

ARFI

Financial Communications &
Investor Relations Alliance

Декабрь | 3

VIII Международный Конкурс IR-кейсов НП «АРФИ»
Особенности поглощений частных компаний в России
ООО «Бэйнер энд Ворн»



BAINER & WARNE

Описание Кейса

Суть IR-кейса:

В основе предлагаемого IR-кейса лежит анализ сделки приобретения корпоративного контроля над непубличной компанией, занимающейся бизнесом в сегменте каршеринга, группой инвесторов, включавших публичную компанию, имеющую листинг на Московской бирже.

Краткое описание структуры сделки:

По предварительной структуре сделки покупатели (все компании входят в одну группу лиц) должны были приобрести 25% акций в уставном капитале компании-цели с 19%-ной премией к внутренней стоимости акций компании-цели, взвешенной по DCF модели. Акции Компании-цели выкупались у действующих акционеров. Встречное предоставление за выкупаемый пакет предварительно планировалось предоставить в смешанной форме: 70% - в денежной форме и еще 30% - в форме акций одного из участников группы – публичной компании, выпущенных в порядке дополнительной эмиссии. На настоящий момент сделка еще не закрыта.

Функции, выполнявшиеся ООО «Бэйнер энд Ворн» в сделке:

Мы выступали в качестве консультантов Компании-цели по сделке, составляя финансовую модель сделки и проводя оценку компании-цели, а также консультируя акционеров компании-цели по вопросам интеграции после возможного слияния. В приведенном IR-кейсе мы описываем две возникшие при выполнении наших функций проблемы, с которыми стороны сделки столкнулись на преддоговорном этапе.

ООО «Бэйнер энд Ворн»

ООО «Бэйнер энд Ворн» предлагает своим Клиентам самые качественные и дешевые решения в сфере бизнес прогнозирования и финансового моделирования, составления бизнес планов и разработки маркетинговых стратегий.

Одним из ключевых продуктов, которые Компания продвигает в настоящий момент, является онлайн платформа финансового анализа «FINAZZI», которая поможет Вам создать самую полную, включающую все: начиная от стандартного анализа финансовых коэффициентов, завершая сложными прогнозными и вероятностными моделями, финансовую модель за считанные секунды, просто импортировав отдельные данные из Вашего бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках. Подробнее Вы можете познакомиться с FINAZZI на нашем сайте: <http://www.bainerwarne.com/#!/finazzifaq/c5fg>

Помимо консультационных услуг ООО «Бэйнер энд Ворн» продвигает проекты бесплатного обучения инвестиционной деятельности, одним из которых является, выходящий ежемесячно журнал BAINER & WARNE Journal: <http://www.bainerwarne.com/#!/journal/ServicesPage-bmmaq7o0>.

Состояние бизнеса и оценка стоимости Компании-цели

Прогноз отчета о прибылях и убытках¹

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Выручка	3750	5250	7350	10290	14406	20168	28236
ОРЕХ	3950	4543	5224	6007	6909	7945	9137
Амортизация	-	40	80	160	200	240	280
САРЕХ	4100	3415	2777	3194	3673	4224	4857
Опер. прибыль	(200)	708	2126	4283	7497	12224	19099
Процентные доходы	-	-	-	-	-	-	-
Процентные расходы	-	-	-	-	-	-	-
Донал. прибыль	(200)	708	2126	4283	7497	12224	19099
Налог на прибыль	750	1050	1472	2087	2884	4035	5650
Чистая прибыль	(905)	(343)	654	2196	4613	8189	13449
EPS	(9.50)	(3.43)	6.54	21.96	46.13	81.89	134.49
DPS	41	37	57	72	96	182	334

