Правительство Российской Федерации

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

«Национальный исследовательский университет   
«Высшая школа экономики»

###### Факультет мировой экономики и мировой политики

###### Кафедра международного бизнеса

###### **ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**

###### На тему: «Оценка эффективности трансграничных сделок слияний и поглощений на примере сделки Хейнекен и Эйша Пасифик Брюэриз»

###### Студент группы № 561

###### Барботко М. В.

###### Руководитель ВКР

###### Доцент кафедры

###### Фондового рынка и рынка инвестиций

###### Столяров А. И.

**Москва, 2013**

Содержание

[Введение 3](#_Toc356251985)

[1. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений 6](#_Toc356251986)

[1.1 Мотивы сделок слияний и поглощений 6](#_Toc356251987)

[1.1.1 Операционная синергия 6](#_Toc356251988)

[1.1.2 Финансовая синергия 9](#_Toc356251989)

[1.2 Особенности трансграничных сделок слияний и поглощений 10](#_Toc356251990)

[1.3. Методы, используемые для оценки эффективности сделок слияний и поглощений 12](#_Toc356251991)

[1.3.1 Доходный метод 12](#_Toc356251992)

[1.3.1.1 Метод дисконтированных денежных потоков 13](#_Toc356251993)

[1.3.2 Рыночный метод 16](#_Toc356251994)

[1.3.2.1 Метод сопоставимых компаний 16](#_Toc356251995)

[1.3.2.2 Метод сопоставимых сделок 18](#_Toc356251996)

[1.3.4 Затратный метод 19](#_Toc356251997)

[1.3.4.1 Метод чистых активов 19](#_Toc356251998)

[1.3.4.2 Метод ликвидационной стоимости 19](#_Toc356251999)

[1.3.5 Метод реальных опционов 20](#_Toc356252000)

[2. Обзор рынка пивоваренной промышленности 24](#_Toc356252001)

[2.1 Основные тенденции и перспективы развития отрасли 24](#_Toc356252002)

[2.2 Анализ операционной деятельности и финансовых показателей основных игроков отрасли 25](#_Toc356252003)

[2.2.1 Anheuser Busch In-Bev 25](#_Toc356252004)

[2.2.2 SABMiller plc. 29](#_Toc356252005)

[2.2.3 Carlsberg AS 31](#_Toc356252006)

[2.3 Анализ конкурентоспособности компании Heineken N.V. 33](#_Toc356252007)

[2.3.1 Анализ внешнеэкономической деятельности и международный бизнес 34](#_Toc356252008)

[2.3.2 Анализ основных финансовых показателей компании 36](#_Toc356252009)

[2.3.3 Анализ структуры активов и инвестиционной деятельности 38](#_Toc356252010)

[2.3.4 Анализ конкурентных стратегий 39](#_Toc356252011)

[2.3.5 SWOT Анализ 42](#_Toc356252012)

[2.3.6. Краткая характеристика Asia Pacific Breweries Ltd. 43](#_Toc356252013)

[3. Оценка эффективности сделки Heineken N.V. и Asia Pacific Breweries Ltd. 45](#_Toc356252014)

[3.1 Построение модели Дисконтированных Денежных Потоков (ДДП) 45](#_Toc356252015)

[3.2. Сравнительный анализ мультипликаторов компаний-аналогов 49](#_Toc356252016)

[3.3 Футбольное поле оценки и итоговое заключение о стоимости компании Heineken N.V. 50](#_Toc356252017)

[Заключение 52](#_Toc356252018)

[Список литературы 55](#_Toc356252019)

[Приложения 58](#_Toc356252020)

# Введение

В условиях глобализации мировых рынков, либерализации экономических отношений и движения капиталов, трансграничные сделки слияний и поглощений являются одним из самых распространенных способов экспансии компании на рынки зарубежных стран. Транснациональные слияния и поглощения принимают форму прямых иностранных инвестиций, цель которых состоит в изменении контроля над активами и операциями поглощаемой компании.

Примером такой экспансии является сделка между голландской и сингапурской компаниями – Heineken N.V. и Asia Pacific Breweries Ltd. В июне 2012 г. Heineken N.V. заявила о своем намерении выкупить оставшуюся часть акций APB Ltd. у акционеров компании Fraser & Neave, в чей состав входит APB Ltd., с целью получения доступа к рынкам стран Юго-Восточной Азии, Тихоокеанских островов и стремительно развивающемуся рынку Китая.

**Объектом** данного исследования являются трансграничные сделки слияний и поглощений. **Предмет** работы – методы, используемые для оценки эффективности сделок слияний и поглощений. Таким образом**, цель** данной дипломной работы заключается в анализе применимости методов, используемых в процессе слияний и поглощений в отношении конкретной сделки между компаниями Heineken N.V. и Asia Pacific Breweries Ltd. с последующим обоснованием эффективности данной сделки.

. **Задачи** теоретической части данного исследования состоят в следующем: 1) определить виды операционной и финансовой синергии; 2) описать основные характеристики доходного, рыночного и затратного подходов при оценке эффективности сделок слияний и поглощений, а также метода реальных опционов.

Практическая часть данной работы нацелена на анализ: 1) основных тенденций и перспектив развития рынка пивоваренной промышленности; 2) финансовых показателей и операционной деятельности лидеров рынка; 3) внешнеэкономической деятельности и особенности ведения международного бизнеса компаний Heineken N.V. и Asia Pacific Breweries Ltd. Также к задачам практической части относится проведение анализа конкурентоспособности компании Heineken N.V. с целью дальнейшего обоснования выбора компании-цели для поглощения.

Расчетная часть исследования заключается в: 1) построении модели Дисконтированных Денежных Потоков (ДДП); 2) проведении сравнительного анализа мультипликаторов компаний-аналогов; 3) интегрировании полученных результатов в «футбольное поле оценки» и предоставление итогового заключения о стоимости бизнеса компании Heineken N.V.

Принимая во внимание цели и задачи данного исследования, в ходе написания теоретической части дипломного проекта использовались работы выдающихся ученых-экономистов в области инвестиционного анализа и корпоративных финансов А. Дамодарана, Р. Брейли и С. Майерса, а также ученого П. Гохана – специалиста в области сделок слияний и поглощений. При написании практической части исследования использовались отраслевые обзоры с 2010 по 2012 гг. (объем рынка с прогнозными значениями, доли компаний и продуктов, анализ трендов и конкурентной обстановки), профили компаний-лидеров (основные финансовые и операционные показатели, географическая сегментация бизнеса, а также детальный разбор продуктового портфеля). Для расчетной части работы использовались консолидированная финансовая отчетность с 2008 по 2012 гг., пресс-релизы компании Heineken N.V., аналитические отчеты и статистические данные электронного ресурса Global Market Information Database.

**Результаты** данного исследования освещают отличительные особенности каждого из методов, используемых при оценке эффективности сделок слияний и поглощений, в том числе их преимущества и недостатки. Помимо этого, проведенный анализ рынка пивоваренной промышленности, а также сравнительный анализ конкурентов Heineken N.V. позволяют обосновать выбор Asia Pacific Breweries Ltd. в качестве компании-цели для поглощения. Более того, расчетная часть данной работы является фундаментом для оценки эффективности сделки в целом.

# 1. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений

## 1.1 Мотивы сделок слияний и поглощений

Возможность достижения синергетического эффекта оказывает значительное влияние при принятии решения о слиянии или поглощении. Она создает дополнительную стоимость новому бизнесу, так как появляются определенные преимущества, которые не были доступны прежде отдельно функционирующим компаниям. Варианты синергетических эффектов наиболее широко представлены в работах выдающегося ученого А. Дамодарана. Согласно его классификации синергия подразделяется на два вида – операционную и финансовую[[1]](#footnote-1).

## 1.1.1 Операционная синергия

Операционная синергия, в соответствии с определением А. Дамодарана, позволяет увеличить чистую прибыль от существующих активов и ускорить темпы роста предприятия. Этот вид синергии подразделяется на следующие 4 категории:

1. Новообразовавшаяся компания может выиграть на *экономии от масштаба*, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере роста объема производства. Таким образом, сокращаются операционные издержки компании, и ожидается увеличение выручки. Экономия, обусловленная масштабом, в основном, характерна для горизонтальных слияний.
2. Объединенная компания, как правило, получает большую рыночную долю и сокращает влияние конкурентов на том или ином рынке. В этом случае речь идет об *увеличении ценовой власти компании*.
3. Помимо этого, *комбинирование различных функциональных преимуществ* (или взаимодополняющих ресурсов) может рассматриваться как вид операционной синергии. Наиболее ярким примером, служит поглощение компанией с сильными маркетинговыми инструментами компании, которая обладает хорошими продуктовыми линейками.
4. *Ускорение темпов роста компании* на новых или уже существующих рынках в результате слияния двух предприятий. К примеру, компания, торгующая потребительскими товарами, приобретает фирму на развивающемся рынке со сложившейся системой дистрибуции и узнаваемым брендом. Покупающая компания в данном случае использует конкурентные преимущества компании-цели и в результате увеличивает свои продажи. Сюда также можно отнести *экономию на маркетинге*, которая выражается в использовании рекламы, сетей, клиентской базы приобретаемой компании.

К операционной синергии также можно отнести *экономию за счет вертикальной интеграции –* понятие, рассмотренное в работе профессоров в области финансового анализа Р. Брейли и С. Майерса «Принципы корпоративных финансов»[[2]](#footnote-2). В соответствии с данным термином основной целью компании-покупателя является увеличение контроля над звеньями всего производственного процесса, начиная от источников сырья, и заканчивая конечным потребителем.

Еще одним мотивом сделок слияний и поглощений, описанным Р. Брейли и С. Майерсом, является *устранение неэффективности*. В случае, если менеджмент компании не до конца использует возможности снижения затрат и увеличения показателей прибыли, а также объемов выручки, то компания находится под угрозой поглощения со стороны других экономически более эффективных компаний. «По данным исследованиям К. Палепу, занимавшегося принципами прогнозирования потенциальных слияний, в поглощенных компаниях фактические нормы доходности были относительно низкими в течение нескольких лет до их присоединения к другим фирмам»[[3]](#footnote-3). Таким образом, слияние можно рассмотреть в качестве одного из более простых и рациональных факторов повышения эффективности и качества управления компанией.

