

Societe Financiers

LBO Model Webinar: Pre-Class Materials

Подготовительные материалы к вебинару по модели LBO

Автор: Александр Вальцев

Societe Financiers

Оглавление

Краткая история сделок по финансируемому выкупу 3
Структура сделки LBO 10
Факторы ценности в сделках LBO 13
Эффективная структура капитала (efficient capital structure) 13
Операционные улучшения (operational enhancements) 14
Увеличение ценового мультипликатора (price multiple expansion) 15
В заключение 18

Societe Financiers

Краткая история сделок по финансируемому выкупу

Идея *финансируемого выкупа* (leveraged buyout) состоит в том, чтобы приобрести актив за счет значительной доли *заемных средств*, которые этот актив может обслуживать самостоятельно. LBO сделки появились относительно недавно, если сравнивать с общей историей мировых финансовых рынков. Необходимо сразу же отметить, что этот тип сделок почти полностью присущ *фондам прямых инвестиций* (private equity funds – PE funds), которые появились на мировой арене после Второй Мировой войны.

Конечно, инвестиции в частные компании в виде их выкупа или покупки в них долей не являются чем-то новым. В конце концов, любая компания сначала является частной, и первые в мире предприятия принадлежали вполне конкретным людям или группам людей. В то же время, публичные финансовые рынки – весьма недавнее изобретение относительно существования в мире предпринимательства. Если говорить про более-менее недавнюю историю, то банкиры еще как минимум два столетия назад финансировали предприятия с помощью не только долгового, но и акционерного капитала[1].

К примеру, братья-банкиры Иаков и Исаак Перейр (Jacob and Isaac Pereire), конкуренты Ротшильдов, вместе с финансистом Джеем Куком (Jay Cooke) основали индустриальный концерн Креди Мобилье (Credit Mobilier), через который они профинансировали строительство Трансконтинентальной железной дороги США (The United States Transcontinental Railroad) во второй половине 19-го века.

В пример можно также привести историю с основателем банка J.P. Morgan: с самим Джоном Пьерпонтом Морганом (John Pierpont Morgan), который в 1901-ом году выкупил сталелитейную компанию Карнеги Стил (Carnegie Steel Company) у Эндрю Карнеги (Andrew Carnegie) и Генри Фиппса (Henry Phipps) за $480 млн.

В целом, транзакции с покупкой и продажей частных бизнесов были присущи лишь богатым американским семьям[2] вплоть до начала 1940-х. Так, Рокфеллеры финансировали создание первых авиалиний, таких как: Eastern Air Lines и Douglas Aircraft. В то же время, Варбурги основали инвестиционный бутик E.M. Warburg & Co, который потом (в 1966 году) стал знаменитым фондом прямых инвестиций Warburg Pincus. Этот фонд практикует сделки LBO, а также является значимым игроком на рынке венчурного капитала (venture capital).

[1] Так называемые «торговые банки» (merchant banks) входили в капитал фирмы посредством покупки пакетов акций компании. Больше об этом типе банков можно узнать здесь и здесь.
[2] The Vanderbilts, The Whitneys, The Rockefellers, and The Warburgs.

Société Financiers

Сложно сказать, когда была совершена первая LBO сделка. К ней эксперты относят покупку компаний Pan-Atlantic Steamship Company (вертикально-интегрированное логистическое предприятие) и Waterman Steamship Corporation (морской перевозчик, существует доныне) компанией McLean Inrustries Inc. (также грузоперевозчик) в 1955 году. Чтобы финансировать сделку, McLean пришлось взять кредит на $42 млн. и выпустить привилегированные акции на сумму $7 млн. По завершении сделок, McLean Industries выплатили почти половину долга за счет денег, которые находились на счету купленной ими Waterman Steamship Corporation.

Уоррен Баффет (Warren Buffet), более известный как самый успешный в мире инвестор, специализирующийся на фондовом рынке, в начале своей карьеры, на самом деле, был активным сторонником прямых инвестиций *без применения* кредитного рычага. Используя текстильную фабрику Berkshire Hathaway в качестве платформы для поглощения других компаний, он в середине 1960-х приобрел миноритарные и мажоритарные пакеты акций в таких предприятиях, как: GEICO, American Express, The Buffalo News, The Coca-Cola Company и т.д.[3] Баффет отличался и отличается от многих других инвесторов тем, что он редко использует финансовый рычаг для покупки активов, а также никогда не прибегает к *враждебным поглощениям* (hostile takeovers).

По-настоящему рынок LBO так и не получил распространения до появления так называемого *рынка мусорных облигаций* (junk bonds market) в 1980-е гг., основателями которого были американские финансисты Иван Боески (Ivan Boesky) и Майкл Милкен (Michael Milken). Несмотря на то, что такие фонды прямых инвестиций, как KKR (Kohlberg Kravis Roberts) и Warburg Pincus, уже имели некоторую историю транзакций, которые можно было бы классифицировать как LBO[4], отсутствовал главный компонент сделки LBO, без которого она не работает, - доступные и дешевые (или не очень) кредиты. Иными словами, ликвидность рынка необходима для такого вида сделок, а низкая стоимость кредитов – это приятное дополнение.

[3] К слову, успех Баффета объяснятся отчасти тем, что он покупал страховые компании и использовал их балансы для приобретения более традиционных бизнесов. Не стоит забывать, что страховые компании как бы «самофинансируются» за счет своих клиентов, платящих взносы. Эти взносы не имеют процентной нагрузки, что делает их идеальными для инвестиционных целей.

