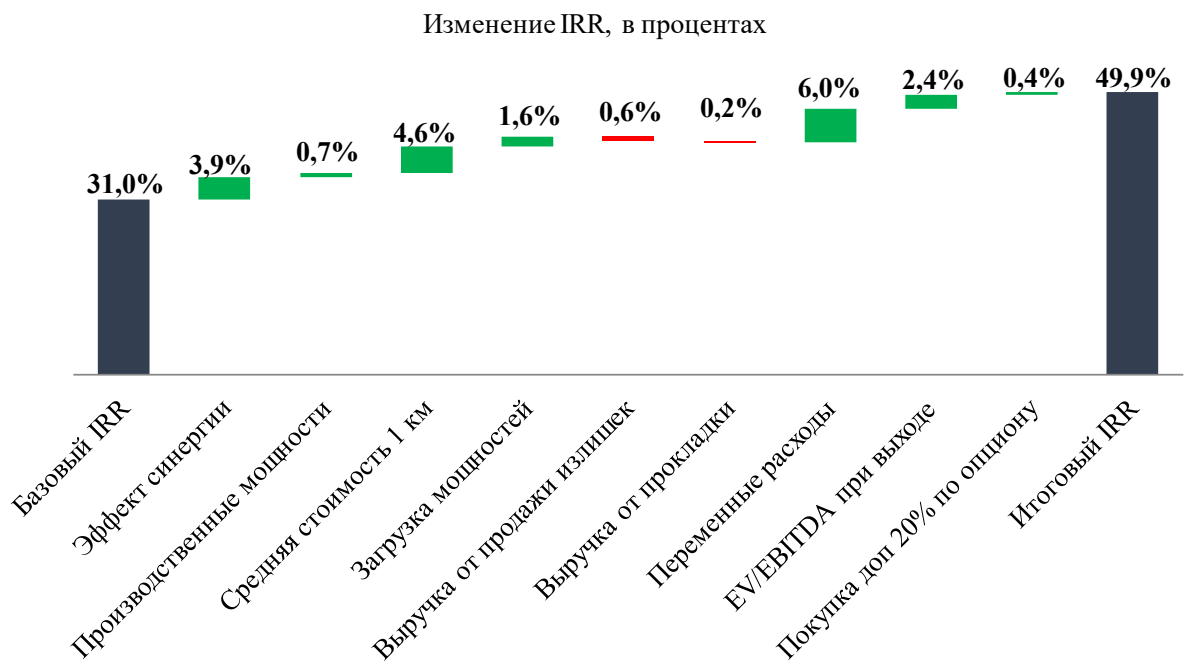
Результаты факторного анализа отклонений фактического IRR завода, производящего оптоволокно «Optic», от прогнозного его значения представлены на рисунке III.2 приложения III и на рисунке 15.

Для данной сделки ключевыми факторами, повлекшими за собой повышение реального IRR по сравнению с прогнозным, стали:

- синергетический эффект от сокращения расходов на логистику и юридическое обслуживание был достигнут благодаря тому, что инвестиционный фонд активно использовал свои возможности для оптимизации логистических процессов приобретенного бизнеса;
- повышение цен за 1 км оптического волокна: ожидаемое усиление спроса на оптоволокно превысило рост объемов его предложения на рынке, несмотря на увеличение объемов производства;
- значительное снижение издержек на сырье и увеличение прибыльности по EBITDA за счет открытия собственного производства преформ, что дало предприятию возможность обеспечить вертикальную интеграцию процессов;
- более высокое значение мультипликатора EV/EBITDA на выходе из

инвестиции (поскольку вертикально-интегрированное производство оптоволокна на растущем рынке продается по более крупному мультипликатору, чем он был при входе в сделку);

– инвестор использовал опцион-колл в 2025 г. и выкупил дополнительно 20% долей в компании. При этом из-за продолжающегося роста компании в 2027 г. эти дополнительные 20% дороже, чем в 2025 г., что дало дополнительную доходность для IRR совокупных инвестиций.



Источник: составлено автором.

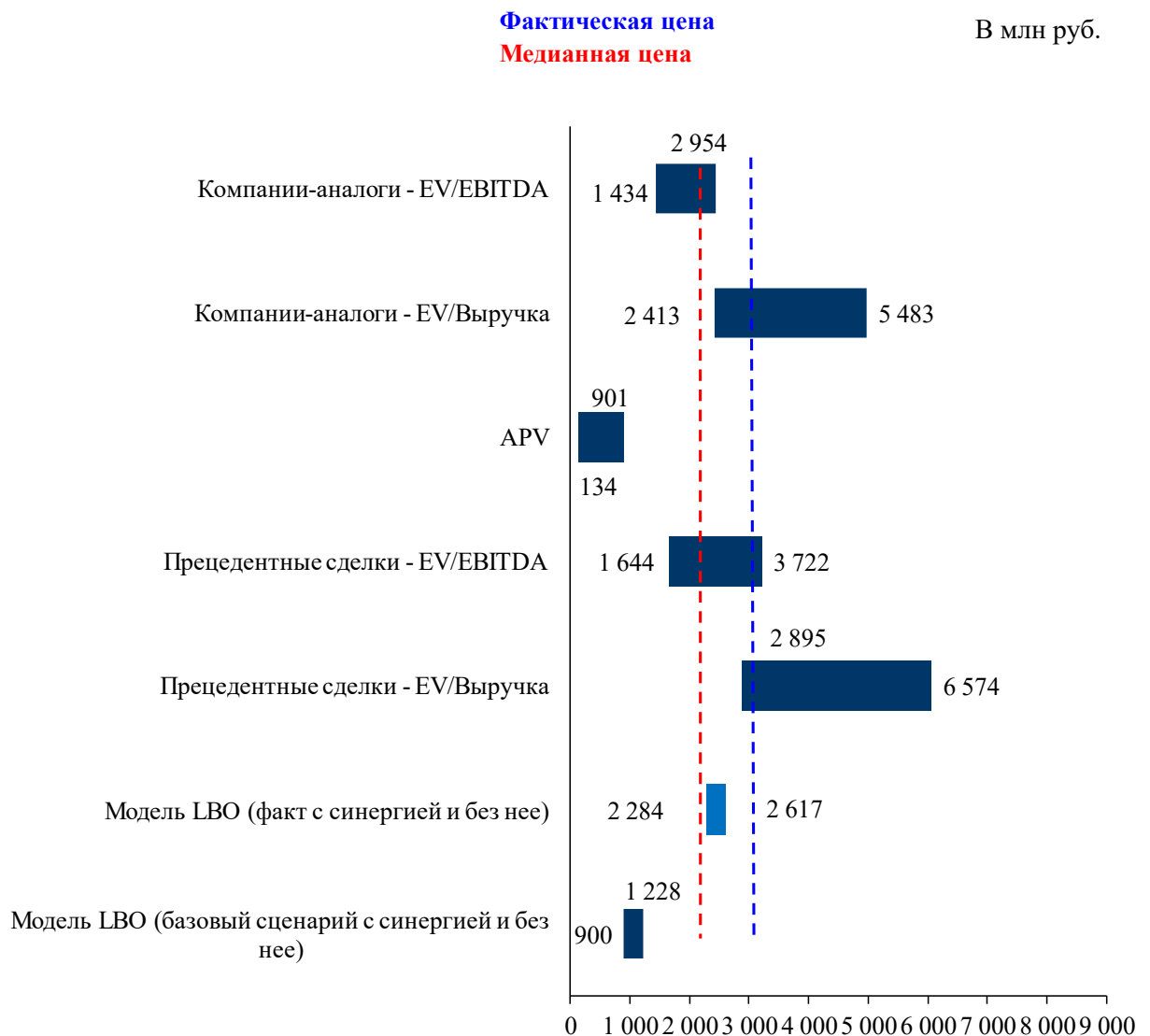
Рисунок 15 – Результаты модели факторного анализа причин расхождения прогнозного и фактического IRR в сделке по покупке завода по производству оптоволокна

Таким образом, инвестор недооценил доходность от заключения сделки и не учел все возможности при удержании компании-таргета, что могло сказаться на его решении о заключении сделки. Также инвестор при заключении первоначальной сделки получил только 70% долей в капитале компании, так как ожидал существенно меньшую доходность.

Результаты анализа стоимости компании-таргета разными методами в виде «Football-field» по выкупу завода по производству оптоволокна представлены на рисунке 16 и в приложении Ц.

Итоги анализа чувствительности показателей инвестиционной

привлекательности по сделке выкупа завода, производящего оптоволокно, представленные в таблице X.3 и X.4 приложения X, позволяют сделать выводы, что ожидаемую доходность в 31% IRR можно было достичь даже при выходе из инвестиции по мультипликатору ниже 4,5 EV/EBITDA, что сильно ниже фактического мультипликатора. При этом стоит отметить, что выход из инвестиции на пятом году удержания компании-цели было бы неправильным решением, поскольку по результатам анализа выход из инвестиции на четвертом году давал бы IRR на 7,5 п.п. выше.



Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок 16 – Оценка стоимости собственного капитала завода по производству оптоволокна разными методами в виде «Football-field»

Анализ сделки, от которой в итоге отказался инвестор, основан на рассматриваемой инвестиционным фондом, но в итоге не заключенной сделке по

покупке ритейлера «Unique», продающего необычные домашние товары. На этапе отбора компании-таргета инвестор рассматривал именно данную компанию по причине большой доли на рынке (топ-2 среди всех российских компаний данного сегмента рынка), низкого финансового рычага и высокой средней выручки на 1 кв. м торговых площадей.

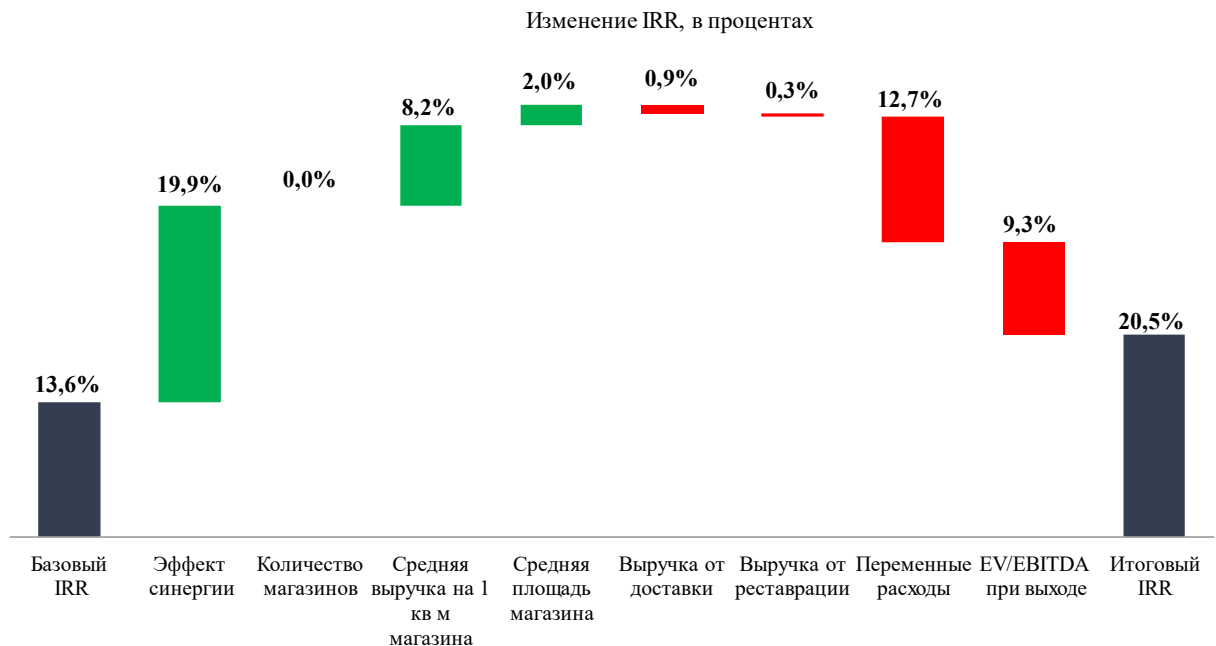
Инвестор оценил потенциальные угрозы, включая те, которые возникают из-за растущей конкуренции со стороны интернет-магазинов, потенциального падения спроса на эти виды продукции и вероятности увеличения стоимости закупок у оптовиков вследствие сжатия рынка. Он также учитывал другие социальные, экологические и экономические факторы риска, а также возможности, выявленные в ходе PESTEL-анализа, представленного на рисунках Р.5-Р.6 приложения Р. Эти риски были заложены при анализе возможной стоимости компании и инвестиционной привлекательности сделки [11].

В качестве главных критериев эффективности потенциальной сделки для инвестора являлись показатели IRR, которые должен быть выше Cost of equity, равного для подобной компании 21%, и NPV, который должен быть выше 0. По итогам анализа, менеджмент фонда ожидал от данной сделки доходность IRR в размере 13,6%, а NPV в размере – 59 млн руб. без учета синергии. Таким образом, менеджмент решил отказаться от проведения сделки. При этом сделку по покупке этого ритейлера заключил другой инвестиционный фонд, и фактическая доходность сделки у данного инвестора составила 19,5%, а NPV сделки составил 15 млн руб., что является неудовлетворительным результатом для инвестора, поскольку Cost of equity для данной компании превысил итоговый IRR.

Применение разработанной модели помогло обнаружить факторы, вызвавшие различия между ожидаемой и реальной внутренней нормой доходности (IRR) согласно данным рисунка Ш.5 приложения Ш и рисунка 17.

Так, основными причинами изменения фактического IRR являются: эффект синергии на расходах по логистике и юридическому сопровождению; более высокая выручка на 1 кв. м площади магазина на фоне более высокого спроса на продукцию, чем ожидал менеджмент инвестиционного фонда; высокие переменные расходы в результате роста расходов на рекламу и расходов на контроль качества продукции, как и прогнозировал инвестор; более низкий мультипликатор EV/EBITDA на выходе

из инвестиции (возросшие риски бизнеса снизили мультипликатор для подобных компаний).



Источник: составлено автором.

Рисунок 17 – Результаты модели факторного анализа причин расхождения прогнозного и фактического IRR в сделке по покупке ритейлера

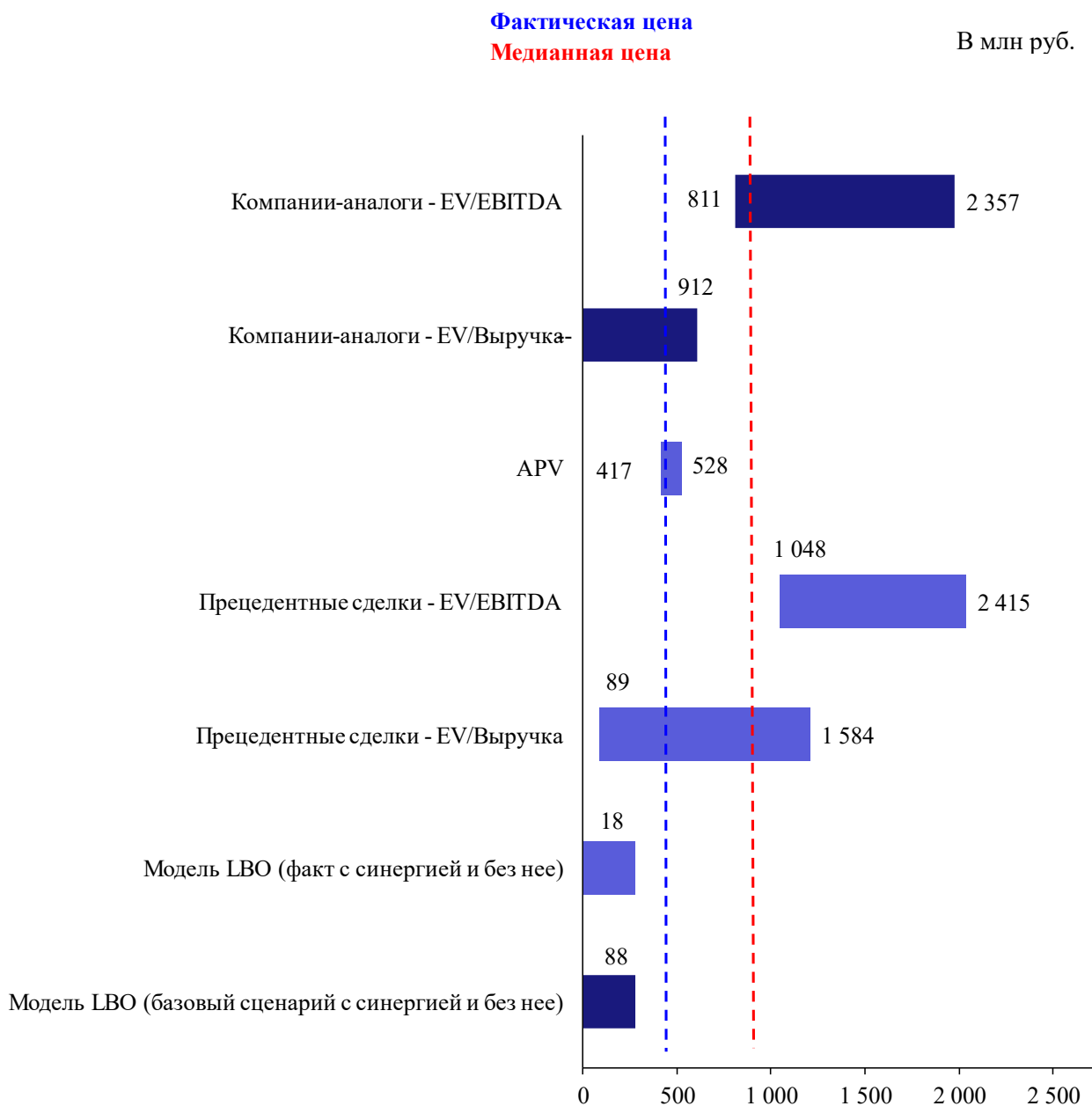
Таким образом, инвестор корректно оценил неэффективность данной сделки и отказался от ее заключения.

Результаты анализа стоимости компании таргета разными методами в виде «Football-field» по данной сделке представлены на рисунке 18 и в приложении Ц.

Анализ чувствительности показателей инвестиционной привлекательности рассматриваемой сделки, представленный в приложении X, показал, что необходимую минимальную доходность IRR в 22% можно было достичь только при выходе из инвестиции по мультипликатору выше 6,0 EV/EBITDA или при входе в инвестицию по мультипликатору ниже 5,5 EV/EBITDA. При этом стоит отметить, что выход из инвестиции на пятом году удержания было правильным решением согласно результатам анализа чувствительности, выход из инвестиции на шестом или седьмом году давал бы меньший IRR.

Тестирование разработанной модели финансового анализа и оценки эффективности LBO демонстрирует ее эффективность в обеспечении полной и корректной аналитической подготовки, необходимой для осуществления

рациональных управленческих действий на протяжении всех стадий финансируемого выкупа [18].



Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок 18 – Оценка стоимости собственного капитала ритейлера уникальных домашних товаров разными методами в виде «Football-field»

Модель позволяет оперативно обнаруживать возникающие сложности, предлагать способы их разрешения, а также точно и достоверно прогнозировать финансовые результаты, что в конечном итоге способствует успешному завершению сделок в интересах их участников. Результаты тестирования модели на разнообразных примерах компаний и исходов сделок LBO показали широкий диапазон ее применимости, точности и адаптивности, что, в свою очередь, повышает

ее ценность для принятия обоснованных решений по сделкам.

Важное значение для повышения качества эмпирических исследований по выявлению факторов, тенденций, проблем и перспектив развития российского рынка LBO призваны сыграть направления совершенствования информационной базы, рассмотренные ранее, и, в частности, включение в банковскую ежемесячную отчетность по форме 0409303 «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам» основных данных о совершаемых сделках финансируемого выкупа по единым стандартам для обеспечения их сопоставимости по годам. Уточнение факторов влияния на результаты финансируемых выкупов и их учет на каждом этапе LBO позволит своевременно предпринимать меры для усиления такого влияния и повысить качество принимаемых решений. Внедрение рекомендаций по усовершенствованию отчетности не несет существенных затрат, но создаст важные источники информации, обеспечивающие исследователей и аналитиков LBO ценным массивом информации.

Среди показателей, значимых в настоящее время для оценки создания стоимости участниками LBO, наряду с финансовыми, являются и нефинансовые показатели, характеризующие ответственное поведение участников сделки, ее социальные и экологические аспекты, что, в частности, объяснимо широким кругом заинтересованных в результатах финансируемого выкупа сторон.

Сделка LBO может оказать влияние на различных ее стейкхолдеров:

- работников компании (может вызвать уменьшение числа рабочих мест, пересмотр трудовых условий и заработной платы, а также ухудшить взаимоотношения между сотрудниками и руководством);
- кредиторов компании (может увеличить долговые обязательства компании, что, в конечном счете, может привести к изменению условий выплаты процентов по кредитам или даже невозможности их погашения);
- инвесторов (может привести к изменениям в цене акций компании и доходности инвестиций, что, в конечном счёте, может влиять на привлекательность таких вложений для инвесторов в долгосрочной перспективе);
- общество (может повлечь уменьшение налоговых поступлений в бюджет государства и изменению политики компании в отношении социальной ответственности). Выкуп компании может также привести к изменению ее

приоритетов в области экологии и увеличению выбросов загрязняющих веществ.

Наличие в сделке социальных и экологических условий может помочь смягчить эти негативные последствия и увеличить положительный вклад выкупа в развитие общества и охрану окружающей среды.

Ответственное поведение участников сделки финансируемого выкупа отражают показатели по таким направлениям, как:

- соблюдение законодательства и нормативных требований в отношении трудовых прав работников, безопасности и условий труда, равноправия и справедливости;
- защита окружающей среды и снижение отрицательного воздействия на нее (например, уменьшение выбросов вредных веществ или использование более эффективных технологий);
- рост результативности применения ресурсов и снижение потребления энергии и других естественных ресурсов;
- учет интересов стейкхолдеров, таких как клиенты, поставщики, общество и инвесторы;
- развитие корпоративной культуры, основанной на принципах этичности и ответственности.

По сути, это показатели отчетности о корпоративной социальной ответственности (КСО), которую российские компании могут составлять на добровольной основе в свободной форме и в различных форматах (в виде отдельного документа, включенного в годовой отчет компании, или на сайте компании в разделе «Корпоративная ответственность»).

В России практика стандартизации отчетности в области социальной ответственности бизнеса основывается как на международных, так и на национальных стандартах. Среди международных стандартов ключевое место занимает ISO 26000, касающийся руководства по социальной ответственности, который предлагает организациям рекомендации по интеграции социально ответственных практик в их стратегии и операции. Национальная система стандартов включает ГОСТ Р ИСО 26000-2012 «Руководство по социальной ответственности», который является российским эквивалентом международного ISO 26000. Этот стандарт дает организациям рекомендации о том, как вести свой

бизнес этично и прозрачно, уделяя должное внимание здоровью и благополучию общества и окружающей среды. Кроме того, в России работают российские корпоративные стандарты ведущих компаний, многие из которых интегрируют принципы социальной ответственности в свои корпоративные кодексы, политики и процедуры. Для большего продвижения социальной ответственности в деловых кругах и повышения уровня доверия со стороны потребителей и инвесторов, бизнес может также подписываться на ряд инициатив и программ, таких как Глобальный договор ООН по социальной ответственности (United Nations Global Compact), Стандарты GRI для отчетности по устойчивому развитию, и другие стандарты, фокусируемые на финансово значимых экологических, социальных и управленческих факторах.

Существующие документы, регламентирующие социально ответственное поведение в России [4], носят рекомендательный характер. Не меняет ситуацию и предложенный Министерством экономического развития России в начале мая 2024 года Стандарт отчетности об устойчивом развитии. Развивая существующие методические указания формирования ESG-отчетности, новый стандарт «содержит концептуальные подходы» содержания и состава ее показателей, но не утверждает конкретные формы аналитических таблиц, не учитывает отраслевые особенности, что не способствует в необходимой мере формированию полной и качественной информационной базы для аналитического обоснования эффективности как отдельных сделок LBO, так и анализа рынка финансируемых выкупов. Отсутствие стандартов форм отчетности об устойчивом развитии (представление только рекомендуемого состава ее показателей) влияет на ее качество и возможности сопоставимости по годам и компаниям, не способствует автоматизации аналитической деятельности, соответственно, усложняя процесс формирования необходимой информационной базы для аналитического обоснования эффективности сделок LBO. Необходимо дальнейшее развитие законодательной базы регулирования социальной ответственности с созданием системы стандартов унифицированных форм отчетности раскрытия информации о трудовых практиках, экологической ответственности, корпоративном управлении, взаимодействии с местными сообществами, вкладе в экономическое развитие регионов присутствия и других ключевых параметрах социального воздействия.

Утверждение на законодательном уровне стандартов унифицированных форм отчетности об устойчивом развитии с учетом отраслевых особенностей целевых компаний – это мероприятие, которое требует согласованной работы органов власти, представителей бизнеса и экспертного сообщества.

Возможность оценить уровень социально ответственного поведения целевых компаний и направленности сделок LBO на решение экологических, социальных, управленческих и иных проблем устойчивого развития повышает качество анализа и оценки эффективности сделок LBO, уровень мотивации инвесторов и менеджмента цели LBO и обоснованности принимаемых решений на каждой стадии финансируемого выкупа [18].

Таким образом, развитие рынка LBO невозможно без совершенствования методических основ анализа эффективности LBO-транзакций. Использование системного подхода к раскрытию содержания финансового анализа операций LBO и определение его как «структурно сложной, развивающейся, динамической, управляемой извне системы» [14], способствовало формированию набора рекомендаций, которые способны улучшить и адаптировать ключевые компоненты системы к изменениям в социально-экономических условиях.

Уточнена блок-схема аналитического обоснования принятия решений по стадиям процесса сделок финансируемого выкупа, наглядно отражающая центральную роль анализа и оценки эффективности LBO-сделки и описывающая последовательность аналитических процедур применения разработанной комплексной многофакторной модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO. Тестирование модели на примере трех российских компаний с разными результатами участия в финансируемом выкупе показало ее действенность и приемлемость на всех этапах выкупа всеми его участниками [18].

Представленные методики анализа влияния стратегий проведения сделок LBO на их эффективность [10] и анализа факторов и направлений их влияния на финансовый леверидж LBO [13] с применением корреляционно-регрессионного метода показали необходимость дальнейших исследований для углубленного понимания составляющих этих детерминантов с целью более точного прогнозирования тенденций, проблем и направлений развития рынка сделок финансируемого выкупа. И представляют собой примеры, раскрывающие методику

построения подобных моделей для финансового анализа и оценки различных аспектов и детерминант эффективности сделок финансируемого выкупа. Итоги факторного анализа являются дополнением к ранее выполненным эмпирическим работам в сфере рынка долгового финансирования и способствуют развитию теоретических основ и практики осуществления и оценки эффективности LBO.

Утверждение на законодательном уровне стандартов отчетности об устойчивом развитии с учетом отраслевых особенностей, дополнение месячной отчетности банков информацией о кредитовании по сделкам LBO и раскрытие данных об этих сделках их участниками способствуют формированию и совершенствованию базы данных для анализа рынка LBO и конкретных транзакций, что является основой для проведения эмпирических исследований и выявления новых аспектов, определяющих успешность конкретных выкупов и общего прогресса рынка LBO в России.

Реализация этих рекомендаций приведёт к повышению точности финансовых оценок проектов, к более эффективной разработке стратегий управления и к улучшению надёжности прогнозирования финансовых результатов от сделок LBO, что, в свою очередь, позволит инвесторам принимать более обоснованные инвестиционные решения. Кроме того, применение этих рекомендаций, направленных на обеспечение роста эффективности и безопасности LBO-сделок, может усилить их привлекательность для потенциальных инвесторов и, соответственно, развитие российского рынка финансируемых выкупов [18].

Разработка концептуальной модели финансового анализа сделок LBO, уточнение системы инструментария финансового анализа и оценки сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала с целью отражения современных реалий и требований инвесторов, анализ влияния разнообразных экономических факторов на рациональность и результативность сделок LBO, формулирование практических рекомендаций, направленных на формирование необходимой информационной аналитической базы рынка LBO и его отдельных сделок, отражают научную новизну проведенного исследования и нацелены на повышение вероятности успешного осуществления финансируемых выкупов.

Заключение

Актуальность темы исследования обусловлена важной ролью финансового анализа в повышении эффективности сделок по покупке бизнеса с использованием заёмных средств, что способствует достижению широкого спектра синергетических эффектов, включая операционные, инвестиционные, финансовые и стратегические аспекты. Развитие методических основ финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO становится еще более актуальным для России, где бизнес часто недооценен и имеет сравнительно низкий уровень капитализации, особенно на фоне усиления санкций и оттока иностранных инвесторов. На преодоление проблемы недостаточности комплексных подходов к анализу эффективности LBO-сделок с учетом уникальности их проведения, содержания и рисков, как сдерживающего фактора их развития, и направлено диссертационное исследование.

Проведенное исследование привело к достижению поставленной цели – углублению теоретических и методических аспектов оценки эффективности предприятий, участвующих в сделках финансируемого выкупа. Были разработаны теоретические положения, сформулированы выводы и созданы практические рекомендации, которые значительно расширяют понимание аналитического обоснования эффективности LBO-сделок в российских научных трудах. Авторский вклад в область финансового анализа и апробацию эффективности сделок LBO, а также основные результаты диссертационного исследования состоят в следующем:

- 1) На основе исследования трудов отечественных и зарубежных авторов, освещающих теоретические и практические аспекты долгового финансирования, уточнено определение финансируемого выкупа через призму процессного подхода как «набора последовательных этапов приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала, направленного на увеличение стоимости бизнеса» [15] с раскрытием их содержания, что, в свою очередь, позволило обосновать ключевое место, и раскрыть задачи и содержание финансового анализа и оценки эффективности на каждой стадии LBO-сделки, включая анализ возможности и условий проведения выкупа, оценку потенциальной эффективности LBO и разработку стратегии выхода из сделки.

В соответствии с системным подходом дано определение системы финансового анализа финансируемого выкупа как упорядоченной совокупности взаимосвязанных элементов, достигающих в процессе взаимодействия реализации ее единой цели – аналитического обоснования эффективности сделки; раскрыты и наглядно представлены содержание и состав системы финансового анализа LBO с идентификацией и уточнением таких ее элементов, как цель, задачи, объекты, субъекты, инструменты, методы и методики анализа. Конкретизация процедур аналитического обоснования эффективности LBO, уточнение и систематизация методов и показателей финансового анализа и оценки эффективности по стадиям финансируемого выкупа является теоретической основой выявления проблем финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа и разработки рекомендаций их решения. Проведенное исследование позволило охарактеризовать систему финансового анализа сделок финансируемого выкупа как структурно сложную, развивающуюся, динамическую, управляемую систему, требующую адаптации ее элементов в меняющейся социально-экономической обстановке.

2) Разработана система инструментария для оценки создания стоимости участниками LBO-транзакций, которая ясно показывает основные метрики, которые служат аналитическим обоснованием управленческих решений для каждого участника этих сделок. Анализ и дальнейшая декомпозиция предложенных показателей позволят повысить детализацию и глубину анализа, повышая эффективность управленческих решений. Инструменты оценивания и методические подходы, регулирующие расчет добавленной стоимости каждым из участников финансируемого выкупа, были дополнены требованиями ответственного ведения бизнеса, нацеленного на долгосрочное благополучие будущих поколений. Анализ требований к этим критериям и изучение теории, а также практики их использования в LBO-сделках помог выявить основные недостатки в системе оценки эффективности создания ценности участников и предложить возможные пути их устранения, направленные на улучшение прозрачности, доступности и полезности информации для всех участников рынка (увеличение открытости финансовых, операционных и иных данных для более широкого и глубокого понимания рынка LBO и принятия обоснованных инвестиционных решений по

LBO-сделкам; улучшение обмена информацией через специализированные платформы для повышения уровня знаний о рынке LBO, особенно в контексте частных сделок, где традиционно меньше информационной открытости; стандартизация отчетности для упрощения и повышения точности сравнений компаний и сделок и снижения информационных барьеров на рынке финансируемых выкупов; и другие меры решения выявленных проблем).