Другой не менее известный ученый П. Гохан подразделяет операционную синергию только на 2 вида – *увеличение прибыли* и *сокращение издержек[[4]](#footnote-4)*. С этой точки зрения улучшение показателей прибыли рассматривается как применение инструментов кросс-культурного маркетинга. С одной стороны, поглощающая компания с высокой степенью узнаваемости бренда предоставляет в пользование свое конкурентное преимущество, тем самым позволяя поглощаемой компании сбывать свою продукцию. С другой стороны, операционная синергия возникает, когда компания с развитой системой дистрибуции поглощает предприятие с высоким потенциалом производимых товаров, но спорной способностью продавать их на рынке.

Что же касается сокращения издержек, то они ассоциируются с экономией от масштаба, которая выражается в уменьшении средних издержек. Помимо этого, П. Гохан связывает сокращение средних издержек с распределением накладных расходов, которое связано с усилившейся специализацией труда, более эффективным использованием капитального оборудования.

## 1.1.2 Финансовая синергия

По мнению А. Дамодарана, финансовая синергия может проявляться в виде увеличения денежных потоков фирмы и снижения стоимости капитала (или ставки дисконтирования). В финансовую синергию включаются следующие понятия:

1. Ситуация, когда компания с избыточными денежными средствами на счетах (и ограниченными возможностями для осуществления различных проектов) объединяется с компанией, которая характеризуется проектами с высокой отдачей (но ограничена в денежных средствах). В результате, увеличивается стоимость нового предприятия ввиду того, что используются возможности осуществления новых проектов за счет *доступа к новым денежным ресурсам*.

Стоит также рассмотреть обстоятельства, когда компания функционирует в отрасли, находящейся на стадии зрелости. Фирма генерирует крупные потоки денежных средств, но у нее отсутствуют привлекательные инвестиционные возможности. С теоретической точки зрения, в этом случае избыточные денежные средства должны быть использованы для выплаты дивидендов акционерам компании или выкупа части собственных акций. Однако в такой ситуации менеджмент компании может принять решение о вложении средств для финансирования сделки слияния или поглощения.

1. Денежные потоки новой фирмы, нового юридического лица, считаются более стабильными и предсказуемыми. Это в свою очередь увеличивает *кредитоспособность* нового предприятия, а именно позволяет брать займы и кредиты под более низкий процент. Таким образом, возникают налоговые льготы, которые снижают стоимость капитала.
2. *Налоговые льготы* возникают в ситуации, либо когда приобретающая компания повышает балансовую стоимость активов компании-цели до рыночного уровня, используя для этого налоговое законодательство, либо посредством использования чистых операционных убытков для укрытия доходов. В результате, прибыльная компания, которая приобретает убыточное предприятие, может использовать чистые операционные убытки последнего, для того чтобы уменьшить свое налоговое бремя.
3. Еще одним, однако, противоречивым мотивом сделок слияний и поглощений, называют *финансовую диверсификацию*, при помощи которой компании снижают риск и подверженность волатильности в некоторых отраслях промышленности.

*Подводя итог, потенциальная синергия может оказывать влияние на стоимость компании по нескольким причинам. Во-первых, увеличиваются денежные потоки в результате сокращения издержек и увеличения прибыли (достигаемые за счет экономии от масштаба). Во-вторых, ускоряются темпы роста предприятия за счет увеличения рыночной доли на рынке, рыночной власти. В-третьих, новые конкурентные преимущества способствуют более длительному доминированию на рынке. И наконец, повышение кредитоспособности снижает стоимость капитала компании.*

## 1.2 Особенности трансграничных сделок слияний и поглощений

Трансграничные сделки слияний и поглощений обладают большим потенциалом по сравнению с национальными, так как компании, вовлеченные в подобные сделки, приобретают возможность доступа к новым рынкам, к широкому спектру новых ресурсов и получают дополнительные синергетические эффекты.

Оценка эффективности трансграничных слияний и поглощений, на первый взгляд не представляет собой ничего сложного, однако, существуют определенные трудности, сопряженные с данным процессом.

В общем и целом, слияние будет эффективным, если:

V (AB) > V (A) + V (B),

где V (AB) – это стоимость объединенной компании,

V (A) и V (B) – стоимость компании А и В соответственно.

При этом необходимо учитывать издержки, связанные с приобретением:

NPV = Превышение стоимости новой компании – затраты фирмы А на поглощение

Однако существует множество скрытых факторов, неочевидных при предварительном анализе, которые могут оказать влияние на стоимость приобретаемой компании. К таким факторам в первую очередь относятся[[5]](#footnote-5):

* *Особенности ведения бухгалтерского учета* (к примеру, финансовые показатели, рассчитанные в соответствии со стандартами МСФО или US GAAP), могут в значительной степени отличаться от показателей, рассчитанных в соответствии со стандартами страны-резиденции компании-цели;
* Во-вторых, это *уровень налогообложения* в стране, в которой базируется поглощаемая компания. Здесь необходимо учитывать ставку налога на прибыль, налог на имущество и его эквиваленты, а также другие виды налогов (к примеру, ЕСН и НДФЛ в России)
* В-третьих, это *ставки по краткосрочным и долгосрочным видам заимствований*.

Эти факторы необходимо выявлять уже непосредственно в процессе построения модели оценки. При этом есть и другие составляющие, которые невозможно измерить в количественном эквиваленте, но которые также воздействуют на проведение трансграничных сделок, такие как традиции проведения сделок, языковые барьеры и другие. В таком случае, предполагается, что, если невозможно определить с точной вероятностью влияние какого-либо из факторов на денежный поток фирмы, ставка дисконтирования корректируется экспертным путем.

Таким образом, первостепенное значение при оценке эффективности трансграничных сделок слияний и поглощений играют определенные факторы, которые, однако, с первого взгляда могут быть неочевидными, но которые необходимо учесть при оценке стоимости бизнеса приобретаемой компании.

## 1.3. Методы, используемые для оценки эффективности сделок слияний и поглощений

Для того чтобы определить, насколько эффективна и прибыльна будет предстоящая сделка, применяются несколько методов для оценки стоимости бизнеса приобретаемой компании.

## 1.3.1 Доходный метод

Согласно ФСО №1 доходный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки[[6]](#footnote-6), то есть данный подход позволяет определить текущую стоимость будущих доходов (денежных потоков), которые, как ожидается, компания будет генерировать.

При использовании доходного подхода учитывается не только величина дохода, но и период за который он может быть получен, а также вид и уровень риска, сопряженный с процессом получения прибыли. Также рассчитывается ставка дисконтирования для приведения будущих потоков доходов к дате оценки. Она отражает доходность вложений в сопоставимые по уровню риска объекты.

В рамках доходного подхода существуют несколько методов. Во-первых, *метод дисконтирования денежных потоков* (ДДП), который позволяет оценить фундаментальную стоимость бизнеса, а также проанализировать способность компании приносить потоки доходов в течение периода прогнозирования, а также после него. Прогнозируемые свободные денежные потоки дисконтируются по ставке процента или средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Во-вторых, *метод капитализации*, который обычно используется для оценки бизнеса, приносящего стабильную прибыль, например, в сфере оценки недвижимости. Метод капитализации основывается на применении формулы V=D/R, где D - чистый доход компании за 1 год, R - коэффициент капитализации. Основное преимущество данного метода состоит в простоте расчетов, но он применим только в случае, когда компания имеет относительно постоянный уровень денежных потоков или они растут с постоянным темпом.

## 1.3.1.1 Метод дисконтированных денежных потоков

Основным принципом в подходе на основе дисконтированных денежных потоков является принцип важности денежных потоков в определении и прогнозировании финансовых потоков компании (*Cash is king*). Для применения метода ДДП строится операционная модель компании с прогнозированием будущих показателей отчета о прибылях и убытках, баланса и отчета о движении денежных средств.

При построении операционной модели необходимо руководствоваться определенными принципами. Во-первых, прогноз продаж компании должен учитывать различные макроэкономические факторы, такие как уровень инфляции и рост той или иной отрасли, где функционирует компания, в целом и по регионам. В зависимости от значения этих индикаторов, разрабатываются прогнозные сценарии, которые могут характеризоваться как положительным, так и отрицательным трендом. Во-вторых, должны быть спрогнозированы основные издержки компании и валовая прибыль. Как правило, эти показатели прогнозируются как фиксированный процент от выручки. Что касается кредиторской задолженности и запасов, то они прогнозируются как исторический процент издержек себестоимости. Дебиторская задолженность, прочие оборотные и внеоборотные активы, за исключением денежных средств, прогнозируются как исторический процент от продаж.

Особое место отводится прогнозу долгосрочной и краткосрочной задолженности. Для простоты расчетов, предполагается, что краткосрочная задолженность погашается в течение следующего финансового года, а долгосрочный долг выплачивается равными долями в течение прогнозного периода. Далее рассчитывается ставка процента, по которой выплачивается кредит, основываясь на условиях выплат по кредитам и займам компании. Если компания брала достаточно много средств в долг, то необходимо рассчитать средневзвешенную ставку процента по всем имеющимся кредитам.

Значение рабочего капитала рассчитывается как разность суммы текущих запасов и суммы текущих обязательств (за исключением денежных средств и краткосрочного долга с револьвером). Далее рассчитываются операционный, инвестиционный и финансовый денежные потоки.

Свободный денежный поток рассчитывается как сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений за вычетом изменений в рабочем капитале и капитальных затрат.

Стоимость компании (Enterprise Value) определяется по формуле чистой приведенной стоимости свободных денежных потоков и приведенной терминальной стоимости компании.

NPV of FCFF == , где

CF – это денежный поток в периоде t, r – ставка дисконтирования

Расчет терминальной стоимости основывается на формуле:

TV = , где

g – темп роста в постпрогнозном периоде

Ставка дисконтирования или средневзвешенная стоимость капитала (WACC) определяется по следующей формуле:

WACC = Re\*We + Rd\* Wd\*(1-t), где

T – ставка налога;

We – это отношение собственного капитала к сумме собственного и заемного капитала;

Wd – это отношение заемного капитала к сумме собственного и заемного капитала;

Rd – это стоимость заемного капитала, которая рассчитывается как средняя ставка по займам, предоставленным компании или как доходность к рыночной доходности к погашению ее котируемых облигаций;

Re – это стоимость собственного капитала, которая определяется, исходя из модели CAPM.