Прогноз денежных потоков²

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
OCF	18400	240	9850	15700	20100	29800	32800
FCFF	(950)	6575	8575	11237	14995	20118	27163
FCFE	(1640)	3618	3318	5318	6969	7501	8207
OCF/FCFF	(19.4)	0.0	1.1	1.4	1.3	1.5	1.2
OCF/FCFE	(1.1)	0.1	(3.0)	(3.0)	(5.1)	(5.4)	10.2
OCF/ЕБИТ	(92.3)	0.3	4.6	3.7	2.7	2.4	1.7
OCF/ЕБИТДА	(92.3)	0.3	4.5	3.5	2.6	2.4	1.7
OCF/Выручка	4.9	0.0	1.3	1.5	1.4	1.5	1.2
OCF/Чист. прибыль	(19.4)	(0.7)	15.1	7.2	4.4	3.6	2.4
OCF на акцию	184	2.4	98.5	157	201	298	328
FCFF/FCFE	0.1	1.8	(2.6)	(2.1)	(3.8)	(3.7)	8.5
FCFF/ЕБИТ	4.8	9.3	4.0	2.6	2.0	1.6	1.4
FCFF/ЕБИТДА	4.8	8.8	3.9	2.5	1.9	1.6	1.4
FCFF/Выручка	(0.3)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
FCFF/Чист. прибыль	1.0	(19.2)	13.1	5.1	3.3	2.5	2.0
FCFF на акцию	(9.5)	65.8	85.8	112	149	201	271
FCFE/ЕБИТ	82.0	5.1	(1.6)	(1.2)	(0.5)	(0.4)	0.2
FCFE/ЕБИТДА	82.0	4.8	(1.5)	(1.2)	(0.5)	(0.4)	0.2
FCFE/Выручка	(4.4)	0.7	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	0.1
FCFE/Чист. прибыль	17.3	(10.6)	(5.1)	(2.4)	(0.9)	(0.7)	0.2
FCFE на акцию	(164.0)	36.2	(33.2)	(53.2)	(39.7)	(55.0)	32.1

1 Все в тысячах российских рублей

2 Все в тысячах российских рублей

Оценка Компании-цели

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EV	19000	12050	14200	19550	25700	35850	43000
EV/EBITDA	(95)	16	6	4	3	3	2
EV/EBIT	(95)	17	7	5	3	3	2
EV/OCF	1	50	1	1	1	1	1
EV/Revenue	5	2	2	2	2	2	2
EV/FCFF	(20)	2	2	2	2	2	2
EV/FCFE	(1)	3	(4)	(4)	(6)	(7)	13

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DDM							
DPS	41	37	57	72	96	182	334
DPR	(4.2)	(10)	8.6	3.2	2.0	2.2	2.4
DDM		291	(109)	(294)	(312)	(210)	(412)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FV П. Линча	396	165	333	1118	2349	4169	6847
Z коэф. Альтмана	14	17	22	16	11	10	10
Sloan ratio	-	(0.97)	(0.05)	(0.61)	(0.63)	(0.56)	(0.57)
FRR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.01	0.01	0.01
EY (Дж. Гриблатта)	(0.01)	0.06	0.15	0.22	0.29	0.34	0.44
F коэффициент	6	6	7	7	6	8	6
M коэффициент	-	7985	8724	8729	5696	5357	6158

Секторальный анализ

Нарицательная стоимость глобального рынка онлайн решений для каршеринга по нашему прогнозу по итогам 2015 г. составит порядка 8.3 трлн. долл., в сравнении с 7.4 трлн. долл. в 2014 г. Одним из самых быстрорастущих сегментов этого рынка станет сегмент облачных решений, средний темп роста которого года к году составит порядка 18,7% в течение прогнозного периода до 2020 г., который к вырастет с 1.72 трлн. долл. в 2015 г. до 4.8 трлн. долл. к 2020 г.

В России средние темпы роста рынка будут существенно выше глобальных за счет, в первую очередь, меньшей насыщенности предложения, и будут составлять порядка 23-25% год к году. По нашим оценкам нарицательная стоимость каршеринга в России по итогам 2015 г. составляет порядка 3.9 млрд. руб. и мы ожидаем, что к 2020 г. рынок может вырасти в своей нарицательной стоимости до отметки, превышающей 9 млрд. руб.

