

Динамика дисконтов в сделках M&A и возможные инвестиционные стратегии

Апрель 2025



Российский рынок M&A характеризуется замедлением

16%

Доля сделок по выходу иностранных инвесторов в 2024 г. в общем числе; на 14 п.п. ниже, чем в 2022



135,2

млн долл. США – средняя стоимость сделок M&A на российском рынке в 2024 г.



14%

Доля сделок с участием ЗПИФ в 2024 г. от общего объема



478

Сделок M&A было совершено в РФ в 2024 г.



157

Число компаний, изъятых в пользу государства на общую сумму 1,1 трлн руб. за 2024 г.



24,5%

Доля сделок от общего числа, приходящаяся на отрасль услуг и торговли



Динамика числа и средней стоимости сделок M&A в РФ



Источник: Mergers.ru, анализ и расчеты Neman Group

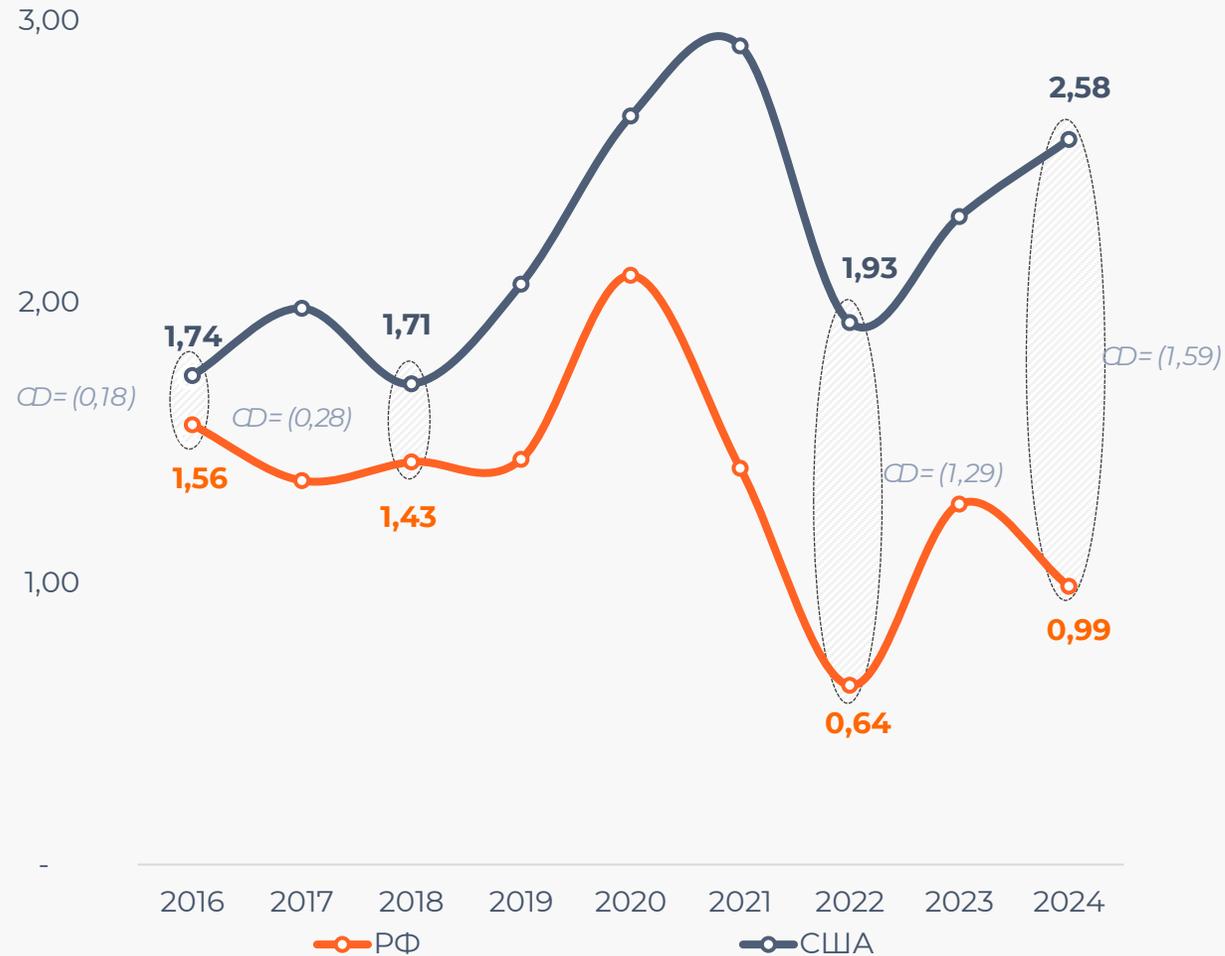
Распределение по числу сделок по отраслям