3) Для совершенствования информационной базы анализа рынка LBO в целом и его отдельных сделок, в частности, предложено утверждение на законодательном уровне стандартов отчетности по устойчивому развитию с учетом отраслевых особенностей, внесение дополнительной информации о кредитовании LBO-сделок в месячную отчетность банков «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам» (форма по ОКУД 0409303) и раскрытие информации о сделках финансируемого выкупа их участниками по единым стандартам для обеспечения сопоставимости данных по годам. Это позволит сформировать необходимую основу для выявления тенденций и проблем развития российского рынка LBO, а также для проведения эмпирических исследований разных факторов, влияющих на эффективность проведения отдельных сделок финансируемого выкупа и рынка LBO в целом. Уточнение факторов влияния на результаты LBO и их учет на каждом этапе сделки позволит своевременно предпринимать меры для усиления такого влияния и повышения качества принимаемых решений.

4) Раскрыты содержание методики анализа влияния финансовых и нефинансовых факторов на эффективность сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала и направления ее совершенствования (расширение данных для анализа, применение передовых аналитических инструментов, разработка и внедрение более точных математических моделей, развитие сценарного анализа и моделирование различных экономических условий и другие направления совершенствования). Дальнейшему развитию факторного анализа эффективности сделок финансируемого выкупа призвана способствовать сформированная на основе исследования основных методов оценки стоимости целевой компании и их особенностей на различных стадиях финансируемого выкупа декомпозиционная модель анализа создания стоимости в LBO-сделках, позволяющая идентифицировать прямые и косвенные источники стоимости, а также

факторы ее создания.

Предложены методики факторного анализа эффективности сделок LBO, обеспечивающие оценку влияния стратегий проведения сделок LBO на их доходность и воздействия факторов и направлений их влияния на финансовый леверидж LBO. Результаты применения предложенных методик факторного анализа демонстрируют различия целевых ориентиров участников совершаемых транзакций: классические LBO ориентированы на рост операционных показателей; для стратегических финансируемых выкупов предпочтительно повышение доходности капитала, в том числе в результате ускорения выплат по акциям с учетом благоприятных периодов на финансовых рынках. В этих условиях важен учет денежных потоков и финансовых результатов инвесторов LBO не только до закрытия, но до фактического завершения сделки. Анализ влияния факторов на кредитное плечо LBO отразил высокий уровень воздействия на него изменений кредитных спредов и низкую значимость основных классических детерминант структуры капитала (таких, как свободный денежный поток, рентабельность активов и потенциал роста).

Итоги анализа показали их существенное отличие от предшествующих эмпирических исследований и необходимость проведения анализа влияния различных аспектов и детерминант на эффективность сделок финансируемого выкупа на регулярной основе в условиях быстро меняющихся экономических условий в стране и в мире. Важным является уточнение: дальнейших исследований для уточнения как первичных, так и потенциально не выявленных вторичных факторов, способных влиять на структуру капитала целевых компании и эффективность финансируемого выкупа; исследования передачи собственности в первичных и вторичных LBO для определения различий в их структурах финансирования и понимания причин этих различий; включения в модель таких переменных, как структура собственности, рыночная доля, темпы роста отрасли и другие факторы, которые могут оказывать воздействие на финансовый леверидж и другие характеристики финансируемого выкупа, а также дальнейшего развития методики построения модели анализа факторов влияния на эффективность LBO (более широкое использование ESG-метрик, применение машинного обучения и искусственного интеллекта, улучшение моделей прогнозирования и сценарного

анализа, адаптация моделей для интеграции качественной информации, включение гибких методов валидации, расширенное использование чувствительности анализа, регулярное обновление данных и модели, обеспечивая динамичность и способность адаптации к новым условиям и данным).

Методика факторного анализа является фундаментальным инструментом, который помогает каждому из участников сделки лучше понять её потенциал и составить правильную стратегию действий как до, так и после приобретения бизнеса. Совершенствование методики факторного анализа эффективности сделок приобретения бизнеса с привлечением заемного капитала помогает точнее оценить риски и потенциальную доходность, улучшая качество инвестиционных решений и финансовые результаты участников LBO.

5) Разработана комплексная модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO, а также представлена блок-схема ее применения, отражающая, по сути, методику формирования аналитического обоснования принятия решений на каждой стадии процесса сделок финансируемого выкупа, и уточняющая аналитические процедуры, их последовательность и целевые установки. Модель позволяет оценить потенциальную доходность и риски сделок LBO, определить структуру капитала и рассчитать ключевые показатели эффективности, такие как внутренняя норма доходности (IRR), NPV и Cash-on-Cash (соотношение общего дохода и инвестиций). Предлагаемая модель финансового анализа призвана стать эффективным инструментом анализа и разработки стратегии управления рисками в сделках LBO, что представляет особую важность в текущих условиях быстро меняющейся экономики.

Значимым преимуществом предложенной модели является её универсальность: она может использоваться всеми ключевыми сторонами сделок финансируемого выкупа, включая целевую компанию, финансовых инвесторов и стратегических покупателей, на различных этапах проведения операций по приобретению бизнеса с использованием заемного капитала.

Включение в предлагаемую модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO таких компонентов, как ESG-анализ, PESTEL-анализ, сценарный анализ, комплекс методов по анализу стоимости компании-цели призвано обеспечить более полное и всестороннее понимание финансовых и

операционных аспектов сделок LBO. Эти компоненты позволяют учитывать не только финансовые показатели, но и факторы социальной ответственности, внешней среды и потенциальных сценариев развития. Их интеграция в модель финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO направлено на увеличение точности и глубины анализа, минимизацию рисков, обеспечение устойчивости инвестиций и управление факторами, которые могут повлиять на успех инвестиционной стратегии. Это должно помочь инвесторам принимать более обоснованные решения, основываясь на широком спектре финансовых, стратегических и операционных показателей, а также нефинансовых факторов, учитывая при этом и социальные, и экологические последствия их инвестиционных действий.

Предусмотрение в модели анализа факторов, влияющих на расхождение прогнозных и фактических значений IRR, направлено на более полное и обоснованное понимание и интерпретацию причин отклонений между ожидаемой и реальной доходностью сделок LBO. Это позволит: улучшить качество будущего прогнозирования и планирования; идентифицировать слабые места в стратегии управления и операционной эффективности; пересмотреть предположения и параметры, использованные при моделировании, для корректного отражения текущей экономической ситуации; усилить учитывающие риск компоненты инвестиционного анализа; настроить процесс принятия решений на основе полученной обратной связи по фактической выполнимости проектов.

Тестирование разработанной модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO на примере трех отечественных компаний разных отраслей экономики показала ее высокую практическую значимость и соответствие заявленным целям. Для проверки действенности модели использованы данные компаний, которые участвовало в сделках LBO в 2022 году с разными результатами участия в выкупе (неудачное и успешное участие в LBO, и по которой был отказ от участия в финансируемом выкупе, соответственно). Анализ, проводимый при помощи многофакторной модели финансового анализа и оценки эффективности LBO, позволяет инвесторам и аналитикам оценить финансовое состояние целевой компании, риски и выгоды LBO-сделок и принять обоснованные инвестиционные решения, способствует более точному и надежному прогнозированию финансовых результатов LBO-сделок.

Представленная модель отличается адаптивностью, предоставляя возможность легко вносить и менять начальные параметры, гипотезы и ограничения, а также дает возможность выбора многообразных сценариев транзакции и различных условий её реализации. Модель может использоваться на каждой стадии LBO всеми участниками сделки, адаптируясь к их специфическим задачам и интересам, что устраняет некоторые ошибки, неточности и проблемы других моделей LBO и обеспечивает дальнейшее совершенствование методологии финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO.

Апробирование разработанной модели финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO показало высокий уровень ее приемлемости для широкого спектра ситуаций и различных отраслей, комплексность, точность и надежность модели в различных сценариях, что важно для предоставления реалистичных результатов и прогнозов с учетом уникальных отраслевых особенностей и многообразия сделок.

Выполненное исследование вносит вклад в совершенствование теоретических и методологических основ анализа эффективности финансируемого выкупа и нацелено на практическое использование в аналитической работе на каждой стадии проведения LBO-транзакций для решения ряда конкретных задач, связанных с информационным, аналитическим, организационным и методическим обеспечением принятия обоснованных управленческих решений участниками финансируемого выкупа, способствуя росту привлекательности сделок LBO для потенциальных инвесторов и развитию данного вида инвестирования в целом.

Список сокращений и условных обозначений

В настоящей диссертации применяют следующие сокращения и обозначения:

ВАК – Высшая аттестационная комиссия при Министерстве образования и науки Российской Федерации;

ВНД – внутренняя норма доходности;

Модель/теория М&М – теория структуры капитала, разработанная Ф. Модильяни и М. Миллером, теория Модильяни-Миллера;

п.п. – процентные пункты;

APV – Adjusted Present Value, метод скорректированной приведенной стоимости;

CapEx – Capital Expenditure, капитальные затраты;

CAPM – Capital Assets Pricing Model, модель ценообразования капитальных активов;

CDO – Collateralized Debt Obligations, ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами;

CE – Capital Employed, вложенный/инвестированный капитал;

CF – Cash Flow, денежный поток;

CFROI – Cash Flow Return on Investment, «денежный поток возврата на инвестиции» [23];

CGQ – Corporate Governance Quotient, коэффициент/показатель/рейтинг корпоративного управления, отражающий качество корпоративного управления компании на основе ряда измеримых факторов;

COE – Cost of Equity, стоимость собственного капитала;

COMPUSTAT – база данных, содержащая информацию о финансовом состоянии и бизнес-производительности о действующих и недействующих мировых компаниях, индексах и отраслях компаний;

Cost of equity – стоимость собственного капитала, доходность, которую инвесторы ожидают получить от инвестиции в акции компании

COVID-19 – инфекционное заболевание, вызываемое коронавирусом;

EMIS DealWatch – сервис, который отслеживает сделки и тренды по слияниям и поглощениям, в особенности на развивающихся рынках;

ESG – Environmental, Social, and Governance (экологические, социальные и корпоративные аспекты);

EVA – Economic Value Added, экономическая добавленная стоимость;

GRI – Глобальная инициатива по отчетности;

ICE VofAML – индекс высокодоходных европейских облигаций, является показателем производительности европейских долговых обязательств со статусом ниже инвестиционного (так называемых «высокодоходных» или «спекулятивных» облигаций);

IPO – Initial Public Offering, первичное публичное предложение акций;

KPMG – крупнейшая международная компания, предоставляющая профессиональные услуги в области аудита, налогообложения и консультирования. Это акроним, состоящий из первых букв фамилий основателей компании: Klynveld, Peat, Marwick, и Goerdeler;

LBO – leveraged buyout, финансируемый выкуп, приобретение бизнеса с высокой долей привлечения заемного капитала;

LIBOR – London Interbank Offered Rate (Лондонская межбанковская ставка предложения), эталонная процентная ставка, которая ежедневно публикуется и используется для определения ставок по различным кредитным продуктам во всем мире, представляет собой среднюю ставку процента, по которой крупные банки с высоким кредитным рейтингом в Лондоне готовы предложить займ друг другу без обеспечения.

MBO – Management Buyout, выкуп бизнеса менеджментом/управляющими целевой компании;

M&A – Mergers and Acquisitions, слияния и поглощения, термин, обозначающий аспекты консолидации компаний или активов;

M&M – Modigliani-Miller (Ф. Модильяни и М. Миллер);

MVA – Market Value Added, показатель, который измеряет разницу между рыночной стоимостью компании (ее акций) и инвестированным капиталом или суммой всех инвестиций в компанию, показывает насколько хорошо менеджмент компании умел использовать инвестированные средства для генерации добавленной стоимости сверх первоначальных инвестиций;

NPV – Net Present Value, чистая приведенная стоимость;

OAS – Option-Adjusted Spread, мера разницы в доходности, которая представляет собой спред к доходности бескупонной кривой государственных облигаций США,

скорректированный с учетом опционов, встроенных в ценную бумагу;

PE-фонд – фонд прямых инвестиций;

PESTEL – аббревиатура, перечисляющая основные факторы, которые влияют или могут повлиять в будущем на деятельность компании (Political – политические, Economic – экономические, Social – социокультурные, Technological – технологические, Environmental – экологические и Legal – законодательные, правовые факторы), инструмент для проведения анализа в целях построения долгосрочной бизнес-стратегии;

SEC – Securities and Exchange Commission, Комиссия по ценным бумагам и биржам;

TSR – Total Shareholder Return;

WC – Working capital, рабочий капитал;

WCR – Working Capital Requirement, требуемый оборотный капитал, отражает объем средств, необходимых для поддержания повседневной операционной деятельности компании.

Список литературы

Литература на русском языке

1. Аналитика устойчивого развития : монография / М.Н. Толмачев, О.В. Ефимова, Д.А. Ендовицкий [и др.] ; под общей редакцией О.В. Ефимовой и М.Н. Толмачева. – Москва : КноРус, 2024. – 272 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-12040-8.
2. Аналитический сборник «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2019 год» / Российская ассоциация венчурного инвестирования : официальный сайт. – Санкт-Петербург. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2019-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 31.01.2024).
3. Аналитический сборник «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций за 2022 год» / Российская ассоциация венчурного инвестирования : официальный сайт. – Санкт-Петербург. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2022-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения 31.01.2024).
4. Ананьева, Л.Ю. Российская практика стандартизации в области социальной ответственности бизнеса / Л.Ю. Ананьева. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://spravochnick.ru/marketing/socialnye_standarty_biznesa_osnovnye_bloki_i_standarty_socialnoy_otchetnosti/ (дата обращения: 20.05.2023).
5. Анохин, П.К. Принципиальные вопросы общей теории функциональных систем / П.К. Анохин. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.keldysh.ru/pages/BioCyber/RT/Functional.pdf> (дата обращения: 31.01.2024).
6. Бабенко, И.А. Классификация слияний и поглощений в зависимости от синергетического эффекта / И.А. Бабенко // Наука и бизнес: Пути развития. – 2015. – № 6 (48). – С. 49-53. – ISSN 2221-5182.
7. Балакин, И.А. Модель создания стоимости в сделках приобретения бизнеса с привлечением заемных средств / И.А. Балакин // KANT. – 2021. – № 1 (38). – С. 6-10. – ISSN 2222-243X.
8. Балакин, И.А. Оценка создания стоимости участниками сделки

долгового финансирования (LBO) / И.А. Балакин // Финансовая экономика. – 2021. – № 2. – С. 103-107. – ISSN 2075-7786.

9. Балакин, И.А. Влияние факторов на активность финансовых и стратегических покупателей в сделках финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Финансы и кредит. – 2021. – Выпуск 4. Том 27. – С. 913-933. – ISSN 2071-4688.

10. Балакин, И.А. Анализ зависимости доходности финансируемого выкупа от стратегии его транзакций / И.А. Балакин // Финансы и кредит. – 2021. – Выпуск 7. Том 27. – С. 1672-1690. – ISSN 2071-4688.

11. Балакин, И.А. Место и роль экономического анализа в проведении сделок финансируемого выкупа (LBO) / И.А. Балакин // Modern Science. – 2022. – № 3. Volume II. – С. 47-53. – ISSN 2414-9918.

12. Балакин, И.А. Система аналитического обоснования принятия решений по сделкам финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Наука, образование, инновации: актуальные вопросы и современные аспекты : сборник статей XV Международной научно-практической конференции : в 2 частях. Часть 2. – Пенза : МЦНС «Наука и Просвещение». – 2022. – С. 31-33. – 250 с. – ISBN 978-5-00173-630-1. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_50055338_80791451.pdf (дата обращения: 23.04.2024).

13. Балакин, И.А. Анализ влияния факторов на кредитное плечо сделок финансируемого выкупа. / И.А. Балакин // Финансовый менеджмент. – 2022. – № 6. – С. 15-27. – ISSN 1607-968X.

14. Балакин, И.А. Совершенствование финансового анализа финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Экономика, бизнес, инновации: актуальные вопросы теории и практики : сборник статей Международной научно-практической конференции. – Пенза : МЦНС «Наука и Просвещение». – 2023. – С. 34-37. – 122 с. – ISBN 978-5-00236-086-4. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_55166876_82319924.pdf (дата обращения: 23.04.2024).

15. Балакин, И.А. Модель анализа и выбора целевой компании для финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Бизнес. Образование. Право. – 2023. – № 2 (63). – С. 80-85. – ISSN 1990-536X.

16. Балакин, И.А. Развитие анализа влияния факторов на эффективность сделок финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Финансовый бизнес. – 2023. – № 8. – С. 195-200. – ISSN 0869-8589.
17. Балакин, И.А. Развитие системы аналитических показателей оценки стоимости в сделках финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Современная экономика: проблемы и пути решения. – 2023. – № 6 (162). – С. 50-62. – ISSN 2078-9017.
18. Балакин, И.А. Модель финансового анализа и оценки эффективности сделок финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Финансовый бизнес. – 2023. – № 11. – С. 234-237. – ISSN 0869-8589.
19. Балакин, И.А. Система и процесс финансового анализа сделок финансируемого выкупа / И.А. Балакин // Управленческий учет. – 2023. – № 12. – С. 31-40. – ISSN 1814-8476.
20. Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbr.ru/> (дата обращения: 15.03.2024). – Текст : электронный.
21. Бариленко, В.И. Бизнес-анализ : учебник / В.И. Бариленко. – Москва : КНОРУС, 2024. – 340 с. – ISBN 978-5-406-12630-1.
22. Бариленко, В.И. Влияние теории стейкхолдеров на развитие современного экономического анализа : монография / В.И. Бариленко. – Москва : КноРус, 2022. – 220 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-09148-7.
23. Бочаров, В.В. Управление стоимостью бизнеса : учебное пособие / В.В. Бочаров, И.Н. Самонова, В.А. Макарова. – Санкт-Петербург : Издательство СПбГУЭФ, 2009 – 124 с. – ISBN 978-5-7310-2406-8.
24. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. Базовый курс / Р. Брейли, С. Майерс, Ф. Аллен ; перевод с английского В.Л. Окуловой – Москва : Диалектика, 2022. – 736 с. – ISBN 978-5-907458-29-1.
25. Ван Хорн, Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж.М. Вахович, мл. ; перевод с английского О.Л. Пелявского. – 12-е издание. – Москва : Диалектика, 2022. – 1056 с. – ISBN 978-5-907144-73-6.
26. Гвардин, С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. – Санкт-Петербург : Питер, 2007. – 192 с. – ISBN 978-5-91180-328-5.

27. Герасимова, Е.Б. Анализ и обоснование финансовых решений / Е.Б. Герасимова. – Москва : ИНФРА-М, 2023. – 220 с. – ISBN 978-5-16-016913-2.

28. Гохан, П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. Гохан ; перевод с английского А. Шматова. – 9-е издание. – Москва : Альпина Паблишер, 2023. – 744 с. – ISBN 978-5-9614-5966-1.

29. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран ; перевод с английского В.М. Ионова. – 11-е издание. – Москва : Альпина Паблишер, 2020. – 1316 с. – ISBN 978-5-9614-6650-8.

30. Депаμφилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депаμφилис ; перевод с английского Е. Пестеревой. – Москва : Олимп-Бизнес, 2007. – 960 с. – ISBN 978-5-9693-0068-2.

31. Добросердова, И.И. Перспективы использования модели LBO в условиях современной российской экономики / И.И. Добросердова, А.С. Коннова // Журнал правовых и экономических исследований. – 2016. – № 4 – С. 122-129. – ISSN 1995-1248 – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.giefjournal.com/sites/default/files/022._1.pdf (дата обращения: 31.01. 2024).

32. Доклад для общественных консультаций «Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/112055/consultation_paper_200811.pdf (дата обращения: 10.03.2024).

33. Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний : монография / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – Москва : КноРус, 2020. – 438 с. – 3000 экз. – ISBN 978-5-406-00417-3.

34. Ефимова, О.В. Финансовый анализ: инструментарий обоснования экономических решений : учебник / О. В. Ефимова. – Москва : КноРус, 2023. – 320 с. – ISBN 978-5-406-10606-8.

35. Ефимова, О.В. Об учете факторов устойчивого развития в финансовом моделировании инвестиционных проектов // Вестник Воронежского государственного университета. – 2021. – № 2. – С. 99-111. – ISSN 1814-2966.

36. ESG-трансформация как вектор устойчивого развития / С.Д. Денисова,

В.В. Бессель, В.Г. Кучеров [и др.] ; под общей редакцией К.Е. Турбиной и И.Ю. Юргенса : в трех томах. Том 1. – Москва : Издательство «Аспект Пресс», 2022. – 631 с. – ISBN 978-5-7567-1218-6.

37. Иванов, А.Е. Волны слияний и поглощений на мировом и российском рынках: анализ особенностей, причин возникновения и спада / А.Е. Иванов // Экономический анализ: теория и практика. – 2017. – № 3. Том 16. – С. 488-501. – ISSN 2073-039X.

38. Ивашковская, И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров / И.В. Ивашковская. – Москва : ИНФРА-М, 2024. – 430 с. – ISBN 978-5-16-004090-5.

39. Игнатов, С.Н. Тенденции развития рынка слияний и поглощений в современных турбулентных условиях / С.Н. Игнатов // Экономика, предпринимательство и право. – 2023. – № 12. Том 13. – С. 5409-5422. – ISSN 2222-534X – Текст : электронный. – DOI 10.18334/ep.13.12.120149. – URL: <https://1economic.ru/lib/120149> (дата обращения: 11.03.2024).

40. Иконникова, О.И. Препятствия на пути развития сделок leveraged buyout (LBO) в России / О.И. Иконникова // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2017. – № 8. – С. 48-50. – ISSN 2411-0450.

41. Ильин, А.П. Выкуп компании с использованием долгового финансирования как инструмент развития финансового рынка : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Ильин Александр Павлович ; МГИМО. – Москва, 2023. – 204 с. – Библиогр.: с. 184-200.

42. Ильин, А.П. Макроэкономические и внутренние корпоративные факторы дифференциации стоимости фирмы в сделках, осуществляемых с использованием LBO / А.П. Ильин, Е.Н. Левитская // Креативная экономика. – 2021. – № 3. Том 15. – С. 957-970. – ISSN 1994-6929.

43. Ильин, А.П. Моделирование процесса принятия решений при сделках с использованием заемных средств: возможные подходы / А.П. Ильин // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 10. – С. 905-908. – ISSN 1999-2300.

44. Информационно - аналитический материал «Обзор сделок M&A – 2008-2013. Структура и финансирование сделок. Январь 2014». / Газпромбанк :

официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный.
– URL: http://www.gazprombank.ru/invest_bank/obzor/review%202013%20Web.pdf
(дата обращения: 11.02.2023).

45. Информационно - аналитический материал «Российский рынок M&A в 2022 году и перспективы на 2023 год» / Группа «Деловой профиль» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://delprof.ru/download/pub/rynok-m-a-v-2022-godu-i-zadely-na-2023-god/>
(дата обращения: 31.01.2024).

46. Информационно-аналитический материал «Рынок слияний и поглощений в России в 2019 г.» / КПМГ в России и СНГ. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2020/02/ru-ru-ma-survey-2019.pdf> (дата обращения: 14.01.2022).

47. Информационно-аналитический материал «Слияния и поглощения (M&A) в России» / TAdviser : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.tadviser.ru/index.php> (дата обращения: 31.01. 2024).

48. Ковалев, В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В.В. Ковалев. – Москва : Финансы и статистика, 2006. – 559 с. – ISBN 5-279-02354-X.

49. Ковалев, В.В. Анализ баланса / В.В. Ковалев, Вит.В. Ковалев. – 4-е издание. – Москва : Проспект, 2022. – 912 с. – ISBN 978-5-392-20349-9.

50. Когденко, В.Г. Методология и методика экономического анализа в системе управления коммерческой организацией : монография / В.Г. Когденко. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 543 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-238-01389-3.

51. Когденко, В.Г. Управление стоимостью компании : ценностно-ориентированный менеджмент : учебник / В.Г. Когденко, М.В. Мельник. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 447 с. – ISBN 978-5-238-02292-5.

52. Коннова, А.С. Управление эффективностью выкупов долговым финансированием в условиях современного российского рынка : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Коннова Анастасия Сергеевна ; Санкт-Петербургский государственный университет – Санкт-Петербург, 2016. – 196 с. – Библиогр.: с. 145-165.

53. Коннова, А.С. Создание добавленной стоимости при проведении выкупов долговым финансированием / А.С. Коннова // Российское предпринимательство. – 2016. – № 20. Том 17. – С. 2611-2624. – DOI: 10.18334/гп.17.20.36918. – ISSN 1994-6937.

54. Котова, Н.Н. Финансовый анализ в оценочной деятельности : учебное пособие / Н.Н. Котова. – Челябинск : Издательский центр ЮУрГУ, 2016. – 90 с. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://hsem.susu.ru/es/wp-content/uploads/sites/29/2018/01/UP_FA_KNN.pdf (дата обращения: 30.01.2024).

55. Кузнецов, В.В. Системный анализ : учебник / В.В. Кузнецов, А.Ю. Шатраков ; под общей редакцией В.В. Кузнецова. – Москва : Издательство Юрайт, 2023. – 333 с. – ISBN 978-5-534-16199-1.

56. Курилова, А.А. Сделки Leveraged Buyout, Management Buyout и возможности их применения в России / А.А. Курилова // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. – 2016. – № 3. – С. 195-206. – ISSN 2410-8618.

57. Методологические рекомендации по проведению анализа финансово-хозяйственной деятельности организаций [утверждены Госкомстатом России 28.11.2002]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_142116/ (дата обращения: 10.03.2024).

58. Модель Кокса с зависящими от времени ковариатами. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://statistica.ru/local-portals/medicine/model-koksa-s-zavisyashchimi-ot-vremeni-kovariatami/> (дата обращения: 13.10.2020).

59. Неудачин, В.В. Реализация стратегии компании. Финансовый анализ и моделирование / В.В. Неудачин. – Москва : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2011. – 168 с. – ISBN 978-5-7749-0575-1.

60. Никифорова, Н.А. Комплексный экономический анализ : учебник / Н.А. Никифорова. – Москва : Кнорус, 2021. – 440 с. – ISBN 978-5-406-02696-0.

61. Никифорова, Н.А. Экономический анализ : учебник / Н.А. Никифорова, С.Н. Миловидова, Т.Б. Иззука [и др.]; под общей редакцией Н.А. Никифоровой. – Москва : Кнорус, 2023. – 582 с. – ISBN 978-5-406-09633-8.

62. Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99)» [Приказ Минфина России от 06.07.1999 № 43н

(редакция от 08.11.2010)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18609/d914c3b6e6aa1058fbfa77f7a66a2f8d92ea09cf/ (дата обращения: 10.03.2024).

63. Об утверждении Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации [Приказ Минфина России от 29.07.1998 № 34н (редакция от 11.04.2018)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_20081/ (дата обращения: 10.03.2024).

64. О формах бухгалтерской отчетности организаций [Приказ Минфина России от 02.07.2010 № 66н (редакция от 19.04.2019)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103394/ (дата обращения: 10.03.2024).

65. Петрикова, У.М. Особенности оценки эффективности сделок слияний и поглощений на российском рынке / У.М. Петрикова, Л.А. Кошкарева // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. – 2019. – № 4 (106). – С. 40-53. – ISSN 2413-2829.

66. Петров, А.М. Финансовый учет и анализ для магистров (продвинутый курс) : учебник / А.М. Петров. – Москва : Центркаталог, 2023. – 320 с. – ISBN 978-5-903268-73-3.

67. Поликарпова, М.Г. Эконометрический анализ российского рынка слияний и поглощений / М.Г. Поликарпова // Прикладная эконометрика. – 2011. – № 4. – С. 27-47. – ISSN 1993-7601.

68. Поликарпова, М.Г. Процессы слияний и поглощений в российской экономике: теория и практика статистического исследования : монография / М.Г. Поликарпова. – Магнитогорск : МГТУ им. Г.И. Носова, 2013. – 345 с. – 100 экз. – ISBN 978-5-9967-0426-2.

69. Пректер, Р. Волновой принцип Эллиотта: Ключ к пониманию рынка / Р. Пректер, А. Фрост ; перевод с английского Б. Зуева. – Москва : Альпина PRO, 2022. – 270 с. – ISBN 978-5-9614-6995-0.

70. Пятицкая, Л.Е. Рынок выкупов долговым финансированием (LBO): теоретические предпосылки, современное состояние и перспективы / Л.Е. Пятицкая // Инновации. – 2007. – № 9 (107) – С. 64-69. – ISSN 2071-3010 – Текст : электронный.

– DOI отсутствует. – URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_12898875_78130013.pdf (дата обращения: 10.03.2024).

71. Радыгин, А.Д. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе / А.Д. Радыгин, Р. Энтов, Н. Шмелева. – Москва : Научные труды. Институт экономики переходного периода, 2002. – 177 с. – ISBN 5-93255-090-2. – Текст : электронный. – URL: https://www.iep.ru/files/text/working_papers/43.pdf. (дата обращения: 31.01.2024).

72. Радыгин, А. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы / А. Радыгин // Вопросы экономики. – 2009. – № 10. – С. 23-45. – ISSN 0042-87 36.

73. Рид, С. Ф. Искусство слияний и поглощений / С.Ф. Рид, А.Р. Лажу ; перевод с английского. – 6-е издание. – Москва : Альпина Паблишер, 2014. – 957 с. – ISBN 978-5-9614-4785-9.

74. Российская Федерация. Законы. Конституция Российской Федерации : официальный текст [принят на всенародном голосовании 12 декабря 1993 г. (с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 1 июля 2020 г.)]. – Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://demo.garant.ru/#/document/10103000/paragraph/52419:1> (дата обращения: 30.01.2024).

75. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая : федеральный закон № 51-ФЗ [принят Государственной Думой 21 октября 1994 года (редакция от 24.07.2023)]. – Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://demo.garant.ru/#/document/10164072/paragraph/5:5> (дата обращения: 30.01.2024).

76. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть вторая : федеральный закон № 14-ФЗ [принят Государственной Думой 22 декабря 1995 года (редакция от 24.07.2023)]. – Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://demo.garant.ru/#/document/10164072/paragraph/5366:8> (дата обращения: 30.01.2024).

77. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть третья : федеральный закон № 146-ФЗ [принят Государственной Думой 1 ноября 2001 года (редакция от 24.07.2023)]. – Информационно-правовой

портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://demo.garant.ru/#/document/10164072/paragraph/9725:9> (дата обращения: 30.01.2024).

78. Российская Федерация. Законы. О бухгалтерском учете : федеральный закон № 402-ФЗ [принят Государственной Думой 22 ноября 2011 года (редакция от 12.12.2023)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122855/ (дата обращения: 10.03.2024).

79. Российская Федерация. Законы. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон № 135-ФЗ [принят Государственной Думой 16 июля 1998 года (редакция от 13.06.2023)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 10.03.2024).

80. Российская Федерация. Законы. О консолидированной финансовой отчетности : федеральный закон № 208-ФЗ [принят Государственной Думой 7 июля 2010 года (редакция от 07.04.2020)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_103021/ (дата обращения: 10.03.2024).