По числу активных пользователей сегменты business-to-customers и peer-to-peer в России на текущий момент примерно равны (примерно 350 доступных машин в сегменте peer-to-peer против 398 доступных машин в сегменте business-to-customers). Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе приведенное соотношение изменится в пользу сегмента business-to-customers в том числе благодаря тому, что на текущий момент более 74% прибыли компаний формируются в этом сегменте.

Низкий уровень проникновения услуг peer-to-peer каршеринга в России обусловлен в том числе и тем, что географически 65% спроса формируется за счет Москвы, Санкт-Петербурга и Московской области. С другой стороны, мы расширение капитальных затрат компаниями сегмента, в том числе направленных на внедрение высокотехнологичных решений, основанных в том числе на SaaS-основе, свидетельствует в пользу ускорения темпов роста нарицательной стоимости сегмента.

По числу активных пользователей на текущий момент основным конкурентом на российском рынке каршеринга выступает компания Darenta (работает по модели peer-to-peer). В базе компании зарегистрированы автомобили из России, Белоруссии, Украины, Казахстана, Узбекистана, Болгарии, Чехии, Черногории, ОАЭ, Таиланда и Доминиканы. По данным на октябрь 2015 г. в базе компании зарегистрировано 319 машин, большая часть из которых (142 машины) зарегистрирована в Москве, все остальные зарегистрированы в еще 30 городах России. При этом инвестиции в бизнес компании составили всего 600 тыс. руб. в сравнении со средним объемом в 60 млн. руб. первоначальных инвестиций в компании-аналоги на российском рынке.

Крупнейшим по занимаемой доли рынка представителем сегмента business-to-customers является ООО «Ситикар». Сейчас ее парк насчитывает 160 машин, база зарегистрированных клиентов - 13 тысяч человек. Еще одной компанией этого сегмента, специализирующейся на рынке Санкт-Петербурга, выступает Streetcar. Автопарк компании составляет порядка 70 машин, база зарегистрированных пользователей составляет порядка 4 тысяч человек. StreetCar планирует к выходу на московский рынок. Первоначально на рынке столицы компания планирует предоставлять свои услуги с помощью 30 машин.

Описание проблем сделки

Проблема I: Низкий уровень FCFE (Свободного денежного потока на акционерный капитал) Компании

При оценке внутренней стоимости компании для цели определения справедливой цены акций компании нами была построена модель DCF, на основании оценки будущих дисконтированных свободных денежных потоков на акционерный капитал. Стоимость компании оказалась существенно ниже наших предварительных прогнозов (внутренняя стоимость выкупавшегося пакета оказалась на 27% ниже NPV).

Основными причинами, описанной проблемы, были:

- Высокий уровень чистых капитальных затрат (CAPEX за вычетом амортизационных издержек) компании, которые подлежат вычету из величины чистой прибыли, при построении модели свободных денежных потоков на собственный капитал;
- Высокий темп роста показателя NWC (высокий темп роста чистого оборотного капитала оказывает негативное влияние на динамику FCFE), завышая величину изменения NWC, подлежащую вычету. Темп прироста NWC в приведенном случае составлял порядка 31% год к году.

Высокий уровень чистых капитальных затрат компании негативно сказался также на ряде других метрик, помимо свободного денежного потока на собственный капитал, включая операционный денежный поток и коэффициенты ROI и ROC. Еще одним фактором, принимавшимся во внимание, стала динамика мультипликатора CAPEX/Выручка, который на протяжении трех лет показывал близкий к экспоненциальному рост, увеличившись с 0.7x по итогам 2013 г. до 1.4x по итогам третьего квартала 2015 г.