[4] Тогда их называли “bootstrap investments”. Такие сделки начали получать известность благодаря одному основному фактору: семейные компании (family-owned businesses), основанные сразу после Второй Мировой войны, нередко испытывали трудности с наследством (т.е. не всегда было кому компанию возглавить после смерти отца-основателя). Стратегии выхода не были заранее предусмотрены, а основатели не хотели продаваться конкурентам. Таким образом, фонды прямых инвестиций были отличным способом «окешиться».

Мусорные облигации (junk bonds) – это размещаемые на долговом рынке кредиты, основной целью существования которых является финансирование сделки LBO. Впрочем, они могут быть как публичными[5], так и выпущенными неким банковским синдикатом. Как правило, мусорные облигации имеют очень большой спред (spread) на обычные государственные или корпоративные бумаги. Иными словами, они являются очень дорогим инструментом финансирования для организаторов LBO сделок. По завершении сделки, немалому числу компаний приходится расставаться с целым рядом активов, чтобы погасить долги этого рода, так как процентные платежи по ним часто невыносимы для компании.

Изначально объектами сделок LBO служили компании со стабильными денежными потоками и относительно высокими КПД[6]. Ниже, в таблице, приведены основные средние показатели по сделкам LBO в разные эпохи:

Buyout firms have higher free cash flow and lower capital expenditures

	Buyout Firms/ Firms Going Private	Other Non-Buyout Firms	Difference
1980-89			
Free cash flow ratio	0.081	0.029	0.052***
Capital expenditure ratio	0.096	0.155	-0.059***
1990-99			
Free cash flow ratio	0.049	-0.018	0.067***
Capital expenditure ratio	0.103	0.133	-0.030***
2000-12			
Free cash flow ratio	0.041	-0.017	0.058***
Capital expenditure ratio	0.272	0.462	-0.190***

Sources: Thomson Reuters, SDC databases; Standard and Poor's Capital IQ; Compustat; authors' calculations.

Note: Free cash flow ratio = after-tax net cash flow minus dividends and interest payments divided by net sales; capital expenditure ratio = capital expenditures divided by net sales.

***Significant at the 1 percent level.

[5] Помним из вебинара по DCF, что долговой рынок не может быть в той же мере «публичным», что и фондовый рынок. Чтобы стать участником этого рынка как физическое лицо, необходимо как минимум иметь статус квалифицированного инвестора (qualified investor).

[6] КПД – коэффициент полезного действия. В данном случае, я люблю использовать этот термин для объяснения такой финансовой метрики, как Free Cash Flow Yield (FCFF Yield/Ratio). В своей сущности, FCFF Yield или Ratio показывает ту долю выручки, которая «оседает» в виде свободного денежного потока. Эта доля может быть использована для погашения долга в случае с LBO. В данном случае, из этого числа также вычитаются дивиденды.

Как видно из таблицы, фонды прямых инвестиций *всегда* в качестве целей выбирали компании со значительно более *высоким* КПД и более *низкими* капитальными затратами (capital expenditures – CAPEX)[7], чем у их конкурентов.

Стоит также отметить, что со временем произошло два ключевых изменения:

(1) Средний КПД по рынку снизился примерно в *два* раза за последние 30 лет;

(2) Все компании *значительно* увеличили долю капитальных затрат в выручке.

Естественно, рынок LBO «не умер» за это время, а наоборот, воспрял духом, показав рекордные объемы LBO сделок в 2005 – 2008 гг.:



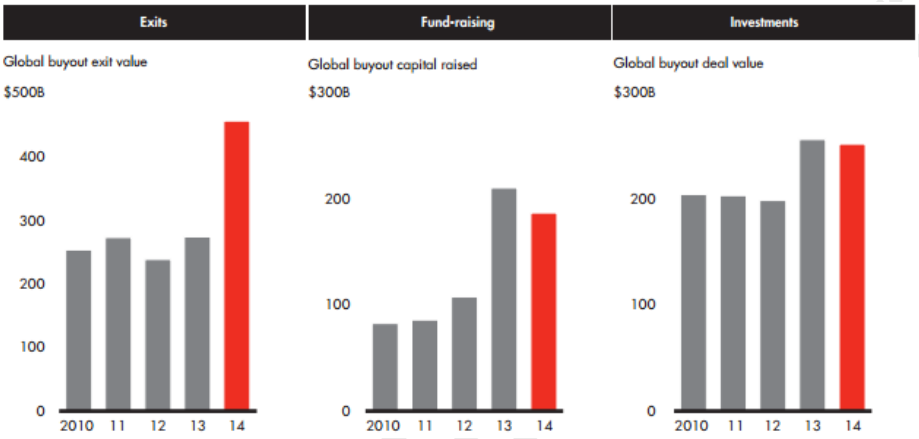
(Источник: Econintersect)

Обильная ликвидность и низкие процентные ставки привели к тому, что фонды начали покупать менее «качественные» активы с точки зрения требований модели LBO. Это стало приводить к более частым банкротствам среди компаний, выкупленных посредством LBO. Более того, ключевым фактором в том, почему объемы сделок резко упали после 2008-го года, послужил мировой финансовый кризис 2008-2009 гг., побочным эффектом которого стала частичная заморозка

[7] Помним из вебинара по DCF, что CAPEX ratio – это отношение фактических затрат на капитальные средства к выручке компании. Как оказалось, это метрика полезна не только в финансовом моделировании, но и для поиска инвестиционных целей.