81. Селезнева, Н.Н. Финансовый анализ. Управление финансами : учебное пособие / Н.Н. Селезнева, А.Ф. Ионова. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 639 с. – ISBN 978-5-238-01251-3.

82. Сделки LBO. Новое слово в слияниях и поглощениях / Tensor Consulting Group : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <http://tencon.ru/ru/press-komnata/publikacii-nashih-yuristov/pravo-dlya-biznesa/sdelki-lbo-novoe-slovo-v-sliyaniyah-i-pogloscheniya/> (дата обращения: 08.01.2022).

83. Сидоренко, Ю.С. Специфика оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Сидоренко Юрий Сергеевич ; Финансовая академия при Правительстве РФ. – Москва, 2006. – 169 с. – Библиогр.: с. 144-152.

84. Скворцова, И.В. Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала /

И.В. Скворцова, С.С. Проскурин, В.Б. Крыхтин [и др.] // Корпоративные финансы. – 2013. – № 4 (28). – С. 111-125. – ISSN 2073-0438.

85. Скворцова, И.В. Особенности сделок слияний и поглощений инновационных компаний на развитых и развивающихся рынках капитала / И.В. Скворцова, А.Д. Красовицкий // Корпоративные финансы. – 2018. – № 4. Том 12. – С. 86-98. – ISSN 2073-0438. – Текст : электронный. – DOI 10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.4.2018.86-98. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary39165047_37881600.pdf. (дата обращения: 31.01.2024).

86. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы (продвинутый уровень) : учебник и практикум для вузов / Т.В. Теплова. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 750 с. – ISBN 978-5-534-17326-0.

87. Теплова, Т.В. Эффективный финансовый директор : учебное пособие для бакалавриата и магистратуры / Т.В. Теплова. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 507 с. – ISBN 978-5-534-02763-1.

88. Тироль, Ж. Теория корпоративных финансов : учебник / Ж. Тироль ; перевод с английского под научной редакцией Н.А. Ранневой : в 2 книгах. Книга 2. – Москва : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2017. – 642 с. – ISBN 978-5-7749-1240-7.

89. То, К.С. Системный подход и системный анализ для исследования социально-экономических объектов и принятия управленческих решений : учебное пособие / К.С. То, Р.К. То. – Южно-Сахалинск : Издательство СахГУ, 2014. – 168 с. – ISBN 978-5-88811-455-1.

90. Учетно-аналитическое и контрольное обеспечение устойчивого развития экономических субъектов : монография / В.И. Бариленко, С.Н. Гришкина, Р.П. Булыга [и др.]; под редакцией В.И. Бариленко. – Москва : КноРус, 2020. – 256 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-4365-4326-0.

91. Финансовый анализ : учебник и практикум для вузов / И.Ю. Евстафьева [и др.] ; под общей редакцией И.Ю. Евстафьевой, В.А. Черненко. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 337 с. – ISBN 978-5-534-00627-8.

92. Федорова, Е.А. Оценка эффективности сделок по слиянию и поглощению в телекоммуникационной сфере / Е.А. Федорова, А.А. Медведева // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2015. – № 47. – С. 25-38.

– ISSN 2073-4484.

93. Центр раскрытия корпоративной информации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://e-disclosure.ru/> (дата обращения: 15.03.2024). – Текст : электронный.

94. Экономический анализ: опыт и перспективы развития : монография / В.И. Бариленко, М.Н. Толмачев, О.В. Ефимова [и др.] ; под редакцией В.И. Бариленко, М.Н. Толмачева. – Москва : КноРус, 2022. – 916 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-12794-0.

Литература на иностранных языках

95. Achleitner, A. Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe / A. Achleitner, C. Diller, R. Braun [et al.] // *The Journal of Private Equity*. – 2010. – № 13 (2). – ISSN 1096-5572 – Текст : электронный – DOI 10.3905/JPE.2010.13.2.017. – URL: <https://www.semanticscholar.org/paper/Value-creation-drivers-in-a-secondary-buyout-%E2%80%93-the-AchleitnerFigure/73381df41750314e0c2f1ae436447732179acb63> (дата обращения: 17.01. 2022).

96. Arzac, E.R. Valuation of Highly Leveraged Firms / E.R. Arzac // *Financial Analysts Journal* – 1996. – № 4. Volume 52. – P. 42-50. – ISSN 0015198X.

97. Axelson, U. Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts / U. Axelson, T. Jenkinson, P. Stromberg, M.S. Weisbach // *The Journal of Finance*. – 2013. – № 6. Volume LXVIII. – P. 47-78. – ISSN 0022-1082.

98. Ayash, B. The Effect of U.S. Public-to-Private Leveraged Buyouts on Innovation / B. Ayash, E.J. Egan. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.law.northwestern.edu/research-faculty/clbe/events/innovation/documents/ayash_effects_of_us_public_to_private_lbos.pdf (дата обращения: 27.11. 2022).

99. Barkema, H. How Do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and an Agenda for the Future / H. Barkema, M. Schijven // *Journal of Management*. – 2008. – № 34 (3). – P. 594-634. – ISSN 0149-2063.

100. Beitel, P. Explaining the M&A-success in European Bank Mergers and Acquisitions / P. Beitel, D. Schiereck, M. Wahrenburg. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.researchgate.net/publication/254403717_Explaining_the_MA-success_in_European_Bank_Mergers_and_Acquisitions (дата обращения:

10.01.2022).

101. Berg, A. Understanding Value Generation in Buyouts / A. Berg, O.F. Gottschalg // *Journal of Restructuring Finance*. – 2005. – № 1. Volume 2. – P. 9-37. – ISSN 1609-9451. – Текст : электронный. – DOI 10.1142/S0219869X05000221. – URL: <https://www.semanticscholar.org/paper/Understanding-value-generation-in-buyouts-Berg-Gottschalg/6c370a2bb245660f9c7ae1e6a232fbfeeac9ec33> (дата обращения: 10.10. 2022).

102. Bergman, A. On the determinants of leveraged buyout activity / A. Bergman, I. Bergman. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=159> (дата обращения 31.01.2024).

103. Bertoni, F. Organizational Slack and Innovation Expenditures in Leveraged Buyout Companies / F. Bertoni, A.L.L. Nadant, F. Perdreau // *Finance Contrôle Stratégie*. – 2021. – ISBN 978-2717857719. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://journals.openedition.org/fcs/7889> (дата обращения: 09.02.2024).

104. Bertrand, O. Domestic Versus Cross-Border Acquisitions: Which Impact on the Target Firm's Performance / O. Bertrand, H. Zitouna // *Applied Economics*. – 2008. – № 40 (17). – P. 2221-2238. – ISSN 0307-1022.

105. Betsch, O. Corporate finance: Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung / O. Betsch, A. Groth, A. Lohmann. – Berlin : Vahlen, 2000. – 423 p. – ISBN 9783800625253.

106. Brealey, R.A. Principles of Corporate Finance / R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen. – New York : The McGraw–Hill Companies, 2003. – 1061 p. – ISBN 978-0-07-353073-4.

107. Brinkhuis, S. What Drives Leverage in Leveraged Buyouts? An Analysis of European LBOs' Capital Structure / S. Brinkhuis, W. Maeseneire // *Accounting and Finance*. – 2011. – № 1. Volume 52. – P 155-182. – ISSN 0810-5391.

108. Bharath, T. Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? / T. Bharath, A.K. Dittmar // *The Review of Financial Studies*. – 2010. – № 5. Volume 23. – P. 1771-1818. – ISSN 14657368.

109. Bureau van Dijk : official website. – Amsterdam. – Обновляется в течение суток. – URL: [https:// www.bvdinfo.com](https://www.bvdinfo.com) (дата обращения: 11.04.2023). – Текст : электронный.

110. Chen, L. Debt Structure, Private Equity Reputation, and Performance in Leveraged Buyouts / L. Chen // SSRN Electronic Journal. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/713f/268448fc2371843e6573814beb9fc55b5526.pdf> (дата обращения: 17.05.2022).

111. Chevalier, A. LBO performance in emerging economies: a comparative study in Latin America and Asia / A. Chevalier, A. Sannajust. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.em-lyon.com/minisiteen/content/download/169403/6656786/file/Chevalier%20Sannajust%20-%20LBO%20performance%20in%20emerging%20economies.pdf> (дата обращения: 17.01.2023).

112. Cohn, J.B. The Evolution of Capital Structure and Operating Performance after Leveraged Buyouts: Evidence from U.S. Corporate Tax Returns. / J.B. Cohn // Journal of Financial Economics. – 2014. – № 2. Volume 111. – P. 469-494. – ISSN 0304-405X – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfineco.2013.11.007. – URL: https://faculty.mcombs.utexas.edu/jonathan.c_ohn/papers/CMT_2012_4.10.2013.pdf (дата обращения: 27.11.2023).

113. Colla, P. Leverage and Pricing of Debt in LBOs / P. Colla, F. Ippolito, H.F. Wagner // Journal of Corporate Finance. – 2012. – № 1. Volume 18. – P. 124-137. – ISSN 09291199. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jcorpfin.2011.11.003. – URL: https://www.academia.edu/954530/Leverage_and_Pricing_of_Debt_in_LBOs (дата обращения: 3.02.2022).

114. Compustat : official website. – Washington. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.compustat.com> (дата обращения: 11.12.2021). – Текст : электронный.

115. Cotter, J.F. The Structure of Debt and Active Equity Investors: The Case of the Buyout Specialist / J.F. Cotter, S.W. Peck // Journal of Financial Economics. – 2001. – № 1. Volume 59. – P. 101-147. – ISSN 0304-405X.

116. Cumming, D. Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance / D. Cumming, M. Wright, D.S. Siegel // Journal of Corporate Finance. – 2007. – № 4. Volume 13. – P. 439-460. – ISSN 0929-1199.

117. Damodaran, A. The Anatomy of an LBO: leverage, control, value there are three components / A. Damodaran. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.1162862. – URL: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/LBO.pdf> (дата обращения:

01.02.2024).

118. Damodaran, A. *Damodaran on Valuation* / A. Damodaran. – Hoboken : Wiley, 2006. – 1372 p. – ISBN 9780471751212.

119. Damodaran, A. *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* / A. Damodaran. – Hoboken : Wiley, 2012. – 994 p. – ISBN 978-1-118-01152-2.

120. DealScan. Baker Library. Bloomberg Center : official website. – Cambridge. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.library.hbs.edu> (дата обращения: 01.02.2024). – Текст : электронный.

121. DeMaeseneire, W. What Drives Leverage in Leveraged Buyouts? An Analysis of European LBOs' Capital Structure / W. DeMaeseneire, S. Brinkhuis // *Accounting & Finance*. – 2012. – № 1. Volume 52. – P. 155-182. – ISSN 0810-5391.

122. Demiroglu, C. The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing / C. Demiroglu, C.M. James // *Journal of Financial Economics*. – 2010. – № 2. Volume 96. – P. 306-330. – ISSN 0304-405X.

123. DePamphilis, D. *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need to Know* / D. DePamphilis. – New York : Academic Press, 2010. – 304 p. – ISBN 978-0-12-374948-2.

124. DePamphilis, D.M. *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions* / D.M. DePamphilis. – New York : Academic Press, 2021. – 608 p. – ISBN 978-0-12-801609-1.

125. El, H.M. Leveraged buyout booms and busts: can Islamic finance help prevent and mitigate such market distortions? / H.M. El, R. Aboulaich // *Investment management and financial innovations*. – 2019. – № 16 (1). – P. 299-318. – ISSN 1810-4967.

126. Engel, N. *Essays on Value Creation and Risk Assessment in Private Equity-Sponsored Buyouts* / N. Engel. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://d-nb.info/1020706686/34> (дата обращения: 01.02.2024).

127. Federal Reserve Economic Data (FRED) : official website. – St. Louis. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://fred.stlouisfed.org> (дата обращения: 11.10.2022). – Текст : электронный.

128. Foureault, F. *Financial Accumulation and Exploitation: The Case of*

Leveraged Buy-outs / F. Foureault. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://ebrary.net/167398/economics/financial_accumulation_exploitation_case_leverage_d_outs (дата обращения: 11.02.2024).

129. Gaughan, P.A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings / P.A. Gaughan. – Hoboken : Wiley, 2017. – 672 p. – ISBN 978-1-119-38076-4.

130. Global LBO Guide / Baker McKenzie : official website. – Chicago. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en&hash=A42DA129FBE3A3C2F35591C36C4BF5EA (дата обращения: 11.02.2024).

131. Global Private Equity Report / Bain & Company : official website – Boston. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.bain.com/contentassets/875a49e26e9c4775942ec5b86084df0a/bain_report_private_equity_report_2019.pdf (дата обращения: 10.01. 2022).

132. Haddad, V. Buyout activity: The impact of aggregate discount rates / V. Haddad, E. Loualiche, M. Plosser // The Journal of Finance. – 2017. – № 1. Volume 72. – P. 371-414. – ISSN 0022-1082.

133. Harford, J. How Does an LBO Impact the Target's Industry? / J. Harford, J. Stanfield, F. Zhang // SSRN Journal. – ISSN 1556-5068. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2489300 (дата обращения: 21.02.2023).

134. Hermawan, D.A Model to Identify the Potential Target for Leveraged Buyout / D.A Hermawan, E. Tanuwijaya, J. Aditama [et al.] // Jurnal Keuangan dan Perbankan. – 2022. – № 1. Volume 26. – P. 111-125. – ISSN 2443-2687. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://jurnal.unmer.ac.id/index.php/jkdp/article/view/6265/pdf> (дата обращения: 09.02.2024).

135. Hersh, I.J. Leveraged Buyouts and Innovation: Enhancing Business Acquisition Outcomes / I.J. Hersh, R.S. Deeb. // IEEE Engineering Management Review. – 2020. – № 1. Volume 49. – P. 106-115. – ISSN 0360-8581.

136. ICE Benchmark Administration Limited : official website. – London. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.theice.com> (дата обращения: 11.10.2022). – Текст : электронный.

137. Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances : official website. – New York. – URL: <https://imaa-institute.org> (дата обращения: 17.03.2023 г.). – Текст : электронный.

138. Ivashina, V. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking / V. Ivashina, A. Kovner // *The Review of Financial Studies*. – 2011. – № 7. Volume 24. – P. 2462-2498. – ISSN 1465-7368.

139. Jenkinson, T. Who Benefits from the Leverage in LBOs? / T. Jenkinson, R. Stucke. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/2018-07/lbo-mechanics-new-watermark.pdf> (дата обращения: 17.02.2022).

140. Jensen, M. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / M. Jensen, W. Meckling. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.academia.edu/30946980/JENSEN_AND_MECKLING_A_Summary (дата обращения: 27.01.2022).

141. Jia, X. Global Leveraged Buyout Deal Performance: A Cross-Border Cross-Cultural Perspective / X. Jia, M. McCourt // *Pacific-Basin Finance Journal*. – 2022. – Volume 71. – P. 101-677. – ISSN 0927-538X

142. Kaplan, S.N. Management buyouts: evidence on taxes as a source of value / S.N. Kaplan // *Journal of Finance*. – 1989. – № 3. Volume 44. – P. 611-632. – ISSN 0022-1082.

143. Kaplan, S.N. Leveraged Buyouts and Private Equity / S.N. Kaplan, P. Stromberg // *The Journal of Economic Perspectives*. – 2009. – № 1. Volume 23. – P. 121-146. – ISSN 0895-3309.

144. Kessel, A. Der Leveraged Buyout in den USA und der Bundesrepublik Deutschland. / A. Kessel. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.xzzijin.com/view/title/41748> (дата обращения: 17.01.2022).

145. Ledenyov, D.O. On the fundamentals of winning virtuous strategies creation toward leveraged buyout transactions implementation during private equity investment in conditions of resonant absorption of discrete information in diffusion-type financial system with induced nonlinearities / D.O. Ledenyov, V.O. Ledenyov. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://mpr.ub.uni-muenchen.de/60450/12/MPRA_paper_60450.pdf (дата обращения: 17.01.2022).

146. LeNadant, A.-L. Financial Profile of Leveraged Buy-out targets: Some French Evidence / A.-L. LeNadant, F. Perdreau // *Review of Accounting and Finance*. – 2006. – № 4. Volume 5. – P. 370-392. – ISSN 1475-7702.

147. Leveraged buyouts: the role of financial intermediaries and aspects of financial stability / Deutsche Bundesbank : official website. – Frankfurt am Main. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/706778/de3b33bdeaa3d56c23febe661c5d0c48/mL/2007-04-leveraged-buyouts-data.pdf> (дата обращения: 01.02.2024).

148. Loos, N. Value Creation in Leveraged Buyouts / N. Loos. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://link.springer.com/content/pdf/bfm%3A978-3-8350-9329-4%2F1.pdf> (дата обращения: 04.02.2024).

149. Malenko, A. A theory of LBO activity based on repeated debt-equity conflicts / A. Malenko, N. Malenko // *Journal of Financial Economics*. – 2015. – № 3. Volume 117. – P. 607-627. – ISSN 0304-405X.

150. Martos-Vila, M. Financial versus strategic buyers / M. Martos-Vila, M. Rhodes-Kropf, J. Harford // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2019. – № 6. Volume 54. – P. 2635-2661. – ISSN 0022-1090.

151. Mehran, H. Financial Visibility and the Decision to Go Private / H. Mehran, S. Peristiani // *The Review of Financial Studies*. – 2010. – № 2. Volume 23. – P. 519-547. – ISSN 14657368.

152. Mergermarket : official website. – New York. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://info.mergermarket.com> (дата обращения: 17.03.2021). – Текст : электронный.

153. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://fdjpkc.fudan.edu.cn/_upload/article/files/91/a3/fb1aedf9496dbda48b8f6c1096de/a36f7904-24d0-44be-8245-02dff89842d7.pdf (дата обращения: 14.02.2024).

154. Myers, S.C. Capital structure / S.C. Myers. – Текст : электронный. – DOI 10.1257/jep.15.2.81. – URL: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5503605/mod_resource/content/0/Myers%2C%202001.pdf (дата обращения: 11.10.2022).

155. Nikoskelainen, E. The Operating Characteristics of Leveraged Buyouts:

Empirical Evidence from Europe / E. Nikoskelainen // Liiketaloudellinen aikakauskirja. – 2006. – № 3. – P. 296-335. – ISSN 0024-3469.

156. Opler, T. Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs / T. Opler, S. Titman // The journal of Finance. – 1993. – № 5. Volume 48. – P. 1985-1999. – ISSN 0022-1082.

157. Pignataro, P. Leveraged Buyouts. A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity / P. Pignataro. – Hoboken : Wiley Finance, 2014. – 450 p. – ISBN 978-1-118-67445-1.

158. Pignataro, P. Mergers, Acquisitions, Divestitures, and Other Restructurings / P. Pignataro. – Hoboken : Wiley, 2015 – 369 p. – ISBN 978-1-118-20654-6.

159. Pinto, J. The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market. / J. Pinto // European Review of Business Economics. – 2021. – № 1. Volume 1. – P. 3-28. – ISBN 2184-898X.

160. Quah, P. Post-acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As / P. Quah, S. Young. // European Management Journal. – 2005. – № 1. Volume 23. – P. 65-75. – ISSN 0263-2373.

161. Rani, N. Post M&A Operating Performance of Indian Acquiring Firms: A Du Pont Analysis / N. Rani, S.S. Yadav, P.K. Jain. // International Journal of Economics and Finance. – 2013. – № 8. Volume 5. – P. 65-73. – ISSN 1916-971X.

162. Reifert, T. Finanzielle Restrukturierung: Sanierung von Unternehmenskrediten durch Debt Equity Swaps und Treuhandlösungen / T. Reifert. – Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 2011. – 329 p. – ISBN 978-3791030548.

163. Renneboog, L. Leveraged Buyouts: A Survey of the Literature / L. Renneboog, C. Vansteenkiste. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/15740926/2017_015.pdf (дата обращения: 27.10.2022).

164. Research Publications «The state of the deal: M&A trends 2018» / Deloitte : official website. – New York. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-mergers-acquisitions-2018-trends-report.pdf> (дата обращения: 25.10.2022).

165. Rutger, F.M. M&A performance through an operating measure. A DuPont

like analysis on public versus private target takeovers / F.M. Rutger – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://thesis.eur.nl/pub/38832/Melsen-R.-van-426749.pdf> (дата обращения: 9.12.2022).

166. Schwetzler, B. Value Generation in Private Equity Investments / B. Schwetzler. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.yumpu.com/en/document/read/20850469/value-generation-in-private-equity-investments-pilot-finexpert> (дата обращения: 11.06.2022).

167. SEC : official website. – New York. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.sec.gov/> (дата обращения: 17.03.2021). – Текст : электронный.

168. Shivdasani, A. Did Structured Credit Fuel the LBO Boom? / A. Shivdasani, Y. Wang // The Journal of Finance. – 2011. – № 4. Volume 66. – P. 1291-1328. – ISSN 0022-1082.

169. Streich, F. Value drivers in leverage buyouts and its differences between primary and secondary buyouts: a quantitative analysis / F. Streich. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://research.cbs.dk/en/studentProjects/ed3051b9-abfe-4a39-a72a-6ddcd827de19> (дата обращения: 19.09.2022).

170. United Kingdom corporate tax rate / Trading Economics : official website. – New York. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://tradingeconomics.com/united-kingdom/corporate-taxrate?fbclid=IwAR08fuAlcsOTiIcGYS_WS46p61KdlifFFA4m8IaxAi44a9Mbus-k0sCK_LE (дата обращения: 11.02.2024).

171. World Bank Group : official website. – Washington. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.worldbank.org/en/home> (дата обращения: 17.03.2021). – Текст : электронный.

172. World Bank Open Data : official website. – Washington. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://data.worldbank.org/> (дата обращения: 07.02.2024). – Текст : электронный.

173. Wu, S.J. Corporate Innovation, Likelihood to be Acquired, and Takeover Premiums / S.J. Wu, K.H. Chung. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jbankfin.2019.105634. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426619302092> (дата обращения: 29.08.2022).

174. Yang, H. Does political corruption affect mergers and acquisitions decisions?

Evidence from China / H. Yang, Q. Zhang, X. Zhao, Z. Wang // *International Review of Economics and Finance*. – 2022. – № 78. – P. 248-266. – ISSN 1059-0560.

175. Zhao, H. Management team cultural alignment and mergers and acquisitions. / H. Zhao. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.frl.2021.102448. – URL: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102448> (дата обращения: 19.09.2022).

Список иллюстративного материала

1 Список рисунков

Рисунок 1 Место и содержание финансового анализа на первой стадии LBO	17
Рисунок 2 Содержание и место финансового анализа на второй и третьей стадиях финансируемого выкупа	19
Рисунок 3 Система финансового анализа сделок LBO и механизм ее функционирования	26
Рисунок 4 Модель M&M без учета налогов: влияние финансового левериджа на стоимость капитала	53
Рисунок 5 Модель M&M с налогами: влияние финансового рычага на стоимость капитала	54
Рисунок 6 Модель теории компромисса: влияние издержек банкротства на стоимость капитала	54
Рисунок 7 Система инструментария оценки создания стоимости участниками LBO	66
Рисунок 8 Динамика количества сделок LBO и MBO в США и России	85
Рисунок 9 Динамика количества и объемов сделок LBO и MBO в США, Европе и в целом по миру	90
Рисунок 10 Блок-схема аналитического обоснования принятия решений на I стадии процесса сделок финансируемого выкупа	101
Рисунок 11 Блок-схема аналитического обоснования принятия решений на II и III стадиях процесса сделок финансируемого выкупа	102
Рисунок 12 Оценка стоимости собственного капитала компании-таргета разными методами в виде «Football-field»	107
Рисунок 13 Результаты факторного анализа причин расхождения прогнозного и фактического IRR в сделке по покупке отеля	109
Рисунок 14 Динамика средневзвешенных процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям сроком свыше 1 года	113

Рисунок 15 Результаты модели факторного анализа причин расхождения прогнозного и фактического IRR в сделке по покупке завода по производству оптоволокна	119
Рисунок 16 Оценка стоимости собственного капитала завода по производству оптоволокна разными методами в виде «Football-field»	120
Рисунок 17 Результаты модели факторного анализа причин расхождения прогнозного и фактического IRR в сделке по покупке ритейлера	122
Рисунок 18 Оценка стоимости собственного капитала ритейлера уникальных домашних товаров разными методами в виде «Football-field».....	123

2 Список таблиц

Таблица 1 Обзор источников, определяющих рабочие характеристики потенциальных кандидатов LBO	29
Таблица 2 Обзор источников, определяющих влияние общеэкономических факторов на объемы LBO	33
Таблица 3 Обзор источников, определяющих факторы использования заемных средств в LBO	35
Таблица 4 Обзор источников, определяющих факторы фазы воздействия	36
Таблица 5 Систематизация методов и показателей финансового анализа по стадиям финансируемого выкупа	38
Таблица 6 Сравнение стандартной и авторской моделей финансового анализа и оценки эффективности сделок LBO	110

Приложение А
(информационное)

Финансовые характеристики целей LBO

Таблица А.1 – Финансовые характеристики целей LBO

Автор	Финансовая прозрачность			Показатели фондового рынка		Доступ к рынку капитала		Инсайдерская собственность	Выплата дивидендов
	охват аналитиков	институциональная собственность	товарооборот	волатильность акций	возврат акций	вторичное предложение	приобретенные фирмы		
Н. Mehran, S. Peristiani [151]	-	-	-	-	незначительно	-	-	есть	незначительно
S.T. Bharath, A.K. Dittmar [108]	-	-	-	-	незначительно	-	-	-	незначительно

Источник: составлено автором по материалам [108; 151].

Приложение Б
(информационное)

Факторы, определяющие применение заемных средств при LBO

Таблица Б.1 – Факторы, определяющие применение заемных средств при сделках LBO

Автор	Характеристика отрасли	Рентабельность	Уникальность актива	Размер	Высокодоходный спред	Размер ПЭ / репутация
S. Brinkhuis, W. Maeseneire [107]	нет	незначительно	незначительно	незначительно	-	да
C. Demiroglu, C. James [122]	нет	нет	нет	нет	нет	да
P. Colla, F. Ippoloto, H.F. Wagner [113]	нет	да	да	нет	нет	нет
U. Axelson, T. Jenkinson, P. Stromberg, M.S. Weisbach [97]	-	нет	нет	да	-	нет

Источник: составлено автором по материалам [97; 107; 113; 122].

Приложение В

(информационное)

**Декомпозиционная модель создания стоимости
в сделках финансируемого выкупа**



Источник: составлено автором по материалам [7; 95; 99-101; 169].

Рисунок В.1 – Аналитическая модель создания стоимости для собственников в сделке LBO

Приложение Г
(информационное)

Сводная статистика сделок LBO по выборке

Таблица Г.1 – Сводная статистика сделок LBO по выборке

Показатели	Количество сделок	Среднее значение	Медиана	Станд. откл.	Мин.	Макс.
Продолжительность, лет	95	4,3	4,2	2,3	0,5	10,1
Стоимость транзакции, млн долл. США	95	1876	573	4,920	9,6	3266,4
Стоимость сделки / EBITDA	95	10,5	9,0	4,7	4,9	29,3
Долг / EBITDA (до LBO)	95	2,6	2,3	2,2	0,0	10,3
Долг / EBITDA (в период LBO)	95	6,9	6,0	2,8	3,1	18,2
Долг / EBITDA (на выходе) (только +)	89	22,9	6,0	141,5	1,5	1,333
Капитал / Стоимость транзакции	95	0,33	0,30	0,10	0,12	0,58
Рентабельность вложенного капитала	95	0,65	0,45	1,08	-0,37	7,67

Примечания

- 1 Продолжительность – промежуток времени между завершением LBO и фактическим выходом (IPO, продажа или банкротство).
- 2 Стоимость сделки — сумма стоимости, внесенной в виде собственного капитала фирмы (включая денежные средства и акции, перенесенные по рыночной стоимости), балансовой стоимости принятой или сохраненной задолженности и суммы нового долга, выпущенного для финансирования сделки.
- 3 Общий инвестированный капитал — сумма стоимости транзакции и стоимости любых дополнительных инвестиций в акционерный капитал или долговые обязательства после первоначальной транзакции.
- 4 Рентабельность общего инвестированного капитала (R_{ik}) рассчитывается по формуле (Г.1)

$$R_{ik} = 1 - \frac{S_r + D + V}{K}, \quad (\text{Г.1})$$

Где S_r — рыночная стоимость капитала компании LBO;
 D — балансовой стоимости долга на момент выхода;
 V — любые денежные выплаты инвесторам между датой LBO и датой выхода;
 K — общий инвестированный капитал.

Приложение Д
(информационное)

**Сводная статистика тактик ускорения выплат по сделкам выборки
факторного анализа**

Таблица Д.1 – Сводная статистика тактик ускорения выплат по сделкам выборки факторного анализа

Показатели	Количество LBO	Среднее	Медиана
Компании, оплатившие взносы			
Размер комиссии, млн долл. США	79	30,679	10,64
Комиссия / общий инвестированный капитал	79	0,0223	0,0155
Комиссия / вложенный капитал	79	0,0728	0,0602
Компании, выплачивающие дивиденды:			
Общая сумма дивидендов, млн долл. США	16	443,8	128,3
Дивиденды / общий инвестированный капитал	16	0,1821	0,1787
Дивиденды / инвестированный капитал	16	0,5784	0,466
Продолжительность между LBO и выходом из сделки, лет			
Выход через IPO	34	3,44	3,79
Выход путем приобретения	40	4,56	4,29
Выход через банкротство	21	5,09	4,87
Всего	95	4,29	4,24

Источник: составлено автором по материалам [10; 114; 167].

Приложение Е
(информационное)

**Изменения операционных показателей, связанные со стратегиями транзакций
LBO**

Таблица Е.1 – Изменения операционных показателей, связанные со стратегиями транзакций LBO

Показатели	Классические LBO	Предпринимательские LBO	Другие LBO	Всего
Количество фирм выборки	17	41	37	95
Изменение маржи EBITDA	-0,04 (-0,04)	-0,05 (-0,02) ***	0,0002 (0,003)	-0,03
Количество положительных наблюдений	6	11	20	37
Рост продаж после LBO	0,06 (-0,01)	0,13 (0,12) ***	0,06 (0,06) **	0,09 (0,07) ***
Количество положительных наблюдений	8	35	27	70
Рост продаж до LBO	0,21 (0,12) ***	0,21 (0,14) ***	0,14 (0,11) ***	0,18 (0,13) ***
Количество положительных наблюдений	12	31	31	74
Количество банкротств	5	10	6	21

Примечания

- 1 Верхние индексы *, **, *** обозначают значимость на уровнях 10%, 5% и 1%, соответственно.
- 2 Изменение маржи EBITDA дает представление о том, в какой степени LBO высвободил денежные средства для распределения между держателями акций портфельной компании.
- 3 Показатели роста продаж до LBO были рассчитаны как годовой рост продаж портфельной компании за первый полный финансовый год, предшествующий году LBO. А значения роста продаж после LBO определены на основе финансового года портфельной компании, заканчивающегося до завершения LBO (год -1), по сравнению с финансовым годом, заканчивающимся до окончательного события выхода.
- 4 Для оценки сопоставимости данных выборок (их средних рангов в генеральной совокупности) применили непараметрический тест статистической гипотезы – знаковый ранговый критерий Уилкоксона. Для оценки зависимости доходности капитала в сделке финансируемого выкупа от стратегии его проведения была проведена серия ранговых корреляций Спирмена [10, с. 1680].

Источник: составлено автором по материалам [10; 114; 167].