Основными направлениями использования средств Компании выступали:

- Капитальные затраты на экспансию бизнеса: Компания инвестировала до 15% своей чистой прибыли в создание и поддержание в работоспособном состоянии электронных дата-центров по Центральному Федеральному округу;
- Капитальные затраты на поддержание бизнеса: До 45% чистой прибыли Компании направлялось на закупку автомобилей;
- Капитальные затраты на поддержание бизнеса: Еще одной статьёй капитальных затрат Компании, составлявшей до 10% от чистой прибыли были затраты на покрытие возмещаемой стоимости (replacement costs) автопарка.

Исходя из описанного выше капитальные затраты Компании могли достигать до 70% от чистой прибыли, существенно занижая ее внутреннюю стоимость за счет негативного воздействия на величину свободных денежных потоков на собственный капитал, мультипликаторы рентабельности, существенно снижая инвестиционную привлекательность бизнеса.

Проблема II: Размытие EPS акционеров одной из компаний, участвовавших в сделке из-за переоценки стоимости ее акций

По предварительно согласованной сторонами структуре сделки одна из компаний-покупателей в качестве встречного предоставления за выкупаемые акции компании-цели обязалась внести свои выпущенные акции. Эта Компания – публичная, листинговая Компания (листинг на Московской бирже). Из-за существенного снижения стоимости акций Компании-покупателя и сохранявшейся волатильности размытие EPS ее акционеров в акционерном капитале этой Компании, в случае заключения сделки, могло быть существенным.

Основными причинами, описанной проблемы, были:

- Цена акций Компании-покупателя для целей расчета параметров свопа акций с Компанией-целью устанавливалась не на конкретную фиксированную дату, но на день одобрения сделки Советом директоров Компании-покупателя;
- Пропорция в которой должен происходить обмен акций Компании-цели на акции Компании-покупателя не была установлена и также подлежала определению на дату одобрения сделки советом директоров Компании-покупателя;
- Как с точки зрения технического, так и с точки зрения фундаментального анализа акции Компании-покупателя сохраняли предрасположенность к понижательному тренду в будущем до даты закрытия фиксинга цены сделки.

По предварительным оценкам размытие EPS Компании-покупателя составляло до 13.5% по итогам первого года после закрытия сделки при учете премии к рынку за выкупаемый пакет акций компании-цели на уровне 19%. Более того, при сохранении понижательного тренда в бумагах Компании-покупателя до ближайшей технической поддержки, чистая приведенная стоимость синергии (NPVS) для нее могла стать незначительно отрицательной (порядка -2.7% по итогам первого года после закрытия сделки).

Другими проблемами, с которыми Компания-покупатель столкнулась в связи с выбранной структурой встречного предоставления выступали:

- Компания-покупатель являлась заемщиком по нескольким договорам об открытии кредитных линий, в число заверений и гарантий по которым входило условие об изменении структуры корпоративного контроля более чем на 1%. Компания полагала, что в случае заключения сделки на описанных выше условиях может наступить описанное кредитное;
- Компания-покупатель, являясь кредитной организацией, также несла повышенные регуляторные риски, связанные с требованиями ФЗ №135 «О защите конкуренции», в части получения согласия Банка России на приобретение свыше 1% ее акций Компанией-целью в рамках сделки свопа акций.

Исходя из описанного выше одна из компаний, собиравшихся участвовать в сделке на преддоговорном этапе предполагала отказаться от дальнейшего участия в переговорах из-за потенциального существенного для операционной деятельности Компании-покупателя размытия EPS и других неблагоприятных последствия, которые могли наступить для нее.

Описание решений проблем

Проблема I: Низкий уровень FCFE (Свободного денежного потока на акционерный капитал) Компании

Варианты решения проблемы:

- Снижение темпов роста капитальных затрат Компании-цели (в среднем на 15-20% год к году);
- Занижение темпов роста Чистого оборотного капитала Компании-цели.