Модель CAPM, на основании которой рассчитывается стоимость собственного капитала, опирается на формулу:

Re = Rf + β\*Rmp +α, где

Rf - это безрисковая ставка;

β – чувствительность отрасли к любым изменениям на рынке;

Rmp – рыночная премия за риск;

α – специфический риск, характерный для данной компании.

*При построении модели Дисконтированных Денежных Потоков, прежде всего, необходимо принимать во внимание те факторы, которые оказывают существенное влияние на формирование денежного потока компании. Во-первых, это прогноз будущих продаж, основных издержек, валовой прибыли. Во-вторых, сценарий развития кредиторской и дебиторской задолженности, сроки погашения кратко- и долгосрочного долгов. Также отдельное внимание стоит уделить прогнозу капитальных затрат и изменению рабочего капитала. Единственным недостатком данного подхода считается полученный на выходе широкий диапазон стоимости бизнеса, который зависит от сделанных оценщиком предположений.*

## 1.3.2 Рыночный метод

Сравнительный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом - аналогом объекта оценки для целей оценки признается объект, сходный объекту оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость[[7]](#footnote-7).

В рамках сравнительного подхода выделяют метод коэффициентов публично торгующихся компаний, а также метод мультипликаторов сопоставимых сделок.

## 1.3.2.1 Метод сопоставимых компаний

Стоимость компании может быть определена на основе стоимости аналогичных публично торгуемых компаний на рынке, при этом необходимым условием является достаточное количество аналогов и достоверных источников информации о них. Суть метода заключается в определении специальных коэффициентов оценки или рыночных мультипликаторов, которые рассчитываются на основе отчетности каждой компании. Основными критериями в поиске компаний-аналогов на рынке являются сопоставимые финансовые показатели, которые позволяют оценить, какое количество времени потребуется для того чтобы покрыть издержки потенциального инвестора на покупку бизнеса, операционные показатели, отражающие эффективность деятельности предприятия по сравнению с другими компаниями, и размер материальных активов. Также необходимо принимать во внимание некоторые специфические особенности, характерные для той или иной отрасли. Чтобы найти стоимость бизнеса оцениваемой компании, необходимо составить финансовые профили компаний-аналогов. Для этой цели рассчитываются прогнозные показатели, включая объем продаж, прибыль до вычета расходов по процентам, налогам и начисленной амортизации (EBITDA), чистую прибыль (Net Income) и другие показатели, которые в случае необходимости должны быть скорректированы. Далее производится расчет торговых мультипликаторов (EV/Sales, EV/EBITDA, P/E – наиболее часто используемые) по каждой из компаний и выводится среднее и медианное значение по всей выборке. Наконец, полученные значения применяются к показателям компании (Sales, EBITDA) и находится стоимость бизнеса.

P/E - это финансовый показатель, который равен отношению рыночной капитализации компании к ее годовой прибыли. Данный коэффициент достаточно быстро считается и широко распространен в финансовом сообществе, однако не учитывает разницу в налогообложении компаний из разных стран. Кроме того, на этот показатель влияет уровень задолженности компании, хотя это не является драйвером роста продаж.

EV/EBITDA – это показатель, равный отношению стоимости предприятия к ее прибыли до вычета расходов по процентам, налогам и начисленной амортизации. Преимущество данного мультипликатора заключается в том, что он нивелирует различия в учете амортизации, политики налогообложения и бухучета. Однако, этот показатель неприменим к компаниям с отрицательной EBITDA.

P/Sales – мультипликатор, отражающий стоимость компании в сравнении с ее выручкой за рассматриваемый период. Данный мультипликатор зачастую используется для сравнения, так как показатель выручки сложно исказить. Однако он не учитывает структуру издержек предприятия и итоговую рентабельность бизнеса. Особенностью P/Sales является яркая отраслевая выраженность, и прямая взаимосвязь с рентабельностью продаж компании по чистой прибыли. В случае если P/Sales>1, то это свидетельствует об устойчивом положении компании в бизнесе (также стоит иметь в виду, что в отрасли, где функционирует компания, возможны ограниченная конкуренция и существенные барьеры для входа в нее). P/Sales<1 – такая ситуация характерна для стагнирующих отраслей.

EV/Sales – мультипликатор, отражающий стоимость компании с учетом долга в сравнении с ее выручкой. Этот показатель полезен в случае, когда у компании отрицательная EBITDA (например, старт-ап) и для оценки сопоставимых сделок, когда зачастую EBITDA неизвестна. Недостаток этого мультипликатора состоит в том, что выручка не отражает прибыльности компании.

## 1.3.2.2 Метод сопоставимых сделок

Метод сопоставимых сделок применятся, если в последнее время произошло достаточное количество сделок с аналогами рассматриваемой компании в отрасли.

Стоимость компании оценивается, исходя из того, на каких условиях происходили сделки в отрасли. Для того чтобы оценить компанию данным способом, необходимо проанализировать рынок, на котором функционирует оцениваемая компания, и количество заключенных сделок как с публичными, так и с частными компаниями, при условии, что продавалось больше 50 % акций. При этом, должна быть раскрыта такая информация как цена сделки, показатели продаж и EBITDA за последний год. После этого рассчитываются торговые мультипликаторы на основе имеющихся данных по сделке, которые, в конечном счете, применяются к оцениваемой компании для получения стоимости ее бизнеса.

## 1.3.4 Затратный метод

Данный подход основан на принципе определения затрат, необходимых для воспроизводства либо на принципе замещения оцениваемой компании с учетом износа и устаревания. Оценка компании производится на основе финансовой отчетности компании и последующей ее корректировке путем оценки каждого актива баланса в отдельности, а также оценивается текущая стоимость обязательств компании.

## 1.3.4.1 Метод чистых активов

Метод чистых активов используется в том случае, когда компания обладает достаточным количеством специфических активов, в том числе нематериальными активами, такими как деловая репутация или гудвилл, а также соблюдается принцип продолжающейся деятельности (*going concern*). Стоимость компании рассчитывается по формуле Сп = Ар – От, где Сп – это стоимость предприятия или собственного капитала компании, Ар – рыночная стоимость активов, От – текущая стоимость долговых обязательств.

## 1.3.4.2 Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости применяется в основном, если компания находится в стадии ликвидации или банкротства, не приносит удовлетворительного дохода и не имеет положительных перспектив развития; если ее ликвидационная оценка находится на уровне стоимости действующего предприятия. В соответствии с данным методом, стоимость собственного капитала предприятия будет определяться рыночной стоимостью активов, текущей стоимостью долгов, прибылью или убытком от ликвидации и издержками на ликвидацию компании. Для того чтобы оценить компанию по данному методу необходимо изучить финансовую отчетность компании за последний год, скорректировать балансовую стоимость активов и обязательств всех видов до уровня их рыночной стоимости, вычесть из стоимости активов стоимость долгов и все расходы, непосредственно связанные с ликвидацией.

*Таким образом, затратный подход учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов, дает оценку уровня развития технологии с учётом степени износа активов. Результаты оценки более обоснованы (так как расчёты ведутся на основе финансовых и учётных документов). Кроме этого данный метод отражает прошлую стоимость предприятия. Что касается недостатков данного подхода, то он не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки, перспективы развития предприятия, а также возможные риски и не рассматривает уровни прибылей. Помимо этого затратный метод статичен и не отражает связь текущих результатов деятельности с будущими*.

## 1.3.5 Метод реальных опционов

Реальный опцион – право, но не обязанность принять какое-либо управленческое решение, в рамках функционирования компанией. Отличие от финансовых опционов состоит в том, что реальный опционы относятся к действительным предметам (от лат. realis).

Итак, различные управленческие решения могут создать опционы call или put , которые дают право, но не обязанность использовать базисные активы с целью достижения стратегических целей и, в итоге, максимизирования стоимости компании.

Существует множество видов реальных опционов, которые используются на практике. Примеры таких опционов представлены в книге Т. Коупленда, Т. Коллера и Дж. Муррина «Стоимость компаний: оценка и управление»[[8]](#footnote-8):

* *Опцион на отсрочку инвестиций.* Например, человек, обладающий лицензией на разработку неосвоенного нефтяного месторождения, может отсрочить вложение инвестиций, путем использования уже освоенного месторождения, предварительно оплатив арендные и лицензионные расходы. Такое решение, связанное с отсрочкой разработки, объясняется ожиданием повышения цен на нефть. В результате возникает так называемый управленческий опцион на отсрочку, который сопряжен с владением неосвоенным месторождением. В силу того, что опцион на отсрочку инвестиций формально является американским опционом «колл», то цена его исполнения будет равноценна затратам на освоение месторождения. Альтернативные издержки в данном случае будут равны чистому доходу от производства за вычетом расходов, связанных с истощением запасов в ходе разработки. Владелец лицензии может начать освоение месторождения, то есть исполнить опцион, не дожидаясь истечения его срока, если альтернативные издержки слишком велики.
* *Опцион на продление или досрочное завершение проекта*. Часто бывают ситуации, когда есть возможность продлить срок полезной службы актива или действие договора за определенную сумму денег, которая является ценой исполнения американского опциона «колл». Также возможна и обратная ситуация, когда необходимо расторгнуть договор или досрочно вывести актив из эксплуатации – цена исполнения американского опциона «пут». Ярким примером такого опциона является соглашение об аренде недвижимости, в котором прописаны оговорки, за которыми, по сути, кроется опцион на продление или досрочное завершение лизинга.
* *Опцион на расширение или сокращение.* Ситуацию с опционом на расширение производства лучше всего иллюстрирует пример, когда руководство принимает решение построить предприятие с избыточной производственной мощностью, на случай если производимая продукция будет успешно реализовываться на рынке. Таким образом, управленческий опцион, который формально эквивалентен американскому опциону «колл», связан непосредственно с дополнительным инвестированием в производство при благоприятных обстоятельствах. Также существуют ситуации, когда менеджеры принимают решение, свернуть объемы производства, не прикладывая особых усилий. В этом случае потенциальные расходы, связанные со сворачиванием проекта, будут равноценны цене исполнения американского опциона «пут».
* *Опцион на выход из бизнеса (exit strategy).* Данный опцион дает право прекратить реализацию проекта и выйти из него. В таком случае цена исполнения американского опциона «пут» - опциона на продажу, будет равняться ликвидационной стоимости активов, которая составляет нижний предел стоимости. При неблагоприятных условиях менеджер может отказаться от данного проекта и исполнить опцион. Именно в случае, когда приведенная стоимость активов оказывается ниже их ликвидационной стоимости, данный опцион обладает ценностью. В результате, проект, который можно при необходимости прекратить, стоит дороже равнозначного проекта, не дающего такой возможности.