корпоративного кредитования. Заметьте, что после этого кризиса объемы финансирования сделок LBO так и остались на относительно низком уровне, как в реальном выражении, так и в сравнении с рынком в целом.

Однако, последние данные показывают, что сделки LBO опять наращивают темпы, во многом благодаря затянувшемуся (как считают некоторые эксперты) количественному послаблению (quantitative easing) и низким процентным ставкам:



(Источник: Bain and Company Global Private Equity Report 2015)

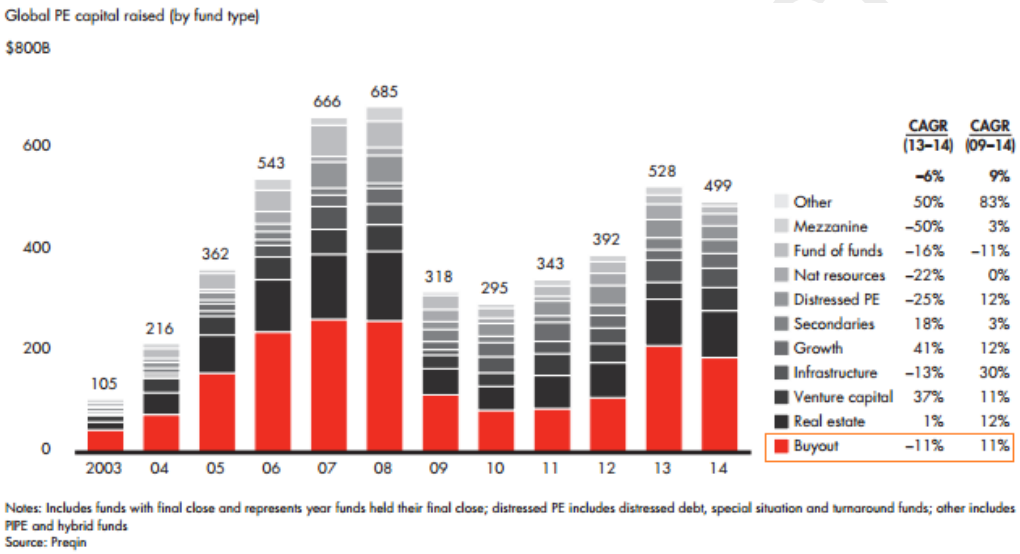
Несмотря на то, что текущие размеры мирового рынка LBO составляют около $250 млрд. (или примерно половину своей массы до кризиса), восходящий тренд очевиден. Кроме того, размер самих сделок также увеличивается:

Target name	Target country	Target industry	Seller	Initial entry year	Strategic acquirer	Deal value ($B)	Quarter announced
Alliance Boots	UK	Retail	KKR	2007	Walgreen Company	25.1	Q3
Biomet	US	Healthcare	Blackstone; Goldman Sachs; KKR; TPG	2007	Zimmer Holdings	13.4	Q2
Grupo Corporativo Ono	Spain	Telecom	CCMP; Providence Equity; Quadrangle Group; Thomas H. Lee Partners	2003	Vodafone Group	10.0	Q1
Athlon Energy	US	Oil and gas	Apollo	2010	Encana	6.8	Q3
Nuveen Investments	US	Finance	Madison Dearborn	2007	TIAA-CREF	6.3	Q2
Oriental Brewery	South Korea	Food and beverage	Affinity Equity; KKR	2009	Anheuser-Busch InBev	5.8	Q1
Numericable Group	France	Telecom	Carlyle; Cinven	2005	Altice Group	5.7	Q2
Omega Pharma	Belgium	Healthcare	Waterland	2012	Perrigo	4.5	Q4
Arysta LifeScience	US	Agriculture	Permira	2008	Platform Specialty Products	3.5	Q4
OneWest Bank	US	Financial services	Dune Capital Mangement; J.C. Flowers; MSD Capital; Paulson & Company; Silar Advisors; Soros Fund Management; Stone Point Capital	2009	CIT Group	3.4	Q3

Notes: Initial entry year is based on deal's close date; deal value includes debt and is as reported by Dealogic as of January 2015
Sources: Dealogic; Preqin

(Источник: Bain and Company Global Private Equity Report 2015)

Следует отметить, что рост рынка LBO не возобновился лишь за счет улучшения общего состояния мировых финансовых рынков за последние 5-7 лет. Сделки стали менее агрессивны, организаторы сделок все больше времени проводят непосредственно управляя своими портфельными компаниям, при этом концентрируясь не лишь на перебойном обеспечении компании денежными потоками, но и на ее росте на рынке. Совокупность этих и других не менее важных факторов повлияла на то, что фонды, специализирующиеся на сделках LBO, продолжают получать больше капитала от инвесторов, чем другие финансовые организации (например, Real Estate funds, Venture Capital funds, etc.):



(Источник: Bain and Company Global Private Equity Report 2015)

Что можно сказать о будущем финансируемого выкупа вне зависимости от текущей рыночной ситуации и других временных факторов?

Во-первых, мы видим, что фонды, специализирующиеся на таком роде сделок, продолжают собирать больше всего капитала у инвесторов, несмотря на то, что объемам сделок LBO еще далеко до докризисных уровней. Таким образом, в среднесрочной перспективе этот тип инвестиций вряд ли исчезнет с финансовых рынков, так как он пользуется спросом у институционных инвесторов.