Источник: Mergers.ru, анализ и расчеты Neman Group

За последние годы мы наблюдаем постепенное увеличение странового дисконта оценки публичных компаний

Мультипликатор P/S публичных компаний России и США



Источники: Damodaran, Smart-Lab, анализ и расчеты Neman Group

РФ

США

2024 существенный рост ключевой ставки ЦБ; рост инфляции; снижение инвестиционной активности

стабилизация инфляции; рост фондового рынка; рост позитивных настроений в результате победы Д. Трампа

2022 санкции со стороны западных стран; государственные торговые ограничения; ограничения на вывоз капитала

геополитические трудности, повышение ключевой ставки в США, рост инфляции, энергокризис

2018 рост цены на нефть; низкая инфляция; рост ВВП выше, чем ожидалось; существенный вклад строительства

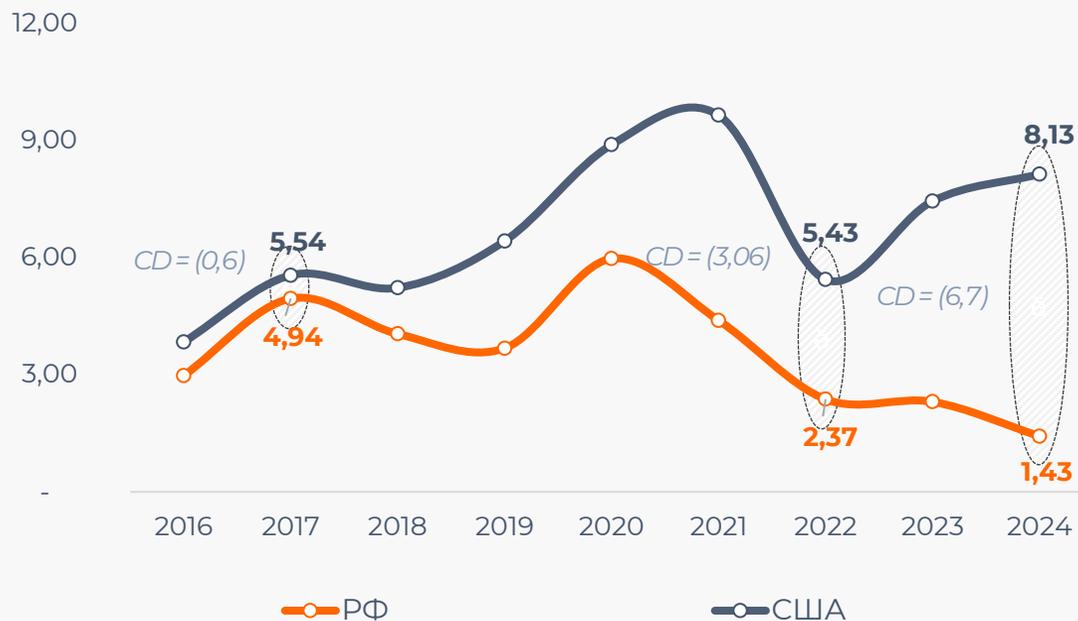
торговые войны Трампа, ужесточение ДКП, волатильность цены на нефть

2016 приспособление к первичным санкциям; снижение инфляции до 5,8%; укрепление рубля; партнерство с Азиатскими странами

падение цен на нефть, влияние замедления роста экономики Китая, девальвация юаня

Начиная с 2020 года мультипликатор P/S российских компаний демонстрирует снижение, увеличивая дисконт к мультипликатору P/S в США