Приложение Ж
(информационное)

**Результаты одномерного анализа зависимости IRR от стратегии транзакций
финансируемого выкупа**

Таблица Ж.1 – Результаты одномерного анализа зависимости IRR от стратегии транзакций финансируемого выкупа

Показатели	Классические LBO	Предпринимательские LBO	Другие LBO	Всего
Количество фирм выборки	17	41	37	95
Нереализованная IRR	-0,18	-0,24	3,69	1,63
	(-0,03)	(0,11) ***	(0,28)	(0,16)
Корреляция Спирмена нереализованной IRR				
Маржа EBITDA	0,60 **	0,70 **	0,54 ***	0,66 ***
Рост выручки	-0,13	0,02	0,13	0,07
Дюрация LBO	-0,14	-0,40 **	-0,67 ***	-0,51 ***
Реализованная IRR	-0,17	0,10	0,29	0,14
	(0,01)	(0,11)	(0,22)	(0,12)
Корреляция Спирмена реализованной IRR				
Маржа EBITDA	0,61 **	0,67 ***	0,54 ***	0,66 ***
Рост выручки	-0,14	0,09	0,17	0,08
Дюрация LBO	-0,12	-0,35 **	-0,55 ***	-0,45 ***
Примечание – верхние индексы *, **, *** обозначают значимость на уровнях 10%, 5% и 1%, соответственно				

Источник: составлено автором по материалам [114; 167].

Приложение И
(информационное)

Статистика выходов из сделок LBO с учетом их стратегий

Таблица И.1 – Статистика выходов из сделок LBO с учетом их стратегий

Показатели	Классические LBO	Предпринимательские LBO	Другие LBO	Всего
Количество фирм выборки	17	41	37	95
Выход через IPO	2	18	11	31
Выход в форме приобретения	10	13	20	43
Выход через банкротство	5	10	6	21

Источник: составлено автором по материалам [114; 167].

Приложение К
(информационное)

Результаты многомерного анализа IRR инвесторов

Таблица К.1 – Статистика выходов из сделок LBO с учетом их стратегий

Зависимая переменная	Нереализованная IRR (1)	Реализованная IRR (2)
Рост продаж после LBO - инд. корректировка	0,041	-0,096
	(0,74)	(0,56)
Предпринимательский IRR LBO	-0,136	-0,175
	(0,33)	(0,36)
Предпринимательский IRR × Рост продаж после LBO - инд. корректировка	0,161	0,579*
	(0,47)	(0,06)
ΔРентабельность EBITDA - инд. корректировка	1,674**	1,652
	(0,04)	(0,14)
Дивиденды, выплаченные в середине потока	0,121	0,403*
	(0,44)	(0,07)
Быстрый выход	1,216	0,288
	(0,00)	(0,49)
Количество дней между выкупом и выходом LBO	-0,000**	-0,000***
	(0,04)	(0,00)
Элементы контроля		
Log (Size)	-0,081	0,061
	(0,33)	(0,59)
Leverage	0,712	-0,070
	(0,29)	(0,94)
Δ Acquisition Multiple	0,019***	-0,007
	(0,00)	(0,34)
IPO	0,120	-0,503**
	(0,44)	(0,02)
Годовые фиксированные эффекты	Y	Y
Constant	0,832	1,259
	(0,41)	(0,35)
Количество положительных наблюдений	70	70
Скорректированный коэффициент детерминации (Adjusted coefficient of determination) - Adj. R ²	0,6314	0,1741
Примечания		
1 В скобках указаны устойчивые стандартные ошибки.		
2 ***, **, * обозначают уровень значимости 1, 5 и 10% соответственно.		

Источник: составлено автором по материалам [114; 167].

Приложение Л
(информационное)

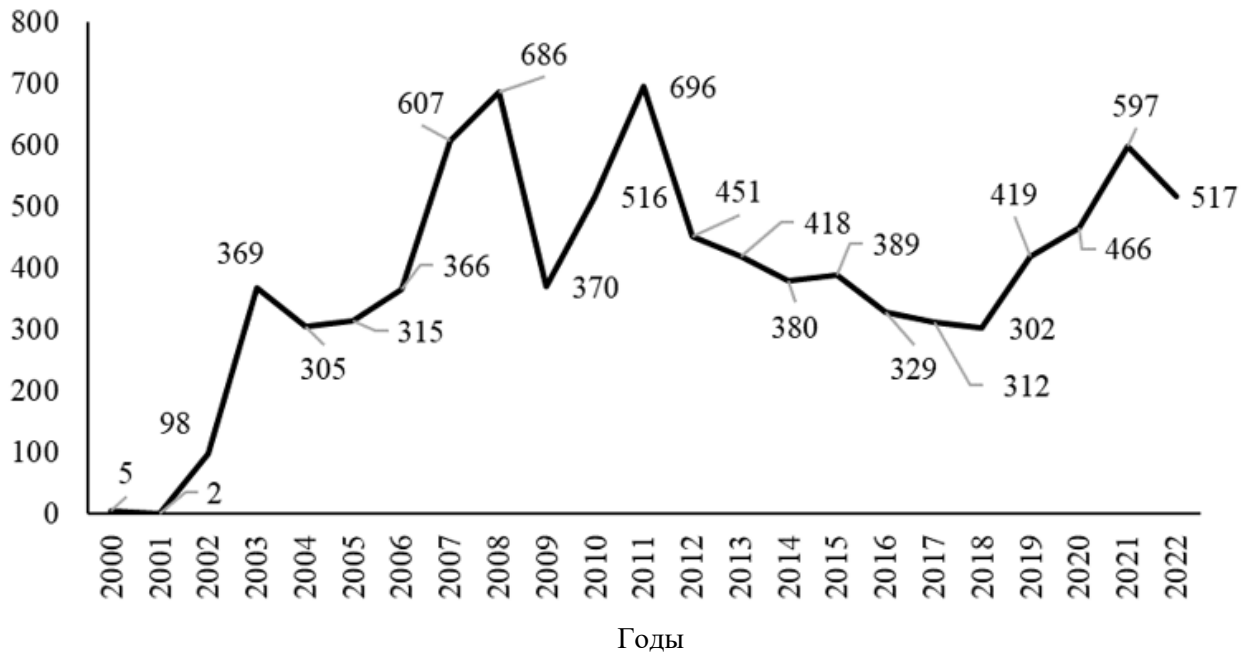
Глобальные волны сделок М&А в мире

Таблица Л.1 – Глобальные волны сделок М&А в мире

Временной период, годы	Основной тип интеграции	Содержание
1895-1905 гг.	горизонтальные	Создание монополий на рынке США, объединение фирм
1916-1929 гг.	вертикальные и конгломератные	Создание олигополий в рамках антимонопольной борьбы. Диверсификация производств
1955-1970-е годы	конгломератные	Всплеск создания компаний в разных сферах бизнеса на фоне роста фондового рынка
1974-1989 гг.	горизонтальные	В условиях падения цен на акции и смягчения антимонопольного законодательства рост количества враждебных поглощений. Появление капитала азиатских игроков в М&А
1993-2000 гг.	горизонтальные	Расширение экономического пространства сделок М&А за счет стран Восточной Европы. Совершение сделок, главным образом, за счет основного капитала. Основные игроки — ТНК. Начинаяющаяся глобализация рынка М&А
2003-2008 гг.	горизонтальные и конгломератные	Большая доля международных и транснациональных сделок. Развитие азиатских рынков. Применение сложных финансовых инструментов. Развитие финансируемого выкупа
2013-2016 гг.	горизонтальные	Слияния западных компаний, приобретающих производителей ресурсов на развивающихся рынках. Высокая доля компаний IT сферы
с 2019 по настоящее время	горизонтальные и конгломератные	Пересмотр компаниями планов развития и портфелей активов. Приобретение технологических фирм для повышения цифровых возможностей и наращивания объемов продаж

Источник: составлено автором по материалам [31; 37, с. 488-501; 68].

В штуках



Источник: составлено автором по материалам [2; 3; 44-47].
Рисунок Л.1 – Динамика количества сделок М&А в Российской Федерации

Приложение М
(информационное)

Описательная статистика выборки данных для факторного анализа леввериджа LBO

Таблица М.1 – Описательная статистика выборки данных для факторного анализа леввериджа LBO

Годы	Кол-во сделок	Сумма сделки, млн евро			Левверидж LBO		Кредитные спреды	
		Итого	медиана	среднее	медиана	среднее	среднее, в процентах	0 (хорошо) / 1 (плохо)
2005	12	11 940,60	705,17	995,05	7,01x	8,55x	3,39	0
2006	19	55 983,25	518,31	2 946,49	8,81x	10,66x	2,91	0
2007	10	23 653,66	736,56	2 365,37	5,86x	7,18x	2,98	0
2008	6	8 691,16	265,56	1 448,53	5,59x	5,21x	10,56	1
2009	3	949,57	312,00	316,52	3,68x	4,12x	14,15	1
2010	5	5 845,65	295,35	1 169,13	6,31x	5,64x	6,64	1
2011	1	35,21	35,21	35,21	9,41x	9,41x	6,82	1
2012	2	1 996,05	354,97	998,03	4,67x	4,67x	7,54	1
2013	1	818,80	818,80	818,80	7,83x	7,83x	4,48	0
2014	5	1 886,75	160,19	377,35	9,98x	11,20x	3,50	0
2015	7	3 326,48	405,16	475,21	14,06x	15,46x	4,35	0
Всего	71	115127,18	-	-	-	-	-	-

Источник: составлено автором по материалам [13; 109; 120; 152].

Приложение Н
(информационное)

Результаты анализа влияния факторов на кредитное плечо LBO

Таблица Н.1 – Результаты анализа однофакторного влияния на левверидж в сделках LBO

Переменная	Условия кредитного рынка, в процентах		Разница, в процентах	t-тест
	«хорошие»	«плохие»		
Свободный денежный поток (FCFM)	5,0996	6,2483	-1,1487	-0,339 (0,735)
Ставка налога (TAX)	3,2096	3,4867	-0,2771	- 1,499 (0,138)
Рентабельность активов (ROA)	5,9829	3,1418	2,8412	1,016 (0,313)
Потенциал роста (GROWTH)	1,1998	0,9662	0,2336	1,849* (0,069)
Левверидж до выкупа (DEBT)	1,0572	0,9857	0,0715	0,383 (0,703)
Левверидж LBO (LBO LEV)	2,3180	1,7286	0,5894	3,405*** (0,001)
Примечание – верхние индексы *, **, *** обозначают статистическую значимость на уровнях 10%, 5% и 1%, соответственно. В скобках указаны <i>p</i> -значения.				

Источник: составлено автором по материалам [13; 109; 152].

Таблица Н.2 – Результаты многофакторного анализа влияния на кредитное плечо в сделках LBO (корреляционная матрица Пирсона)

Показатели	LBO LEV	FCFM	TAX	ROA	GROWTH	DEBT	CR_SPREADS
LBO LEV	1,000	-	-	-	-	-	-
FCFM	0,087	1,000	-	-	-	-	-
TAX	-0,407***	0,038	1,000	-	-	-	-
ROA	0,010	0,289***	-0,033	1,000	-	-	-
GROWTH	0,091	0,058	-0,035	0,288***	1,000	-	-
DEBT	-0,176*	-0,237**	0,085	-0,176*	-0,164*	1,000	-
CR_SPREADS	-0,379***	0,041	0,178*	-0,121	-0,217**	-0,046	1,000
Примечание – верхние индексы *, **, *** обозначают статистическую значимость на уровнях 10%, 5% и 1%, соответственно.							

Источник: составлено автором по материалам [13].

Приложение II

(информационное)

Критерии отбора компании-цели в предлагаемой модели

Название компании	Описание компании	Расчетный IRR	Количество номеров	Средняя выручка на номер в день (ADR), руб.	Выручка, млн руб.	Средний темп роста выручки за последние 3 года	ЕБИТДА, млн руб.	Средняя маржинальность по ЕБИТДА за последние 5 лет
Baikal Resort	Новый туристско-рекреационный комплекс высшего уровня Baikal Resort на берегу озера Байкал (Республика Бурятия). Открыта только 1 очередь комплекса, вторая очередь откроется в 2024 г.	45,0%	361	19 500	1 777	35%	444	25,0%
Altay Resort	Пятизвездочный курортный отель в Республике Алтай с выходом к минеральным водам, озерам и видом на горы. Основная нагрузка на зимний сезон за счет наличия неподалеку горнолыжных комплексов. Открыт в 2001 г.	25,2%	150	14 984	1 959	5%	515	26,3%
Крым Resort & SPA 5*	Один из крупнейших в РФ пятизвездочных отелей, находящийся в Крыму на первой линии с видом на Черное море и собственным пляжем. Налаженная система местных туров, собственное винное производство и хорошая репутация среди обширной базы посетителей. Основан в 1995 г.	27,1%	399	21 000	2 561	-10%	389	15,2%
Всесезонный курорт Петроград 4*	Четырехзвездочный отель в Ленинградской области недалеко от Петергофа с выходом к Финскому заливу и собственным пляжем. Основная загрузка летом. Основан в 2004 г.	31,2%	93	12 500	1 954	7%	500	25,6%
Kazan Resort & Spa 5*	Туристический комплекс в Казани, включающий в себя пятизвездочный отель, спа, пляж у Волги и крытый круглогодичный горнолыжный комплекс. Основан в 2007 г.	21,7%	149	9 500	2 243	15%	527	23,5%

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.1 – Критерии отбора компании-цели в отельном бизнесе России по состоянию на 2022 год (фрагмент предлагаемой модели)

Название компании	Стоимость бизнеса (EV), млн руб.	Собственный капитал, млн руб.	Чистый долг, млн руб.	CFADS / Чистый долг	ЕБИТДА/ Проценты	Финансовый рычаг	Есть ли финансовые ковенанты по текущим займам?	EV/Sales	EV/ЕБИТДА	Доля на рынке	Публикует ли компания GRI отчет?
Baikal Resort	4 321	3 241	1 080	10%	4,00	33%	Да, нужно будет рефинансировать	2,43	9,73	1,5%	Нет
Altay Resort	4 245	2 547	1 698	7%	3,20	67%	Нет	2,17	8,24	0,6%	Да
Крым Resort & SPA 5*	2 321	789	1 532	3%	2,10	194%	Да, нужно будет рефинансировать	0,91	5,96	1,7%	Да
Всесезонный курорт	3 968	1 786	2 182	5%	2,50	122%	Да, нужно будет рефинансировать	2,03	7,93	0,4%	Нет
Kazan Resort & Spa 5*	3 876	2 132	1 744	6%	3,00	82%	Да, нужно будет рефинансировать	1,73	7,35	0,6%	Нет

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.2 – Критерии отбора компании-цели в отельном бизнесе по состоянию на 2022 год (фрагмент модели, продолжение)

Название компании	Экологические риски	Социальные риски	Управленческие риски	Есть ли особые права у миноритариев в США?
Baikal Resort	Есть - в рамках второй очереди капитального строительства необходимо соблюдать все требования по отсутствию загрязнений и и ликвидации строительного мусора	Нет	Топ менеджмент напрямую связан с мажоритарием, очень высок риск ухода всего менеджмента после сделки	Да, у миноритарного акционера (42%) есть право Tag-along - при выкупе у основного акционера 58% необходимо будет выкупать все 100%
Altay Resort	Вокруг курортного комплекса находится 2 заповедные зоны, в них втекает один из прилегающих к отелю ручьев - его загрязнение может привести к крупным искам со стороны региона	Нет	Нет	Нет, 100% принадлежит одному собственнику
Крым Resort & SPA 5*	Нет	В 2022 г. в регионе резко упал туристический поток в результате военных действий и риска обстрелов, что сказалось на уменьшении выручки. Также из-за уменьшения загрузки уменьшилась маржинальность отеля и увеличилась долговая нагрузка	Менеджмент не мотивирован продолжить работу после сделки	Нет
Всесезонный курорт Петроград 4*	Были судебные иски от региона о загрязнении соседнего леса строительным мусором - выплачены штрафы	Нет	С менеджментом заключены невыгодные договоры о "золотых парашютах" в случае проведения сделок - их выплата будет перенесена на сторону покупателя	Нет, 100% принадлежит одному собственнику
Kazan Resort & Spa 5*	Необходимо проводить ремонт горнолыжного курорта - летом температура комплекса выше необходимого значения, есть риски закрытия комплекса в случае нарушение регламентированных норм его работы	Нет	Нет	Нет

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].
Рисунок П.3 – Критерии отбора компании-цели в отельном бизнесе России по состоянию на 2022 год
(фрагмент предлагаемой модели, продолжение)

Название компании	Описание компании	Расчетный IRR	Производственные мощности, тыс. км	Загрузка мощностей	Средняя стоимость 1 км оптоволокна, руб.	Выручка 2022г., млн руб.	Средний темп роста выручки за последние 3 года	ЕВИТДА 2022г., млн руб.	Средняя маржинальность по ЕВИТДА за последние 5 лет
Optic	Крупнейшее в России предприятие по производству оптического волокна, расположенное в Саранске. Выпуск продукции производится с 2016 г.	31,0%	4000	75,2%	453	1 363	3%	263	19,3%
Оптовол-системы	Крупное предприятие по производству оптического волокна с обновленным фондом основных средств, расположенное в Туле. Выпуск продукции производится с 2018 г.	25,1%	1500	65,6%	471	463	-3%	86	18,6%
ССМТ	Небольшой завод по производству оптического волокна, расположенное в Новосибирске. Выпуск продукции производится с 2015 г. Активно сотрудничает с техническими вузами Новосибирска, на балансе предприятия есть 5 собственных патентов по собственным инновационным технологиям производства оптоволокна, пока не используемые в производстве	24,3%	1000	58,5%	489	286	-5%	45	15,7%

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.4 – Критерии отбора компании-цели в индустрии производства оптоволокна в России (фрагмент предлагаемой модели)

Название компании	Стоимость бизнеса (EV), млн руб.	Собственный капитал, млн руб.	Чистый долг, млн руб.	CFADS / Чистый долг	ЕБИТДА / Проценты	Финансовый рычаг	Есть ли финансовые ковенанты по текущим займам?	EV/Sales	EV/ЕБИТДА	Доля на рынке	Публикует ли компания GRI отчет?
Optic	1709	1197	512	8%	3,60	43%	Да, нужно будет рефинансировать текущий долг	1,25	6,50	30,0%	Да
Оптовол-системы	556	445	111	15%	6,00	25%	Нет	1,20	6,45	10,0%	Нет
ССМТ	289	217	72	12%	5,40	33%	Да, нужно будет рефинансировать текущий долг	1,01	6,43	5,0%	Нет

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.5 – Критерии отбора компании-цели в индустрии производства оптоволокна в России (фрагмент модели, продолжение)

Название компании	Экологические риски	Социальные риски	Управленческие риски	Есть ли особые права у миноритариев в США?
Optic	Возможны риски при транспортировке необходимого токсичного сырья, необходимого для производства преформ. Также есть риски загрязнения строительным мусором территории при строительстве завод преформ	Нет	Так как текущий собственник не собирается выходить из компании (он согласен на инвестиции в качестве cash-in на расширение деятельности компании и ее вертикальную интеграцию), то контроль над компанией нужно будет	Текущий собственник хочет сохранить контроль, поэтому из 5 членов совета директоров 3 из них будут назначаться им
Оптовол-системы	Возможны риски при транспортировке необходимого токсичного сырья, необходимого для производства	Нет	Менеджмент не мотивирован продолжить работу после сделки	Нет, 100% принадлежит одному собственнику
ССМТ	Возможны риски при транспортировке необходимого токсичного сырья, необходимого для производства преформ	На компанию в 2021 г. был подан коллективный судебный иск от нескольких сотрудников о несоблюдении стандартов безопасности, разбирательство все еще ведется	Нет	Нет, 100% принадлежит одному собственнику

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.6 – Критерии отбора компании-цели в индустрии производства оптоволокна в России (фрагмент модели, продолжение)

Название компании	Описание компании	Расчетный IRR	Количество магазинов	Средняя площадь магазина, тыс. кв. м.	Средняя выручка на 1 кв м магазина, руб.	Выручка, млн руб.	Средний темп роста выручки за последние 3 года	ЕБИТДА, млн руб.	Средняя маржинальность по ЕБИТДА за последние 5 лет
Unique	Unique - сеть розничных магазинов уникальных товаров, включая антиквариат, хендмейд изделия и коллекционные предметы в России, основана в 2005 году	19,8%	22	0,188	225 731	934	8%	198	21,2%
Magical Merchandise	Magical Merchandise – сеть ритейл-магазинов в России, создана в 2012 году. Специализируется на уникальных подарках, сувенирах и предметах интерьера	18,3%	25	0,157	189 388	742	3%	148	19,9%
Эксклюзивный Мир	Эксклюзивный мир (антикварные украшения, мебель и предметы быта) - российская сеть магазинов, создана в 2010 году	15,3%	20	0,250	210 576	1053	2%	196	18,6%
Eureka	Eureka – российская сеть розничных магазинов, основана в 2011 году. Специализируется на уникальных товарах для дома, подарках и коллекциях	17,4%	17	0,190	180 768	584	1%	72	12,3%
Trove	Trove – российская сеть розничных магазинов, основана в 2008 году. Специализируется на продаже коллекционных монет, банкнот, антиквариата и предметов искусства	13,2%	7	0,110	248 567	191	7%	47	24,7%

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.7 – Критерии отбора компании-цели в индустрии ритейл-продаж уникальных домашних товаров в России по состоянию на 2022 год (фрагмент предлагаемой модели)

Название компании	Стоимость бизнеса (EV), млн руб.	Собственный капитал, млн руб.	Чистый долг, млн руб.	CFADS/ Чистый долг	ЕБИТДА/ Проценты	Финансовый рычаг	Есть ли финансовые ковенанты по текущим займам?	EV/Sales	EV/ЕБИТДА	Доля на рынке	Публикует ли компания GRI отчет?
Unique	1189	811	378	5%	4,37	47%	Да, нужно будет рефинансировать текущий долг	1,27	6,00	24,2%	Нет
Magical Merchandise	786	465	321	9%	3,83	69%	Нет	1,06	5,32	27,5%	Нет
Эксклюзивный Мир	1293	615	678	15%	2,41	110%	Да, нужно будет рефинансировать текущий долг	1,23	6,60	22,0%	Нет
Eureka	442	274	168	9%	3,56	61%	Да, нужно будет рефинансировать текущий долг	0,76	6,15	18,7%	Нет
Trove	289	146	143	11%	2,75	98%	Нет	1,51	6,11	7,7%	Нет

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.8 – Критерии отбора компании-цели в индустрии ритейл-продаж уникальных домашних товаров в России (фрагмент предлагаемой модели, продолжение)

Название компании	Экологические риски	Социальные риски	Управленческие риски	Есть ли особые права у миноритариев в США?
Unique	Антикварные товары могут включать в себя предметы, сделанные из материалов, которые больше не производятся или доступны в ограниченном количестве. Поиск и продажа таких товаров может стимулировать спрос на редкие ресурсы, что может привести к дополнительной	Высокие риски по продаже поддельных антикварных товаров - у компании были судебные иски от покупателей, завершившиеся в пользу истцев. Необходимо усовершенствование контроля качества закупаемой продукции	Управление этическими и юридическими вопросами, такими как аутентичность товаров, происхождение и соблюдение законодательства о культурном достоянии, может потребовать значительных усилий и ресурсов	У компании 4 собственника по 25%, у каждого из них есть Tag along право, в связи с чем придется приобретать 100% долей компании
Эксклюзивный Мир	Поддержание и восстановление антикварных товаров может потребовать использования химических веществ и материалов, которые могут быть вредными для окружающей среды, если не используется правильное управление отходами	Нет	Управление этическими и юридическими вопросами, такими как аутентичность товаров, происхождение и соблюдение законодательства о культурном достоянии, может потребовать значительных усилий и ресурсов	Нет, 100% принадлежит одному собственнику
Eureka	Нет	Компания продает продукцию, производимую известными художниками, в том числе скандальных, ухудшающих репутацию компании. Необходимо усовершенствование процесса отбора и контроля	Нет	Нет, 100% принадлежит одному собственнику
Trove	Поддержание и восстановление антикварных товаров может потребовать использования химических веществ, которые могут быть вредными для окружающей среды, если не используется правильное управление отходами	Возможны риски, связанные с неправильной оценкой или недостаточным пониманием ценности антикварных монет	Управление этическими и юридическими вопросами, такими как аутентичность товаров, происхождение и соблюдение законодательства о культурном достоянии, может потребовать значительных усилий и ресурсов	Нет, 100% принадлежит одному собственнику

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок П.9 – Критерии отбора компании-цели в индустрии ритейл-продаж уникальных домашних товаров в России (фрагмент модели, продолжение)

Приложение Р
(информационное)

Предлагаемые LBO модели с различными сценариями

PESTEL-анализ	Политические факторы	Экономические факторы	Социальные факторы
Риски	Санкции и политическая нестабильность могут создать риски в получении финансирования, а также могут ограничить доступ к определенным ресурсам и технологиям из-за ограничений на импорт	Валютные колебания, инфляция и экономическая нестабильность могут повлиять на стоимость заемных средств и финансирование проекта	Несоответствие предложения спросу и культурным ожиданиям может уменьшить успешность проекта
	Изменения в законодательстве, требования к экологии и соблюдению нормативов охраны окружающей среды могут повлечь за собой дополнительные затраты и ограничения на проект	Ограничения на международную торговлю и импорт оборудования могут повысить стоимость строительства и оборудования	Санкции могут снизить поток иностранных туристов, что может повлиять на доходность проекта
Как риски учитываются в модели	Риски заложены в WACC (в безрисковой ставке и в премии за специфический риск - 1 п.п.)	Риски заложены в WACC (в безрисковой ставке и стоимости долга), а также в учете капитальных затрат по актуальным на дату оценки ценам	Загрузка отеля в первые 2 года берется в базовом сценарии на консервативном уровне
Возможности	Поддержка и льготы со стороны региональных и федеральных органов власти, например, налоговые преференции или финансовая поддержка, могут снизить финансовые риски	За счет усложнения и удорожания перелетов из РФ в зарубежные курорты увеличился поток туристов на отечественных курортах	Адаптация предложения к культурным особенностям и интересам может привлечь больше клиентов
			Продвижение туристических продуктов внутри страны и разнообразие развлекательных предложений могут привлечь местных посетителей
Как возможности учитываются в модели	Так как компания является резидентом ОЭЗ «Байкальская Гавань» используются льготные налоговые ставки	После 3 прогнозных периодов загрузка отеля увеличивается до 65%	За счет учета дополнительных расходов на рекламу, ожидается увеличение средней выручки на комнату через 2 прогнозных периода. Также это учитывается при прогнозировании загрузки отеля

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Р.1 – Анализ PESTEL компании-цели из отельного бизнеса для выявления потенциальных рисков и возможностей, а также их учета в финансовой модели (фрагмент предлагаемой модели)

PESTEL-анализ	Технологические факторы	Экологические факторы	Юридические факторы
Риски	Недостаток доступа к современным технологиям в регионе может создать проблемы в управлении и продвижении проекта	Строгие экологические нормы и угрозы для экосистемы озера могут потребовать дополнительных затрат на экологические меры безопасности	Бюрократические сложности, долгий процесс получения необходимых разрешений и необходимость соблюдения санкционных законов могут задержать начало проекта Так как у миноритарного акционера (42%) есть право Tag-along, то при использовании данного права необходимо будем приобретать 100% компании
Как риски учитываются в модели	Стоимость капитальных вложений учитывает повышение стоимости оборудования, строительных материалов и т.д.	Стоимость капитальных вложений также учитывает необходимость ликвидации всего строительного мусора и доп. расходы на соблюдение всех экологических норм	В модели учитываются расходы на юридическое сопровождение сделки консультантами, также учитывается приобретение 100% компании
Возможности	Возможно использование текущих активов инвестиционного фонда (логистической и транспортной компании) для налаживания эффективной логистики и трансфера туристов, а также достижение синергетического эффекта	Экологически чистый подход может привлечь эко-туристов	У инвестиционного фонда имеется свой юридический департамент - помимо юридических консультантов (для сопровождения сделки) дополнительные расходы по юридической поддержке не нужны
Как возможности учитываются в модели	Учет транспортных расходов и расходов на трансфер в финансовой модели по себестоимости данных	Учитывается при прогнозировании загрузки отеля	Учитывается как синергетический эффект (расходы после заключения сделки в прогнозе не учитываются)

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Р.2 – Анализ PESTEL компании-цели из отельного бизнеса для выявления потенциальных рисков и возможностей, а также их учета в финансовой модели (фрагмент предлагаемой модели, продолжение)

PESTEL-анализ	Политические факторы	Экономические факторы	Социальные факторы
Риски	Санкции лишили всех производителей оптоволоконна главного сырья - преформ, полностьюкупаемых до этого из зарубежа	До запуска производства преформ необходимо наладить производство основного исходного сырья в России (тетрахлорид кремния/германия, циклосилоксаны и пр.)	Возможные нарушения норм безопасности при старте производства преформ - необходима серьезная система контроля
	Изменения в законодательстве, требования к экологии и соблюдению нормативов охраны окружающей среды могут повлечь за собой дополнительные затраты и ограничения на проект	Ограничения на международную торговлю и импорт оборудования могут повысить стоимость строительства и оборудования	
Как риски учитываются в модели	В рамках сделки планируется строительство собственного завода по производству преформ (инвестиции идут как cash-in). Прочие риски заложены в WACC (в безрисковой ставке и в премии за специфический риск - 1 п.п.)	Риски заложены в WACC (в безрисковой ставке, стоимости долга и в премии за специфический риск - 1 п.п.), а также в учете капитальных затрат по актуальным на дату оценки ценам	Расходы на ФОТ сотрудников включают в себя дополнительные расходы по контролю за соблюдением мер безопасности
Возможности	Реализация проекта усиливает технологическую и информационную безопасность страны, потому проект рассматривается при условии предоставления мер государственной поддержки (капитальный грант, льготное финансирование, прочее)	Уход иностранных игроков, занимавших 55% рынка, а также строительство собственного завода преформ (вертикальная интеграция компании) позволит получить доминирующее положение на рынке и увеличить долю компании до 70-80%	Менеджмент компании очень квалифицирован и мотивирован продолжить развитие компании после совершения сделки. В менеджменте есть уникальные специалисты, способные провести интеграцию производства преформ
Как возможности учитываются в модели	Для финансирования строительства нового завода в рамках сделки был получен капитальный грант от государства (без процентов и без требования возврата), а также кредиты с льготной ставкой	Помимо увеличения объема мощностей завода, также прогнозируется увеличение загрузки мощностей до 90-95%. Также за счет вертикальной интеграции прогнозируется увеличение маржинальности компании	Расходы на интеграцию производства преформ в основной бизнес не учитываются в модели LBO

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Р.3 – Анализ PESTEL компании-цели из индустрии производства оптоволоконна для выявления потенциальных рисков и возможностей, а также их учета в финансовой модели (фрагмент предлагаемой модели)