Во-вторых, многие институционные инвесторы любят риск или, по крайней мере, уделяют ему долю в своих портфелях. Сделки LBO – отличный способ увеличить доходность путем увеличения рисков. Между прочим, именно через призму рисков

и следует оценивать доходность LBO[8], которая исторически значительно превышает доходность фондового рынка и ряда других финансовых инструментов[9].

В-третьих, кредиторы[10] также заинтересованы в финансировании сделок LBO как минимум по *трем* причинам:

(1) Сделки LBO более доходны также и для кредиторов, так как процентные ставки по кредитам, которые финансируют такие сделки, как правило, выше, чем на обычных корпоративных облигациях или на многих других долговых инструментах.

(2) Банки и другие финансовые организации не могут себе позволить оставлять свой капитал «без дела». Сделки LBO, как правило, довольно крупные относительно, допустим, «средних чеков» по ипотечным и другим кредитам. Таким образом, профинансировав несколько таких сделок в год, банк или другая финансовая организация могут довольно быстро удовлетворить свою «потребность» в кредитовании (или «выполнить план»).

(3) Стоимость привлечения клиента для сделки LBO всегда ниже, чем, допустим, стоимость привлечения физического лица или корпоративного клиента. Все дело в том, что организаторы LBO сами приходят к банкам или другим финансовым организаторам за кредитами. Таким образом, никакой особой рекламы или отдела продаж для привлечения клиента для сделки LBO не нужно.

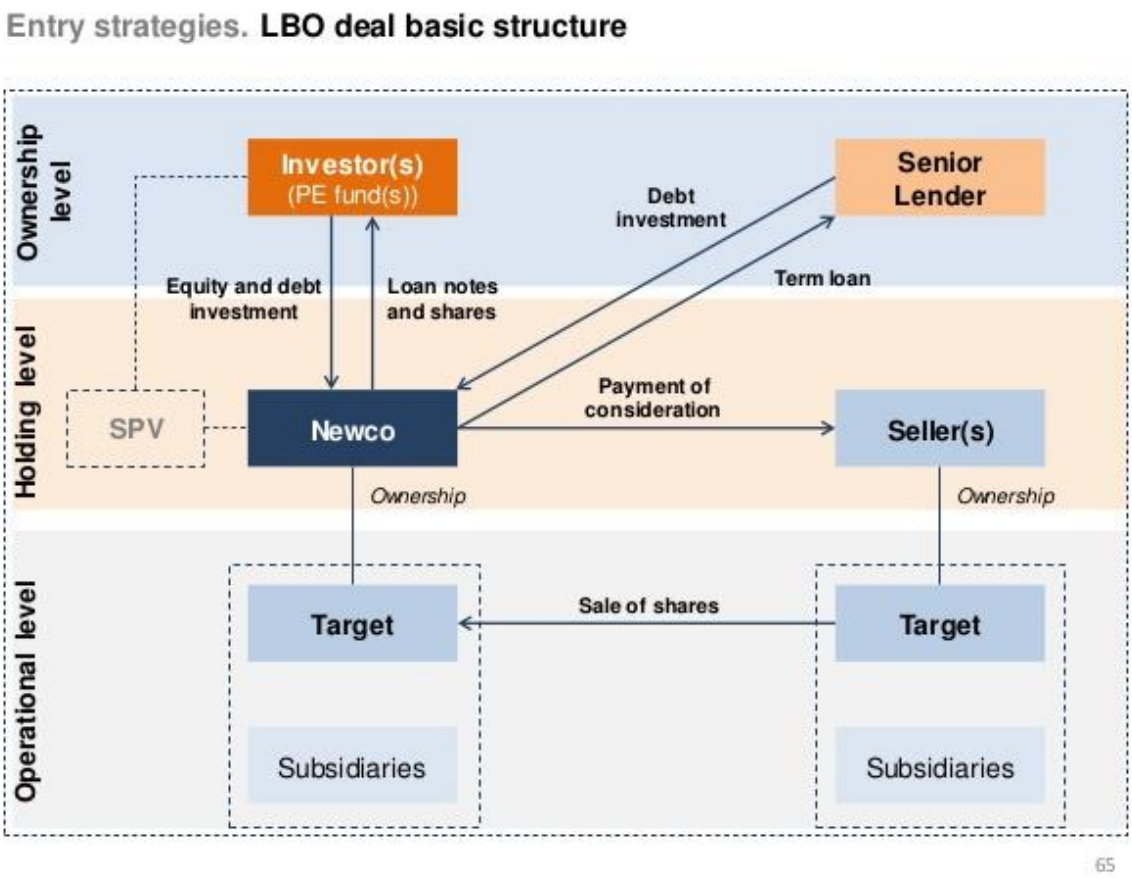
Вообще, LBO это интересный инструмент не только лишь с точки зрения финансов, но и с точки зрения предпринимательства. Финансируемый выкуп компании «вешает» на нее довольно значительную долговую нагрузку, заставляя управляющий персонал «встряхнуться» и находить способы оптимизации бизнеса, а также новые каналы продаж. Другими словами, LBO может играть роль *негативной* мотивации для компании в целом. Естественно, если персонал компании сможет «поднапрячься», то его, как правило, ждет хорошая награда.