Мультипликатор P/S публичных компаний сектора IT и телеком

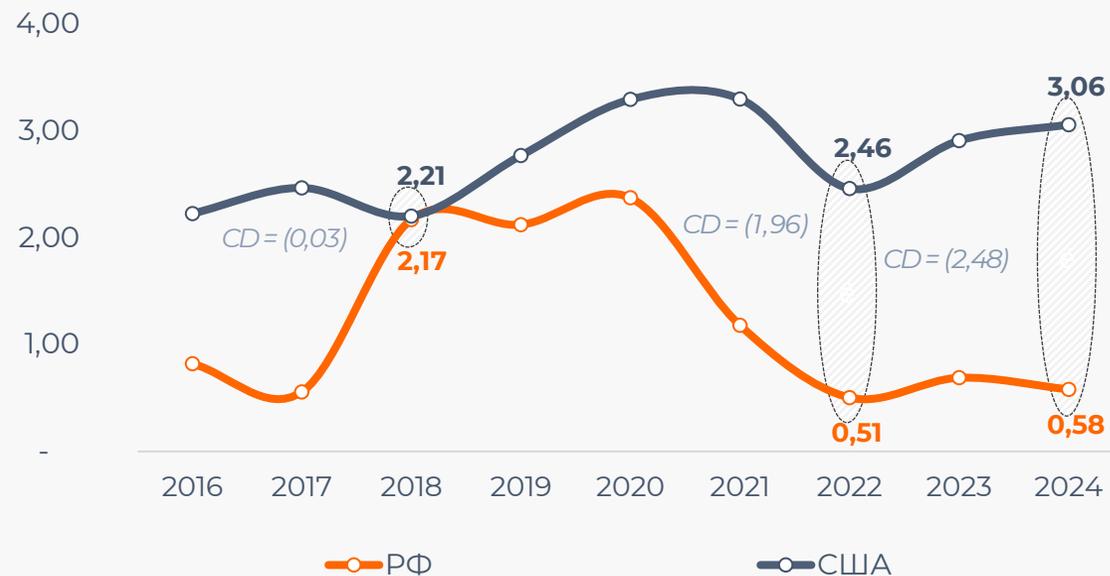


↓ Дисконт в 2017 г. благодаря укреплению рубля

↑ Дисконт с 2022 г. из-за санкций

Источники: Damodaran, Smart-Lab, анализ и расчеты Neman Group

Мультипликатор P/S публичных компаний сектора торговли и услуг



↓ Дисконт в 2018 г. благодаря росту онлайн торговли в РФ

↑ Дисконт в 2022 г. из-за санкций

Источники: Damodaran, Smart-Lab, анализ и расчеты Neman Group

Санкции оказали существенное давление на оценку публичных компаний, сократив дисконт к оценке неторгуемых компаний с 2020 года

Мультипликатор P/S публичных и непубличных компаний РФ



Год	D (Дисконт)	Характеристика периода
2024	↓ до (0,28)	Высокие ключевая ставка и курс доллара; сокращение инвестиционной активности
2023	↑ до (0,59)	Гос. поддержка; российский капитал остается внутри страны; импортозамещение
2022	↓ до 0,26 (премия)	Низкая ключевая ставка; санкции; государственные торговые ограничения
2021	↓ до (0,24)	Рост инфляции и повышение ключевой ставки
2020	↑ до (1,22)	Ковидные ограничения

Регрессия по публичным компаниям

R² = 0,93

$$\ln \frac{P}{S} = 0,407 - 0,558 x_1 + 0,00008 d x_2 + 0,022 d x_3$$

x₁ – Санкции, введенные с 2022 г. (*p-value = 0,0001)

x₂ – Цена на нефть марки Brent (p-value = 0,0089)

x₃ – Курс доллара к рублю (p-value = 0,0092)

Регрессия по непубличным компаниям

R² = 0,56

$$\ln \frac{P}{S} = 1,014 - 0,542 x_1 + 0,333 \ln x_2 - 0,0001 d x_3 + 0,00001 d x_4$$

x₁ – Санкции, введенные с 2022 г. (p-value < 0,0001)

x₂ – Инфляция в РФ (p-value = 0,0003)

x₃ – Размер внешнего государственного долга (p-value = 0,0038)

x₄ – Цена на нефть марки Brent (p-value = 0,0841)