PESTEL-анализ	Технологические факторы	Экологические факторы	Юридические факторы
Риски	В связи с санкциями высокий риск смены технологического партнера по проекту	Высокая токсичность сырья, используемого в производстве, создает риски угрозы здоровью сотрудников и местного населения, а также заражения местной территории	Есть риски не получить достаточный объем капитального гранта, необходимый для строительства завода преформ
	При производстве преформ возможен высокий риск брака, поскольку в РФ никто их никогда не производил		Так как продавец остается миноритарием в компании с правом назначать 3 членов совета директоров из 5 в СД, есть риск ограниченного контроля управленческой деятельности компании
Как риски учитываются в модели	Стоимость капитальных вложений учитывает повышение стоимости оборудования, строительных материалов и т.д. Также процент брака в производстве преформ в прогнозе учитывался на консервативном уровне	В финансовой модели учитываются дополнительные расходы на соблюдение мер экологической безопасности	В модели учитываются расходы на юридическое сопровождение сделки консультантами
Возможности	Возможно использование текущих активов инвестиционного фонда (логистической компании) для налаживания эффективной логистики и достижения синергетического эффекта	-	У инвестиционного фонда имеется свой юридический департамент - помимо юридических консультантов (для сопровождения сделки) дополнительные расходы по юридической поддержке не нужны
			За предоставленный продавцу контроль в совете директоров покупатель потребовал опцион-колл на покупку 20% долей покупателя до 2025 г. по мультипликатору 5,5 EV/EBITDA, тем самым имея возможность увеличить свою долю в компании по приемлемой цене в случае улучшения операционной деятельности
Как возможности учитываются в модели	Учет логистических расходов в финансовой модели по себестоимости данных услуг	-	Юридические расходы учитываются как синергетический эффект (расходы после заключения сделки в прогнозе не учитываются). Также в модели учитываются возможности увеличения доли покупателя или продажи его доли по опционам в различных сценариях

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Р.4 – Анализ PESTEL компании-цели из индустрии производства оптоволокна для выявления потенциальных рисков и возможностей, а также их учета в финансовой модели (фрагмент предлагаемой модели, продолжение)

PESTEL-анализ	Политические факторы	Экономические факторы	Социальные факторы
Риски	Санкции сильно уменьшили возможность экспортировать продукцию из РФ и получать заказы из зарубежа	Антиквариат и хендмейд товары могут подвержены рыночным колебаниям, таким как изменение спроса и предложения. Это может привести к нестабильным доходам и прибылям	Высокие риски по продаже поддельных антикварных товаров - у компании были судебные иски от покупателей, завершившиеся в пользу истцев. Необходимо усовершенствование контроля качества закупаемой продукции
	Возможно ужесточение контроля за оборотом объектов культурного наследия и расширения списка данных объектов	Если компания имеет международную деятельность или закупает товары за рубежом, изменения валютных курсов могут повлиять на стоимость товаров и операционную прибыль	
Как риски учитываются в модели	Данные риски заложены в WACC (в безрисковой ставке и в премии за специфический риск - 1 п.п.). Также прогноз выручки строился исходя из возможности продавать продукцию только внутри России	Риски заложены в WACC (в безрисковой ставке, стоимости долга и в премии за специфический риск 1 п.п.), а также прогноз темпов роста выручки берется по консервативной оценке	В прогнозе финансовой модели предусмотрены дополнительные расходы на создание органа за контролем качества закупаемой продукции
Возможности	Введенные санкции также запретили импорт многих антикварных продуктов в Россию. Доля иностранных компаний на рынке хендмейд и антикварных товаров снизилась до нуля	По прогнозам авторитетных исследовательских компаний в 2023-2026 годы ожидается стабильный рост объем рынка антикварных товаров с CAGR 8%	У компании большое число постоянных лояльных клиентов, коллекционирующих антикварные товары
Как возможности учитываются в модели	На момент сделки рынок уже был разделен между отечественными компаниями, но за счет расширения количества магазинов планируется увеличение доли рынка компании	В прогнозе финансовой модели закладывается стабильный прирост средней выручки на 1 кв м площади на уровне 3,5% (по консервативной оценке с возможностью апсайда)	В прогнозе финансовой модели ожидается стабильный рост выручки компании без возможных спадов

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Р.5 – Анализ PESTEL компании-цели из индустрии ритейл-продаж уникальных домашних товаров для выявления потенциальных рисков и возможностей, а также их учета в финансовой модели (фрагмент предлагаемой модели)

PESTEL-анализ	Технологические факторы	Экологические факторы	Юридические факторы
Риски	Так как у компании отсутствует налаженная электронная продажа продукции, есть риски снижения темпов роста выручки из-за увеличения конкуренции с онлайн-ритейлерами	Антиквариатные товары могут включать в себя предметы, сделанные из материалов, которые больше не производятся или доступны в ограниченном количестве. Многие материалы уже нельзя использовать в производстве по причине государственных запретов	У компании были прецеденты проигранных в суде исков от покупателей Так как в компании 4 миноритарных собственника с правом tag-along, проведение сделки будет стоить дороже, чем при единственном собственнике
Как риски учитываются в модели	Менеджмент компании уверен, что продажи антикварных товаров будут проводиться в оффлайн формате, однако в модели предусмотрены повышенные расходы на рекламу	Продажа товаров, созданных из устойчивых материалов (заменителей). Это предполагает повышенные расходы на закупку данных товаров	В модели учитываются повышенные расходы на юридическое сопровождение сделки консультантами
Возможности	Инвестор (инвестиционный фонд) имеет собственную логистическую компанию, которая в том числе занимается доставкой хрупких вещей	В компании уже налажен процесс экологической сертификации продаваемых товаров, что снижает риски использования редких материалов, возникновения скандалов и негативного воздействия на экологический имидж компании	У инвестиционного фонда имеется свой юридический департамент - помимо юридических консультантов (для сопровождения сделки) дополнительные расходы по юридической поддержке не нужны
Как возможности учитываются в модели	Учет логистических расходов в финансовой модели по себестоимости данных услуг	Расходы на соблюдение экологических норм в прогнозе представлены на уровне исторических периодов	Юридические расходы учитываются как синергетический эффект (расходы после заключения сделки в прогнозе не учитываются)

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Р.6 – Анализ PESTEL компании-цели из индустрии ритейл-продаж уникальных домашних товаров для выявления потенциальных рисков и возможностей, а также их учета в финансовой модели (фрагмент предлагаемой модели, продолжение)

Приложение С
(информационное)

Вводные условия и прогнозы операционной деятельности цели для оценки эффективности сделки LBO в предлагаемой модели

LBO модель - Отель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Допущения по сделке											
Приобретаемая компания	Baikal Resort										
Дата объявления о сделке	25/12/2022										
EV/ LTM EBITDA сделки	9,7 x										
Историческая (LTM) EBITDA, млн руб.	444,2										
Историческая (LTM) выручка, млн руб.	1777,0										
Стоимость компании (EV) на момент сделки, млн руб.	4 321,0										
Текущий чистый долг, млн руб.	1 080,3										
Стоимость капитала (Equity) на момент сделки, млн руб.	3 240,8										
Приобретаемая доля в капитале	100%										
Переключатель циклической ссылки	1										
Допущения по выходу из сделки											
Год выхода	Год 5										
EV/EBITDA при выходе (план)	10,0 x										
EV/EBITDA при выходе (факт)	9,0 x										
Мультипликатор выхода	EV/EBITDA при выходе (факт)										
Долгосрочный темп роста (LTGR)	4,0%										
Допущения по комиссиям на проведение сделки											
Комиссия как % от стоимости капитала	3,5%										
Допущения по процентным ставкам											
Процентный доход по остатку ДС	4,0%										
3-месячный LIBOR	4,8%										
Операционные допущения											
Операционный сценарий	Выборочный сценарий										
Эффект синергии	С синергией										

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.1 – Вводные условия финансовой модели по оценке эффективности сделки по приобретению отеля (фрагмент модели)

LBO модель - Отель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Заемное финансирование сделки											
Кредитная линия (Revolver), млн руб.	0,0										
Старший долг (Senior secured loan), млн руб.	1 500,0										
Субординированный кредит, млн руб.	1 500,0										
Доля всего долга в финансировании сделки	68%										
Кредитные ставки											
Кредитная линия, спред к LIBOR	5,0%										
Старший долг, спред к LIBOR	8,0%										
Субординированный долг	15,0%										
Кредит с капитализацией процентов (PIK note)	16,0%										
Источники и цели финансирования											

Цели	Объем, млн руб.	Источники	Объем, млн руб.	x LTM EBITDA	Спред	Ставка	Сред. срок, годы
Стоимость капитала по сделке	3 240,8	Кредитная линия (Revolver), млн р.	-	0,0 x	5,0%	9,8%	
Рефинансирование текущего долга	1 080,3	Старший долг (Senior secured loan),	1 500,0	3,4 x	8,0%	12,8%	5,6
Комиссии по сделке	113,4	Субординированный кредит, млн р	1 500,0	6,8 x		15,0%	-
		Собственные средства (Equity)	1 434,4				
Всего	4 434,4		4 434,4				

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.2 – Вводные условия финансовой модели по оценке эффективности сделки по приобретению отеля (фрагмент модели, продолжение)

LBO модель - Оптоволокно	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Допущения по сделке											
Приобретаемая компания	Optic										
Дата объявления о сделке	18/11/2022										
EV/ LTM EBITDA сделки	6,5 x										
Историческая (LTM) EBITDA, млн руб.	263,0										
Историческая (LTM) выручка, млн руб.	1362,6										
Стоимость компании (EV) на момент сделки, млн руб.	1 709,4										
Бюджет завода по производству преформ и увеличения мощностей производства, млн руб.	6 000,0										
Текущий чистый долг, млн руб.	512,0										
Стоимость капитала (Equity) на момент сделки, млн руб.	1 197,4										
Приобретаемая доля в капитале	70%										
Переключатель циклической ссылки	1										
Опцион колл - покупка	20%										
Опцион колл - бездействие	0%										
Мультипликатор покупки дополнительных 20%	5,5 x										
Допущения по выходу из сделки											
Год выхода	Год 5										
EV/EBITDA при выходе (план)	6,5 x										
EV/EBITDA при выходе (факт)	7,0 x										
Мультипликатор выхода	EV/EBITDA при выходе (факт)										
Долгосрочный темп роста (LTGR)	4,0%										
Допущения по комиссиям на проведение сделки											
Комиссия как % от стоимости капитала	3,5%										
Допущения по процентным ставкам											
Процентный доход по остатку ДС	4,0%										
3-месячный LIBOR	4,8%										
Операционные допущения											
Операционный сценарий	Фактический сценарий										
Производственные мощности	Фактический сценарий										
Средняя стоимость 1 км	Фактический сценарий										
Загрузка мощностей	Фактический сценарий										
Выручка от продажи излишек преформ	Фактический сценарий										
Выручка от прокладки оптоволокна (ВОЛС)	Фактический сценарий										
Переменные расходы	Фактический сценарий										
Эффект синергии	С синергией										
Покупка 20% долей по опциону колл в 2025 г.	Опцион колл - покупка										

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.3 – Вводные условия модели по оценке эффективности сделки по приобретению производителя оптоволокна (фрагмент модели)

LBO модель - Оптоволокно	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
--------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Заемное финансирование сделки

Кредитная линия (Revolver)	0,0
Старший долг (Senior secured loan)	3 000,0
Капитальный грант	3 000,0
Доля всего долга в финансировании сделки	79%

Кредитные ставки

Кредитная линия, спред к LIBOR	5,0%
Старший долг, спред к LIBOR	8,0%
Капитальный грант	0,0%
Кредит с капитализацией процентов (PIK note)	16,0%

Источники и цели финансирования

Цели	Объем	Источники	Объем x LTM EBITDA	Спред	Ставка	Сред. срок
Стоимость капитала по сделке	838,2	Кредитная линия (Revolver)	-	0,0 x	5,0%	9,8%
		Старший долг (Senior secured)	3 000,0	11,4 x	8,0%	12,8%
Рефинансирование текущего долга	512,0					5,4
Бюджет завода по производству преформ и увеличен	6 000,0	Капитальный грант	3 000,0	22,8 x	0,0%	
		Собственные средства (Equity)	1 607,4			
Комиссии по сделке	257,3					
Всего	7 607,4		7 607,4			

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.4 – Вводные условия финансовой модели по оценке эффективности сделки по приобретению производителя оптоволокна (фрагмент предлагаемой модели, продолжение)

LBO модель - Ритейл, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Допущения по сделке											
Приобретаемая компания	Unique										
Дата объявления о сделке	12.10.2022										
EV/ LTM EBITDA сделки	6,0 x										
Историческая (LTM) EBITDA	198,1										
Историческая (LTM) Выручка	934,4										
Стоимость компании (EV) на момент сделки	1 188,6										
Текущий чистый долг	378,0										
Стоимость капитала (Equity) на момент сделки	810,6										
Приобретаемая доля в капитале	100%										
Переключатель циклической ссылки	1										
Допущения по выходу из сделки											
Год выхода	Год 6										
EV/EBITDA при выходе (план)	6,5 x										
EV/EBITDA при выходе (факт)	5,5 x										
Мультипликатор выхода	EV/EBITDA при выходе (факт)										
Долгосрочный темп роста (LTGR)	4,0%										
Допущения по комиссиям на проведение сделки											
Комиссия как % от стоимости капитала	4,5%										
Допущения по процентным ставкам											
Процентный доход по остатку ДС	4,0%										
3-месячный LIBOR	4,8%										
Операционные допущения											
Операционный сценарий	Выборочный сценар										
Количество магазинов	Фактический сценарий										
Средняя выручка на 1 кв м магазина	Фактический сценарий										
Средняя площадь магазина	Фактический сценарий										
Выручка от доставки	Фактический сценарий										
Выручка от реставрации	Фактический сценарий										
Переменные расходы	Фактический сценарий										
Эффект синергии	С синергией										

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.5 – Вводные условия финансовой модели по оценке эффективности сделки по приобретению ритейлера уникальных домашних товаров (фрагмент предлагаемой модели)

LBO модель - Ритейл	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Заемное финансирование сделки											
Кредитная линия (Revolver)	0,0										
Старший долг (Senior secured loan)	1 000,0										
Доля всего долга в финансировании сделки	81%										
Кредитные ставки											
Кредитная линия, спред к LIBOR	5,0%										
Старший долг, спред к LIBOR	8,0%										
Кредит с капитализацией процентов (PIK note)	16,0%										
Источники и цели финансирования											

Цели	Объем	Источники	Объем	x LTM EBITDA	Спред	Ставка	Сред. срок
Стоимость капитала по сделке	810,6	Кредитная линия (Revolver)	-	0,0 x	5,0%	9,8%	
Рефинансирование текущего долга	378,0	Старший долг (Senior secured)	1 000,0	5,0 x	8,0%	12,8%	-
Комиссии по сделке	53,5	Собственные средства (Equity)	242,1				
Всего	1 242,1		1 242,1				

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.6 – Вводные условия финансовой модели по оценке эффективности сделки по приобретению ритейлера уникальных домашних товаров (фрагмент предлагаемой модели, продолжение)

Операционная модель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Выборочный сценарий	5											
Прогноз инфляции в РФ, данные IHS	13,7%	6,3%	4,8%	4,2%	4,6%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,8%	
Реальный рост средней выручки на номер (ADR)		0,0%	1,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Номерной фонд, количество номеров	167											
Пессимистичный сценарий		167	197	197	250	361	361	361	361	361	361	
Базовый сценарий		167	361	361	361	361	361	361	361	361	361	342
Оптимистичный сценарий		361	361	361	361	361	361	361	361	361	361	
Фактический сценарий		167	200	250	361	361	361	361	361	361	361	314
Выборочный сценарий		167	200	250	361	361	361	361	361	361	361	
Средняя выручка на номер в день (ADR), тыс. руб.	19,5											
Пессимистичный сценарий		19,5	19,5	20,3	21,3	22,2	23,2	24,2	25,1	26,1	27,1	
Базовый сценарий		20,7	21,9	23,4	25,1	27,0	28,8	30,8	32,8	34,9	37,1	28,3
Оптимистичный сценарий		20,7	24,1	25,8	27,7	29,7	31,7	33,9	36,0	38,4	40,8	
Фактический сценарий		20,0	21,0	21,8	23,4	25,1	26,9	28,7	30,5	32,5	34,6	26,5
Выборочный сценарий		20,0	21,0	21,8	23,4	25,1	26,9	28,7	30,5	32,5	34,6	
Выручка от ресторанов как % от выручки от проживания	95%											
Пессимистичный сценарий		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
Базовый сценарий		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Оптимистичный сценарий		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Фактический сценарий		90%	90%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	94%
Выборочный сценарий		90%	90%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	
Прочая выручка как % от выручки от проживания	35%											
Пессимистичный сценарий		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	
Базовый сценарий		45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
Оптимистичный сценарий		45%	45%	45%	45%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Фактический сценарий		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Выборочный сценарий		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	
Загрузка номерного фонда, %	65,0%											
Пессимистичный сценарий		50%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	
Базовый сценарий		50%	55%	60%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	62%
Оптимистичный сценарий		65%	60%	65%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	
Фактический сценарий		50%	55%	55%	60%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	61%
Выборочный сценарий		50%	55%	55%	60%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.7 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели из отельного бизнеса с учетом разных сценариев (фрагмент модели)

Операционная модель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Переменные расходы как % от выручки	65,1%											
Пессимистичный сценарий	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	
Расходы на рекламу	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Прочие переменные расходы	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	
Базовый сценарий	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	68%
Расходы на рекламу	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Прочие переменные расходы	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	
Оптимистичный сценарий	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	
Расходы на рекламу	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Прочие переменные расходы	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	
Фактический сценарий	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	69%
Расходы на рекламу	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	3,00%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Прочие переменные расходы	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	57,5%	
Выборочный сценарий	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	
Эффект синергии по расходам на логистику и трансферы	250											
Без синергии		266	279	290	304	318	332	345	359	372	387	325,1
С синергией		200	210	218	229	239	250	260	270	280	291	244,7
Эффект синергии по расходам на юридическое сопровождение	75											
Без синергии		80	84	87	91	95	99	104	108	112	116	97,5
С синергией		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,1

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.8 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели из отельного бизнеса с учетом разных сценариев (фрагмент модели, продолжение)

Операционная модель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Прогнозы по операционной деятельности												
Выручка, всего	1 777,0	1 402,0	1 936,1	2 521,5	4 353,0	5 058,2	5 408,4	5 772,7	6 146,2	6 542,2	6 963,6	
Выручка от номеров	772,6	609,6	841,8	1 096,3	1 852,3	2 152,4	2 301,5	2 456,5	2 615,4	2 783,9	2 963,2	
Выручка от ресторанов	734,0	548,6	757,6	986,7	1 759,7	2 044,8	2 186,4	2 333,6	2 484,6	2 644,7	2 815,1	
Прочая выручка	270,4	243,8	336,7	438,5	740,9	861,0	920,6	982,6	1 046,2	1 113,6	1 185,3	
Переменные расходы	(1 157,0)	(960,8)	(1 326,9)	(1 728,1)	(2 983,4)	(3 466,7)	(3 706,7)	(3 956,4)	(4 212,3)	(4 483,8)	(4 772,6)	
Амортизация	(269,3)	(525,4)	(534,4)	(515,5)	(518,6)	(518,1)	(518,2)	(518,2)	(518,2)	(518,2)	(518,2)	
Валовая прибыль	350,7	(84,2)	74,8	277,9	851,0	1 073,4	1 183,5	1 298,2	1 415,7	1 540,3	1 672,9	
Валовая рентабельность, %	19,7%	-6,0%	3,9%	11,0%	19,6%	21,2%	21,9%	22,5%	23,0%	23,5%	24,0%	
Постоянные расходы, всего	(445,0)	(327,7)	(343,5)	(357,9)	(374,5)	(391,9)	(408,8)	(425,7)	(442,2)	(459,2)	(476,8)	
Расходы на логистику и трансфер	(250,0)	(200,0)	(209,7)	(218,4)	(228,6)	(239,2)	(249,5)	(259,8)	(269,9)	(280,3)	(291,1)	
Расходы на юридическое сопровождение	(75,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Прочие постоянные расходы	(120,0)	(127,6)	(133,7)	(139,3)	(145,8)	(152,6)	(159,2)	(165,7)	(172,2)	(178,8)	(185,7)	
ЕБИТ	(94,3)	(411,9)	(268,7)	(80,0)	476,5	681,5	774,7	872,5	973,5	1 081,1	1 196,0	
Рентабельность ЕБИТ, %	-5,3%	-29,4%	-13,9%	-3,2%	10,9%	13,5%	14,3%	15,1%	15,8%	16,5%	17,2%	
ЕБИТДА	444,2	113,4	265,7	435,5	995,1	1 199,6	1 292,9	1 390,6	1 491,7	1 599,3	1 714,2	
Рентабельность ЕБИТДА, %	25,0%	8,1%	13,7%	17,3%	22,9%	23,7%	23,9%	24,1%	24,3%	24,4%	24,6%	
Налоговая ставка, %	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
Чистый рабочий капитал (ЧРК)	-386	(304,5)	(420,6)	(547,7)	(945,6)	(1 098,7)	(1 174,8)	(1 253,9)	(1 335,1)	(1 421,1)	(1 512,6)	
ЧРК как % от выручки	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	-21,7%	
Долгосрочные обязательства	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	
Основные средства на начало периода	3256,0	3 176,5	3 231,1	3 116,7	3 135,6	3 132,5	3 133,0	3 132,9	3 133,0	3 133,0	3 133,0	
Капитальные вложения	459	580	420	534,4	515,5	518,6	518,1	518,2	518,2	518,2	518,2	
Амортизация	538,5	525,4	534,4	515,5	518,6	518,1	518,2	518,2	518,2	518,2	518,2	
Основные средства на конец периода	3 176,5	3 231,1	3 116,7	3 135,6	3 132,5	3 133,0	3 132,9	3 133,0	3 133,0	3 133,0	3 133,0	
Амортизация как % от ОС на начало период	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
Капитальные вложения как % от выручки	25,8%	41,4%	21,7%	21,2%	11,8%	10,3%	9,6%	9,0%	8,4%	7,9%	7,4%	

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.9 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели из отельного бизнеса с учетом разных сценариев (фрагмент модели, продолжение)

Операционная модель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Фактический сценарий	4											
Прогноз инфляции в РФ, данные IHS	13,7%	6,3%	4,8%	4,2%	4,6%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,8%	
Реальный рост средней стоимости 1 км оптоволокна		2,0%	2,0%	2,5%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Производственные мощности, тыс. км	4000											
Пессимистичный сценарий		4000	4000	5000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	
Базовый сценарий		4000	5500	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	5750
Оптимистичный сценарий		5000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	
Фактический сценарий		5000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	5900
Выборочный сценарий		5000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	
Средняя стоимость 1 км оптоволокна, тыс. руб	0,5											
Пессимистичный сценарий		0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	
Базовый сценарий		0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,7
Оптимистичный сценарий		0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	
Фактический сценарий		0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	0,7
Выборочный сценарий		0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	
Выручка от продажи излишек преформ	0%											
Пессимистичный сценарий		0%	0%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	
Базовый сценарий		0%	3%	6%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	7%
Оптимистичный сценарий		0%	5%	8%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Фактический сценарий		0%	0%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	5%
Выборочный сценарий		0%	0%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	
Выручка от прокладки оптоволокна (ВОЛС)	5%											
Пессимистичный сценарий		5%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
Базовый сценарий		5%	5%	5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%
Оптимистичный сценарий		7%	7%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
Фактический сценарий		5%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%
Выборочный сценарий		5%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
Загрузка мощностей	75,2%											
Пессимистичный сценарий		75%	80%	85%	85%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
Базовый сценарий		75%	82%	85%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	89%
Оптимистичный сценарий		75%	85%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	
Фактический сценарий		75%	85%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	92%
Выборочный сценарий		75%	85%	90%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.10 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели, производящей оптоволокно с учетом разных сценариев

Операционная модель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Переменные расходы как % от выручки	73,9%											
Пессимистичный сценарий	73,0%	66,0%	54,0%	54,0%	54,0%	54,0%	54,0%	54,0%	54,0%	54,0%	54,0%	
Расходы на производство преформ	53,0%	48,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	
Расходы из за брака преформ и оптоволокну	15,0%	14,00%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	5,0%	4,00%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Базовый сценарий	68,5%	61,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	52%
Расходы на рекламу	50,5%	45,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	14,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Прочие переменные расходы	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Оптимистичный сценарий	60,5%	57,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	
Расходы на рекламу	45,5%	44,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Прочие переменные расходы	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Фактический сценарий	71,5%	58,5%	45,5%	43,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	46%
Расходы на рекламу	51,5%	44,5%	32,5%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Расходы на соблюдение эколог. норм	15,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Прочие переменные расходы	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Выборочный сценарий	71,5%	58,5%	45,5%	43,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	
Эффект синергии по расходам на логистику	100											
Без синергии		106	111	116	122	127	133	138	143	149	155	130,0
С синергией		50	52	55	57	60	62	65	67	70	73	61,2
Эффект синергии по расходам на юридическое сопровождение	45											
Без синергии		48	50	52	55	57	60	62	65	67	70	58,5
С синергией		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1,0

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.11 – Прогнозы операционной деятельности компании- цели, производящей оптоволокну с учетом разных сценариев (фрагмент модели, продолжение)

Операционная модель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Прогнозы по операционной деятельности												
Выручка, всего	1 430,8	1 939,4	3 094,0	3 798,5	4 375,9	4 716,6	5 067,8	5 435,5	5 815,4	6 220,4	6 653,3	
Выручка от оптоволокон	1 362,6	1 847,0	2 946,7	3 332,0	3 772,4	4 066,0	4 368,8	4 685,8	5 013,3	5 362,4	5 735,6	
Выручка от излишков преформ	-	-	-	166,6	264,1	284,6	305,8	328,0	350,9	375,4	401,5	
Выручка от прокладки	68,1	92,4	147,3	299,9	339,5	365,9	393,2	421,7	451,2	482,6	516,2	
Переменные расходы	(1 057,0)	(1 386,7)	(1 810,0)	(1 728,3)	(1 881,7)	(1 933,8)	(2 077,8)	(2 228,6)	(2 384,3)	(2 550,3)	(2 727,8)	
Амортизация	(259,2)	(802,0)	(764,8)	(767,8)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	
Валовая прибыль	114,5	(249,3)	519,2	1 302,3	1 726,7	2 015,2	2 222,4	2 439,3	2 663,5	2 902,4	3 157,8	
Валовая рентабельность, %	8,0%	-12,9%	16,8%	34,3%	39,5%	42,7%	43,9%	44,9%	45,8%	46,7%	47,5%	
Постоянные расходы, всего	(195,0)	(104,2)	(109,1)	(113,7)	(118,9)	(124,4)	(129,7)	(135,0)	(140,2)	(145,6)	(151,1)	
Расходы на логистику и трансфер	(100,0)	(50,0)	(52,4)	(54,6)	(57,1)	(59,8)	(62,4)	(65,0)	(67,5)	(70,1)	(72,8)	
Расходы на юридическое сопровождение	(45,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	
Прочие постоянные расходы	(50,0)	(53,2)	(55,7)	(58,1)	(60,8)	(63,6)	(66,3)	(69,1)	(71,7)	(74,5)	(77,4)	
ЕВИТ	(80,5)	(353,4)	410,1	1 188,7	1 607,8	1 890,8	2 092,7	2 304,3	2 523,3	2 756,8	3 006,7	
Рентабельность ЕВИТ, %	-5,6%	-18,2%	13,3%	31,3%	36,7%	40,1%	41,3%	42,4%	43,4%	44,3%	45,2%	
ЕВИТДА	263,0	448,6	1 174,9	1 956,5	2 375,4	2 658,4	2 860,3	3 071,9	3 290,9	3 524,4	3 774,3	
Рентабельность ЕВИТДА, %	18,4%	23,1%	38,0%	51,5%	54,3%	56,4%	56,4%	56,5%	56,6%	56,7%	56,7%	
Налоговая ставка, %	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Чистый рабочий капитал (ЧРК)	410	555,8	886,6	1 088,5	1 254,0	1 351,6	1 452,2	1 557,6	1 666,5	1 782,5	1 906,6	
ЧРК как % от выручки	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	
Долгосрочные обязательства	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	
Основные средства на начало периода	4237,0	9 893,5	9 435,0	9 472,2	9 469,2	9 469,4	9 469,4	9 469,4	9 469,4	9 469,4	9 469,4	
Капитальные вложения	6000	343,5	802,0	764,8	767,8	767,6	767,6	767,6	767,6	767,6	767,6	
Амортизация	343,5	802,0	764,8	767,8	767,6	767,6	767,6	767,6	767,6	767,6	767,6	
Основные средства на конец периода	9 893,5	9 435,0	9 472,2	9 469,2	9 469,4	9 469,4	9 469,4	9 469,4	9 469,4	9 469,4	9 469,4	
Амортизация как % от ОС на начало периода	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	
Капитальные вложения как % от выручки	419,4%	17,7%	25,9%	20,1%	17,5%	16,3%	15,1%	14,1%	13,2%	12,3%	11,5%	

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.12 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели, производящей оптоволоконно с учетом разных сценариев (фрагмент модели, продолжение)

Операционная модель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Выборочный сценарий	5											
Прогноз инфляции в РФ, данные IHS	13,7%	6,3%	4,8%	4,2%	4,6%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,8%	
Реальный рост средней выручки на 1 кв м торговой площади	3,5%	3,5%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Количество магазинов	22											
Пессимистичный сценарий		22	22	24	26	26	26	26	26	26	26	
Базовый сценарий		23	25	28	28	28	28	28	28	28	28	27
Оптимистичный сценарий		23	26	29	30	30	30	30	30	30	30	
Фактический сценарий		23	25	28	28	28	28	28	28	28	28	27
Выборочный сценарий		23	25	28	28	28	28	28	28	28	28	
Средняя выручка на 1 кв м магазина, тыс. руб.	225,7											
Пессимистичный сценарий		225,7	236,6	251,5	268,4	289,3	310,9	326,9	343,0	359,8	377,3	
Базовый сценарий		248,4	269,5	286,4	305,7	329,5	354,0	372,3	390,6	409,7	429,7	339,6
Оптимистичный сценарий		248,4	296,4	315,0	336,3	362,4	389,4	409,6	429,7	450,7	472,7	
Фактический сценарий		248,4	296,4	315,0	336,3	362,4	389,4	409,6	429,7	450,7	472,7	371,1
Выборочный сценарий		248,4	296,4	315,0	336,3	362,4	389,4	409,6	429,7	450,7	472,7	
Выручка от доставки	2%											
Пессимистичный сценарий		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Базовый сценарий		2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
Оптимистичный сценарий		2%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Фактический сценарий		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Выборочный сценарий		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Выручка от реставрации	4%											
Пессимистичный сценарий		5%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
Базовый сценарий		5%	5%	5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%
Оптимистичный сценарий		7%	7%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
Фактический сценарий		5%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%
Выборочный сценарий		5%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
Средняя площадь магазина, тыс. кв. м.	0,188											
Пессимистичный сценарий		0,188	0,188	0,188	0,188	0,188	0,188	0,188	0,188	0,188	0,188	
Базовый сценарий		0,190	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195	0,195
Оптимистичный сценарий		0,195	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	
Фактический сценарий		0,195	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
Выборочный сценарий		0,195	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.13 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели, из ритейл-бизнеса с учетом разных сценариев (фрагмент модели)

Операционная модель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Переменные расходы как % от выручки	76,3%											
Пессимистичный сценарий	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	
Расходы на закупку	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	
Расходы на рекламу	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Расходы на контроль	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Базовый сценарий	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	75%
Расходы на закупку	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%	
Расходы на рекламу	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Расходы на контроль	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Оптимистичный сценарий	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	
Расходы на закупку	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	
Расходы на рекламу	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Расходы на контроль	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Фактический сценарий	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	78%
Расходы на закупку	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	
Расходы на рекламу	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Расходы на контроль	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Выборочный сценарий	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	
Эффект синергии по расходам на логистику	75											
Без синергии	80	84	87	91	95	99	104	108	112	116		97,5
С синергией	50	52	55	57	60	62	65	67	70	73		61,2
Эффект синергии по расходам на юридическое сопровождение	20											
Без синергии	21	22	23	24	25	27	28	29	30	31		26,0
С синергией	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		1,0

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.14 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели из ритейл-бизнеса с учетом разных сценариев (фрагмент модели, продолжение)