Для решения указанной проблемы нами был выбран вариант снижения темпов роста капитальных затрат Компании-цели, по следующим причинам:

- Занижение совокупного объема капитальных издержек компании оказывает позитивное влияние не только на оценку компании, но и на динамику уровня и коэффициентов рентабельности компании: в первую очередь на ROCE;
- Занижение объема капитальных затрат компании оказывает позитивное воздействие на оборачиваемость денег и денежных эквивалентов компании, а также коэффициенты оборачиваемости и ликвидности. В нашем случае при занижении темпов роста CAPEX на 15% год к году мы полагаем достичь следующих результатов по приведенным коэффициентам:
 - Коэффициент оборачиваемости оборотных активов по итогам 2016 г. достигнет уровня в 1.3x по сравнению со значением коэффициента на уровне 0.7x по итогам 2015 г.
- Занижая амортизационных издержек в составе CAPEX также может оказать позитивное воздействие на динамику операционной прибыли и чистой прибыли Компании-цели.

Помимо снижения капитальных затрат компании для целей увеличения FCFE и позитивного изменения оценки внутренней стоимости Компании-цели могут быть предприняты следующие шаги:

- Компания может отразить в качестве выручки доходы будущих периодов, которые будут получены позднее чем в течении года. В таком случае доходные статьи при расчете FCFE завышаются, в то время, как расходные (в нашем случае: дебиторская задолженность) остаются неизменны, искусственно завышая уровень FCFE;
- Компания также может принять меры направленные на сокращение запасов, увеличение периода оборачиваемости кредиторской задолженности и сокращению периода оборачиваемости дебиторской задолженности.

Решения, которые были предложены Компании-цели по увеличению FCFE оказали позитивное воздействие на оценку внутренней стоимости акций компании (внутренняя стоимость, рассчитанная по модели DCF, на период до 2022 г. увеличилась на 8% в сравнении с первоначальной оценкой). Более того, компания получила сдержанный позитивный эффект на коэффициенты рентабельности и оборачиваемости.

Проблема II: Размытие EPS акционеров одной из компаний, участвовавших в сделке из-за переоценки стоимости ее акций

Варианты решения проблемы:

- Использование опционов типа floor или корзины опционов floorlet с разными датами экспирации, но одинаковой ценой исполнения или опционных стратегий типа медвежьих колларов;
- При работе с кредиторами возможно использование «полных фиксаторов» (full ratchet);
- При работе с первоначальными инвесторами Компании-покупателя используется тактика “Pay to play”, предоставляющая им исключительное право на приобретение акций в случае доп. эмиссии для предотвращения размытия их доли.

Для урегулирования указанной проблемы нами были предложены к использованию все приведенные выше решения:

- При структурировании опционных обязательств в силу отсутствия единого подхода в российской правоприменительной практике к опционным договорам мы предложили использовать Английское право. Мы предложили структуру корзинного floorlet пут опциона, состоящего из 10 контрактов с одинаковой ценой экспирации на уровне средневзвешенной цены бумаг Компании-покупателя за последние 6 месяцев на бирже, с датами экспирации, приходящимися на последние даты следующих друг за другом календарных месяцев;
- Полный фиксатор, который мы предложили для использования в работе с кредиторами также структурировался по Английскому праву в форме специального преимущественного права конверсии акций, включенных в обеспечение по кредитным договорам в фиксированной пропорции 1:1.5. Преимущественное право устанавливалось на дату заключения договора и действовало бы до момента подачи заявления о регистрации дополнительного выпуска акций;
- Мы также предложили использовать механизм “Pay to play” для урегулирования возможных конфликтов с первоначальными инвесторами Компании-покупателя. Преимущественное право конверсии, которое предоставлялось им действовало только при условии гарантирования долгосрочного характера инвестиций в акционерный капитал Компании-покупателя (даже в случае, если в дальнейшем из-за сделки EPS другие показатели компании ухудшатся или синергии от сделки не будут реализованы). Для структурирования такого инструмента также было предложено использовать Английское право (в силу того, что по российскому праву сделка влекущая отказ от права не действительна по ст. 168 ГК РФ).