*С помощью метода реальных опционов можно оценить стоимость активов, предполагающих высокую степень неопределенности будущих доходов. Преимущество данного метода состоит в привлечении гибкости управленческого подхода к процессу оценки компании и помощи в принятии наиболее эффективных решений. Однако существует ограничение: реальные опционы могут существенно повлиять на стоимость компании, если существуют реальные ограничения на конкуренцию в случае исполнения опциона, то есть важно эксклюзивен ли опцион или нет. Кроме того, можно использовать данный метод, когда стоимость компании существенно зависит от успеха конкретного проекта, либо компания существует в быстро меняющихся экономических условиях.*

# 2. Обзор рынка пивоваренной промышленности

## 2.1 Основные тенденции и перспективы развития отрасли

Heineken N.V. характеризуется ограниченным присутствием в Азиатско-Тихоокеанском регионе. В 2011 г. на регион пришлось только 3% от общего производства пива в компании. Однако, как ожидается, данный географический сегмент будет расти со среднегодовым темпом в 5% в период с 2012 по 2016 гг., что составит прирост в 17,5 млрд. литров пива[[9]](#footnote-9). Именно поэтому, компания должна использовать любую возможность для укрепления своих рыночных позиций в данном регионе. Вьетнам, доля которого составляет приблизительно 40%, является крупнейшим рынком компании в Азии. Китай же составляет только 1% от общемирового производства. При этом Китай является лидером по производству и потреблению пива во всем мире. В 2010 г. китайские компании произвели 45 млрд. литров пива, а объем потребления составил 24% от общемирового уровня. В 2011 г. объем производства увеличился на 5% и составил 47,5 млрд. литров[[10]](#footnote-10).

В Китае также наблюдается тренд премиализации отрасли. В 2011 г. потребление лагера в классе премиум увеличилось на 15%. В том числе, увеличилось потребление импортированного пива в этом же классе на 18%. Тем не менее, самая крупная доля приходится на долю лагера эконом класса – в 2011 г. она составила 84% от общих продаж пива на китайском рынке. Типичным представителем данной категории является бренд Snow, который составил 21% всех продаж в этой категории. Вторым по значимости классом является стандартный лагер. Доля этой категории в общем объеме производства светлого пива в 2011 г. составила 12%. Таким образом, несмотря на рост потребления премиального пива, его доля остается наименьшей (4%) на китайском рынке[[11]](#footnote-11). Продажи темного пива и стаута, по-прежнему, остаются незначительными, несмотря на то, что данная категория обширно представлена на рынке. Молодое поколение готово пробовать новые вкусы, но доля таких людей невелика в силу того, что китайцы до сих пор не привыкли к горькому и терпкому вкусу стаута и темного пива. Основным каналом потребления этих категорий являются пабы, бары и западные рестораны.

## 2.2 Анализ операционной деятельности и финансовых показателей основных игроков отрасли

Пивоваренная промышленность является сильно консолидированной отраслью. Общая доля 4-х лидеров – Anheuser Busch In-Bev, SABMiller, Heineken N.V. и Carlsberg A/S составила в 2011 г. 42,5%. При этом тенденция к росту уровня консолидации наблюдается с 2001 г. В 2001 г. 4-ре лидера отрасли занимали 21,7% рынка, в 2005 г. 35,6%, в 2009 г . 41,8%[[12]](#footnote-12).

## 2.2.1 Anheuser Busch In-Bev

Бельгийская компания Anheuser Busch In-Bev является лидером рынка пивоваренной продукции. Портфолио компании включает такие известные бренды как Budweiser, Stella Artois, Beck’s и Leffe. Anheuser Busch In-Bev осуществляет свою операционную деятельность в странах Северной и Южной Америки, Европы, а также Азиатско-тихоокеанского региона. По состоянию на начало 2012 г. в компании работает 116 278 сотрудников[[13]](#footnote-13).

В 2011 финансовом году выручка компании составила 39 046 млн. долл., что на 7,6% превысило уровень 2010 г. Рост выручки происходил в основном за счет увеличения продаж в Китае, Бразилии и Аргентине, а также за счет глобальной управленческой стратегии, направленной на улучшение показателей прибылей. Операционная прибыль (EBIT) в 2011 г. составила 12 329 млн. долл. – рост на 13,1% по сравнению с предыдущим годом. Чистая прибыль компании составила 5 855 млн. долл. – увеличение показателя на 45,4% в сравнении с 2010 г.

Компания Anheuser Busch In-Bev функционирует в 23 странах и обладает широким портфолио, которое включает в себя мировые флагманские бренды как Budweiser, Stella Artois и Beck's, а также мультинациональные бренды как Leffe и Hoegaarden. Кроме этого, компания производит локальные бренды, такие как Bud Light, Michelob, Skol, Brahma, Antarctica, Quilmes, Jupiler, Hasseroder, Клинское, Сибирская корона, Черниговское, Harbin и Sedrin. Также Anheuser Busch In-Bev занимается производством и дистрибуцией безалкогольных напитков, преимущественно в странах Латинской Америки. По состоянию на начало 2012 г. компания является владельцем 137 производственных мощностей, 108 из которых являются пивоваренными заводами, 12 производят безалкогольные напитки и 17 заводов, которые производят как пиво, так и безалкогольные напитки. Более того, компания владеет 39 заводами, которые производят сырье и упаковочные материалы для собственных пивоварен.

Деятельность компании Anheuser Busch In-Bev распространяется на 6 бизнес сегментов – страны Северной и Латинской Америки, Центральной, Восточной и Западной Европы, а также Азиатско-Тихоокеанского региона. Наибольший процент выручки приносит регион Северной Америки (39,2 % в 2011 г.). Латинская Америка занимает 2-е место – 37,4%; Западная Европа находится на 3-ем месте с долей 10,1% в общей выручке. Страны Азиатско-Тихоокеанского региона составляют 5,9% продаж, а страны Центральной и Восточной Европы 4,5%. Мировой экспорт и филиалыкомпании приносят 3,8% выручки[[14]](#footnote-14).

В североамериканском регионе компания представлена Anheuser Busch Companies в США и Labatt Breweries в Канаде. Ключевыми наиболее продаваемыми брендами являются Budweiser, Stella Artois и Beck’s. Дополнительно компания производит местные бренды – Bass, Brahma, Bud Light, Busch, Michelob, Natural Light в США, Alexander Keith’s, Bass, Bud Light, Kokanee, Labatt, Lucky, Lakeport и Oland в Канаде. При этом 13 производственных мощностей находятся в США, а 6 – в Канаде. В Мексике компания занимает сильные позиции за счет своего дочернего предприятия Grupo Modelo, которое помимо производства брендов компании Anheuser Busch In-Bev, производит и продает пиво под своим собственным брендом Corona на мировом рынке. В июне 2012 г. компания получила 100% акций Grupo Modelo. Выручка данного региона по состоянию на начало 2012 г. составила 15 304 млн. долл.

Регион северной Латинской Америки охватывает деятельность компании в Бразилии, Доминиканской Республике, Эквадоре, Гватемале и Перу. В сегменте находятся 29 производственных мощностей – 24 завода по производству пива и 5 заводов по производству безалкогольных напитков. Наиболее сильные позиции Anheuser Busch In-Bev занимает в Бразилии, где осуществляет свою деятельность при помощи дочернего предприятия – Companhia de Bebidas das Americas-AmBev (AmBev). Помимо ключевых мультинациональных брендов AmBev поставляет на рынок местные бренды – Antarctica, Bohemia, Brahma и Skol. Выручка данного региона составила 11 524 млн. долл.

В состав региона южной Латинской Америки входят Аргентина, Боливия, Чили, Парагвай и Уругвай. В данном сегменте компания представлена Cerveceria y Malteria Quilmes. Основные производственные мощности находятся в Аргентине – 5 заводов по производству пивоваренной продукции и 4 завода по производству безалкогольных напитков (компания производит и продает безалкогольную продукцию по лицензионным соглашениям в Аргентине, Боливии и Уругвае). Доля данного региона в общей выручке невелика – 6,9%, что составляет 2 704 млн. долл.

В регионе Западная Европа компания представлена на рынках Бельгии, Франции, Германии, Люксембурга, Нидерландов, Великобритании и Италии. В сегмент входят 12 производственных заводов, которые поставляют на рынки мировые бренды, такие как Budweiser, Stella Artois и Beck’s. Также производятся торговые марки для локального потребления под названиями Belle-Vue, Jupiler, Vieux Temps, Diebels, Franziskaner, Haake-Beck, Boddington’s, Brahma, Whitbread и Mackeson. Выручка данного сегмента в 2011 финансовом году составила 3 945 млн. долл., что на 0,2% выше уровня предыдущего года.

В Центральной и Восточной Европе Anheuser Busch In-Bev представлена своими дочерними предприятиями в Украине и России (SUN In-Bev Ukraine, Russia, соответственно). Наряду с международными брендами компании в России производятся локальные торговые марки, такие как Bagbier, Brahma, Lowenbrau, Клинское, Сибирская Корона, Толстяк и Пиво Т (новая марка Тинькофф); Янтарь, Роган и Черниговске – в Украине. Всего в данном регионе находятся 12 производственных мощностей, 9 из которых принадлежат SUN In-Bev Russia. Выручка данного бизнес сегмента составила 1 755 млн. долл.

Основным драйвером продаж Азиатско-Тихоокеанского региона является Китай, где находятся 35 заводов по производству пивоваренной продукции. В данном сегменте производятся и продаются как мультинациональные, так и локальные торговые марки – Budweiser, Stella Artois, Beck’s, Hoegaarden, Leffe, Double Deer, Harbin, Jinling, Jinlongquan, KK, Sedrin и Shiliang. Выручка данного региона составила 2 317 млн. долл., что на 31% превысило уровень 2010 г.