Операционная модель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	Средняя
Прогнозы по операционной деятельности												
Выручка, всего	990,5	1 192,0	1 586,0	1 958,3	2 090,1	2 252,9	2 420,6	2 545,8	2 670,9	2 801,4	2 938,2	
Выручка от продаж	934,4	1 114,0	1 482,2	1 764,2	1 883,0	2 029,6	2 180,7	2 293,5	2 406,2	2 523,8	2 647,0	
Выручка от доставки	18,7	22,3	29,6	35,3	37,7	40,6	43,6	45,9	48,1	50,5	52,9	
Выручка от реставрации	37,4	55,7	74,1	158,8	169,5	182,7	196,3	206,4	216,6	227,1	238,2	
Переменные расходы	(756,0)	(923,8)	(1 229,1)	(1 517,7)	(1 619,9)	(1 746,0)	(1 876,0)	(1 973,0)	(2 069,9)	(2 171,1)	(2 277,1)	
Амортизация	(75,0)	(222,7)	(217,0)	(217,8)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	
Валовая прибыль	159,5	45,5	139,9	222,8	252,6	289,2	326,9	355,1	383,2	412,6	443,4	
Валовая рентабельность, %	16,1%	3,8%	8,8%	11,4%	12,1%	12,8%	13,5%	13,9%	14,3%	14,7%	15,1%	
Постоянные расходы, всего	(145,0)	(104,2)	(109,1)	(113,7)	(118,9)	(124,4)	(129,7)	(135,0)	(140,2)	(145,6)	(151,1)	
Расходы на логистику и трансфер	(75,0)	(50,0)	(52,4)	(54,6)	(57,1)	(59,8)	(62,4)	(65,0)	(67,5)	(70,1)	(72,8)	
Расходы на юридическое сопровождение	(20,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	
Прочие постоянные расходы	(50,0)	(53,2)	(55,7)	(58,1)	(60,8)	(63,6)	(66,3)	(69,1)	(71,7)	(74,5)	(77,4)	
ЕБИТ	14,5	(58,7)	30,7	109,1	133,7	164,8	197,2	220,1	243,0	267,0	292,2	
Рентабельность ЕБИТ, %	1,5%	-4,9%	1,9%	5,6%	6,4%	7,3%	8,1%	8,6%	9,1%	9,5%	9,9%	
ЕБИТДА	198,1	164,0	247,7	326,9	351,4	382,5	414,9	437,8	460,7	484,7	510,0	
Рентабельность ЕБИТДА, %	20,0%	13,8%	15,6%	16,7%	16,8%	17,0%	17,1%	17,2%	17,3%	17,3%	17,4%	
Налоговая ставка, %	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Чистый рабочий капитал (ЧРК)	110	132,4	176,1	217,5	232,1	250,2	268,8	282,7	296,6	311,1	326,3	
ЧРК как % от выручки	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	
Долгосрочные обязательства	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Основные средства на начало периода	1250,0	1 516,4	1 477,3	1 483,0	1 482,2	1 482,3	1 482,3	1 482,3	1 482,3	1 482,3	1 482,3	
Капитальные вложения	450	183,6	222,7	217,0	217,8	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	
Амортизация	183,6	222,7	217,0	217,8	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	217,7	
Основные средства на конец периода	1 516,4	1 477,3	1 483,0	1 482,2	1 482,3	1 482,3	1 482,3	1 482,3	1 482,3	1 482,3	1 482,3	
Амортизация как % от ОС на начало период	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	
Капитальные вложения как % от выручки	45,4%	15,4%	14,0%	11,1%	10,4%	9,7%	9,0%	8,6%	8,2%	7,8%	7,4%	

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.15 – Прогнозы операционной деятельности компании-цели из ритейл-бизнеса с учетом разных сценариев (фрагмент модели, продолжение)

LBO модель - Отель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Отчет о прибылях и убытках											
ЕВИТ		-411,9	-268,7	-80,0	476,5	681,5	774,7	872,5	973,5	1081,1	1196,0
Проценты по кредитной линии		(49,5)	(127,5)	(183,9)	(199,1)	(175,1)	(151,7)	(121,8)	(80,6)	(28,5)	--
Проценты по старшему долгу		(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(188,8)	(135,1)
Проценты по субординированному кредиту		(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)
Процентный доход по остатку ДС		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Прибыль до налогообложения		-878,0	-812,8	-680,5	-139,1	89,8	206,4	334,1	476,4	638,9	836,0
Налог на прибыль		--	--	--	--	(13,9)	(32,0)	(51,8)	(73,8)	(99,0)	(129,6)
Чистая прибыль		(878,0)	(812,8)	(680,5)	(139,1)	75,9	174,4	282,3	402,6	539,8	706,4
Отчет о движении денежных средств											
ЕВИТДА		113,4	265,7	435,5	995,1	1 199,6	1 292,9	1 390,6	1 491,7	1 599,3	1 714,2
Уплаченный налог на прибыль		--	--	--	--	(13,9)	(32,0)	(51,8)	(73,8)	(99,0)	(129,6)
Изменения в чистом рабочем капитале		(81,5)	116,0	127,2	397,8	153,2	76,1	79,1	81,1	86,0	91,5
Изменения в долгосрочных обязательствах		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Капитальные вложения		(580,0)	(420,0)	(534,4)	(515,5)	(518,6)	(518,1)	(518,2)	(518,2)	(518,2)	(518,2)
Денежный поток к обслуживанию долга (CFADS)		(548,0)	(38,3)	28,2	877,5	820,3	818,9	899,8	980,8	1 068,1	1 158,0
Проценты по кредитной линии		(49,5)	(127,5)	(183,9)	(199,1)	(175,1)	(151,7)	(121,8)	(80,6)	(28,5)	--
Проценты по старшему долгу		(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(191,6)	(188,8)	(135,1)
Проценты по субординированному кредиту		(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)	(225,0)
Процентный доход по остатку ДС		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Денежный поток к погашению долга		(1 014,1)	(582,4)	(572,2)	261,8	228,6	250,6	361,4	483,7	625,9	797,9
Получение/(погашение) кредитной линии		1 014,1	582,4	572,2	(261,8)	(228,6)	(250,6)	(361,4)	(483,7)	(582,6)	--
Погашение старшего долга		--	--	--	--	--	--	--	--	(43,2)	(797,9)
Погашение субординированного кредита		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Чистый денежный поток		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Остаток денежных средств	0,0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.16 – Прогноз отчета о прибылях и убытках и ОДДС компании-цели отельного бизнеса (фрагмент модели)

ЛВО модель - Оптоволокно, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Отчет о прибылях и убытках											
ЕВИТ	-353,4	410,1	1188,7	1607,8	1890,8	2092,7	2304,3	2523,3	2756,8	3006,7	
Проценты по кредитной линии	(21,8)	(63,3)	(63,8)	(22,2)	--	--	--	--	--	--	
Проценты по старшему долгу	(383,1)	(383,1)	(383,1)	(360,2)	(260,2)	(91,5)	--	--	--	--	
Процентный доход по остатку ДС	--	--	--	--	--	1,4	38,1	113,5	198,4	293,7	
Прибыль до налогообложения	-758,3	-36,3	741,8	1225,4	1630,6	2002,5	2342,4	2636,7	2955,3	3300,4	
Налог на прибыль	--	--	(148,4)	(245,1)	(326,1)	(400,5)	(468,5)	(527,3)	(591,1)	(660,1)	
Чистая прибыль	(758,3)	(36,3)	593,4	980,3	1 304,5	1 602,0	1 873,9	2 109,4	2 364,2	2 640,3	
Отчет о движении денежных средств											
ЕВИТДА	448,6	1 174,9	1 956,5	2 375,4	2 658,4	2 860,3	3 071,9	3 290,9	3 524,4	3 774,3	
Уплаченный налог на прибыль	--	--	(148,4)	(245,1)	(326,1)	(400,5)	(468,5)	(527,3)	(591,1)	(660,1)	
Изменения в чистом рабочем капитале	(145,8)	(330,9)	(201,9)	(165,5)	(97,6)	(100,6)	(105,4)	(108,9)	(116,0)	(124,1)	
Изменения в долгосрочных обязательствах	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Капитальные вложения	(343,5)	(802,0)	(764,8)	(767,8)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	(767,6)	
Денежный поток к обслуживанию долга (CFADS)	(40,6)	42,0	841,4	1 197,0	1 467,1	1 591,5	1 730,5	1 887,1	2 049,7	2 222,6	
Проценты по кредитной линии	(21,8)	(63,3)	(63,8)	(22,2)	--	--	--	--	--	--	
Проценты по старшему долгу	(383,1)	(383,1)	(383,1)	(360,2)	(260,2)	(91,5)	--	--	--	--	
Процентный доход по остатку ДС	--	--	--	--	--	1,4	38,1	113,5	198,4	293,7	
Денежный поток к погашению долга	(445,5)	(404,4)	394,6	814,6	1 206,9	1 501,4	1 768,5	2 000,5	2 248,2	2 516,3	
Получение/(погашение) кредитной линии	445,5	404,4	(394,6)	(455,3)	--	--	--	--	--	--	
Погашение старшего долга	--	--	--	(359,3)	(1 206,9)	(1 433,8)	--	--	--	--	
Чистый денежный поток	--	--	--	--	--	67,6	1 768,5	2 000,5	2 248,2	2 516,3	
Остаток денежных средств	0,0	--	--	--	--	--	67,6	1 836,1	3 836,6	6 084,8	8 601,1

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.17 – Прогноз отчета о прибылях и убытках и ОДДС компании-цели, производящей оптоволокно (фрагмент модели)

LBO модель - Ритейл, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Отчет о прибылях и убытках											
ЕВИТ		-58,7	30,7	109,1	133,7	164,8	197,2	220,1	243,0	267,0	292,2
Проценты по кредитной линии		(8,7)	(25,8)	(39,1)	(46,6)	(50,8)	(52,6)	(52,0)	(49,2)	(44,2)	(37,0)
Проценты по старшему долгу		(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)
Процентный доход по остатку ДС		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Прибыль до налогообложения		-195,1	-122,8	-57,7	-40,6	-13,7	16,9	40,4	66,2	95,1	127,5
Налог на прибыль		--	--	--	--	--	(3,4)	(8,1)	(13,2)	(19,0)	(25,5)
Чистая прибыль		(195,1)	(122,8)	(57,7)	(40,6)	(13,7)	13,5	32,3	52,9	76,1	102,0
Отчет о движении денежных средств											
ЕВИТДА		164,0	247,7	326,9	351,4	382,5	414,9	437,8	460,7	484,7	510,0
Уплаченный налог на прибыль		--	--	--	--	--	(3,4)	(8,1)	(13,2)	(19,0)	(25,5)
Изменения в чистом рабочем капитале		(22,4)	(43,8)	(41,3)	(14,6)	(18,1)	(18,6)	(13,9)	(13,9)	(14,5)	(15,2)
Изменения в долгосрочных обязательствах		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Капитальные вложения		(183,6)	(222,7)	(217,0)	(217,8)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	(217,7)	(217,7)
Денежный поток к обслуживанию долга (CFADS)		(41,9)	(18,8)	68,6	118,9	146,7	175,2	198,1	215,9	233,5	251,5
Проценты по кредитной линии		(8,7)	(25,8)	(39,1)	(46,6)	(50,8)	(52,6)	(52,0)	(49,2)	(44,2)	(37,0)
Проценты по старшему долгу		(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)	(127,7)
Процентный доход по остатку ДС		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Денежный поток к погашению долга		(178,4)	(172,3)	(98,2)	(55,4)	(31,8)	(5,1)	18,4	39,0	61,6	86,8
Получение/(погашение) кредитной линии		178,4	172,3	98,2	55,4	31,8	5,1	(18,4)	(39,0)	(61,6)	(86,8)
Погашение старшего долга		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Чистый денежный поток		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Остаток денежных средств		0,0	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.18 – Прогноз отчета о прибылях и убытках и ОДДС компании-цели из ритейл-бизнеса (фрагмент модели)

ЛВО модель - Отель, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
График погашения: кредитная линия											
Баланс на начало периода		-	1 014,1	1 596,5	2 168,7	1 906,9	1 678,3	1 427,7	1 066,3	582,6	-
Привлечение/(погашение)		1 014,1	582,4	572,2	(261,8)	(228,6)	(250,6)	(361,4)	(483,7)	(582,6)	-
Баланс на конец периода	0,0	1 014,1	1 596,5	2 168,7	1 906,9	1 678,3	1 427,7	1 066,3	582,6	-	-
Процентные расходы		49,5	127,5	183,9	199,1	175,1	151,7	121,8	80,6	28,5	-
График погашения: старший долг											
Баланс на начало периода		1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 456,8
Привлечение/(погашение)		-	-	-	-	-	-	-	-	(43,2)	(797,9)
Баланс на конец периода	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 456,8	658,9
Процентные расходы		191,6	191,6	191,6	191,6	191,6	191,6	191,6	191,6	188,8	135,1
График погашения: субординированный кредит											
Баланс на начало периода		1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0
Привлечение/(погашение)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Баланс на конец периода	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0
Процентные расходы		225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0
Остаток денежных средств		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Процентный доход по остатку ДС		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Кредитные метрики											
Год		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
ЕБИТДА		113,4	265,7	435,5	995,1	1 199,6	1 292,9	1 390,6	1 491,7	1 599,3	1 714,2
Кредитная линия (Revolver)		1 014,1	1 596,5	2 168,7	1 906,9	1 678,3	1 427,7	1 066,3	582,6	-	-
Старший долг (Senior secured loan)		1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 456,8	658,9
Субординированный долг		1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0
Денежные средства		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистый долг		4 014,1	4 596,5	5 168,7	4 906,9	4 678,3	4 427,7	4 066,3	3 582,6	2 956,8	2 158,9
Чистый долг/ЕБИТДА		35,4 х	17,3 х	11,9 х	4,9 х	3,9 х	3,4 х	2,9 х	2,4 х	1,8 х	1,3 х
Чистые уплачиваемые процентные расходы		466,1	544,1	600,5	615,6	591,7	568,3	538,4	497,1	442,3	360,1
ЕБИТДА / Уплачиваемые проценты		0,2 х	0,5 х	0,7 х	1,6 х	2,0 х	2,3 х	2,6 х	3,0 х	3,6 х	4,8 х
(ЕБИТДА - Кап. вложения) / Уплачиваемые расходы		(1,0)х	(0,3)х	(0,2)х	0,8 х	1,2 х	1,4 х	1,6 х	2,0 х	2,4 х	3,3 х
CFADS / Чистый долг		-13,7%	-0,8%	0,5%	17,9%	17,5%	18,5%	22,1%	27,4%	36,1%	53,6%

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.19 – Прогноз графика погашения кредитов и займов компании-цели из отельного бизнеса (фрагмент модели)

ЛВО модель - Оптоволокно, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
График погашения: кредитная линия											
Баланс на начало периода		-	445,5	849,9	455,3	-	-	-	-	-	-
Привлечение/(погашение)		445,5	404,4	(394,6)	(455,3)	-	-	-	-	-	-
Баланс на конец периода	0,0	445,5	849,9	455,3	-	-	-	-	-	-	-
Процентные расходы		21,8	63,3	63,8	22,2	-	-	-	-	-	-
График погашения: старший долг											
Баланс на начало периода		3 000,0	3 000,0	3 000,0	3 000,0	2 640,7	1 433,8	-	-	-	-
Привлечение/(погашение)		-	-	-	(359,3)	(1 206,9)	(1 433,8)	-	-	-	-
Баланс на конец периода	3 000,0	3 000,0	3 000,0	3 000,0	2 640,7	1 433,8	-	-	-	-	-
Процентные расходы		383,1	383,1	383,1	360,2	260,2	91,5	-	-	-	-
Остаток денежных средств	-	-	-	-	-	-	67,6	1 836,1	3 836,6	6 084,8	8 601,1
Процентный доход по остатку ДС		-	-	-	-	-	1,4	38,1	113,5	198,4	293,7
Кредитные метрики											
Год		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
ЕБИТДА		448,6	1 174,9	1 956,5	2 375,4	2 658,4	2 860,3	3 071,9	3 290,9	3 524,4	3 774,3
Кредитная линия (Revolver)		445,5	849,9	455,3	-	-	-	-	-	-	-
Старший долг (Senior secured loan)		3 000,0	3 000,0	3 000,0	2 640,7	1 433,8	-	-	-	-	-
Денежные средства		-	-	-	-	-	67,6	1 836,1	3 836,6	6 084,8	8 601,1
Чистый долг		3 445,5	3 849,9	3 455,3	2 640,7	1 433,8	(67,6)	(1 836,1)	(3 836,6)	(6 084,8)	(8 601,1)
Чистый долг/ЕБИТДА		7,7 х	3,3 х	1,8 х	1,1 х	0,5 х	(0,0)х	(0,6)х	(1,2)х	(1,7)х	(2,3)х
Чистые уплачиваемые процентные расходы		404,9	446,4	446,9	382,4	260,2	90,2	0,5	0,5	0,5	0,5
ЕБИТДА / Уплачиваемые проценты		1,1 х	2,6 х	4,4 х	6,2 х	10,2 х	31,7 х	6 143,9 х	6 581,8 х	7 048,9 х	7 548,6 х
(ЕБИТДА - Кап. вложения) / Уплачиваемые расходы		0,3 х	0,8 х	2,7 х	4,2 х	7,3 х	23,2 х	4 608,6 х	5 046,6 х	5 513,7 х	6 013,4 х
CFADS / Чистый долг		-1,2%	1,1%	24,4%	45,3%	102,3%	-2355,9%	-94,2%	-49,2%	-33,7%	-25,8%

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.20 – Прогноз графика погашения кредитов и займов компании-цели, производящей оптоволокно (фрагмент модели)

ЛВО модель - Ритейл, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
График погашения: кредитная линия											
Баланс на начало периода		-	178,4	350,7	448,8	504,2	536,0	541,1	522,7	483,6	422,1
Привлечение/(погашение)		178,4	172,3	98,2	55,4	31,8	5,1	(18,4)	(39,0)	(61,6)	(86,8)
Баланс на конец периода	0,0	178,4	350,7	448,8	504,2	536,0	541,1	522,7	483,6	422,1	335,2
Процентные расходы		8,7	25,8	39,1	46,6	50,8	52,6	52,0	49,2	44,2	37,0
График погашения: старший долг											
Баланс на начало периода		1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0
Привлечение/(погашение)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Баланс на конец периода	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0
Процентные расходы		127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7
Остаток денежных средств	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Процентный доход по остатку ДС		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Кредитные метрики											
Год		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
ЕБИТДА		164,0	247,7	326,9	351,4	382,5	414,9	437,8	460,7	484,7	510,0
Кредитная линия (Revolver)		178,4	350,7	448,8	504,2	536,0	541,1	522,7	483,6	422,1	335,2
Старший долг (Senior secured loan)		1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0
Денежные средства		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистый долг		1 178,4	1 350,7	1 448,8	1 504,2	1 536,0	1 541,1	1 522,7	1 483,6	1 422,1	1 335,2
Чистый долг/ЕБИТДА		7,2 х	5,5 х	4,4 х	4,3 х	4,0 х	3,7 х	3,5 х	3,2 х	2,9 х	2,6 х
Чистые уплачиваемые процентные расходы		136,4	153,5	166,8	174,3	178,5	180,3	179,7	176,9	171,9	164,7
ЕБИТДА / Уплачиваемые проценты		1,2 х	1,6 х	2,0 х	2,0 х	2,1 х	2,3 х	2,4 х	2,6 х	2,8 х	3,1 х
(ЕБИТДА - Кап. вложения) / Уплачиваемые расходы		(0,1)х	0,2 х	0,7 х	0,8 х	0,9 х	1,1 х	1,2 х	1,4 х	1,6 х	1,8 х
CFADS / Чистый долг		-3,6%	-1,4%	4,7%	7,9%	9,6%	11,4%	13,0%	14,6%	16,4%	18,8%

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.21 – Прогноз графика погашения кредитов и займов компании-цели из ритейл-бизнеса (фрагмент модели)

LBO модель - Отель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Расчет капитала к выходу											
Год		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
EV/EBITDA при выходе (план)		9,0 x	9,0 x	9,0 x	9,0 x	9,0 x	9,0 x	9,0 x	9,0 x	9,0 x	9,0 x
Стоимость бизнеса (EV), млн руб.		1 020,9	2 391,0	3 919,3	8 956,1	10 796,5	11 636,1	12 515,7	13 425,0	14 393,4	15 427,8
Чистый долг к выходу, млн руб.		4 014,1	4 596,5	5 168,7	4 906,9	4 678,3	4 427,7	4 066,3	3 582,6	2 956,8	2 158,9
Стоимость капитала к выходу, млн руб.		(2 993,3)	(2 205,5)	(1 249,4)	4 049,2	6 118,2	7 208,4	8 449,3	9 842,4	11 436,6	13 268,9
Денежные потоки инвестора, млн руб.	(1 434)	-	-	-	-	6 118	-	-	-	-	-
Ставка дисконтирования	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%	26,55%
Дисконт-фактор по годам	1	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Итоговый дисконт-фактор	1	0,89	0,70	0,56	0,44	0,35	0,27	0,22	0,17	0,14	0,11
Дисконтированные денежные потоки инвестора, млн руб.	(1 434)	-	-	-	-	2 120	-	-	-	-	-
Показатели инвестиционной привлекательности											
IRR		33,7%									
Cost of equity		26,6%									
Cash on Cash (CoC)		4,3 x									
NPV		686									

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.22 – Расчет показателей инвестиционной привлекательности LBO компании-цели из отельного бизнеса (фрагмент модели)

LBO модель - Оптоволокну, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Расчет капитала к выходу											
Год		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
EV/EBITDA при выходе (план)		7,0 x	7,0 x	7,0 x	7,0 x	7,0 x	7,0 x	7,0 x	7,0 x	7,0 x	7,0 x
Стоимость бизнеса (EV)		3 140,0	8 224,1	13 695,5	16 627,7	18 609,0	20 022,1	21 503,5	23 036,3	24 671,1	26 420,2
Чистый долг к выходу		3 445,5	3 849,9	3 455,3	2 640,7	1 433,8	(67,6)	(1 836,1)	(3 836,6)	(6 084,8)	(8 601,1)
Стоимость капитала к выходу		(305,6)	4 374,3	10 240,2	13 987,0	17 175,2	20 089,6	23 339,6	26 872,9	30 755,9	35 021,3
Денежные потоки инвестора	(1 607)	-	-	(1 461)	-	15 458	-	-	-	-	-
Ставка дисконтирования	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%
Дисконт-фактор по годам	1	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Итоговый дисконт-фактор	1	0,88	0,69	0,53	0,42	0,32	0,25	0,20	0,15	0,12	0,09
Дисконтированные денежные потоки инвестора	(1 607)	-	-	(781)	-	5 005	-	-	-	-	-
Показатели инвестиционной привлекательности											
IRR	49,9%										
Cost of equity	28,5%										
Cash on Cash (CoC)	8,7 x										
NPV	2 617										

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.23 – Расчет показателей инвестиционной привлекательности LBO компании-цели, производящей оптоволокну (фрагмент модели)

LBO модель - Ритейл	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Расчет капитала к выходу											
Год		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
EV/ЕБИТДА при выходе (план)		5,5 х	5,5 х	5,5 х	5,5 х	5,5 х	5,5 х	5,5 х	5,5 х	5,5 х	5,5 х
Стоимость бизнеса (EV), млн руб.		902,2	1 362,4	1 798,2	1 932,6	2 103,8	2 282,1	2 407,9	2 534,1	2 666,1	2 804,8
Чистый долг к выходу, млн руб.		1 178,4	1 350,7	1 448,8	1 504,2	1 536,0	1 541,1	1 522,7	1 483,6	1 422,1	1 335,2
Стоимость капитала к выходу, млн руб.		(276,2)	11,7	349,3	428,4	567,9	741,0	885,2	1 050,4	1 244,0	1 469,6
Денежные потоки инвестора	(242)	-	-	-	-	-	741	-	-	-	-
Ставка дисконтирования	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%
Дисконт-фактор по годам	1	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Итоговый дисконт-фактор	1	0,91	0,75	0,62	0,51	0,42	0,35	0,29	0,24	0,20	0,16
Дисконтированные денежные потоки инвестора	(242)	-	-	-	-	-	260	-	-	-	-
Показатели инвестиционной привлекательности											
IRR	20,5%										
Cost of equity	21,0%										
Cash on Cash (CoC)	3,1 х										
NPV	18										

Источник: составлено автором по данным [93].

Рисунок С.24 – Расчет показателей инвестиционной привлекательности LBO компании-цели, из ритейл-бизнеса (фрагмент модели)

Приложение Т
(информационное)

Данные по компаниям-аналогам компаний-таргетов

	Безрычаговая бета	ND/МС
Медиана	40%	45%
Средняя	40%	41%
Минимум	35%	18%
Максимум	46%	57%

Название компании	Тикер	Описание компании	Рычаговая бета
Isrotel Ltd. (TASE:ISRO)	TASE:ISRO	Работает в Израиле, включает 21 отель с различными удобствами, в т.ч. рестораны, конференц-залы, магазины, бассейны, фитнес-клубы, кинотеатры	0,53
Valamar Riviera d.d. (ZGSE:RIVP)	ZGSE:RIVP	Работает как туристическая компания в Республике Хорватия и за рубежом. Компания работает в трех сегментах: отели и апартаменты, кемпинги и другой бизнес	0,62
Dan Hotels Ltd (TASE:DANH)	TASE:DAN H	Владеет и управляет сетью отелей в Израиле. В его состав входят 19 отелей с общим количеством номеров 4050	0,63
Transcorp Hotels Plc (NGSE: TRANSCOHOT)	NGSE:TRAN SCOHOT	Предоставляет гостиничные услуги в Нигерии (в т.ч. конференц-залы)	0,45
Arena Hospitality Group d.d. (ZGSE:ARNT)	ZGSE:ARNT	Владеет, арендует, управляет и развивает высококлассные и стильные отели и кемпинги	0,59
Lux Island Resorts Ltd (MUSE:NRL.N0000)	MUSE:NRL. N0000	Инвестиции и управление отелями и курортами на Маврикии, острове Реюньон и Мальдивах	0,60

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Т.1 – Данные компаний-аналогов отельного бизнеса для расчета WACC и оценки компаний-цели по мультипликаторам сравнительным подходом (фрагмент модели)

Дата анализа	31.12.2022
Начальная дата	31.12.2017
Конечная дата	31.12.2022
Индекс	Local
Валюта	USD
Период беты	М

	LTM Выручка	Рентабельность ЕБИТДА	LTM ЕБИТДА
Медиана	269,90	25%	70,54
Средняя	280,17	26%	67,47
Минимум	46,70	20%	15,64
Максимум	520,10	34%	124,82

EV/Выручка	EV/ЕБИТДА
2,13	9,45
2,45	9,53
1,35	4,54
3,90	13,53

Название компании	Капитализация, млн руб.	Чистый долг, млн руб.	Финансовый рычаг (ND/МС)	Безрычаговая бета	LTM Выручка	Рентабельность ЕБИТДА	LTM ЕБИТДА	Стоимость бизнеса (EV)	EV/Выручка	EV/ЕБИТДА
Isrotel Ltd. (TASE:ISRO)	1 430,00	259,40	18,14%	0,45	520,10	24%	124,82	1 689,40	3,25	13,53
Valamar Riviera d.d. (ZGSE:RIVP)	523,70	277,10	52,91%	0,40	359,20	26%	93,75	800,80	2,23	8,54
Dan Hotels Ltd (TASE:DANH)	628,50	235,30	37,44%	0,46	443,90	20%	87,45	863,80	1,95	9,88
Transcorp Hotels Plc (NGSE: TRANSCOHOT)	142,90	39,40	27,57%	0,35	46,70	34%	15,64	182,30	3,90	11,65
Arena Hospitality Group d.d.	169,80	96,10	56,60%	0,38	130,50	23%	29,49	265,90	2,04	9,02
Lux Island Resorts Ltd (MUSE:NRL.N0000)	157,70	85,90	54,47%	0,39	180,60	30%	53,64	243,60	1,35	4,54

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Т.2 – Данные компаний-аналогов отельного бизнеса для расчета WACC и оценки компаний-цели по мультипликаторам сравнительным подходом (фрагмент модели, продолжение)

	Безрычаговая бета	ND/MC
Медиана	85%	52%
Средняя	85%	57%
Минимум	66%	40%
Максимум	103%	82%

Название компании	Тикер	Описание компании	Рычаговая бета
Lumentum Holdings Inc. (NasdaqGS:LITE)	NasdaqGS: LITE	Lumentum Holdings Inc. производит и продает оптические и фотонные продукты в Северной и Южной Америке, Азиатско-Тихоокеанском регионе, Европе, на Ближнем Востоке и в Африке. Компания работает в сегментах оптических коммуникаций (OpComms) и коммерческих лазеров	1,48
EKINOPS S.A. (ENXTPA:EKI)	ENXTPA: EKI	EKINOPS S.A. предоставляет телекоммуникационные решения поставщикам услуг и предприятиям по всему миру. Компания предлагает Ekinops360, решение для оптического транспорта и коммутатора OTN	1,58
XAVi Technologies Corporation (TWSE:3447)	TWSE:3447	Корпорация XAVi Technologies поставляет сетевое и телекоммуникационное оборудование по всему миру. Она занимается разработкой, производством и маркетингом высокоскоростных волоконно-оптических кабелей, IP-приставок, беспроводной инфраструктуры и продуктов Интернета вещей для различных клиентов	1,21
Aksh Optifibre Limited (NSEI:AKSHOPTFBR)	NSEI: AKSHOPTFBR	Aksh Optifibre Limited разрабатывает, производит и продает оптоволоконные кабели в Индии. Компания работает в сегментах производства и услуг. Предлагает оптические волокна и ряд волоконно-оптических кабелей	1,35
Optical Cable Corporation (NasdaqGM:OCC)	NasdaqGM: OCC	Optical Cable Corporation занимается производством и продажей оптоволоконных и медных кабелей для передачи данных и решений для подключения для корпоративного рынка в США и за рубежом	1,22
Smartlink Holdings Limited (NSEI:SMARTLINK)	NSEI: SMARTLINK	Smartlink Holdings Limited разрабатывает, производит и продает оптическое волокно в Индии. Производственные мощности по вытяжке оптического волокна – 10 млн км в год	1,11

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Т.3 – Данные компаний-аналогов, производящих оптоволоконно, для расчета WACC и оценки компаний-цели по мультипликаторам сравнительным подходом (фрагмент модели)

Дата анализа	31.12.2022
Начальная дата	31.12.2017
Конечная дата	31.12.2022
Индекс	Local
Валюта	USD
Период беты	М

	LTM Выручка	ЕБИТDA margin	LTM ЕБИТDA
Медиана	111,35	31%	30,81
Средняя	369,25	31%	96,94
Минимум	21,10	25%	6,96
Максимум	1 767,00	35%	441,75

EV/Выручка	EV/ЕБИТDA
2,81	10,56
3,16	10,34
2,15	7,40
4,40	13,18

Название компании	Капитализация	Чистый долг	Финансовый рычаг (ND/МС)	Безрычаговая бета	LTM Выручка	Рентабельность ЕБИТDA	LTM ЕБИТDA	Стоимость бизнеса (EV)	EV/Выручка	EV/ЕБИТDA
Lumentum Holdings Inc. (NasdaqGS:LITE)	3 556,20	1 783,21	50,14%	0,99	1 767,00	25%	441,75	5 339,41	3,02	12,09
EKINOPS S.A. (ENXTPA:EKI)	234,90	125,20	53,30%	1,03	147,80	27%	39,91	360,10	2,44	9,02
XAVi Technologies Corporation (TWSE:3447)	245,23	201,33	82,10%	0,66	172,40	35%	60,34	446,56	2,59	7,40
Aksh Optifibre Limited (NSEI:AKSHOPTFBR)	96,45	45,66	47,34%	0,92	32,30	34%	10,98	142,11	4,40	12,94
Optical Cable Corporation (NasdaqGM:OCC)	95,43	65,34	68,47%	0,72	74,90	29%	21,72	160,77	2,15	7,40
Smartlink Holdings Limited (NSEI:SMARTLINK)	65,33	26,45	40,49%	0,79	21,10	33%	6,96	91,78	4,35	13,18