[8] Как говорится, бесплатный сыр бывает лишь в мышеловке. Да, сделки LBO более прибыльны, чем многие другие инвестиции, но как в теории, так и в практике, более рискованны.
[9] Фонды, специализирующиеся на LBO, обычно целятся на доходность на собственный капитал (ROI) в размере не менее 20% годовых. В 1980-е сделки LBO могли показывать доходность в районе 25%-30% годовых, но сейчас этот тренд изменился, так как фонды «сидят» в портфельных компаниях, как правило, дольше и желают к моменту продажи превратить компанию в сильное и независимое предприятие.
[10] Иными словами, любые финансовые организации, участвующие в долговом финансировании.

Société Financiers

Структура сделки LBO

Сделка LBO довольно проста с точки зрения своей схемы, но довольно сложна в реализации из-за немалого количества третьих лиц, вовлеченных в ее реализацию. Одна из самых лучших схем LBO, которые я видел, показана ниже:



(Источник: SlideShare)

Следует отметить, что это весьма упрощенная схема сделки LBO, однако общий механизм остается практически неизменным.

Ключевой момент в этой схеме заключается в том, что фонд *не записывает* купленную компанию на свой баланс. Для того, чтобы инициировать LBO сделку, необходимо зарегистрировать новое юридическое лицо[11], в которое вносятся средства фонда в виде акционерного капитала (equity) и средства кредитора (Senior Lender) в виде долгового капитала (debt).

[11] В данном случае это **Newco**.

В свою очередь, **Newco** выкупает акции продающей стороны[12] и становится собственником активов продающей стороны (**Seller(s)**). Следует отметить, что на операционном уровне никаких *физических* изменений не происходит[13]: сделка LBO – это на 100% бумажная работа. По закрытии сделки, единственные изменения происходят на балансовой отчетности компании (Balance Sheet)[14], так как меняется долговая нагрузка компании, может измениться размер банковского счета компании, а также может произойти переоценка некоторых активов или обязательств. Ниже вы можете увидеть пример так называемой *переходной балансовой отчетности компании* (Pro-Forma Balance Sheet):

Proforma Balance Sheet (**Sellers - Newco**)

($ in millions)

Balance Sheet	Historical Dec. 31 2008	Financing/ Transaction Adjustments	Proforma Dec. 31 2008
Assets			
Cash	$0.0	$0.0	$0.0
Accounts Receivable	$16.0	0.0	16.0
Inventory	$10.0	0.0	10.0
Other Current Assets	$1.0	0.0	1.0
Total Current Assets	$27.0	$0.0	$27.0
Gross PP&E	$323.2	$0.0	$323.2
Cumulative Depreciation	$45.0	0.0	45.0
Net PP&E	$278.2	$0.0	$278.2
Amortizable Intangibles	$0.0	$8.0	$8.0
Goodwill	5.0	65.2	70.2
Total Assets	**$310.2**	**$73.2**	**$383.4**
Liabilities			
Accounts Payable	$11.0	$0.0	$11.0
Accrued Liabilities	$2.4	0.0	$2.4
Other Current Liabilities	$0.0	0.0	0.0
Total Current Liabilities	$13.4	$0.0	$13.4
Existing Debt			
Revolving Credit Facility	$40.8	($40.8)	$0.0
Term Loan	$100.0	($100.0)	$0.0
Unsecured Debt	$50.0	($50.0)	$0.0
New Debt			
Revolving Credit Facility	$0.0	$0.0	$0.0
Term Loan	0.0	$120.0	$120.0
Senior Bonds	0.0	$90.0	$90.0
Unsecured Debt	0.0	$60.0	$60.0
Other Liabilities	$2.0	$0.0	$2.0
Total Liabilities	$206.2	$79.2	$285.4
Shareholders Equity			
Retained Earnings	$94.0	($100.0)	($6.0)
Common Stock	10.0	$94.0	104.0
Total Shareholders Equity	$104.0	($6.0)	$98.0
Total Liabilities and Equity	**$310.2**	**$73.2**	**$383.4**
Check	*$0.0*	*$0.0*	*$0.0*

[12] В данном случае это **Seller(s)**. Стоит напомнить вам из вебинара по DCF модели, что, как правило, в сделке LBO организаторами выкупается не только акционерный капитал компании, но и долговой, что *не обозначено* на данной схеме. Как вариант, «старые» кредиторы могут просто переоформить оставшиеся кредиты выкупленной компании на новое юридическое лицо (**Newco**). Давайте для простоты представим, что на данной схеме как раз такая ситуация. Отсюда сразу же видно, что новая компания (**Newco**) более «закредитована», чем старая (**Seller(s)**).

[13] Как правило, не меняется даже бренд или рекламное название компании (это, в принципе, логично, так как бренд компании – один из ее главных активов).

[14] Опять же, возникает вопрос: отчетность какой компании? Старая – уже продана, т.е. ее отчетности стали историей, а новая – еще не просуществовала ни одного финансового периода самостоятельно. В данном случае имеется в виду так называемая *переходная финансовая отчетность* (pro-forma financial statement), которая не является официальным документом.

(Источник: Investment Banking Institute)

Сколько времени нужно, чтобы закрыть сделку LBO? Это хороший вопрос.

С одной стороны, сделка LBO мало чем отличается по реализации от сделки слияния или поглощения (mergers & acquisitions). В конце концов, и в том, и в этом случаях мы имеем дело с покупателем и продавцом.

С другой стороны, чтобы сконструировать сделку LBO, нужно потратить гораздо больше времени и сил на согласование долгового финансирования с кредиторами еще до того, как официально сделать предложение о покупке компании продающей стороне[15], а также непосредственно на согласование условий покупки с продающей стороной. Кроме этого, нередко приходится иметь дело с финансовыми регуляторами и/или профсоюзами[16], если речь идет о довольно крупной компании.