*p-value – вероятность, позволяющая определить значимость коэффициента регрессии

Санкции оказали существенное давление на оценку публичных компаний, сократив дисконт к оценке неторгуемых компаний с 2020 года

Мультипликатор P/S публичных и непубличных компаний РФ (торговля и услуги)



Год	D (Дисконт)	Характеристика периода
2024	↓ до (0,28)	Высокие ключевая ставка и курс доллара; сокращение инвестиционной активности
2023	↑ до (0,59)	Гос. поддержка; российский капитал остается внутри страны; импортозамещение
2022	↓ до 0,52 (премия)	Недооценка публичных компаний в связи с государственными торговыми ограничениями
2021	↓ до (0,09)	Последствия Covid-19; рост инфляции; повышение ключевой ставки
2020	↓ до (1,45)	Ковидные ограничения

Регрессия по публичным компаниям

$R^2 = 0,84$

$$\frac{P}{S} = -3,229 - 1,718 \ln x_1 + 10,838 d \ln x_2 + 0,0002 d x_3 - 0,656 x_4 + 0,356 d \ln x_5$$

- x_1 – Инфляция в РФ (p-value = 0,0146)
- x_2 – Объем производства с/х продукции (p-value = 0,0228)
- x_3 – Цена на нефть марки Brent (p-value = 0,08)
- x_4 – Санкции 2022 г. (p-value = 0,0887)
- x_5 – Объем инвестиций в основной капитал (p-value = 0,0947)

Регрессия по непубличным компаниям

$R^2 = 0,54$

$$\ln \frac{P}{S} = 7,91 + 0,941 \ln x_1 - 1,213 x_2 + 0,057 d x_3 + 0,0005 d x_4 - 0,00002 d x_5 - 0,679 \ln x_6$$

- x_1 – Инфляция в РФ (p-value = 0,0079)
- x_2 – Санкции 2022 г. (p-value = 0,0143)
- x_3 – Курс доллара к рублю (p-value = 0,016)
- x_4 – Цена на нефть марки Brent (p-value = 0,0393)
- x_5 – Внешний долг РФ (p-value = 0,052)
- x_6 – Объем производства с/х продукции (p-value = 0,0717)

*p-value – вероятность, позволяющая определить значимость коэффициента регрессии

Санкции оказали существенное давление на оценку публичных компаний, сократив дисконт к оценке неторгуемых компаний с 2020 года

Мультипликатор P/S публичных и непубличных компаний РФ (IT и телеком)



Год	D (Дисконт)	Характеристика периода
2024	↓ до (0,33)	Высокие ключевая ставка и курс доллара; сокращение инвестиционной активности
2023	↑ до (0,72)	Гос. поддержка; российский капитал остается внутри страны; импортозамещение
2022	↓ до (0,5)	Санкции; уход иностранных компаний; технологические трудности
2021	↓ до (3,26)	Рост инфляции и повышение ключевой ставки
2020	↑ до (5,22)	Рост отрасли с переходом в онлайн в результате ковидных ограничений

Регрессия по публичным компаниям

$R^2 = 0,97$

$$\ln \frac{P}{S} = -0,418 \ln x_1 + 1,072 d \ln x_2 - 0,019 d x_3$$

x_1 – Инфляция в РФ (p-value < 0,0001)

x_2 – Объем инвестиций в основной капитал (p-value = 0,0263)

x_3 – Курс доллара к рублю (p-value = 0,0454)

Регрессия по непубличным компаниям

$R^2 = 0,54$

$$\ln \frac{P}{S} = 0,361 + 0,0004 d x_1 - 0,055 d x_2 - 0,0001 d x_3 - 0,395 d \ln x_4$$

x_1 – Цена на нефть марки Brent (p-value = 0,0022)

x_2 – Курс доллара к рублю (p-value = 0,0079)

x_3 – Размер внешнего государственного долга (p-value = 0,0038)

x_4 – Инфляция в РФ (p-value = 0,089)

*p-value – вероятность, позволяющая определить значимость коэффициента регрессии

Среднесрочный базовый прогноз динамики мультипликатора P/S и дисконта для сделок M&A с непубличными компаниями

Базовый прогноз мультипликатора P/S для российских компаний



- В условиях стабилизации экономики согласно базовому прогнозу органов власти РФ предполагается рост дисконта при сделках M&A с непубличными компаниями по отношению к публичным на российском рынке, однако значения будут ниже, чем в период до 2022 г. (публичные компании будут недооценены).