## 2.2.2 SABMiller plc.

Английская компания SABMiller plc. является одним из крупнейших производителей и поставщиков пива, солода и безалкогольных газированных напитков. Компания осуществляет операционную деятельность в 6 бизнес сегментах – географических регионах – странах Латинской Америки, Европы, Южной и Северной Африки, Азиатско-Тихоокеанском регионе, а также в Северной Америке. По состоянию на март 2012 г. в компании работает 71 144 сотрудников (не включая сотрудников совместных предприятий)[[15]](#footnote-15). Основными брендами компании в классе премиум являются Pilsner Urquell, Peroni Nastro, Azzurro, Miller Genuine Draft и Grolsch. Также SABMiller plc. поставляет на рынок ряд локальных брендов, таких как Aguila, Castle, Miller Lite, Snow и Tyskie.

В 2012 г. выручка компании составила 21 760 млн. долл., что на 12,1% выше уровня предыдущего года. Операционная прибыль (EBIT) выросла на 60,3% по сравнению с 2011 г. и составила 5 013 млн. долл. Чистая прибыль компании увеличилась на 75,3% по отношению к уровню 2011 г. и составила 4 221 млн. долл.

В регионе Латинской Америки находится 17 пивоваренных заводов. Операции по производству пива осуществляются в Колумбии, Эквадоре, Эль Сальвадоре, Гондурасе, Панаме и Перу. На латиноамериканском рынке компания предлагает такие бренды как Aguila, Atlas, Balboa, Barena, Club, Club Colombia, Costena, Cristal, Cusquena, Golden Light, Imperial, Pilsen, Pilsener, Pilsen Callao, Pilsen Trujillo, Poker, Pony Malta, Port Royal и Salva Vida. Стоит отметить, что в 2012 г. выручка в регионе составила 7 148 млн. долл.[[16]](#footnote-16) – рост на 13% по сравнению с 2011 г. Основным драйвером продаж является рынок Колумбии, выручка в котором составила 3 481 млн. долл. в 2012 г., что превысило уровень 2011 г. на 10,7%. Доля региона в общей выручке 2012 г. составила 32,7%.

В европейском регионе компания владеет 17 производственными мощностями, которые находятся в 8 странах: Чешская Республика, Венгрия, Италия, Польша, Румыния, Словакия, Испания (Канарские острова) и Нидерланды. Также SABMiller plc. экспортирует продукцию еще в 8 европейских стран, включая Великобританию и Германию. Ключевыми брендами, предлагаемыми на рынках, являются Arany Aszok, Dorada, Dreher, Gambrinus, Grolsch, Kozel, Lech, Peroni, Nastro Azzurro, Pilsner Urquell, Radegast Birell, Saris, Timisoreana, Topvar, Tropical, Tyskie, Ursus, Золотая Бочка и Зубр. В 2012 г. выручка в регионе составила 5 347 млн. долл., 24,6% в общих продажах компании.

В Южной Африке компания осуществляет свою деятельность через South African Breweries Ltd. (SABL). SABL владеет 7 пивоваренными заводами, на которых производятся такие бренды как Appletiser, Brutal Fruit, Carling Black Label, Castle Lager, Castle Lite, Castle Milk Stout, Hansa Marzen Gold, Hansa Pilsener, Redd’s, Sarita и Skelter’s Straight. Помимо этого, регион экспортирует ключевые торговые марки в Намибию. В 2012 г. продажи компании в данном сегменте составили 5 150 млн. долл., что на 3,7% выше уровня предыдущего года.

SABMiller plc. представлена в 15 странах африканского континента. Более того, компания ведет свою бизнес деятельность в рамках стратегического альянса с Castel Group, благодаря которому она получает доступ к рынкам более 20 африканских стран. Всего в регионе находится 32 пивоваренных мощности, которые производят бренды 2M, Ambo, Castle Lager, Castle Milk Stout, Chibuku, Club, Eagle, Kilimanjaro, Laurentina, Lion Lager, Maluti, Mosi, Ndovu, N’gola, Nile Special, Rwenzori, Safari, Sibebe, Source, Stone, St Louis, Voltic и White Bull. Доля африканского региона в общей выручке 2012 г. составила 10,6% или 2 299 млн. долл.

В Азиатско-Тихоокеанском регионе компания ведет свою операционную деятельность в партнерстве с China Resources Enterprise (CRE). Также SABMiller plc. представлена во Вьетнаме, Индии и Австралии. Значительный объем производства идет на экспорт в Южную Корею и Камбоджу. В целом, в данном сегменте расположены 23 пивоваренных завода и 2 по производству бутилированной воды. Ключевыми торговыми марками, представленными на рынках Азии, являются Bluetongue, Foster’s, Haywards, Indus Pride, Knock Out, Royal Challenge, Snow и Zorok. В 2012 г. на азиатский регион пришлось 7,7% от общих продаж компании. При этом стоит отметить, что выручка компании в данном сегменте выросла практически в 3 раза по сравнению с уровнем 2011 г. (в 2012 г. – 1 682 млн. долл., 2011 г. – 564 млн. долл.)

В Северной Америке SABMiller plc. учредила совместное предприятие с Molson Coors Brewing Company – MillerCoors. Компания экспортирует свою продукцию в Канаду и Мексику, а также занимается поставками на всей территории США. В данном регионе находятся 8 производственных мощностей, которые обеспечивают рынки такими брендами как Blue Moon, Coors Banquet, Coors Light, Foster’s, Henry Weinhard’s, Icehouse, Keystone Light, Killian’s, Leinenkugel’s, Miller Chill, Miller Genuine Draft, Miller High Life, Miller Lite, Molson Canadian, Old English, Sparks и Steel Reserve. В 2012 г. продажи компании составили 134 млн. долл. (при этом 124 млн. долл. пришлось на рынок США).

## 2.2.3 Carlsberg AS

Компания Carlsberg AS является холдинговой компанией Carlsberg Group. При помощи своих дочерних предприятий Carlsberg AS занимается производством, маркетингом и продажей пивоваренной продукции более чем в 150 странах. Помимо основной деятельности компания производит безалкогольные и энергетические напитки, а также бутилированную воду. Основными географическими бизнес сегментами являются страны Европы и Азии. По данным 2011 г. в компании занято около 42 670 сотрудников.

В портфолио компании входят более 500 торговых марок, которое включает в себя всемирно известные мультинациональные бренды как Carlsberg, Tuborg, Kronenbourg 1664 и Балтика; также локальные марки с сильными рыночными позициями – Ringnes (Норвегия), Feldschlosschen (Швейцария), Lav (Сербия) and Wusu (Западный Китай).

По состоянию на начало 2012 г. продажи компании составили 11 880 млн. долл., что на 5,8% превышает уровень предыдущего года. Увеличение показателя выручки связано в первую очередь с резким скачком продаж в 4-ом квартале 2011 г. Что касается операционной (EBIT) и чистой прибыли, то они составили 1 835 млн. долл. и 962 млн. долл., соответственно.

В регионе Северной и Западной Европы компания занимает сильные позиции в Дании, Швеции, Норвегии, Финляндии и странах Прибалтики. Также к целевой аудитории относятся рынки Великобритании, Франции, Швейцарии, Германии и Польши. Операционная деятельность компании в данном сегменте покрывает рынки 18 стран, в которых расположено 25 производственных мощностей. На долю данного географического региона приходится 58,1% общей выручки компании, что составило 6 885 млн. долл. в 2011 г.

В Восточной Европе Carlsberg AS занимает уверенное место на растущих рынках России и Украины. Также компания представлена в развивающихся странах данного региона – Казахстане, Белоруссии, Азербайджане и Узбекистане. Всего в данном сегменте расположено 17 заводов по производству пивоваренной продукции, 10 из которых находятся в России. Выручка по региону в 2011 г. составила 3 682 млн. долл. На долю сегмента приходится 31,1% общих продаж.

Операционная деятельность компании в азиатском бизнес сегменте проистекает в Гонконге, Малайзии, Сингапуре, Китае, Вьетнаме и Индии. Также к активным рынкам региона относятся Камбоджа, Лаос, Малави, Непал и Шри-Ланка. Стоит отметить, что на регион приходится 57 пивоваренных заводов, 41 из которых расположен в Китае. В 2011 г. продажи в странах региона составили 1 278 млн. долл. Вес сегмента в общей выручке компании невелик – 10,8%.

## 2.3 Анализ конкурентоспособности компании Heineken N.V.

Компания Heineken N.V. является одним из ведущих мировых производителей пива. Она занимает 3-е место после Anheuser Busch In-Bev и SABMiller. С долей в 18% она также занимает лидирующие позиции по производству сидра. Доля компании в мировом производстве пива составила 8,7% в 2011 г[[17]](#footnote-17). Основной стратегической целью предприятия является устойчивое и последовательное наращивание объемов производства, увеличение показателей прибыльности.

Флагманским и наиболее интернациональным брендом компании является Heineken. Региональными и локальными брендами являются Amstel, Birra Moretti, Cruzcampo, Desperados, Dos Equis, Foster’s, Newcastle Brown Ale, Ochota, Primus, Sagres, Sol, Star, Tecate, Zlaty Bazant и Zywiec. Бренды, производимые на совместных предприятиях – Anchor, Cristal, Kingfisher и Tiger.

Основным акционером компании является Heineken Holding N.V.[[18]](#footnote-18), доля которого составляет 50,005 %. Компании FEMSA принадлежит 12,532% акций. Доля акций, находящихся в свободном обращении – 37,463%. Доля компании L’Arche Green N.V, которой владеет семья Хейнекен на 88,55% и компания Greenfee B.V на 11,45%, в Heineken Holding N.V составляет 51,083%. Компании FEMSA принадлежит 14,935% акций. 33,982% акций находятся в свободном обращении. Группа Heineken управляется Советом Директоров Heineken Holding N.V. Исполнительный комитет Heineken N.V., в состав которого входят президент компании и главный финансовый директор, является подотчетным Наблюдательному совету. Исполнительный комитет осуществляет контроль над региональным менеджментом и департаментами глобальной коммерции, логистики, кадров и корпоративных отношений.