Таким образом, сделки LBO обычно занимают не меньше времени, чем обычные транзакции по слияниям или поглощения. В свою очередь, сделки по слияниям и поглощениям, как правило, занимают от 6 месяцев до 12 (иногда дольше)[17].

Societe Financiers

[15] Например, в сделке по выкупу сети отелей Hilton Hotels and Resorts фонду прямых инвестиций Blackstone пришлось договариваться с 26 финансирующими организациями разного калибра, чтобы получить необходимое долговое финансирование.
[16] Антимонопольный комитет можно легко разрушить любую сделку по слиянию или поглощению. Что касается профсоюзов, то они нередко представляют собой проблему для организаторов сделок LBO, так как одним из условий успеха сделки в долгосрочной перспективе очень часто является значительное сокращение рабочих мест, и профсоюзы знают это.
[17] Причем, это вне зависимости от географии сделки, хотя в тех странах, где финансовый рынок развит больше, эти сделки проходят быстрее.

Факторы ценности в сделках LBO

Факторы ценности (value drivers) в сделках LBO – это те переменные, которые создают стоимость для новой компании (**Newco**) в долгосрочной перспективе.

Я замечу, что основная стоимость новой компании (**Newco**) реализуется в случае продажи этой компании либо другому фонду (other PE fund), либо стратегическому инвестору (strategic buyer), либо через первичное размещение акций (IPO)[18].

Конечно, Newco может платить дивиденды своим владельцам или реализовать часть своей стоимости путем *кредитной рекапитализации* (leveraged recapitalization)[19], что нередко встречается, особенно когда рынок IPO оставляет желать лучшего. Однако, не стоит забывать, что кредитная рекапитализация не может реализовать все 100% стоимости компании. Кроме того, нельзя забывать, что каждый фонд имеет свой целевой срок реализации[20] инвестиций (обычно 5-7 лет, хотя сейчас фонды «остаются» в своих портфельных компаниях и дольше).

Итак, какие же *три* основные переменные влияют на стоимость **Newco**? Давайте их рассмотрим поближе:

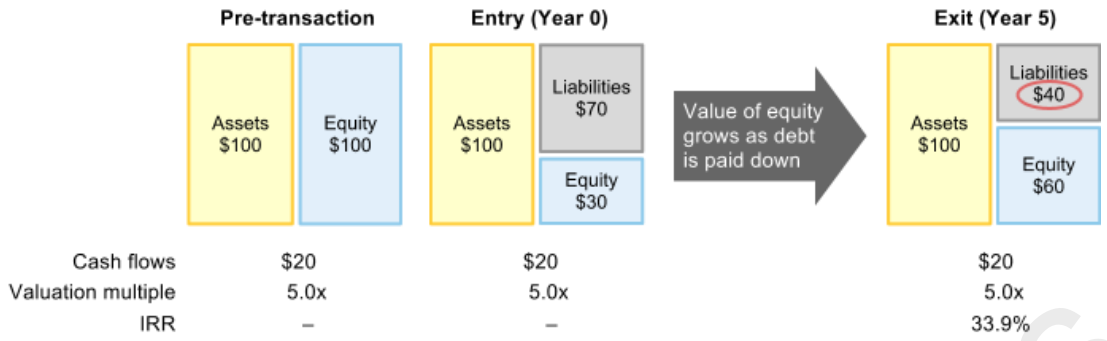
Эффективная структура капитала (efficient capital structure)

Смысл этого «драйвера» состоит в том, что, подобрав оптимальное соотношение («микс») между акционерным и долговым капиталом, **Newco** может успешно погасить долг с помощью свободных денежных потоков и увеличить долю акционерного капитала в общей стоимости компании.

Ниже вы можете увидеть наглядный пример в виде схемы:

[18] Между прочим, это *три основных* стратегии выхода (exit strategy) из инвестиции для фонда.
[19] Больше прочитать об этой стратегии выхода можно здесь. Кстати, недавно произошла рыночная история, которая по своей сути является кредитной рекапитализацией. О ней можно прочитать тут.
[20] Кроме операционных и рыночных ограничений, фонды прямых инвестиций имеют временные ограничения перед своими инвесторами (limited partners – LP). Например, PE фонд создает фонд (в данном случае подразумевается некий «котел» или денежный пул) сроком в 7 лет. Первые два года PE фонд ищет подходящие инвестиции. Еще год он тратит на сделки. В течение следующих трех лет фонд «живет» в компаниях, а последний год тратит на поиски покупателей для них. Таким образом, вы видите, что PE фонд не может просто «подождать» или оставить компанию в портфеле навсегда. Идея денежного пула (или фонда) состоит в том, чтобы вернуть все деньги своим инвесторам, а также пополнить свой собственный «карман» (т.н. carried interest).