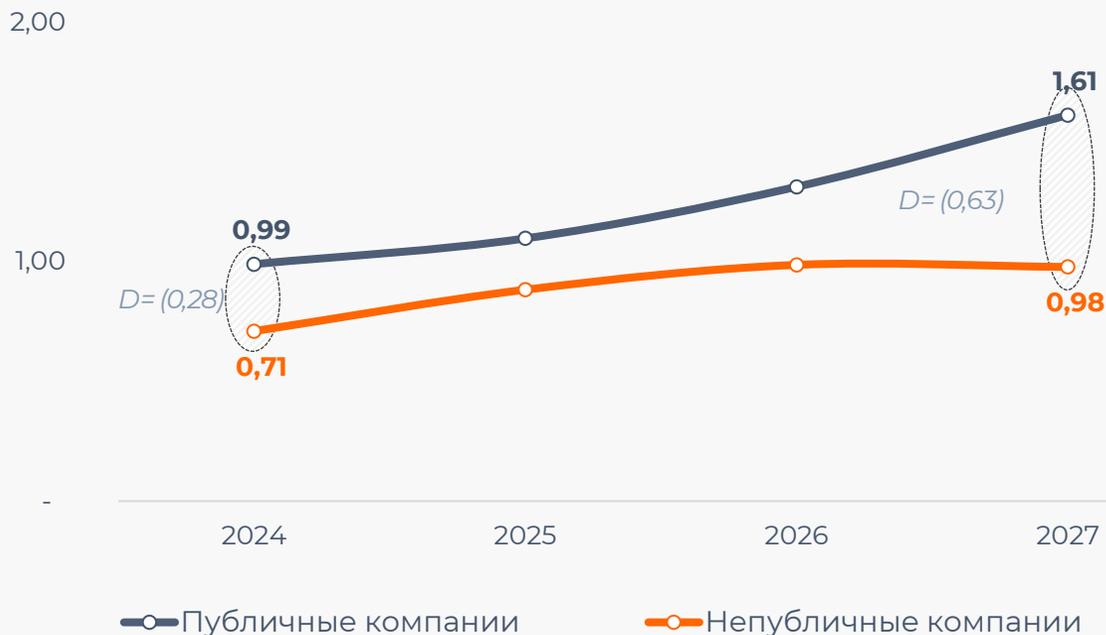
Источник: прогноз Neman Group

Параметры базового прогноза 2025-2027:

- ↓ Ослабление санкций с 2027 г.
- ↓ Цена на нефть: от **81,7** в 2025 до **74,5** в 2027 (долл./баррель)
- ↑ Валютный курс: от **96,5** в 2025 до **103,2** в 2027 (рубли/доллар США)
- ↓ Инфляция: от **9,45%** в 2025 до **4%** в 2027
- ↑ Внешний долг: от **16,5%** в 2025 до **18,1%** в 2027 (процент от ВВП)
- ↑ Рост реального ВВП: от **2,5%** в 2025 до **2,8%** в 2027 (год к году)
- ↑ Рост инвестиций в основной капитал: от **2,1%** в 2025 до **3,3%** в 2027 (год к году)

Среднесрочный оптимистичный прогноз динамики мультипликатора P/S и дисконта для сделок M&A с непубличными компаниями

Оптимистичный прогноз мультипликатора P/S для российских компаний



В случае реализации позитивного прогноза мы ожидаем восстановление мультипликаторов торгуемых компаний и увеличение дисконта для неторгуемых при меньших темпах роста мультипликатора.