В результате увеличения роли развивающихся рынков, Heineken N.V. значительно видоизменила свое географические присутствие с 2007 по 2011 гг. Помимо региона Западной Европы, доля которого составляет 48% в общих продажах компании, вторым по значимости рынком стал регион Латинской Америки (после приобретения компании FEMSA в 2010 г.) По сравнению с 2007 г. доля всего американского региона выросла с 14% до 24%. Более того, компания упрочила свои позиции в Африке и на Ближнем Востоке, где в последние годы наблюдается динамичный рост потребления пива. В 2011 г. Heineken N.V. приобрела две холдинговых компании в составе Sona Group в Нигерии, а также купила 2 пивоваренных завода Bedele и Harar в Эфиопии.

## 2.3.1 Анализ внешнеэкономической деятельности и международный бизнес

Heineken N.V. осуществляет свою операционную деятельность более чем в 70 странах, в которых расположены более 140 пивоваренных заводов. Основными географическими сегментами, в которых функционирует компания, являются Западная Европа, Центральная и Восточная Европа, Ближний Восток и Африка, Америка и Азиатско-Тихоокеанский регион.

Западная Европа является самым крупным сегментом. В этом регионе Heineken N.V. занимает лидирующие позиции в Великобритании (3 завода), Франции, Италии и Нидерландах (3). Также компания занимает 2-е место по производству пивоваренной продукции в Финляндии, Бельгии, Ирландии, Португалии, Испании (4) и Швейцарии. В Западной Европе Heineken N.V. осуществляет свою деятельность путем заключения лицензионных договоров, а также при помощи дочерних компаний и совместных предприятий.

В Центральной и Восточной Европе компания является лидером в Греции, Австрии, Словакии, Болгарии и Бывшей Югославской Республике Македонии. Также она является 2-ым по величине рыночным игроком в Польше (5), Румынии (4), Хорватии и Венгрии. Кроме этого, компания обладает сильными рыночными позициями в России (8), Германии, Сербии, Чешской Республике и Белоруссии. В этом регионе Heineken N.V. предоставляет лицензию своим заводам, а также импортирует пиво из других ближайших стран.

В Африке и на Ближнем Востоке компания владеет своими собственными предприятиями и производит местные бренды Primus и Star, а также интернациональные бренды как Heineken и Amstel для внутреннего потребления и экспорта.

Что касается американского региона, то компания занимает 2-е место на мексиканском (6) рынке, а также обладает сильными рыночными позициями в Бразилии (7). Пивоваренные заводы Heineken N.V. располагаются на территории Панамы, Суринама, Карибского региона. Компания также активно экспортирует в США, острова Карибского бассейна и страны Латинской Америки. Бренд Heineken производится по договору лицензии в ряде стран, но, в основном, в Канаде.

Также компания увеличивает свое присутствие путем прямого участия в других компаниях. Таким образом, компания владеет акциями United Breweries 37,5% в Индии, управляет компанией Asia Pacific Breweries – совместным предприятием с Fraser & Neave, покрывая значительную часть азиатско-тихоокеанского региона. Также Heineken N.V. учредила совместные предприятия с Cía Cervecerías Unidas в Чили и Аргентине, Brandhouse в Южной Африке, Brau Holding International в Германии, Brasseries du Congo в Конго. Кроме этого, на многих рынках бренды компании производятся по лицензионным соглашениям. В основном, это компании-производители, в которых Heineken N.V. обладает миноритарным интересом (например, CCU в Аргентине, UB Group в Индии, АРВ в Китае). Помимо своих собственных брендов компания производит бренды от имени своих конкурентов на конкретных рынках. Heineken N.V. является третьим по величине производителем бренда Guinness компании Diageo’s на африканском рынке, где британская компания в принципе не представлена (например, в Руанде и Демократической Республике Конго), а также в ряде других стран по всему миру, например в России и Индонезии.

В последние пять лет компания значительно увеличила свою долю на мировом рынке путем приобретения ряда компаний. В 2008 году компания поглотила Scottish & Newcastle – совместное предприятие с Carlsberg, в 2010 году Heineken N.V. приобрела одного из крупнейших производителей латиноамериканского региона FEMSA, в 2011 году компания продолжила укреплять свои позиции на Ближнем Востоке и Африке, поглотив компании в Нигерии и Эфиопии. В 2012 году компания объявила о желании выкупить оставшуюся долю акций у своего партнера Fraser & Neave совместного предприятия Asia Pacific Breweries.

## 2.3.2 Анализ основных финансовых показателей компании

В период с 2007 по 2011 гг. выручка компании увеличилась на 34%. В 2007 г. она составила 11 245 млн. евро, а в конце 2011 г. 17 123 млн. евро. На протяжении этого периода наблюдается постепенный рост, который составляет примерно 5% в год. Что касается показателя EBIT – прибыли до вычета налогов и выплате процентов, то по сравнению с 2007 г. он вырос на 42%. В 2007 г. этот показатель находился на уровне 1 418 млн. евро, в 2011 г. – 2 455 млн. евро[[19]](#footnote-19). Чистая прибыль компании выросла на 44%, в 2011 г. составила 1 430 млн. евро.

Регион Западная Европа является доминирующим по объему производства пивоваренной продукции. В 2011 г. его доля составила 45% в общей выручке компании. При этом производство пива увеличилось на 30% по сравнению с 2007 г. В 2007 г. объем производства составил 5 450 млн. евро, а в 2011 г. 7 752 млн. евро. Что касается прибыли до вычета налогов и выплаты процентов (EBIT), то регион также является лидером по этому показателю. С 2007 г. он вырос на 31%, с 665 млн. евро до 962 млн. евро. Доля EBIT в операционной прибыли компании составляет 36% в 2011 г.

Второе место по объему производства занимает Америка. В 2011 г. доля региона составила 24%, при этом выручка выросла на 60% по сравнению с началом рассматриваемого периода. В 2007 г. выручка составила 1 608 млн. евро, а в 2011 г. 4 029 млн. евро. Значительное увеличение объема продаж можно объяснить приобретением компании FEMSA. Доля EBIT в операционной прибыли компании по состоянию на 2011 г. составляет 24%. Стоит отметить, что в отношении EBIT регион развивается наиболее быстрыми темпами. Рост прибыли до вычета налогов и выплаты процентов составил 64% с начала 2007 г. В 2007 г. этот показатель находился на уровне 234 млн. евро, а в 2011 г. уже составлял 655 млн. евро.

Центральная и Восточная Европа занимает 3-е место. Доля этого региона в общих продажах 2011 г. составляет 19%. Однако, в этом регионе темпы роста объема продаж невысоки. В 2011 г. продажи составили 3 229 млн. евро, что всего лишь на 0,09% выше, чем в 2007 г. Показатель EBIT в данном регионе в 2011 г. равен 346 млн. евро, что составляет 13% от объема операционной прибыли. Более того, уровень EBIT снизился на 24% по сравнению с 2007 г., где составил 428 млн. евро.

Африка и Ближний Восток характеризуются положительными тенденциями в своем развитии. В 2011 г. выручка составила 2 233 млн. евро, что составляет 13% от общего объема продаж. Более того, за 5-летний период продажи увеличились на 41%. В 2007 г. выручка составила 1 311 млн. евро. Кроме того, показатель EBIT увеличился на 43% по сравнению с началом рассматриваемого периода. В 2007 г. он составил 326 млн. евро, а в 2011 г. 520 млн. евро. По состоянию на 2011 г. доля EBIT в операционной прибыли Heineken N.V. составила 21%.

Азиатско-тихоокеанский регион оказывает минимальное влияние на общий объем продаж. В 2011 г. доля данного сегмента составила всего лишь 1%. Помимо этого, в регионе наблюдается отрицательный рост продаж. В 2011 г. выручка составила 216 млн. евро, что на 13% ниже уровня 2007 г. – 245 млн. евро. Тем не менее, прибыль до вычета налогов и выплате процентов увеличилась на 63% по сравнению с 2007 г. В 2011 г. доля EBIT в операционной прибыли компании составила 7%[[20]](#footnote-20).

В рассматриваемый период активы компании увеличились с 11 941 млн. евро в 2007 г. до 27 127 млн. евро в 2011 г. При этом, доля оборотных активов в 2011 г. составила 17%, внеоборотных – 83%, соответственно[[21]](#footnote-21).

## 2.3.3 Анализ структуры активов и инвестиционной деятельности

Доля внеоборотных активов имеет намного больший вес в общей структуре активов компании. По состоянию на конец 2011 г. стоимость внеоборотных активов составила 22419 млн. евро. Доля основных средств выросла по сравнению с 2007 г. Если в начале периода основные средства составляли 4 673 млн. евро, то в 2011 г. их значение достигло уровня 7 860 млн. евро. Кроме этого, в значительной степени увеличилась доля нематериальных активов. Если в 2007 г. нематериальные активы составляли 2 110 млн. евро, то в 2011 г. они увеличились до уровня 10 835 млн. евро. Также наблюдается рост инвестиций в совместные предприятия и дочерние компании. За рассматриваемые 5 лет инвестиции увеличились на 50% с 892 млн. евро до 1 764 млн. евро. Стоит отметить, что в рассматриваемый период доля внеоборотных активов в общей структуре постепенно увеличивалась – с 72% в 2007 г. до 83% в 2011 г.

Что касается, оборотных активов, то в 2007 г. они составляли 3 357 млн. евро, а в 2011 г. значение выросло до 4 708 млн. евро. Товарно-материальные запасы увеличились на 34% с 883 млн. евро до 1 352 млн. евро в 2011 г.

Если рассматривать распределение всех активов по географическим сегментам, то большая часть активов приходится на регион Западной Европы – в 2011 г. на него пришлось 10 052 млн. евро (37%). Доля активов в Центральной и Восточной Европе составила 16% - 4 515 млн. евро. Африка и Ближний Восток получили 2 993 млн. евро (11%), регион Америка – 7 375 млн. евро (27%), а на Азиатско-тихоокеанский регион пришлось всего лишь 629 млн. евро (2%).