Société Financiers



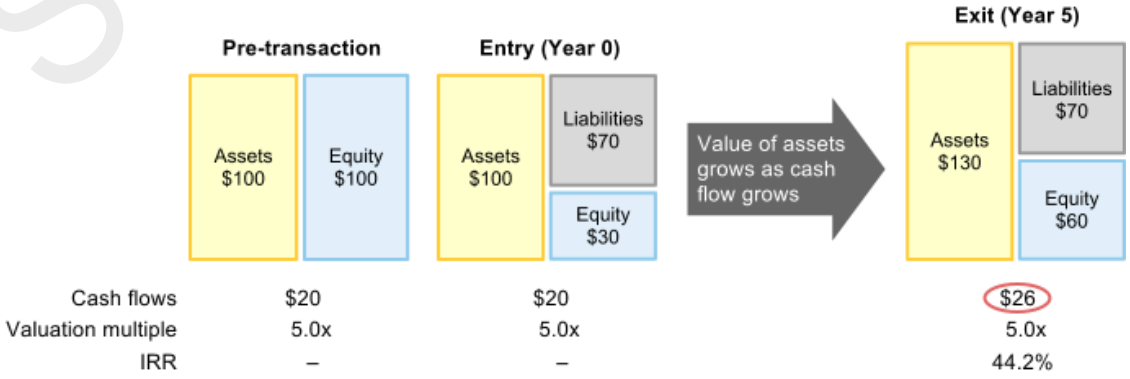
(Источник: Macabus)

*На иллюстрации видно, что общая задолженность **Newco** составляла $70 в начале инвестиционного периода, а в конце периода превратилась в $40. Таким образом, акционерный капитал вырос на $30 (или в два раза), что помогло инвесторам получить доходность примерно в ~34% годовых.*

Операционные улучшения (operational enhancements)

Этот «драйвер» в первую очередь представляет собой увеличение EBITDA («грязной прибыли») путем *сокращения* издержек, внедрения более *высокомаржинальной* продукции в товарную линейку и/или благодаря изменению доли фиксированных издержек (fixed costs) в структуре затрат компании (company's cost structure). Кроме того, если **Newco** будет расти также за счет последующих слияний и/или поглощений, то она сможет реализовать операционные улучшения за счет *синергии*.

Ниже вы можете увидеть наглядный пример в виде схемы:



Société Financiers

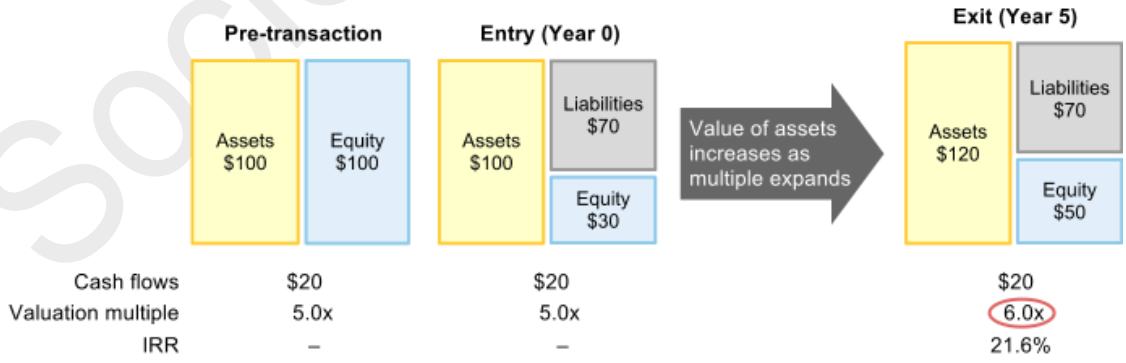
(Источник: Macabus)

*На иллюстрации видно, что **Newco** смогла увеличить денежный поток (в этом случае непонятно, является ли это EBITDA или чем-то другим) на 30% - с $20 в год до $26 в конце периода, что при константном мультипликаторе в 5.0x увеличило стоимость компании при ее продаже. Таким образом, инвесторы смогли заработать 44.2% годовых на этой сделке.*

Увеличение ценового мультипликатора (multiple expansion)

Название этого фактора увеличения стоимости говорит само за себя: стоимость компании увеличивается за счет роста средних рыночных мультипликаторов для индустрии, в которой оперирует компания, или для рынка в целом. Это происходит в случае, когда PE фонд «угадывает» дно рынка и формирует **Newco** в самом начале роста рынка.
Конечно, увеличение мультипликатора – мечта любого инвестора, так как ему ничего не приходится делать для того, чтобы этот мультипликатор увеличился. Иными словами, это, в некотором роде, бесплатный обед (free lunch).
С другой стороны, нужно также понимать, что инвестор не имеет никакого влияния на изменение этого мультипликатора (lack of control over the multiple).

Ниже вы можете увидеть наглядный пример в виде схемы:

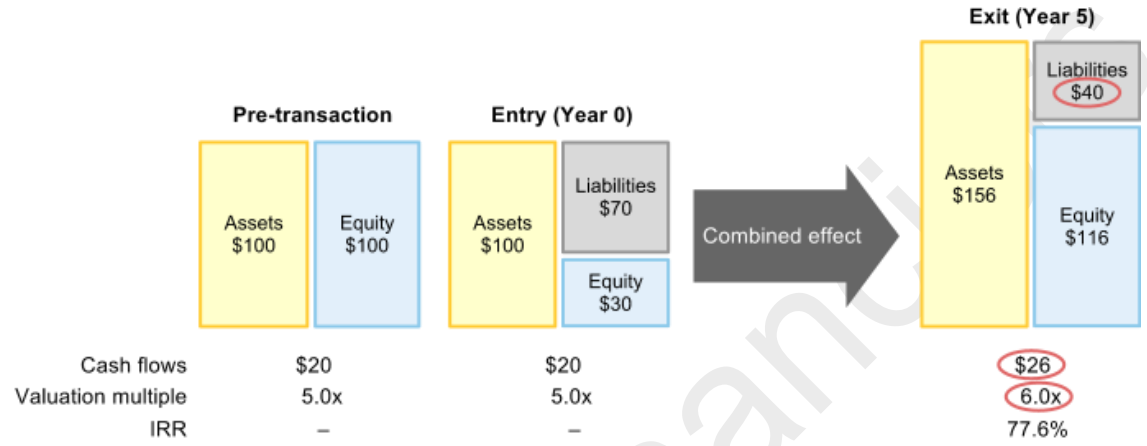


(Источник: Macabus)

