

# Выкуп с использованием займа, LBO

## Определение и концепция LBO

Выкуп с использованием займа (также «финансируемый выкуп», Leveraged Buyout, LBO) — приобретение компании частным инвестором с использованием значительной, иногда до 100%, суммы долга. Основная идея LBO в том, что заемный капитал стоит заметно дешевле, чем акционерный, поэтому привлечение высокой доли займов позволяет покупателю воспользоваться эффектом финансового рычага и увеличить доходность собственного капитала.

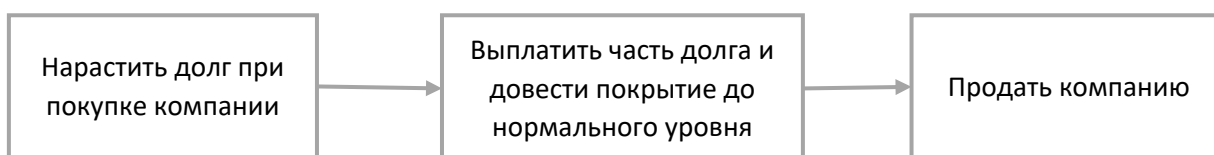
В качестве целей для LBO обычно выступают зрелые компании со стабильным, не подверженным колебаниям денежным потоком. С точки зрения управления риском и максимизации акционерной стоимости, такие компании могут позволить себе использовать значительный финансовый рычаг, однако часто они не реализуют эту возможность по одной из следующих причин:

- Из-за событий в прошлом компания оказалась в сложном финансовом положении и банки не доверяют ей.
- Менеджмент компании недостаточно профессионален для аккуратного управления долгом и максимизации прибыли акционеров. Иногда владельцы компании избыточно стремятся обеспечить финансовую стабильность и просто не доверяют долгому финансированию.
- Компания недостаточно велика, и банки не идут на создание существенного финансового рычага.

Встречаются и другие причины. В любом из этих случаев покупатель предлагает за компанию справедливую стоимость с точки зрения ее текущей структуры капитала, но использует при покупке долг. Достаточно типичным является использование до 80-85% долга при LBO.

## Моделирование LBO

Одна из особенностей LBO — для оценки таких сделок нельзя использовать простые подходы, применяемые в оценке публичных компаний, так как они обычно предполагают относительную стабильность структуры капитала. Между тем, концепция LBO основана на цикле:



В течение этого цикла структура капитала компании существенно меняется, поэтому единственный способ оценить перспективы сделки LBO — построить полноценную финансовую модель на весь период от момента покупки бизнеса до предполагаемого

момента его продажи новому владельцу. Для этого подходят стандартные модели и методы, предусмотренные для инвестиционных проектов, с одной оговоркой — они должны быть адаптированы для ситуаций, когда инвестиции направлены не на приобретение оборудования, а на покупку самой компании (в частности, для таких целей подходят [модели Альт-Инвест](#)).

В сильно упрощенной форме принцип анализа сделок LBO можно проиллюстрировать следующими расчетами:

FCFF		1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Re	20%					
Цена компании	5 000					5 000
Eq покупателя	-1 000	-55	-55	-55	-55	5 000
Долг покупателя	4 000	-1 055	-1 055	-1 055	-1 055	-1 055
Ставка долга	10%					
IRR покупателя	<b>35%</b>					

В этом примере отражены следующие элементы сделки:

- Компания приносит стабильный доход 1000 в год.
- Стоимость акционерного капитала для такого бизнеса составляет 20%, поэтому оценка компании —  $1000 / 20\% = 5000$ . За эту сумму ее может приобрести покупатель.
- Покупатель привлекает 80% долга и только 1000 платит из собственных средств. Остальные 4000 — кредит под 10% годовых.
- За 5 лет долг полностью выплачен аннуитетом из денежных потоков компании (здесь для простоты мы дописали покрытие недостающих 55 из средств покупателя). Компания снова не имеет долгов.
- Через 5 лет компания продана снова по той же ставке и за 5000.
- Итоговая доходность покупателя — 35% годовых.

Это очень упрощенный и искусственный пример, но он показывает, как работает математика LBO.

## Выкуп компании менеджментом, MBO

Один из распространенных вариантов LBO — выкуп компании ее менеджментом, называемый **Management Buyout, MBO**. Главная идея сделки выглядит так же — заменить акционерный капитал заемным и затем постепенно гасить долг, возвращая структуру капитала к более сбалансированной, но мотивация сделки отличается.

MBO применяется в таких случаях:

- Когда владелец компании хотел бы продать ее, но это частный бизнес, он недостаточно прозрачен или понятен рынку и поэтому у него низкая ликвидность. У компании нет покупателей и единственный, кто понимает этот бизнес, верит в него и хотел бы владеть им — наемный руководитель компании.

- Когда владелец понимает, что компания слишком сильно зависит от наемного руководителя, влияние акционера недостаточно и в будущем это может привести к конфликту интересов.

В таких случаях руководитель хотел бы заплатить справедливую стоимость за акции компании, но не имеет для этого средств. Тогда он привлекает для компании кредит, который используется для выплаты текущему акционеру. Акционерный капитал сокращается, прежний акционер выходит из капитала, а менеджмент компании становится ее владельцем и обеспечивает выплату долга.