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Т.4 – Данные компаний-аналогов, производящих оптоволокно, для расчета WACC и оценки компаний-цели по мультипликаторам сравнительным подходом (фрагмент модели, продолжение)

	Безрычаговая бета	ND/MC
Медиана	25%	25%
Средняя	28%	29%
Минимум	19%	10%
Максимум	38%	64%

Название компании	Тикер	Описание компании	Рычаговая бета
Atacadão S.A. (BOVESPA:CRFB3)	BOVESPA: CRFB3	Atacadão S.A. занимается оптовой и розничной торговлей продуктами питания, одеждой, бытовой техникой, электроникой и другими товарами в Бразилии	0,48
InRetail Perú Corp. (BVL:INRETC1)	BVL:INRETC1	InRetail Perú Corp. работает как мультиформатный ритейлер преимущественно в Перу. Компания работает в сегментах розничной торговли продуктами питания, аптек и цифровых технологий	0,39
Grupo Mateus S.A. (BOVESPA:GMAT3)	BOVESPA: GMAT3	Grupo Mateus SA управляет сетью супермаркетов в Бразилии. Управляет розничной и оптовой торговлей, магазинами мебели и бытовой техники, а также занимается электронной коммерцией	0,39
BinDawood Holding Company (SASE:4161)	SASE:4161	Холдинговая компания «БинДавуд» занимается розничной торговлей продуктами питания и товарами для дома. Предоставляет информационные технологии и связь; доставка, хранение и транспортировка; а также влияние на рынок и услуги цифрового маркетинга	0,25
Al Meera Consumer Goods Company Q.P.S.C. (DSM:MERS)	DSM:MERS	Компания Al Meera Consumer Goods Q.P.S.C. вместе со своими дочерними компаниями занимается оптовой и розничной торговлей различными видами потребительских товаров в	0,28

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Т.5 – Данные компаний-аналогов из ритейл-бизнеса для расчета WACC и оценки компаний-цели по мультипликаторам сравнительным подходом (фрагмент модели)

Дата анализа	31.12.2022
Начальная дата	31.12.2017
Конечная дата	31.12.2022
Индекс	Local
Валюта	USD
Период беты	М

	LTM Выручка	Рентабельность ЕБИТДА	LTM ЕБИТДА
Медиана	5 036,60	10%	349,54
Средняя	7 182,18	9%	491,49
Минимум	782,80	5%	101,76
Максимум	22 990,90	13%	1 239,21

EV/Выручка	EV/ЕБИТДА
1,02	9,25
0,91	9,40
0,32	6,00
1,38	13,81

Название компании	Капитализация	Чистый долг	Финансовый рычаг (ND/МС)	Безрычаговая бета	LTM Выручка	Рентабельность ЕБИТДА	LTM ЕБИТДА	Стоимость бизнеса (EV)	EV/Выручка	EV/ЕБИТДА
Atacadão S.A. (BOVESPA:CRFB3)	5 930,30	1 509,50	25,45%	0,38	22 990,90	5%	1 239,21	7 439,80	0,32	6,00
InRetail Perú Corp. (BVL:INRETC1)	3 532,00	2 258,40	63,94%	0,24	5 689,30	11%	625,82	5 790,40	1,02	9,25
Grupo Mateus S.A. (BOVESPA:GMAT3)	2 663,20	259,70	9,75%	0,36	5 036,60	7%	349,54	2 922,90	0,58	8,36
BinDawood Holding Company (SASE:4161)	1 472,20	476,10	32,34%	0,19	1 411,30	10%	141,13	1 948,30	1,38	13,81
Al Meera Consumer Goods Company Q.P.S.C. (DSM:MERS)	866,90	105,60	12,18%	0,25	782,80	13%	101,76	972,50	1,24	9,56

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок Т.6 – Данные компаний-аналогов из ритейл-бизнеса для расчета WACC и оценки компаний-цели по мультипликаторам сравнительным подходом (фрагмент модели, продолжение)

Приложение У
(информационное)

Расчет Cost of equity и WACC для компаний-целей

Категория	Сокращение	Компания 1 - отель	Компания 2 - ритейл	Компания 3 - оптоволокно	Источник
Безрисковая ставка в долларах США	Rf	6,24%	6,24%	6,24%	Cbonds, доходность к погашению еврооблигаций РФ с погашением в 2047 г.
Коэффициент бета без учета структуры капитала	β_{unlev}	0,40	0,25	0,85	Thomson Reuters (Refinitiv)
Соотношение заемного и собственного капитала	D/E	400,0%	233,3%	150,0%	Фактическая структура финансирования сделки
Доля заемного капитала	Wd	80,0%	70,0%	60,0%	D/E / (1 + D/E)
Доля собственного капитала	We	20,0%	30,0%	40,0%	1 - Wd
Коэффициент бета с учетом структуры капитала	β_{relev}	1,98	0,82	2,13	$\beta_{unlev} * (1 + D/E)$
Премия за риск инвестирования в акции	ERP	5,5%	5,5%	5,5%	Средний размер ERP, используемый в Big4
Премия за размер	SP	3,02%	3,02%	3,02%	Duff & Phelps, Cost of Capital Navigator
Премия за специфический риск компании	SRP	1,0%	2,0%	2,0%	Предположение аналитика
Стоимость собственного капитала в долларах	Ke (USD)	21,1%	15,8%	23,0%	$Rf + \beta_{relev} * ERP + SP + SRP$
Доходность к погашению государственных облигаций в рублях	YTM (RUB)	9,68%	9,68%	9,68%	Cbonds, доходность к погашению ОФЗ с погашением в 2029 г.
Доходность к погашению государственных еврооблигаций в долларах США	YTM (USD)	5,00%	5,00%	5,00%	Cbonds, доходность к погашению еврооблигаций РФ с погашением в 2029 г.
Стоимость собственного капитала в рублях	Ke (RUB)	26,55%	20,95%	28,48%	$(1 + Ke (USD)) * (1 + YTM (RUB)) / (1 + YTM (USD)) - 1$
Доналоговая стоимость долга в рублях	Kd (RUB)	9,10%	9,10%	9,10%	Средневзвешенная процентная ставка по кредитам в РФ
Ставка налога на прибыль	t	20,00%	20,00%	20,00%	Налоговый кодекс РФ
Средневзвешенная стоимость капитала в рублях	WACC (RUB)	11,13%	11,38%	15,76%	$Ke (RUB) * We + (1 - t) * Kd (RUB) * Wd$

Источник: составлено автором по материалам [109;120; 152].

Рисунок У.1 – Расчет Cost of equity и WACC для компаний-таргетов (данные по состоянию на 31.12.2022; фрагмент модели)

Приложение Ф
(информационное)

Расчет APV стоимости целевой компании с учетом трех компонентов

LBO модель - Отель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Налоговый щит от процентных расходов	--	93,2	108,8	120,1	123,1	118,3	113,7	107,7	99,4	88,5	72,0
Ставка дисконтирования	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%
Дисконт-фактор по годам	1	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88
Итоговый дисконт-фактор	1	0,94	0,82	0,72	0,63	0,56	0,49	0,43	0,38	0,33	0,29
Дисконтир. налоговый щит от процент. расходов	--	87,4	89,5	86,8	78,1	65,9	55,6	46,2	37,5	29,3	20,9
Приведенная стоимость налогового щита	597,3	Риск банкротства компании в соответствии с коэффициентом покрытия процентов (данные Дамодарана)									
Расчет стоимости риска банкротства											
			Больше чем	Меньше чем	Кред. рейтинг	Спред	Риск банкротства				
Стандартное отклонение EBIT	582,9	+	-100000	0,499999	D2/D	16,0%	100,0%				
Стоимость банкротства (% от EV)	27%	--	0,5	0,799999	C2/C	14,0%	85,0%				
Минимальный коэффициент покрытия процентов	0,2 x	--	0,8	1,249999	Ca2/CC	12,8%	70,0%				
Минимальный кредитный рейтинг компании	D2/D	--	1,25	1,499999	Caа/CCC	9,4%	50,0%				
Риск банкротства	100%	--	1,5	1,999999	B3/B-	6,0%	35,0%				
Стоимость риска банкротства	1 165,9	--	2	2,499999	B2/B	4,4%	30,0%				
		--	2,5	2,999999	B1/B+	3,8%	25,0%				
		--	3	3,499999	Ba2/BB	2,7%	15,0%				
Adjusted present value (APV)	(407,5)	--	3,5	3,999999	Ba1/BB+	2,2%	12,5%				
		--	4	4,499999	Baa2/BBB	1,9%	7,0%				
		--	4,5	5,999999	A3/A-	1,5%	2,5%				
		--	6	7,499999	A2/A	1,4%	2,5%				
		--	7,5	9,499999	A1/A+	1,2%	2,5%				
		--	9,5	12,499999	Aa2/AA	0,8%	0,5%				
		--	12,5	100000	Aaa/AAA	0,7%	0,1%				

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ф.1 – Предлагаемый расчет APV стоимости компании-цели из отельного бизнеса (фрагмент модели)

LBO модель - Оптоволокну, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Adjusted present value (APV)											
Расчет стоимости безрычаговых денежных потоков											
FCF	(1 607,4)	(40,6)	42,0	841,4	1 197,0	1 467,1	1 591,5	1 730,5	1 887,1	2 049,7	2 222,6
Терминальная стоимость											9 443,6
Ставка дисконтирования	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%
Дисконт-фактор по годам	1	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Итоговый дисконт-фактор	1	0,88	0,69	0,53	0,42	0,32	0,25	0,20	0,15	0,12	0,09
Дисконт. денеж. потоки инвестора	(1 607,4)	(35,9)	28,8	449,7	498,0	475,1	401,1	339,5	288,1	243,6	1 079,2
NPV потоков без рычага	2 160										
Расчет стоимости налогового щита процентных расходов											
Налоговый щит от процентных расходов	--	81,0	89,3	89,4	76,5	52,0	18,3	(0,0)	0,0	(0,0)	0,0
Ставка дисконтирования	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%
Дисконт-фактор по годам	1	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Итоговый дисконт-фактор	1	0,97	0,91	0,86	0,81	0,76	0,71	0,67	0,63	0,59	0,56
Дисконт. налог. щит от процент. расходов	--	78,5	81,4	76,6	61,6	39,4	13,0	(0,0)	0,0	(0,0)	0,0
Приведенная стоимость налог. щита	350,4										
Риск банкротства компании в соответствии с коэффициентом покрытия процентов (данные Дамодарана)											
Расчет стоимости риска банкротства											
Стандартное отклонение EBIT	1 149,4	--			Больше чем	Меньше чем	Кред. рейтинг	Спред	Риск банкротства		
Стоимость банкротства (% от EV)	30%	--			-100000	0,499999	D2/D	16,0%	100,0%		
Мин. коэффициент покрытия процентов	1,1 x	+			0,5	0,799999	C2/C	14,0%	85,0%		
Минимальный кредитный рейтинг компании	Ca2/CC	--			0,8	1,249999	Ca2/CC	12,8%	70,0%		
Риск банкротства	70%	--			1,25	1,499999	Ca2/CC	9,4%	50,0%		
Стоимость риска банкротства	1 609,2	--			1,5	1,999999	B3/B-	6,0%	35,0%		
		--			2	2,499999	B2/B	4,4%	30,0%		
		--			2,5	2,999999	B1/B+	3,8%	25,0%		
		--			3	3,499999	Ba2/BB	2,7%	15,0%		
Adjusted present value (APV)	901,1	--			3,5	3,999999	Ba1/BB+	2,2%	12,5%		
		--			4	4,499999	Baa2/BBB	1,9%	7,0%		
		--			4,5	5,999999	A3/A-	1,5%	2,5%		
		--			6	7,499999	A2/A	1,4%	2,5%		
		--			7,5	9,499999	A1/A+	1,2%	2,5%		
		--			9,5	12,499999	Aa2/AA	0,8%	0,5%		
		--			12,5	100000	Aaa/AAA	0,7%	0,1%		

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ф.2 – Предлагаемый расчет APV стоимости компании-цели, производящей оптоволокну (фрагмент модели)

LBO модель - Ритейл, млн руб.	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Adjusted present value (APV)											
Расчет стоимости безрычаговых денежных потоков											
FCF	(242,1)	(41,9)	(18,8)	68,6	118,9	146,7	175,2	198,1	215,9	233,5	251,5
Терминальная стоимость											1 543,3
Ставка дисконтирования	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%	20,95%
Дисконт-фактор по годам	1	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
Итоговый дисконт-фактор	1	0,91	0,75	0,62	0,51	0,42	0,35	0,29	0,24	0,20	0,16
Дисконтированные денежные потоки инвестора	(242,1)	(38,1)	(14,1)	42,6	61,1	62,3	61,5	57,5	51,8	46,4	294,6
NPV потоков без рычага	384										
Расчет стоимости налогового щита процентных расходов											
Налоговый щит от процентных расходов	--	27,3	30,7	33,4	34,9	35,7	36,1	35,9	35,4	34,4	32,9
Ставка дисконтирования	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%
Дисконт-фактор по годам	1	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Итоговый дисконт-фактор	1	0,94	0,84	0,74	0,66	0,58	0,52	0,46	0,41	0,36	0,32
Дисконтированный налоговый щит от процентных расходов	--	25,7	25,6	24,7	22,9	20,8	18,6	16,5	14,4	12,4	10,5
Приведенная стоимость налогового щита	192,0										
Расчет стоимости риска банкротства											
Стандартное отклонение EBIT	113,1	--									
Стоимость банкротства (% от EV)	19%	--									
Минимальный коэффициент покрытия процентов	1,2 x	+									
Минимальный кредитный рейтинг компании	Ca2/CC	--									
Риск банкротства	70%	--									
Стоимость риска банкротства	158,3	--									
Adjusted present value (APV)	417,3	--									
Риск банкротства компании в соответствии с коэффициентом покрытия процентов (данные Дамодарана)											
					Больше чем	Меньше чем	Кред. рейтинг	Сред	Риск банкротства		
					-100000	0,499999	D2/D	16,0%	100,0%		
					0,5	0,799999	C2/C	14,0%	85,0%		
					0,8	1,249999	Ca2/CC	12,8%	70,0%		
					1,25	1,499999	Ca2/CCC	9,4%	50,0%		
					1,5	1,999999	B3/B-	6,0%	35,0%		
					2	2,499999	B2/B	4,4%	30,0%		
					2,5	2,999999	B1/B+	3,8%	25,0%		
					3	3,499999	Ba2/BB	2,7%	15,0%		
					3,5	3,999999	Ba1/BB+	2,2%	12,5%		
					4	4,499999	Baa2/BBB	1,9%	7,0%		
					4,5	5,999999	A3/A-	1,5%	2,5%		
					6	7,499999	A2/A	1,4%	2,5%		
					7,5	9,499999	A1/A+	1,2%	2,5%		
					9,5	12,499999	Aa2/AA	0,8%	0,5%		
					12,5	100000	Aaa/AAA	0,7%	0,1%		

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ф.3 – Предлагаемый расчет APV стоимости компании-цели из ритейл-бизнеса (фрагмент модели)

Приложение X
(информационное)

Анализ чувствительности показателей в предлагаемой модели

LBO модель - Отель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Мультипликатор входа											
IRR		8,2x	8,7x	9,2x	9,7x	10,2x	10,7x	11,2x			
	8,5x	49,3%	41,4%	35,6%	30,9%	27,1%	23,8%	21,0%			
	9,0x	52,4%	44,4%	38,4%	33,7%	29,7%	26,4%	23,6%			
	9,5x	55,3%	47,1%	41,0%	36,2%	32,2%	28,8%	25,9%			
Мультипликатор выхода	10,0x	57,9%	49,7%	43,5%	38,5%	34,5%	31,0%	28,1%			
	10,5x	60,4%	52,0%	45,7%	40,7%	36,6%	33,1%	30,1%			
	11,0x	62,8%	54,3%	47,9%	42,8%	38,6%	35,1%	32,0%			
	11,5x	65,0%	56,4%	49,9%	44,8%	40,5%	36,9%	33,8%			
Операционный сценарий											
IRR		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт				Год выхода		
	8,5x	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	IRR	8,5x	25,4%	30,9%	28,8%	
9,0x	33,7%	33,7%	33,7%	33,7%	9,0x		29,6%	33,7%	30,9%		
	9,5x	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	9,5x	33,4%	36,2%	32,8%		
Мультипликатор выхода	10,0x	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	Мультипликатор выхода	10,0x	36,9%	38,5%	34,5%	
	10,5x	40,7%	40,7%	40,7%	40,7%		10,5x	40,2%	40,7%	36,2%	
	11,0x	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%		11,0x	43,2%	42,8%	37,7%	
	11,5x	44,8%	44,8%	44,8%	44,8%		11,5x	46,1%	44,8%	39,2%	
Мультипликатор входа											
Cash on Cash (CoC)		8,2x	8,7x	9,2x	9,7x	10,2x	10,7x	11,2x			
	8,5x	7,4 x	5,7 x	4,6 x	3,8 x	3,3 x	2,9 x	2,6 x			
	9,0x	8,2 x	6,3 x	5,1 x	4,3 x	3,7 x	3,2 x	2,9 x			
	9,5x	9,0 x	6,9 x	5,6 x	4,7 x	4,0 x	3,5 x	3,2 x			
Мультипликатор выхода	10,0x	9,8 x	7,5 x	6,1 x	5,1 x	4,4 x	3,9 x	3,4 x			
	10,5x	10,6 x	8,1 x	6,6 x	5,5 x	4,8 x	4,2 x	3,7 x			
	11,0x	11,4 x	8,7 x	7,1 x	5,9 x	5,1 x	4,5 x	4,0 x			
	11,5x	12,2 x	9,4 x	7,6 x	6,4 x	5,5 x	4,8 x	4,3 x			
Операционный сценарий											
Cash on Cash (CoC)		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт				Год выхода		
	8,5x	3,8 x	3,8 x	3,8 x	3,8 x	Cash on Cash (CoC)	8,5x	2,5 x	3,8 x	4,6 x	
9,0x	4,3 x	4,3 x	4,3 x	4,3 x	9,0x		2,8 x	4,3 x	5,0 x		
	9,5x	4,7 x	4,7 x	4,7 x	4,7 x	9,5x	3,2 x	4,7 x	5,5 x		
Мультипликатор выхода	10,0x	5,1 x	5,1 x	5,1 x	5,1 x	Мультипликатор выхода	10,0x	3,5 x	5,1 x	5,9 x	
	10,5x	5,5 x	5,5 x	5,5 x	5,5 x		10,5x	3,9 x	5,5 x	6,4 x	
	11,0x	5,9 x	5,9 x	5,9 x	5,9 x		11,0x	4,2 x	5,9 x	6,8 x	
	11,5x	6,4 x	6,4 x	6,4 x	6,4 x		11,5x	4,6 x	6,4 x	7,3 x	

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок X.1 – Анализ чувствительности для показателей IRR и Cash on cash от изменения показателей сделки по приобретению отеля (фрагмент предлагаемой модели)

LBO модель - Отель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П					
NPV		8,2x	8,7x	9,2x	9,7x	10,2x	10,7x	11,2x								
	8,5x	1 168	938	708	478	248	18	(212)								
	9,0x	1 376	1 146	916	686	456	226	(4)								
	9,5x	1 584	1 354	1 124	894	664	434	204								
Мультипликатор выхода	10,0x	1 791	1 561	1 332	1 102	872	642	412								
	10,5x	1 999	1 769	1 539	1 310	1 080	850	620								
	11,0x	2 207	1 977	1 747	1 517	1 288	1 058	828								
	11,5x	2 415	2 185	1 955	1 725	1 495	1 266	1 036								
		Операционный сценарий				Год выхода			Операционный сценарий							
NPV		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт	NPV		Год 4	Год 5	Год 6		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт	
	8,5x	478	478	478	478		8,5x	123	478	363		С синергией	686	686	686	686
	9,0x	686	686	686	686		9,0x	342	686	540		Без синергии	686	686	686	686
	9,5x	894	894	894	894		9,5x	560	894	717						
Мультипликатор выхода	10,0x	1 102	1 102	1 102	1 102	Мультипликатор выхода	10,0x	778	1 102	894						
	10,5x	1 310	1 310	1 310	1 310		10,5x	996	1 310	1 071						
	11,0x	1 517	1 517	1 517	1 517		11,0x	1 214	1 517	1 248						
	11,5x	1 725	1 725	1 725	1 725		11,5x	1 433	1 725	1 425						
		Мультипликатор входа														
APV		8,2x	8,7x	9,2x	9,7x	10,2x	10,7x	11,2x								
	19,5%	1 736	1 506	1 277	1 047	817	587	357								
	21,5%	1 192	962	732	502	272	42	(188)								
	23,5%	768	539	309	79	(151)	(381)	(611)								
CoE	25,5%	432	202	(28)	(258)	(488)	(718)	(948)								
	27,5%	159	(71)	(301)	(531)	(761)	(991)	(1 221)								
	29,5%	(66)	(296)	(526)	(756)	(986)	(1 215)	(1 445)								
	31,5%	(253)	(483)	(713)	(943)	(1 173)	(1 403)	(1 633)								
		Операционный сценарий				Объем старшего долга										
APV		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт	APV		1000	1500	2000						
	20,6%	744	744	744	744		19,5%	363	1 047	1 722						
	22,6%	268	268	268	268		21,5%	(169)	502	1 166						
	24,6%	(106)	(106)	(106)	(106)		23,5%	(583)	79	735						
CoE	26,6%	(407)	(407)	(407)	(407)	CoE	25,5%	(913)	(258)	391						
	28,6%	(654)	(654)	(654)	(654)		27,5%	(1 180)	(531)	113						
	30,6%	(858)	(858)	(858)	(858)		29,5%	(1 399)	(756)	(116)						
	32,6%	(1 029)	(1 029)	(1 029)	(1 029)		31,5%	(1 583)	(943)	(307)						

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок X.2 – Анализ чувствительности для показателей NPV и APV сделки по приобретению отеля (фрагмент модели, продолжение)

LBO модель	2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	
Анализ чувствительности												
Мультипликатор входа												
IRR												
			5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x			
	Мультипликатор выхода	5,0x	42,3%	40,6%	39,0%	37,5%	36,1%	34,8%	33,6%			
		5,5x	46,0%	44,2%	42,5%	41,0%	39,6%	38,2%	37,0%			
		6,0x	49,3%	47,5%	45,8%	44,2%	42,7%	41,4%	40,0%			
		6,5x	52,4%	50,5%	48,8%	47,2%	45,7%	44,2%	42,9%			
		7,0x	55,3%	53,4%	51,6%	49,9%	48,4%	46,9%	45,5%			
		7,5x	58,0%	56,0%	54,2%	52,5%	50,9%	49,4%	48,0%			
8,0x		60,5%	58,5%	56,7%	54,9%	53,3%	51,8%	50,4%				
Операционный сценарий												
IRR												
			Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт			IRR			
	Мультипликатор выхода	5,0x	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	Мультипликатор выхода	5,0x	40,5%	37,5%	34,2%	
		5,5x	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%		5,5x	45,7%	41,0%	36,7%	
		6,0x	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%		6,0x	50,5%	44,2%	39,0%	
		6,5x	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%		6,5x	54,9%	47,2%	41,1%	
		7,0x	49,9%	49,9%	49,9%	49,9%		7,0x	59,0%	49,9%	43,1%	
		7,5x	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%		7,5x	62,8%	52,5%	45,0%	
8,0x		54,9%	54,9%	54,9%	54,9%	8,0x		66,3%	54,9%	46,7%		
Мультипликатор входа												
Cash on Cash (CoC)												
			5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x			
	Мультипликатор выхода	5,0x	7,0 x	6,5 x	6,1 x	5,7 x	5,4 x	5,1 x	4,9 x			
		5,5x	7,9 x	7,3 x	6,9 x	6,5 x	6,1 x	5,8 x	5,5 x			
		6,0x	8,8 x	8,2 x	7,7 x	7,2 x	6,8 x	6,5 x	6,1 x			
		6,5x	9,7 x	9,0 x	8,5 x	8,0 x	7,5 x	7,1 x	6,8 x			
		7,0x	10,6 x	9,9 x	9,3 x	8,7 x	8,2 x	7,8 x	7,4 x			
		7,5x	11,5 x	10,7 x	10,0 x	9,5 x	8,9 x	8,4 x	8,0 x			
8,0x		12,4 x	11,6 x	10,8 x	10,2 x	9,6 x	9,1 x	8,7 x				
Операционный сценарий												
Cash on Cash (CoC)												
			Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт			Cash on Cash (CoC)			
	Мультипликатор выхода	5,0x	5,7 x	5,7 x	5,7 x	5,7 x	Мультипликатор выхода	5,0x	4,3 x	5,7 x	7,1 x	
		5,5x	6,5 x	6,5 x	6,5 x	6,5 x		5,5x	4,9 x	6,5 x	7,9 x	
		6,0x	7,2 x	7,2 x	7,2 x	7,2 x		6,0x	5,6 x	7,2 x	8,7 x	
		6,5x	8,0 x	8,0 x	8,0 x	8,0 x		6,5x	6,3 x	8,0 x	9,5 x	
		7,0x	8,7 x	8,7 x	8,7 x	8,7 x		7,0x	6,9 x	8,7 x	10,3 x	
		7,5x	9,5 x	9,5 x	9,5 x	9,5 x		7,5x	7,6 x	9,5 x	11,1 x	
8,0x		10,2 x	10,2 x	10,2 x	10,2 x	8,0x		8,3 x	10,2 x	11,9 x		

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок X.3 – Анализ чувствительности для показателей IRR и Cash on cash от изменения основных показателей сделки по приобретению производителя оптоволоконна (фрагмент модели)

LBO модель - Оптоволокно, млн руб.		2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П			
		Мультипликатор входа													
NPV		5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x							
	5,0x	1 353	1 258	1 163	1 068	972	877	782							
	5,5x	1 741	1 645	1 550	1 455	1 360	1 264	1 169							
Мультипликатор выхода	6,0x	2 128	2 033	1 938	1 842	1 747	1 652	1 556							
	6,5x	2 515	2 420	2 325	2 230	2 134	2 039	1 944							
	7,0x	2 903	2 808	2 712	2 617	2 522	2 426	2 331							
	7,5x	3 290	3 195	3 100	3 004	2 909	2 814	2 719							
	8,0x	3 678	3 582	3 487	3 392	3 296	3 201	3 106							
			Операционный сценарий				Год выхода			Операционный сценарий					
NPV		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт	NPV	Год 4	Год 5	Год 6	NPV	С синергией	Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт
	5,0x	1 068	1 068	1 068	1 068		5,0x	1 070	1 068	871	С синергией	2 617	2 617	2 617	2 617
	5,5x	1 455	1 455	1 455	1 455		5,5x	1 515	1 455	1 195	Без синергии	2 617	2 617	2 617	2 617
Мультипликатор выхода	6,0x	1 842	1 842	1 842	1 842	Мультипликатор выхода	6,0x	1 959	1 842	1 520					
	6,5x	2 230	2 230	2 230	2 230		6,5x	2 404	2 230	1 844					
	7,0x	2 617	2 617	2 617	2 617		7,0x	2 849	2 617	2 169					
	7,5x	3 004	3 004	3 004	3 004		7,5x	3 293	3 004	2 493					
	8,0x	3 392	3 392	3 392	3 392		8,0x	3 738	3 392	2 818					
			Мультипликатор входа												
APV		5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x							
	22,5%	3 009	2 913	2 818	2 723	2 628	2 532	2 437							
	24,5%	2 270	2 175	2 080	1 985	1 889	1 794	1 699							
CoE	26,5%	1 675	1 580	1 485	1 389	1 294	1 199	1 104							
	28,5%	1 187	1 092	996	901	806	711	615							
	30,5%	780	685	590	495	399	304	209							
	32,5%	438	343	247	152	57	(38)	(134)							
	34,5%	146	51	(44)	(139)	(235)	(330)	(425)							
			Операционный сценарий				Объем старшего долга								
APV		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт	APV	2500	3000	3500						
	22,5%	2 723	2 723	2 723	2 723		22,5%	2 558	2 723	3 363					
	24,5%	1 985	1 985	1 985	1 985		24,5%	1 824	1 985	2 620					
CoE	26,5%	1 389	1 389	1 389	1 389		26,5%	1 232	1 389	2 020					
	28,5%	901	901	901	901		28,5%	747	901	1 529					
	30,5%	495	495	495	495		30,5%	343	495	1 119					
	32,5%	152	152	152	152		32,5%	3	152	774					
	34,5%	(139)	(139)	(139)	(139)		34,5%	(286)	(139)	480					

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок X.4 – Анализ чувствительности для показателей NPV и APV от изменения основных показателей сделки по приобретению производителя оптоволокна (фрагмент модели, продолжение)

LBO модель - Ритейл		2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Анализ чувствительности												
		Мультипликатор входа										
IRR		4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x				
	Мультипликатор выхода	5,0x	#ЧИСЛО!	57,4%	25,2%	14,1%	7,5%	2,9%	-0,6%			
		5,5x	#ЧИСЛО!	66,3%	32,2%	20,5%	13,6%	8,7%	5,0%			
		6,0x	#ЧИСЛО!	73,3%	37,8%	25,6%	18,3%	13,3%	9,4%			
		6,5x	#ЧИСЛО!	79,1%	42,4%	29,8%	22,3%	17,1%	13,1%			
		7,0x	#ЧИСЛО!	84,1%	46,4%	33,4%	25,7%	20,3%	16,2%			
		7,5x	#ЧИСЛО!	88,5%	49,9%	36,6%	28,7%	23,2%	19,0%			
		8,0x	#ЧИСЛО!	92,4%	53,0%	39,4%	31,4%	25,8%	21,5%			
		Операционный сценарий								Год выхода		
IRR		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт	IRR			Год 5	Год 6	Год 7	
	Мультипликатор выхода	5,0x	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	5,0x	9,2%	14,1%	15,6%		
		5,5x	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	5,5x	18,6%	20,5%	20,3%		
		6,0x	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	6,0x	25,7%	25,6%	24,2%		
		6,5x	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	6,5x	31,5%	29,8%	27,5%		
		7,0x	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	7,0x	36,4%	33,4%	30,3%		
		7,5x	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%	7,5x	40,7%	36,6%	32,8%		
		8,0x	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	8,0x	44,5%	39,4%	35,0%		
		Мультипликатор входа										
Cash on Cash (CoC)		4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x				
	Мультипликатор выхода	5,0x	(7,8)x	15,2 x	3,9 x	2,2 x	1,5 x	1,2 x	1,0 x			
		5,5x	(10,8)x	21,1 x	5,3 x	3,1 x	2,1 x	1,7 x	1,3 x			
		6,0x	(13,9)x	27,1 x	6,8 x	3,9 x	2,7 x	2,1 x	1,7 x			
		6,5x	(16,9)x	33,0 x	8,3 x	4,8 x	3,3 x	2,6 x	2,1 x			
		7,0x	(19,9)x	38,9 x	9,8 x	5,6 x	3,9 x	3,0 x	2,5 x			
		7,5x	(23,0)x	44,8 x	11,3 x	6,5 x	4,5 x	3,5 x	2,8 x			
		8,0x	(26,0)x	50,7 x	12,8 x	7,3 x	5,1 x	4,0 x	3,2 x			
		Операционный сценарий								Год выхода		
Cash on Cash (CoC)		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт	Cash on Cash (CoC)			Год 5	Год 6	Год 7	
	Мультипликатор выхода	5,0x	2,2 x	2,2 x	2,2 x	2,2 x	5,0x	1,6 x	2,2 x	2,8 x		
		5,5x	3,1 x	3,1 x	3,1 x	3,1 x	5,5x	2,3 x	3,1 x	3,7 x		
		6,0x	3,9 x	3,9 x	3,9 x	3,9 x	6,0x	3,1 x	3,9 x	4,6 x		
		6,5x	4,8 x	4,8 x	4,8 x	4,8 x	6,5x	3,9 x	4,8 x	5,5 x		
		7,0x	5,6 x	5,6 x	5,6 x	5,6 x	7,0x	4,7 x	5,6 x	6,4 x		
		7,5x	6,5 x	6,5 x	6,5 x	6,5 x	7,5x	5,5 x	6,5 x	7,3 x		
		8,0x	7,3 x	7,3 x	7,3 x	7,3 x	8,0x	6,3 x	7,3 x	8,2 x		