## 2.3.4 Анализ конкурентных стратегий

Компания обладает широким товарным ассортиментом и, таким образом, обеспечивает себе присутствие в каждой из категорий пива. Heineken N.V. фокусируется, в основном, на производстве **премиального лагера** (светлого пива). Среднегодовой темп роста этой категории ожидается на уровне 3% в период с 2012 по 2016 гг.[[22]](#footnote-22). Также компания является основным игроком в производстве **стандартного лагера**, который, как ожидается, останется крупнейшей категорией с приростом более чем 13 млрд. литров в рассматриваемый период. Heineken N.V. также занимает лидирующие позиции по производству **безалкогольного пива**. Среднегодовой рост данной категории ожидается на уровне 7% в период с 2012 по 2016 гг., который будет генерироваться в основном за счет растущего спроса в странах Ближнего Востока и Африки. В силу того, что компания акцентирует свое внимание на производстве премиального светлого пива, присутствие Heineken N.V. в категории **лагера эконом класса**, являющейся 2-крупнейшей категорией, ограничено. Данную категорию необходимо рассматривать, так как именно за счет нее можно привлечь большую аудиторию покупателей, которые не могут позволить себе пиво более дорогих марок (особенно в Азиатско-тихоокеанском регионе, на Ближнем Востоке и в Африке). Категории **темного пива** и **стаута** также являются источником роста продаж для компании, так как среднегодовой темп роста ожидается на уровне 2% и 3%, соответственно.

Основной стратегией компании является **фокусирование на продаже высокодоходных брендов**. Heineken N.V. обладает широким продуктовым портфелем с более чем 200 брендами премиального, регионального, локального пива и сидра. Тем не менее, стратегия бренда компании концентрируется в большей степени на бренде Heineken, который составил 16% мирового объема продаж и более 50% объема продаж в категории премиального лагера в 2011 г. Бренд Heineken является наиболее интернациональным брендом компании, его продажи за пределами домашнего рынка составили 91% от общего объема продаж в 2011 г. Помимо бренда Heineken, стратегическими марками компании являются также Amstel, Desperados и Strongbow.

В 2010 г. Heineken N.V. запустила маркетинговую кампанию под названием «The Entrance», построенную вокруг новой инициативы «Open your world», направленной на поддержку бренда Heineken по всему миру. В числе мероприятий в рамках кампании, Heineken N.V. являлась официальным спонсором Олимпийских игр 2012 в Лондоне. Бренд компании Desperados продемонстрировал высокий рост продаж в прошедшие годы, и вследствие этого, компания приняла решение о внедрении бренда на 10 новых рынках.

Кроме этого, компания активно продвигает свой основной бренд сидра, **Strongbow**, и намерена осуществлять долгосрочные инвестиции с целью развития данной категории. Несмотря на то, что доля категории сидр в общем объеме продаж составила всего лишь 1% в 2011 г., а продажи сконцентрированы на небольшом количестве рынков, данная ниша оказалась более устойчивой к последствиям мирового финансового кризиса, чем категория пива в целом. Среднегодовой рост в период с 2012 по 2016 гг. ожидается на уровне 5%[[23]](#footnote-23). После приобретения компании Scottish & Newcastle Heineken N.V. стала лидером по производству и сбыту яблочного и грушевого сидра и закрепила свои позиции на рынке Великобритании (30% от объема продаж 2011 г.). Рынок Великобритании является крупнейшим мировым рынком по потреблению сидра, доля которого составляет 51% от общемирового объема.

Основными конкурентами компании в данной категории являются C&C Group и Distell Group, однако также Heineken N.V. конкурирует с множеством местных предприятий. Более того, конкуренция только усиливается: в 2011 г. лидер мирового производства пивоваренной промышленности Anheuser Busch In-Bev запустил производство и сбыт сидра под своей торговой маркой Stella Artois в Великобритании с целью получения 3% рынка.

Таким образом, одной из стратегических целей компании Heineken N.V. является поиск альтернативных рынков сбыта в категории сидр. В 2009 г. компания запустила продажи брендов Jillz и Strongbow Gold на домашнем рынке в Нидерландах, в результате, объем продаж увеличился в 2 раза к 2011 г. В конце 2009 г. Heineken N.V. также закрепила свои позиции в Южной Африке – регионе, который является 2-ым по величине в рассматриваемой категории, а в 2011 г. запустила продажи бренда Strongbow Gold на рынке Италии, тем самым продолжив свою экспансию. Австралийский рынок является наиболее привлекательным с точки зрения среднегодового роста в период с 2012 по 2016 гг., который ожидается на уровне 21%. Помимо этого, рынок США также является хорошей перспективой в силу возросшей популярности сидра, а среднегодовой темп роста составит 11%[[24]](#footnote-24).

## 2.3.5 SWOT Анализ

Сильные стороны:

* **Широкий географический разброс**. Heineken N.V. характеризуется широким присутствием на всех основных рынках пива (за исключением рынка Китая), что является хорошей основой для будущего роста продаж и увеличения стоимости компании.
* **Мощный продуктовый портфель**. Компания владеет широким товарным ассортиментом с сильными местными и региональными брендами, а также флагманским брендом Heineken, который признается во всем мире и является самым продаваемым лагером премиум класса.

Слабые стороны:

* **Ограниченное присутствие в Китае**. Компания функционирует в Азиатско-тихоокеанском регионе только за счет учрежденных совместных предприятий, что не позволяет ей стать лидером на крупнейшем рынке мира.
* **Высокая задолженность компании**. Агрессивная стратегия слияний и поглощений привела к высокому коэффициенту долгосрочной задолженности.

Возможности:

* **Динамичный рост развивающихся рынков**. Укрепление позиций на рынках Латинской Америки и Ближнего Востока будет способствовать увеличению продаж с 2012 по 2016 гг. за счет высоких темпов роста рынков.
* **Премиализация развивающихся рынков**. Помимо роста продаж, на развивающихся наблюдается тренд премиализации, в связи с чем, у компании появляется возможность получать прибыль от высокодоходных – премиальных торговых марок.

Угрозы:

* **Застой развитых рынков**. Большинство рынков Западной Европы и Северной Америки характеризуются низким уровнем экономической активности, таким образом, основной стратегической задачей производителя является удержание аудитории покупателей.
* **Рост цен на сырье и материалы**. Цены на сырье и материалы являются ключевым фактором снижения себестоимости. Рост цен не позволит компании сократить издержки, тем самым существует вероятность возникновения проблем с показателями прибыли.

*Основной проблемой компании является недостаточное присутствие на рынках Азиатско-Тихоокеанского региона. Несмотря на то, что Heineken N.V. учредила совместные предприятия с местными компаниями в Индии и Китае, это не позволяет ей стать беспрецедентным лидером данного географического сегмента. Основной стратегической целью компании является укрепление своих позиций на рынках региона посредством увеличения продаж высокодоходных брендов.*

## 2.3.6. Краткая характеристика Asia Pacific Breweries Ltd.

Компания Asia Pacific Breweries Ltd., созданная как совместное предприятие между Heineken N.V. и Fraser & Neave в 1931 г., является ключевым игроком на рынке пивоваренной промышленности в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Компания занимает 1-е место и 2-е место в 10 странах сегмента[[25]](#footnote-25). В 2012 г. Fraser & Neave объявил о согласии на продажу акций APB Ltd. компании Heineken N.V.

Азиатско-тихоокеанский регион является одним из самых многообещающих географических сегментов с благоприятными демографическими условиями и высокими темпами экономического развития. Штаб-квартира компании APB Ltd. расположена в Сингапуре, 24 производственных мощности рассредоточены по 14 странам региона: Сингапур, Камбоджа, Китай, Китай, Индонезия, Лаос, Малайзия, Монголия, Новая Зеландия, Папуа Новая Гвинея, Соломоновы острова, Новая Каледония, Шри-Ланка, Таиланд и Вьетнам. В продуктовый портфель компании входит более 40 торговых марок, включая такие как Tiger, Anchor, ABC Extra Stout и Baron’s Strong Brew. Наряду с региональными брендами, Asia Pacific Breweries Ltd. поставляет на рынки локальные бренды – Bintang в Индонезии, Gold Crown – в Камбодже, SP Lager – в Папуа Новая Гвинея, Tui – в Новой Зеландии, Larue – во Вьетнаме.

По оценкам компании Heineken N.V. поглощение Asia Pacific Breweries Ltd. позволило увеличить консолидированный объем производства пива до 62%, а операционную прибыль EBIT до 55% в регионе (по сравнению с 59% и 50%, соответственно, до покупки APB[[26]](#footnote-26)).

# 3. Оценка эффективности сделки Heineken N.V. и Asia Pacific Breweries Ltd.

С целью определения эффективности сделки Heineken N.V. и Asia Pacific breweries Ltd. была произведена оценка стоимости компании Heineken N.V. по состоянию на 27 марта 2013 г. с учетом интегрированного бизнеса Asia Pacific Breweries Ltd.

Результат проведенной оценки стоимости компании Heineken N.V. получен путем согласования доходного и сравнительного подходов к оценке с присваиванием им следующих весов: доходный метод – 55%, рыночный – 45%. «Футбольное поле оценки» является результатом проведенного анализа и позволяет получить финальное обоснованное заключение о стоимости бизнеса.

Также был проведен анализ чистой прибыли на акцию компании до и после объявления о сделке.

## 3.1 Построение модели Дисконтированных Денежных Потоков (ДДП)

Метод дисконтированных денежных потоков позволяет оценить текущую стоимость бизнеса, основываясь на предположениях, какой доход (размер денежных потоков) компания будет способна приносить в будущем.

Построение операционной ДДП модели связано в первую очередь с анализом исторической отчетности компании. На основании исторических данных Heineken N.V. был сделан прогноз относительно основных издержек компании, чаще всего как фиксированный процент от выручки.

Основные предпосылки модели[[27]](#footnote-27):

* Амортизационные отчисления прогнозируются как процент от основных средств компании на начало периода в размере 6%;
* Дивиденды акционеров и миноритариев компании Heineken N.V. прогнозируются в размере 30% от чистой прибыли в соответствии с политикой выплаты дивидендов[[28]](#footnote-28);
* Себестоимость произведенной продукции (cost of goods sold – COGS) прогнозируется в размере 32%;
* Административно-хозяйственные расходы (SG&A) – в размере 44%.
* Дебиторская задолженность, прочие оборотные и внеоборотные активы, за исключением денежных средств, прогнозируются как исторический процент от продаж;
* Кредиторская задолженность и товарно-материальные запасы оцениваются в размере 88,8% и 26%, соответственно, от *себестоимости произведенной продукции*.