К нашему большому сожалению инвестор, для которого проблема существенного размытия EPS была актуальна на этапе переговоров отказался от участия в сделке. Вместе с тем, в том случае, если бы он подтвердил свое участие благодаря описанным выше решениям можно было бы достичь следующих позитивных результатов:

- Ограничить потенциал размытия EPS 2-3 стандартными отклонениями (предварительно предложенное условие по floorlet опционам);
- Застраховать кредитный риск по долговым обязательствам и обеспечить сохранение интересов первоначальных инвесторов в бумаги Компании-покупателя.

Рекомендации Компаниям, сталкивающимся с аналогичными проблемами

Проблема I: Низкий уровень FCFE (Свободного денежного потока на акционерный капитал) Компании

Рекомендации ООО «Бэйнер энд Ворн»:

- Для завышения уровня FCFE, для целей представления инвесторам, бывает достаточно оптимизировать расходную часть вашего бизнеса без увеличения доходной части;
- При выборе метрики, входящей в расчет свободных денежных потоков, которую Вы собираетесь оптимизировать, обращайтесь внимание на долгосрочные операционные цели Вашего Бизнеса, исключая в первую очередь расходы, не дающие бизнесу Вашей компании органического роста в долгосрочной перспективе;
- Вы можете воспользоваться некоторыми хитростями и пробелами в установленных нормативах составления бухгалтерской отчетности для достижения цели представления Вашего бизнеса потенциальным инвесторам, без внесения существенных изменений в саму структуру бизнеса.

Проблема II: Размытие EPS акционеров одной из компаний, участвовавших в сделке из-за переоценки стоимости ее акций

Рекомендации ООО «Бэйнер энд Ворн»:

- Для целей предотвращения размытия EPS компании при слиянии можно использовать многие инструменты, предложенные наукой финансового инжиниринга и апробированные на практике, некоторые из которых были описаны выше;
- Несмотря на реформирование Гражданского законодательства России, регуляторные риски использования опционных соглашений (не путать с опционами эмитента) при подчинении российскому правовому режиму на текущий момент очень высоки, в связи с чем мы рекомендуем пока не сформировалась устойчивая правоприменительная практика подчинять такие финансовые продукты правовым порядкам, где они признаются судами гораздо дольше;
- Описанные выше инструменты, при их применении, оказывают системный позитивный эффект на весь бизнес компании: не только сохраняя акционерную стоимость, но и сужая кредитные спреды, обеспечивая хедж от роста процентного риска.