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок X.5 – Анализ чувствительности для показателей IRR и Cash on cash от изменения основных показателей сделки по приобретению ритейлера уникальных домашних товаров (фрагмент модели)

LBO модель - Ритейл		2022Ф	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П						
		Мультипликатор входа																
NPV		4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x										
	5,0x	256	152	49	(55)	(158)	(262)	(365)										
Мультипликатор выхода	5,5x	329	225	122	18	(85)	(189)	(292)										
	6,0x	402	298	195	91	(12)	(116)	(219)										
	6,5x	475	371	268	164	60	(43)	(147)										
	7,0x	547	444	340	237	133	30	(74)										
	7,5x	620	517	413	310	206	103	(1)										
	8,0x	693	590	486	383	279	176	72										
		Операционный сценарий				Год выхода				Операционный сценарий								
NPV		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт				Год 5	Год 6	Год 7							
	5,0x	(55)	(55)	(55)	(55)				5,0x	(82)	(55)	(49)	NPV	С синергией	18	18	18	18
Мультипликатор выхода	5,5x	18	18	18	18				5,5x	(1)	18	15		Без синергии	18	18	18	18
	6,0x	91	91	91	91				6,0x	80	91	79						
	6,5x	164	164	164	164				6,5x	162	164	142						
	7,0x	237	237	237	237				7,0x	243	237	206						
	7,5x	310	310	310	310				7,5x	324	310	269						
	8,0x	383	383	383	383				8,0x	406	383	333						
		Мультипликатор входа																
APV		4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x										
	15,0%	1 259	1 156	1 052	949	845	742	638										
CoE	17,0%	1 023	920	816	713	609	506	402										
	19,0%	854	751	647	544	440	337	233										
	21,0%	728	624	521	417	314	210	107										
	23,0%	630	527	423	320	216	113	9										
	25,0%	553	450	346	243	139	36	(68)										
	27,0%	491	388	284	181	77	(26)	(130)										
		Операционный сценарий				Объем старшего долга												
APV		Пессимист	Базовый	Оптимист	Факт				2500	3000	3500							
	15,0%	949	949	949	949				15,0%	2 810	3 425	4 039						
CoE	17,0%	713	713	713	713				17,0%	2 553	3 168	3 782						
	19,0%	544	544	544	544				19,0%	2 369	2 984	3 599						
	21,0%	417	417	417	417				21,0%	2 233	2 847	3 462						
	23,0%	320	320	320	320				23,0%	2 127	2 742	3 356						
	25,0%	243	243	243	243				25,0%	2 044	2 659	3 273						
	27,0%	181	181	181	181				27,0%	1 978	2 592	3 207						

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок X.6 – Анализ чувствительности для показателей NPV и APV от изменения основных показателей сделки по приобретению ритейлера уникальных домашних товаров (фрагмент модели, продолжение)

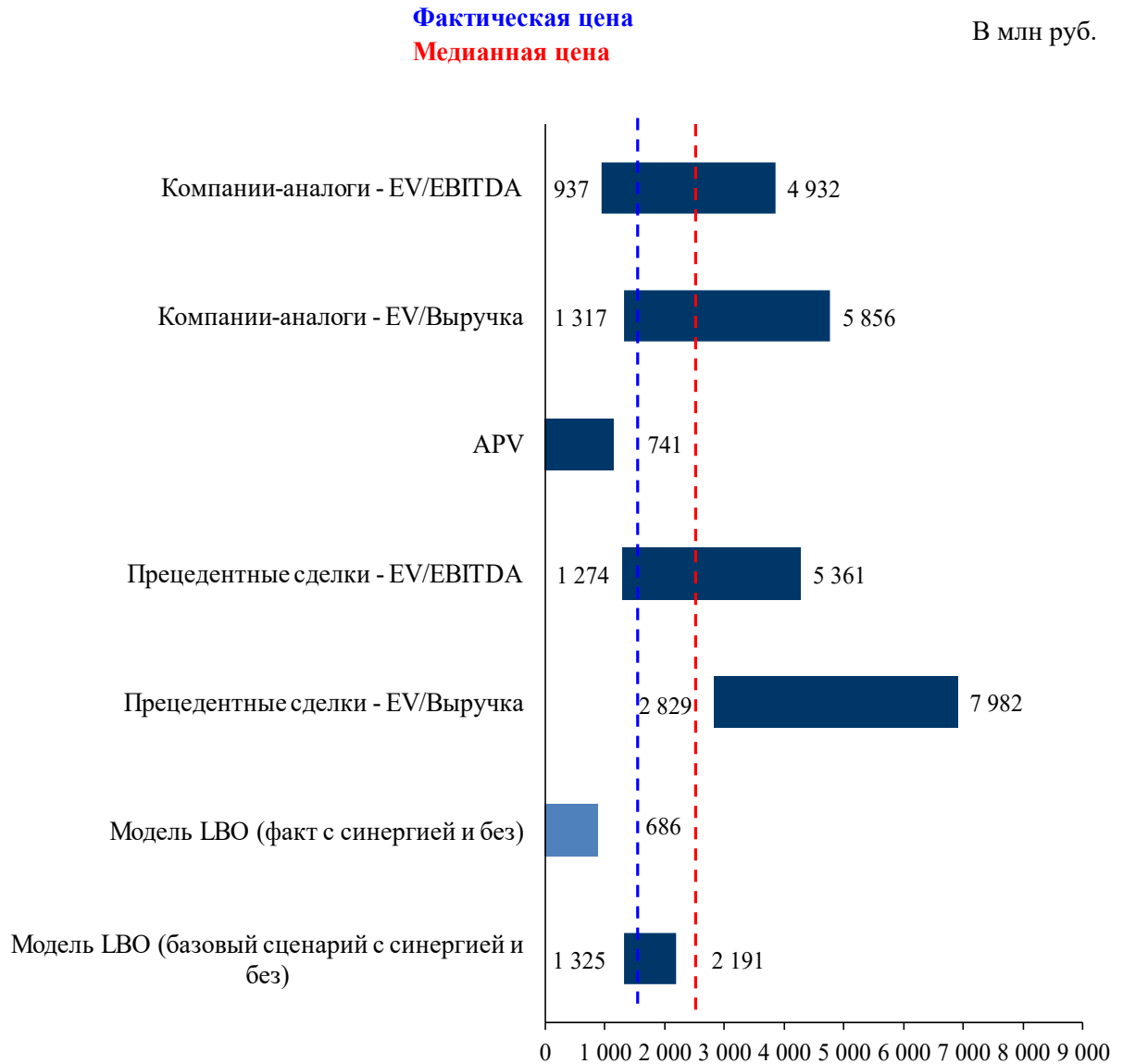
Приложение Ц
(информационное)

Результаты оценки стоимости собственного капитала целевой компании разными методами в виде «Football-field»

	на момент входа			
ЕБИТДА компании, млн руб.	444			
Выручка компании, млн руб.	1 777			
Чистый долг, млн руб.	1 080			
	минимум	максимум	дельта	медиана
Мультипликаторы EV				
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА, х	4,5x	13,5x	9,0x	9,4x
EV/Выручка, х	1,3x	3,9x	2,6x	2,1x
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА	5,3x	14,5x	9,2	9,9
EV/Выручка	2,2x	5,1x	2,9x	3,7x
Расчетная EV				
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА, млн руб.	2 018	6 013	3 995	4 197
EV/Выручка, млн руб.	2 397	6 937	4 540	3 791
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА, млн руб.	2 355	6 442	4 087	4 398
EV/Выручка, млн руб.	3 909	9 063	5 153	6 486
Расчетный капитал (Equity)				
APV (фактический и базовый сценарии)	(407)	741	1 149	167
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА	937	4 932	2 915	3 116
EV/Выручка	1 317	5 856	3 460	2 711
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА	1 274	5 361	3 007	3 318
EV/Выручка	2 829	7 982	4 073	5 406
Модель LBO (факт с синергией и без)	(205)	686	891	241
Модель LBO (базовый сценарий с синергией и без)	1 325	2 191	865	1 758
График				
Компании-аналоги - EV/ЕБИТДА	937	4 932	2 915	3 116
Компании-аналоги - EV/Выручка	1 317	5 856	3 460	2 711
APV	(407)	741	1 149	167
Прецедентные сделки - EV/ЕБИТДА	1 274	5 361	3 007	3 318
Прецедентные сделки - EV/Выручка	2 829	7 982	4 073	5 406
Модель LBO (факт с синергией и без)	(205)	686	891	241
Модель LBO (базовый сценарий с синергией и без)	1 325	2 191	865	1 758
Медиана				2 711
Средняя				2 388

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ц.1 – Данные для сравнения результатов оценки стоимости собственного капитала компании-цели из отдельного бизнеса, проведенного разными методами оценки (фрагмент модели)



Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ц.2 – Данные Football field по приобретению отеля (фрагмент модели)

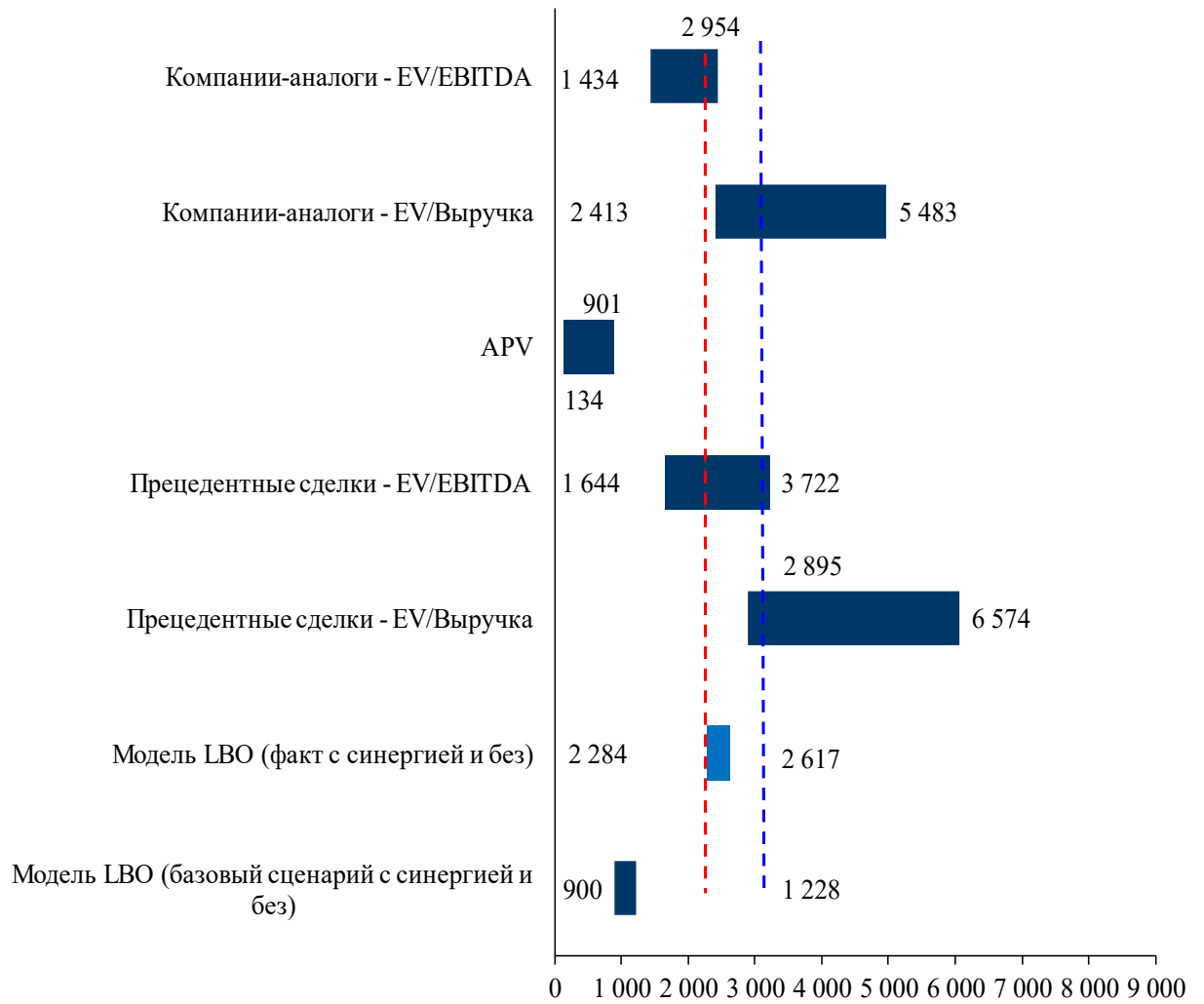
	на момент входа			
ЕБИТДА компании, млн руб.	263			
Выручка компании, млн руб.	1 363			
Чистый долг, млн руб.	512			
	минимум	максимум	дельта	медиана
Мультипликаторы EV				
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА	7,4x	13,2x	5,8x	9,4x
EV/Выручка	2,1x	4,4x	2,3x	2,1x
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА	8,2x	16,1x	7,9	12,2
EV/Выручка	2,5x	5,2x	2,7x	3,9x
Расчетная EV				
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА, млн руб.	1 946	3 466	1 520	2 484
EV/Выручка, млн руб.	2 925	5 995	3 070	2 907
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА, млн руб.	2 156	4 234	2 078	3 195
EV/Выручка, млн руб.	3 407	7 086	3 679	5 246
Расчетный капитал (Equity)				
APV (фактический и базовый сценарии)	134	901	767	518
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА	1 434	2 954	1 008	1 972
EV/Выручка	2 413	5 483	2 558	2 395
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА	1 644	3 722	1 566	2 683
EV/Выручка	2 895	6 574	3 167	4 734
Модель LBO (факт с синергией и без)	2 284	2 617	333	2 451
Модель LBO (базовый сценарий с синергией и без)	900	1 228	328	1 064
График				
Компании-аналоги - EV/ЕБИТДА	1 434	2 954	1 008	1 972
Компании-аналоги - EV/Выручка	2 413	5 483	2 558	2 395
APV	134	901	767	518
Прецедентные сделки - EV/ЕБИТДА	1 644	3 722	1 566	2 683
Прецедентные сделки - EV/Выручка	2 895	6 574	3 167	4 734
Модель LBO (факт с синергией и без)	2 284	2 617	333	2 451
Модель LBO (базовый сценарий с синергией и без)	900	1 228	328	1 064
Медиана				2 395
Средняя				2 260

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ц.3 – Данные для сравнения результатов оценки стоимости собственного капитала компании-цели, производящей оптоволокно, проведенного разными методами оценки (фрагмент модели)

Фактическая цена
Медианная цена

В млн руб.



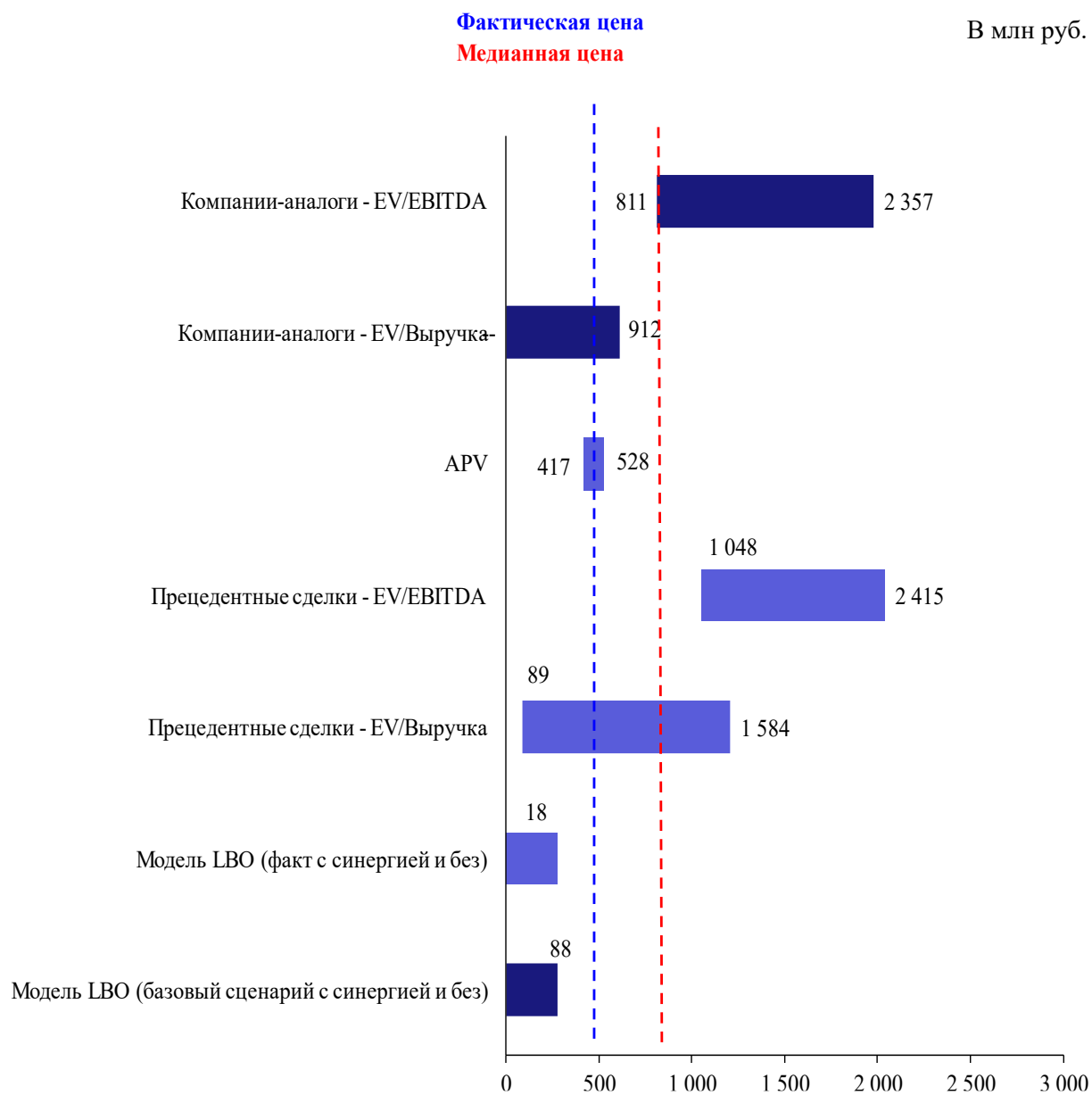
Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ц.4 – Данные Football field по приобретению производителя оптоволокна (фрагмент модели)

	на момент входа			
ЕБИТДА компании, млн руб.		198		
Выручка компании, млн руб.		934		
Чистый долг, млн руб.		378		
	минимум	максимум	дельта	медиана
Мультипликаторы EV				
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА, х	6,0x	13,8x	7,8x	9,4x
EV/Выручка, х	0,3x	1,4x	1,1x	2,1x
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА, х	7,2x	14,1x	6,9	10,7
EV/Выручка, х	0,5x	2,1x	1,6x	1,3x
Расчетная EV				
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА, млн руб.	1 189	2 735	1 545	1 871
EV/Выручка, млн руб.	302	1 290	988	1 994
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА, млн руб.	1 426	2 793	1 367	2 110
EV/Выручка, млн руб.	467	1 962	1 495	1 215
Расчетный капитал (Equity)				
APV (фактический и базовый сценарии)	417	528	110	472
Компании-аналоги				
EV/ЕБИТДА	811	2 357	1 167	1 493
EV/Выручка	--	912	610	1 616
Прецедентные сделки				
EV/ЕБИТДА	1 048	2 415	989	1 732
EV/Выручка	89	1 584	1 117	837
Модель LBO (факт с синергией и без)	(261)	18	279	(121)
Модель LBO (базовый сценарий с синергией и без)	(188)	88	276	(50)
График				
Компании-аналоги - EV/ЕБИТДА	811	2 357	1 167	1 493
Компании-аналоги - EV/Выручка	--	912	610	1 616
APV	417	528	110	472
Прецедентные сделки - EV/ЕБИТДА	1 048	2 415	989	1 732
Прецедентные сделки - EV/Выручка	89	1 584	1 117	837
Модель LBO (факт с синергией и без)	(261)	18	279	(121)
Модель LBO (базовый сценарий с синергией и без)	(188)	88	276	(50)
Медиана				837
Средняя				854

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ц.5 – Данные для сравнения результатов оценки стоимости собственного капитала компании-цели из ритейл-бизнеса, проведенного разными методами оценки (фрагмент модели)



Источник: составлено автором по материалам [93].
Рисунок Ц.6 – Данные Football field по приобретению ритейлера уникальных домашних товаров (фрагмент модели)

Приложение III
(информационное)

Факторный анализ причин расхождения прогнозного и фактического IRR, в предлагаемой модели анализа LBO

Расчет изменения IRR

			33,7%	
	IRR базового сценария	%	45,0%	
	Базовый	Факт	Измененный IRR	Влияние на IRR
Эффект синергии	422,7	244,8	52,6%	7,6%
Номерной фонд	341,6	314,4	48,9%	-3,7%
Средняя выручка на номер	28,3	26,5	43,7%	-5,2%
Загрузка номерного фонда	62%	61%	42,9%	-0,8%
Выручка от ресторанов	95%	94%	42,7%	-0,2%
Прочая выручка	45%	40%	41,0%	-1,7%
Переменные расходы	68%	69%	38,5%	-2,5%
EV/EBITDA при выходе	10,0x	9,0x	33,7%	-4,9%

Изменения IRR	IRR	Расчет	Изменение
Базовый IRR	45,0%	45,0%	
Эффект синергии	7,6%	45,0%	7,6%
Номерной фонд	-3,7%	48,9%	3,7%
Средняя выручка на номер	-5,2%	43,7%	5,2%
Загрузка номерного фонда	-0,8%	42,9%	0,8%
Выручка от ресторанов	-0,2%	42,7%	0,2%
Прочая выручка	-1,7%	41,0%	1,7%
Переменные расходы	-2,5%	38,5%	2,5%
EV/EBITDA при выходе	-4,9%	33,7%	4,9%
Итоговый IRR	33,7%	33,7%	

Изменение IRR, в процентах



Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок III.1 – Факторный анализ, оценивающий причины расхождения прогнозного и фактического IRR сделки по приобретению отеля (фрагмент модели)

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Номерной фонд										
Базовый сценарий	167	361	361	361	361	361	361	361	361	361
Фактический сценарий	167	200	250	361	361	361	361	361	361	361
Средняя выручка на номер										
Базовый сценарий	20,73	21,95	23,44	25,14	26,97	28,84	30,78	32,77	34,88	37,13
Фактический сценарий	20,00	20,97	21,84	23,43	25,13	26,87	28,68	30,54	32,50	34,60
Загрузка номерного фонда										
Базовый сценарий	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Фактический сценарий	50,0%	55,0%	55,0%	60,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Выручка от ресторанов										
Базовый сценарий	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Фактический сценарий	90,0%	90,0%	90,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Прочая выручка										
Базовый сценарий	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Фактический сценарий	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Переменные расходы										
Базовый сценарий	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%	67,5%
Фактический сценарий	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%
Эффект синергии										
Расходы без синергии, тыс. руб	345,5	362,2	377,4	394,9	413,2	431,1	448,9	466,3	484,2	502,8
Расходы с синергией, тыс. руб.	200,1	209,8	218,6	228,7	239,3	249,6	259,9	270,0	280,4	291,2
EV/EBITDA при выходе										
EV/EBITDA при выходе (план)	10,0 х									
EV/EBITDA при выходе (факт)	9,0 х									

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок III.2 – Дополнительные данные к факторному анализу IRR по сделке по приобретению отеля (фрагмент модели)

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Производственные мощности										
Базовый сценарий	4 000	5 500	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
Фактический сценарий	5 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
Средняя стоимость 1 км										
Базовый сценарий	0,49	0,53	0,56	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,86	0,91
Фактический сценарий	0,49	0,58	0,62	0,66	0,71	0,77	0,82	0,88	0,94	1,01
Загрузка мощностей										
Базовый сценарий	75,2%	82,0%	85,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%
Фактический сценарий	75,2%	85,0%	90,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Выручка от продажи излишек										
Базовый сценарий	0,0%	2,5%	6,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Фактический сценарий	0,0%	0,0%	5,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Выручка от прокладки										
Базовый сценарий	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Фактический сценарий	5,0%	5,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Переменные расходы										
Базовый сценарий	68,5%	61,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%	48,5%
Фактический сценарий	71,5%	58,5%	45,5%	43,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%
Эффект синергии										
Расходы без синергии, тыс. руб.	154,2	161,6	168,4	176,2	184,4	192,3	200,3	208,0	216,0	224,3
Расходы с синергией, тыс. руб.	51,0	53,4	55,6	58,1	60,8	63,4	66,0	68,5	71,1	73,8
EV/EBITDA при выходе										
EV/EBITDA при выходе (план)	6,5 х									
EV/EBITDA при выходе (факт)	7,0 х									
Покупка доп 20% по опциону										
Опцион колл - покупка	20%									
Опцион колл - бездействие	0%									

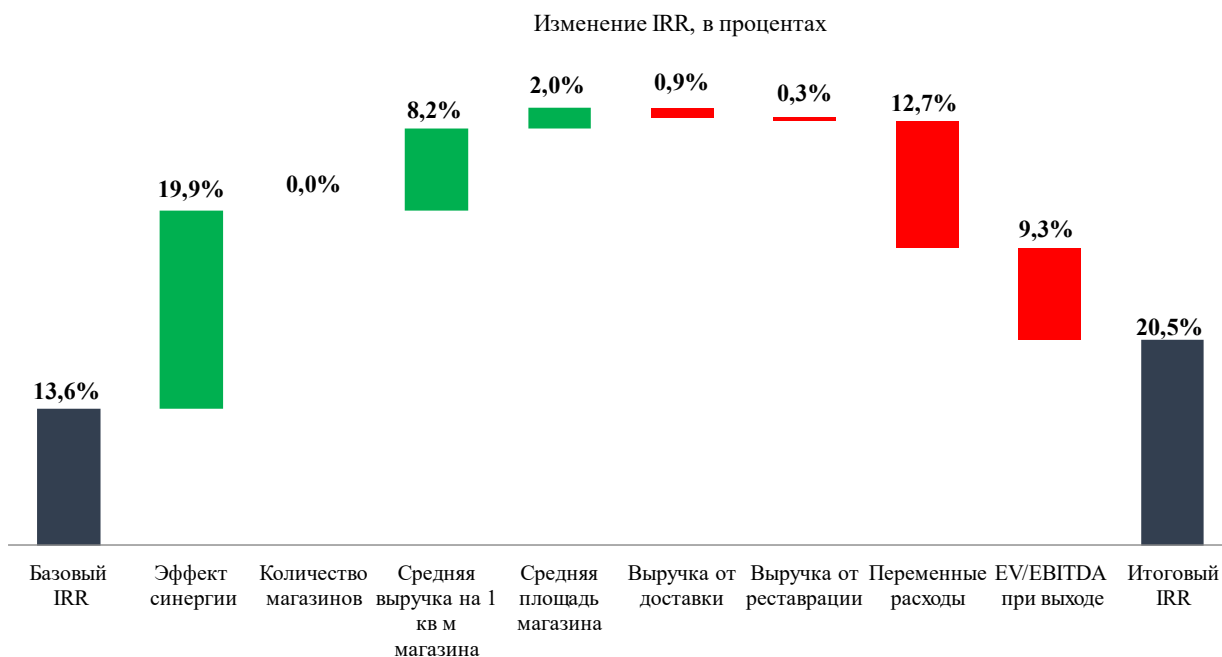
Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок III.4 – Дополнительные данные к факторному анализу IRR по сделке приобретения производителя оптоволокна (фрагмент модели)

Расчет изменения IRR

			20,5%	
	IRR базового сценария		%	
	Базовый	Факт	Измененный IRR	Влияние на IRR
Эффект синергии	123,5	62,2	33,5%	19,9%
Количество магазинов	27,2	27,2	33,5%	0,0%
Средняя выручка на 1 кв м магазина	339,6	371,1	41,7%	8,2%
Средняя площадь магазина	19%	20%	43,7%	2,0%
Выручка от доставки	3%	2%	42,8%	-0,9%
Выручка от реставрации	9%	8%	42,5%	-0,3%
Переменные расходы	75%	78%	29,8%	-12,7%
EV/EBITDA при выходе	6,5x	5,5 x	20,5%	-9,3%

Изменения IRR	IRR	Расчет	Изменение
Базовый IRR	13,6%	13,6%	
Эффект синергии	19,9%	13,6%	19,9%
Количество магазинов	0,0%	33,5%	0,0%
Средняя выручка на 1 кв м магазина	8,2%	33,5%	8,2%
Средняя площадь магазина	2,0%	41,7%	2,0%
Выручка от доставки	-0,9%	42,8%	0,9%
Выручка от реставрации	-0,3%	42,5%	0,3%
Переменные расходы	-12,7%	29,8%	12,7%
EV/EBITDA при выходе	-9,3%	20,5%	9,3%
Итоговый IRR	20,5%	20,5%	



Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок III.5 – Факторный анализ, оценивающий причины расхождения прогнозного и фактического IRR сделки по приобретению ритейлера уникальных домашних товаров (фрагмент модели)

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П
Количество магазинов										
Базовый сценарий	23	25	28	28	28	28	28	28	28	28
Фактический сценарий	23	25	28	28	28	28	28	28	28	28
Средняя выручка на 1 кв м магазина										
Базовый сценарий	248,38	269,49	286,40	305,68	329,48	354,01	372,33	390,62	409,70	429,71
Фактический сценарий	248,38	296,44	315,04	336,25	362,43	389,41	409,56	429,68	450,67	472,68
Средняя площадь магазина										
Базовый сценарий	19,0%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Фактический сценарий	19,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Выручка от доставки										
Базовый сценарий	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Фактический сценарий	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Выручка от реставрации										
Базовый сценарий	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Фактический сценарий	5,0%	5,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Переменные расходы										
Базовый сценарий	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%
Фактический сценарий	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%
Эффект синергии										
Расходы без синергии, тыс. руб.	101,0	105,9	110,3	115,4	120,8	126,0	131,2	136,3	141,5	147,0
Расходы с синергией, тыс. руб.	51,0	53,4	55,6	58,1	60,8	63,4	66,0	68,5	71,1	73,8
EV/EBITDA при выходе										
EV/EBITDA при выходе (план)	6,5 х									
EV/EBITDA при выходе (факт)	5,5 х									

Источник: составлено автором по материалам [93].

Рисунок Ш.6 – Дополнительные данные к факторному анализу IRR по сделке приобретения ритейлера уникальных домашних товаров (фрагмент модели)