Источник: прогноз Neman Group

Параметры оптимистичного прогноза 2025-2027:

- ✗ Отмена большинства санкций с 2026 г.
- ↓ Цена на нефть: от **87** в 2025 до **120** в 2027 (долл./баррель)
- ↑ Валютный курс: от **89,5** в 2025 до **80** в 2027 (рубль/доллар США)
- ↓ Инфляция: от **6,82%** в 2025 до **4%** в 2027
- ↑ Внешний долг: от **13,2%** в 2025 до **10,9%** в 2027 (процент от ВВП)
- ↑ Рост реального ВВП: от **3,55%** в 2025 до **4,3%** в 2027 (год к году)
- ↑ Рост инвестиций в основной капитал: от **5,34%** в 2025 до **6,17%** в 2027 (год к году)

Среднесрочный консервативный прогноз динамики мультипликатора P/S и дисконта для сделок M&A с непубличными компаниями

Консервативный прогноз мультипликатора P/S для российских компаний



- При экономической стагнации в РФ в среднем будет наблюдаться более медленное, чем в базовом прогнозе, увеличение дисконта при сделках M&A с непубличными компаниями по отношению к публичным на российском рынке за счет недооцененности непубличных компаний.

Источник: прогноз Neman Group

Параметры консервативного прогноза 2025-2027:

- + Сохранение большинства санкций после 2027 г.
- ↓ Цена на нефть: от **68** в 2025 до **40** в 2027 (долл./баррель)
- ↑ Валютный курс: от **108,8** в 2025 до **130** в 2027 (рубли/доллар США)
- ↓ Инфляция: от **9,5%** в 2025 до **10%** в 2027
- ↑ Внешний долг: от **17%** в 2025 до **25%** в 2027 (процент от ВВП)
- ↑ Рост реального ВВП: от **1,45%** в 2025 до **0,9%** в 2027 (год к году)
- ↑ Рост инвестиций в основной капитал: от **2,0%** в 2025 до **1,2%** в 2027 (год к году)

Рекомендации для покупателей и продавцов непубличных компаний в рамках возможных стратегий реализации сделок M&A

	Базовый сценарий	Оптимистичный Сценарий	Консервативный сценарий
Для Продавцов непубличных компаний	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Концентрация на сильных сторонах в целях повышения привлекательности для стратегических инвесторов ▪ Эффективное управление долгом 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Привлечение капитала для активного масштабирования и захвата доли рынка ▪ Хороший момент для выхода из зрелых бизнесов, растущих медленнее рынка 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Наращивание экспортной выручки для повышения инвестиционной привлекательности ▪ Привлечение инвестиций (cash-in) для снижения долговой нагрузки и стабилизации бизнеса
Для Покупателей непубличных компаний	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Фокус на cash-generating компаниях ▪ Использование инструментов отложенных выплат (например, earn-out) на умеренно растущем рынке ▪ Акцент на оценке синергии и эффективной интеграции таргетов 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Вход в капитал активно растущих бизнесов ▪ Горизонтальная интеграция для неорганического масштабирования и увеличения доли рынка ▪ Акцент на оценке синергии и эффективной интеграции таргетов 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Реализация стратегии вертикальной интеграции для усиления конкурентных позиций ▪ Приоритет сделкам с cash-in, либо приобретению distressed assets по сниженным мультипликаторам ▪ Акцент на оценке синергии и эффективной интеграции таргетов

Neman Group

Neman Group – независимая российская консультационная компания, созданная в 2013 году выходцами из инвестиционных компаний и международных консалтинговых компаний Ernst & Young, Accenture, Oliver Wyman, оказывающая профессиональные услуги и обеспечивающая поддержку принятия и реализацию управленческих решений для CEO и CFO российских предприятий в работе в России и за рубежом

Наши услуги

Команда Неман поддерживает своих клиентов и контрагентов на всех этапах процесса заключения сделок и принятия корпоративных финансовых решений:

- Разработка стратегий неорганического роста
- Сопровождение сделок M&A
- Проведение оценки бизнеса и комплексной проверки (due diligence)
- Привлечение акционерного капитала

Наши избранные клиенты и партнеры



О Компании

11 Лет на рынке присутствует Neman Group

36 Сделок и инвестиционных проектов сопровождала команда Neman

6 Стран, в которых сотрудники Neman реализовали проекты

150 млн. Составила самая крупная сделка Евро M&A, которую закрыла команда Neman

Наш телеграм-канал



t.me/gruppaneman