

Создание стоимости в сделках слияний и поглощений российских лизинговых компаний (тезисы)

Юнин П.А., аспирант 2-го года, кафедра «Финансы и кредит», научный руководитель – Шилова Е.В. главный специалист управления оценки инвестиционных проектов ООО «Группа Компаний АБСОЛЮТ»

Для принятия решения о слиянии или поглощении, должна быть проведена оценка выгод и обязательств предполагаемой сделки путем анализа всех относящихся к делу аспектов прошлого, настоящего и прогнозируемого будущего компании-цели, для минимизации возможных рисков возникновения непредвиденных фактов и обнаружения неизвестных обстоятельств, которые могут оказать существенное влияние на эффективность сделки.

Данная процедура чаще всего называется английским термином «due-diligence» (должная проверка, всесторонний анализ и т.д.) и состоит из следующих разделов:

Финансовый due-diligence: финансовый анализ концентрирует внимание на способности компании-цели приносить доходы в будущем. Изучаются активы компании, доходы, финансовые коэффициенты и система финансового планирования и контроля.

Налоговый due-diligence: налоговый анализ компании-цели проводится с целью оценки налоговой нагрузки, правильности и своевременности уплаты налогов, а также для выявления возможности оптимизации налогового бремени.

Юридический due-diligence: анализ юридических аспектов коммерческой деятельности направлен на проверку деятельности компании в соответствии действующим законодательством. Кроме того, составляются и редактируются новые и действующие контракты на будущее.

Маркетинговый due-diligence: маркетинговый анализ проводится с целью определения положения компании-цели в конкурентной среде, оценивается потенциал и перспективы рынка, а также возможности по развитию компании в соответствии с динамикой рынка.

Организационный due-diligence: организационный анализ направлен на оценку внутренних бизнес-процессов, информационных систем и технологий, компетенцию руководящего состава и структуру персонала.

Оценка стоимости лизинговой компании-цели в сделках слияний и поглощений не имеет фундаментальных отличий от оценки какой-либо компании (использование доходного, сравнительного и затратного подходов), хотя наличие премии за контроль и синергии вносит в процесс оценки дополнительные препятствия. При наличии взаимосвязи между контролем и синергией, наиболее безопасный способ оценить целевую фирму сводится к следующим этапам:

1. Оценка status quo компании. Оценка целевой компании начинается с оценки стоимости с существующим инвестированием, финансированием и дивидендной политикой. Эта оценка обеспечивает основу для оценки премий за контроль и синергии. В общем, стоимость компании есть функция ее денежных потоков на существующие активы, ожидаемого роста денежных потоков в результате новых инвестиционных вложений и стоимости капитала компании.
2. Оценка премии за контроль. Многие слияния и поглощения объясняются тем, что существует рынок корпоративного контроля. Компании-покупатели готовы платить высокие премии сверх рыночных цен за контроль над менеджментом компаний, особенно тех, которые они считают плохо управляемыми. Премия за контроль складывается из изменений в существующей политике управления, способных поднять стоимость компании-цели.



3. Оценка синергии. Одним из основных мотивов проведения сделок слияний и поглощений является убежденность компании-покупателя в возможности получить дополнительный эффект от компании-цели, такой как, рост доходов прочих направлений бизнеса в результате организации перекрестных продаж и доступа к новой клиентской базе, сокращении затрат на привлечение капитала или прочих операционных расходов.

Таким образом, стоимость лизинговой компании при слиянии можно выразить следующей формулой: Стоимость сделки = стоимость status quo + премия за контроль + синергия

Краткими рекомендациями по оценке стоимости лизинговых компаний в России, апробированными автором на анализе большого числа как иностранных, так и российских лизинговых компаний, являются:

Для проведения экспресс-оценки стоимости российских лизинговых компаний рекомендуется использовать сравнительный подход.

Усредненные мультипликаторы, присущие лизинговым компаниям западных стран, характеризуются следующими показателями: $P / S - 1,6$, $P / B - 1,8$, $P / E - 12,5$.

Для оценки 100% контроля над российской лизинговой компанией, необходимо к мультипликаторам, полученным в предыдущем пункте, применить следующие скидки и премии: премия за контроль + 45%, скидка на низкий уровень ликвидности – 30%, премия за быстрый рост рынка +17%, скидка на недостаточную диверсификацию деятельности – 30%. Итоговая скидка составит – 17%.

Итоговые мультипликаторы для проведения экспресс-оценки стоимости российских лизинговых компаний выглядят следующим образом: $P / S - 1,3$, $P / B - 1,5$, $P / E - 10,4$.

При использовании доходного подхода, рекомендуется использовать средневзвешенную стоимость капитала (WACC) российской лизинговой компании в диапазоне от 8% до 14%, а соответствующий денежный поток (без учета долга) определять следующим образом: $EBIT \times (1 - \text{ставка налога на прибыль}) + \text{возмещение стоимости лизинговых активов} + \text{амортизация основных средств} - \text{покупка лизинговых активов и прочие капитальные вложения} - \text{изменение оборотного капитала}$

Создание дополнительной стоимости в сделках слияний и поглощений лизинговых компаний во многом зависит от намерений компании-покупателя. Для того, чтобы оправдать премию за контроль, которой рынок обычно «награждает» сделки с капиталом и получить синергетические эффекты с прочими направлениями деятельности, можно выделить следующие основные рычаги увеличения стоимости лизинговой компании, специализирующейся на работе с высоколиквидным и малостоящим оборудованием (в основном транспорт):

Увеличение доли непроцентных доходов, получаемых компанией, за счет предоставления дополнительного набора услуг

Увеличение процентной маржи, за счет привлечения более дешевого финансирования или использования оптимальной структуры капитала

Повышение среднего баланса стоимости предмета лизинга в расчете на одного клиента в результате работы с более интересными активами и партнерами

Сокращение операционных затрат за счет устранения дублирующих операций

Оптимизация бизнес-процессов, повышение автоматизации процессов принятия управленческих решений

Сокращение уровня кредитных потерь, за счет использования более качественных методик оценки кредитных рисков и эффективной работы службы безопасности



Увеличение доли рынка за счет получения доступа к новой клиентской базе.