Société Financiers

*На иллюстрации видно, что стоимость **Newco** увеличилась лишь за счет расширения мультипликатора (скорее всего, это EV/EBITDA) с 5.0x до 6.0x, что принесло инвесторам доходность в ~22% годовых.*

Естественно, идеальным вариантом является сочетание всех трех факторов[21], которое дает инвесторам максимальную годовую (и абсолютную) доходность:



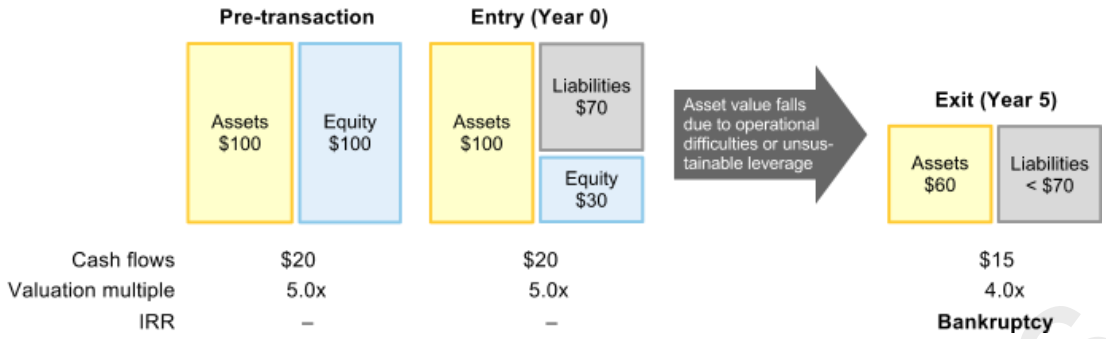
(Источник: Macabus)

*В иллюстрации мы видим, что организаторы **Newco** смогли не только уменьшить долг компании, но и увеличить ее денежные потоки (скорее всего, EBITDA). Кроме этого, рынок преподнес им «приятный сюрприз» в виде роста мультипликатора с 5.0x (в начале периода) до 6.0x (на момент продажи).*

Что происходит, когда один или несколько из этих факторов не реализуются?[22]

Правильный ответ: компания терпит колоссальные убытки или даже становится банкротом, полностью «уничтожая» (wipeout) капитал организаторов (equity investment) **Newco**. Вот как это выглядит схематично:

[21] В некотором роде, «парад планет», так как вероятность получения такого результата весьма мала.
[22] Или вообще меняются в обратном направлении.



(Источник: Macabus)

На вышеописанном примере мы видим, что организаторам данной LBO сделки просто «не повезло»: мало того, что денежные потоки упали, и компания не смогла погасить долг, рынок также показал коррекцию, которая снизила мультипликатор с 5.0x до 4.0x в конце инвестиционного периода (exit multiple).

В реальном мире, последний сценарий случается чаще, чем хотелось бы. Вот небольшой список самых неудачных LBO сделок[23]:

- Federated Department Stores (1988). Размер сделки: **$6.6 млрд.**
- Regal Cinemas (1998). Размер сделки: ~**$2.0 млрд.**
- RJR Nabisco (1988). Размер сделки: ~**$26 млрд.**
- Energy Future Holdings (2007). Размер сделки: ~**$44 млрд.**
- ТНК-ВР [покупка Роснефтью] (2013)[24]. Размер сделки: >**$40 млрд.**

Банкротства **Newco** не являются чем-то из ряда вон выходящим, если в совокупности смотреть на историю сделок LBO. Это лишь в очередной раз показывает, насколько на самом деле рискованны сделки LBO в реальности.

[23] Некоторые из них являются одновременно и *самыми большими* в истории. Большая часть компаний в этом списке стала банкротом.
[24] Не совсем можно назвать финансируемым выкупом в классическом варианте этого слова, так как покупателем выступал не PE фонд, а корпорация, однако сделка была финансирована долгом.

Société Financiers

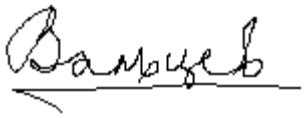
В заключение

Друзья, модель LBO представляет собой совершенно иной набор знаний, чем модель DCF. Более того, модель DCF уже входит в состав самой модели LBO. Если на вебинаре по модели DCF мы основной упор делали на оценку компании, высчитывая ее справедливую стоимость, то, в случае с LBO моделью, мы непосредственно разбираем *проект покупки* такой компании и высчитываем совершенно другой набор конечных параметров. В некотором роде, модель LBO похожа на расчетные модели в *проектном финансировании* (project finance).

В этом весьма кратком материале я открыл лишь «вершину айсберга», раскрыв перед вами лишь общую информацию касательно этого типа сделок. На самом деле, существует множество нюансов, о которых я расскажу на самом вебинаре и в дополнительных материалах, которые вышлю вам после самого вебинара.

Жду вас на вебинаре!

Ваш Александр Вальцев и команда Societe Financiers



Societe Financiers