Приложение I. Графики

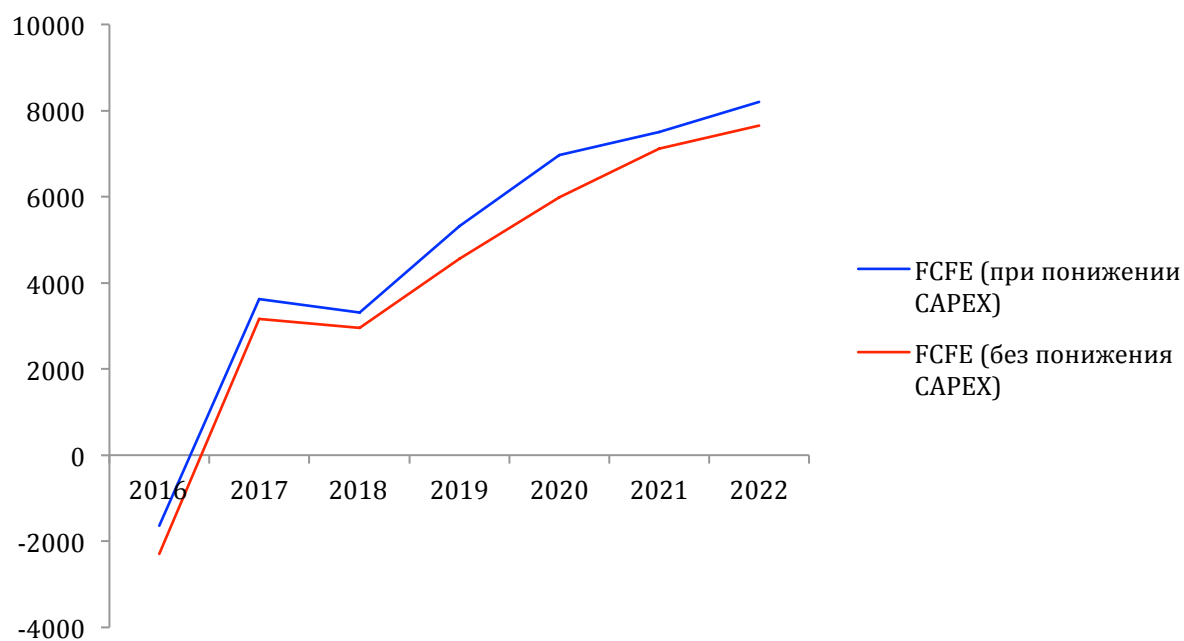


График I: Воздействие снижения CAPEX на динамику FCFE

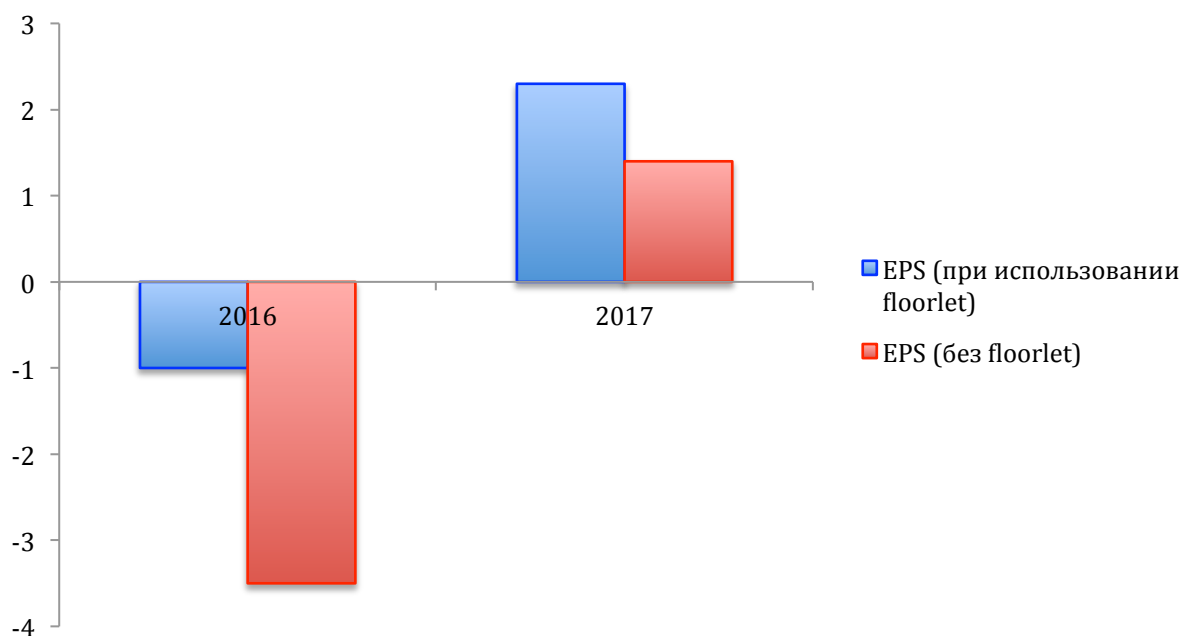


График II: Предполагаемое значение EPS Компании-покупателя при максимально возможном размытии EPS по сделке

Контактная информация

ООО «Бэйнер энд Ворн»:

Тел.: 8(920)933-33-83

Почта: victorkalmykov@bainerwarne.com

Web.: www.bainerwarne.com