Продажи компании прогнозируются по географическим регионам – Западная, Центральная и Восточная Европа, Америка, Африка и Азиатско-Тихоокеанский регион. Основным драйвером продаж выступает рост рынка пивоваренной продукции в каждом из регионов[[29]](#footnote-29).

Что касается эффективной ставки налогообложения, то она взята на уровне 28% по предварительным прогнозам компании на 2013 г[[30]](#footnote-30).

Особое место отводится прогнозу краткосрочной и долгосрочной задолженности. Предполагается, что краткосрочный долг компании в размере 1 863 млн. евро будет погашен в течение первого прогнозного года. При этом ставка процента составит 4,5% по оценкам компании Heineken N.V.[[31]](#footnote-31) Долгосрочная задолженность будет выплачиваться порционно в течение ближайших 5 лет в соответствии с графиком выплаты долгов, прописанном в ежегодном отчете Heineken N.V.[[32]](#footnote-32) На основании Terms and Debt Repayment Schedule компании была рассчитана средневзвешенная ставка процента по займам для каждого года. Среднее значение ставки составляет 4,13%.

Рабочий капитал компании рассчитывается как разность суммы текущих запасов и текущих обязательств (за исключением денежных средств и краткосрочного долга с банковским овердрафтом). Изменение рабочего капитала прогнозировалось как разность между значением рабочего капитала в текущем периоде с его значением в предыдущем периоде. Для компании характерна ситуация *отрицательного* рабочего капитала, как в исторический, так и в прогнозный период[[33]](#footnote-33).

Расчет *операционного денежного потока* базируется на значениях чистой прибыли для акционеров и миноритариев компании Heineken N.V., амортизационных отчислениях, изменениях в рабочем капитале, долгосрочных активах и обязательствах компании. *Инвестиционный поток* подразумевает капитальные затраты компании (CapEx). В основу *финансового денежного потока* входят выплаты по обязательствам компании, а также выплата дивидендов акционерам и миноритариям. *Общий денежный поток* представляет собой сумму операционного, инвестиционного и финансового денежного потоков.

Стоимость компании (Enterprise Value) определяется по формуле чистой приведенной стоимости денежных потоков в период с 2013 по 2017 год и приведенной терминальной стоимости:

NPV of FCFF = и TV = , где

* CF – денежный поток в периоде t;
* r – ставка дисконтирования;
* g – темп роста в постпрогнозном периоде, равный 3%.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), которая использовалась в качестве ставки дисконтирования, определяется по следующей формуле:

WACC = Re\*We + Rd\* Wd\*(1-t):

* По состоянию на 1 квартал 2013 г. сумма обязательств составляет 13 300 млн. евро, а собственный капитал компании – 11 691 млн. евро (Wd = 53,22% и We = 46,78%, соответственно);
* Стоимость заемного капитала компании рассчитана для каждого прогнозного периода как средневзвешенная ставка по кредитам, предоставленным компании. В результате, среднее значение по всем ставкам составляет Rd = 4,13%[[34]](#footnote-34);
* Эффективная ставка налогообложения (t) составляет 28%.

Модель CAPM, на основании которой рассчитывается стоимость собственного капитала, опирается на формулу:

Re = Rf + β\*Rmp +α,

* Rf – рассчитанная информационной системой Bloomberg безрисковая ставка в Нидерландах – 1, 61%;
* β – чувствительность отрасли к конъюнктурным колебаниям на рынке. Среднее значение, рассчитанное на основе оценок Bloomberg и Damodaran – 0,68;
* Rmp – рыночная премия за риск по оценкам Bloomberg составляет 11, 11%;
* α – потенциальный специфический риск, свойственный компании Heineken N.V. составляет 0,5%.

Таким образом, стоимость собственного капитала компании составляет Re = 9,12%.

*Опираясь на вышеописанные расчеты, средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC) составила 6,35%. Чистая приведенная стоимость денежных потоков на дату оценки составила 7 836 млн. евро, а терминальная стоимость компании 44 158 млн. евро[[35]](#footnote-35).*

*В результате оценки стоимости бизнеса Heineken N.V. была построена таблица чувствительности, в основе которой лежат отклонения WACC и Terminal Growth Rate от заданного уровня с амплитудой в 0,5%. Выбранная по результатам оценки с помощью модели ДДП стоимость активов компании составляет 51 994 млн. евро (стоимость с учетом чистого долга), при рыночной стоимости акционерного капитала (market capitalization), равной 39 731 млн. евро.*

## 3.2. Сравнительный анализ мультипликаторов компаний-аналогов

Стоимость компании Heineken N.V. определялась на основе данных, полученных из информационных систем Thomas Reuters и Bloomberg. Для сравнения были взяты 6 компаний, одна из которых представляет российский рынок - ОАО Балтика, 3 - рынок развитых стран (Anheuser-Busch In Bev, Boston Beer, SABMiller plc.) и 2 - рынок развивающихся стран (Companhia de Bebidas das Americas, Compania Cervecerias Unidas S.A). Из системы Bloomberg были взяты исторические мультипликаторы с 2009 по 2012 год компаний-аналогов, такие как EV/Sales и EV/EBITDA. После этого были рассчитаны средние и медианные значения по каждому мультипликатору.

В результате, средняя стоимость бизнеса, рассчитанная на основе этих показателей, для российского региона составляет 37386 млн. евро, рынка развитых стран – 45348 млн. евро, рынка развивающихся стран – 32407 млн. евро.

## 3.3 Футбольное поле оценки и итоговое заключение о стоимости компании Heineken N.V.

В результате проведенной оценки стоимости компании были получены следующие значения: стоимость активов компании – 51 994 млн. евро, согласно DCF модели, 32407 млн. евро, исходя из торговых мультипликаторов на развивающихся рынках Бразилии и Чили, 37386 млн. евро в России и 45348 млн. евро на развитых рынках[[36]](#footnote-36). Более того, каждому методу был присвоен определенный вес: методу дисконтированных денежных потоков – 55%, в силу того, что этот подход позволяет более точно определить фундаментальную стоимость бизнеса, так как в наивысшей степени учитываются предпосылки, как внутренние, так и внешние, влияющие на способность компании генерировать денежный поток. Сравнительный подход к оценке был разбит на 3 составляющих: торговые мультипликаторы развитых стран – 25% в общем весе, развивающихся стран – 15%, России – 5%.

Такое распределение долей связано с наличием сопоставимых финансовых показателей и количеством компаний-аналогов на рынке пива. 5% присваивается российскому региону, так как на рынке данной продукции присутствует только одна публичная компания – ОАО Балтика. Кроме того, рыночная капитализация данного предприятия значительно меньше, чем у Heineken N.V. 25% присваивается значению торговых мультипликаторов развитого рынка, так как в этой выборке сосредоточены основные производители и лидеры пивоваренной продукции. Остальные 15% отдаются компаниям развивающегося рынка.

*В результате проведенной оценки финальная стоимость компании определяется по формуле:*

***Стоимость компании = 0,55 \* DCF + 0,45 \* Метод сопоставимых компаний***

***EV*** *= 0,5 \*51 994 + 0,25\*45 348 + 0,15\*37 386 + 0,05\*37 386 =* ***47 412*** *млн. евро*

# Заключение

В ходе выполнения дипломного проекта, были разобраны основные вопросы, касающиеся оценки эффективности трансграничных слияний и поглощений. Проведенный в процессе работы анализ показал, что основным мотивом для сделок слияний и поглощений выступает возможность достижения синергетического эффекта, который проявляется в виде операционной и финансовой синергии.

Операционная синергия подразумевает снижение издержек, и увеличение прибыли, достигаемые за счет экономии, обусловленной масштабами. Во-вторых, в силу получения доступа к определенным конкурентным преимуществам, новая компания увеличивает свое присутствие на рынке, и, следовательно, свою рыночную власть. Помимо этого, возрастает вероятность ускорения темпов роста предприятия и увеличения периода времени, в течение которого новая компания может занимать доминирующую позицию.

Что касается финансовой синергии, то она способствует увеличению денежных потоков фирмы и снижению стоимости капитала. Более того, снижается стоимость заимствований вследствие повышения кредитоспособности предприятия. Также приобретающая компания может сократить свою налогооблагаемую базу за счет чистых операционных убытков компании-цели. И наконец, компания может получить доступ к избыточным денежным ресурсам приобретаемой фирмы и реализовывать новые проекты.

Сделки слияний и поглощений будут эффективны в том случае, когда чистая приведенная стоимость новой компании будет выше расходов, связанных с приобретением компании-цели. Однако стоит иметь в виду, что на оценку стоимости компаний, вовлеченных в трансграничные сделки, могут оказать влияние некоторые существенные факторы. Наиболее существенные из них – это уровень налогообложения, в частности налог на прибыль; практика ведения бухгалтерской отчетности и расчета различных финансовых показателей; и процентные ставки по кратко- и долгосрочным займам.

На основании проведенного анализа рынка пивоваренной промышленности неоспоримым лидером рынка является Anheuser Busch In-Bev. Компания превосходит своих конкурентов – SABMiller, Carlsberg AS и Heineken N.V. по всем финансовым показателям. Отличительной особенностью каждой из рассматриваемых компаний является географическая направленность бизнеса.

Стоит отметить, что рассматриваемый Азиатско-Тихоокеанский регион освоен компаниями в меньшей степени, по сравнению с рынками стран Западной Европы, Северной и Латинской Америки и даже Африки. В силу благоприятных демографических условий и темпа роста экономического развития стран Юго-Восточной Азии, поглощение Asia Pacific Breweries Ltd. будет способствовать позитивному развитию Heineken N.V. в данном географическом сегменте.

Компания Heineken N.V. не только получила доступ к рынкам новых стран и производственные мощности поглощаемой компании, но и мощный портфель брендов компании, куда входит самая продаваемая торговая марка пива Tiger. По результатам 2012 г., основываясь на pro-forma анализе консолидированной отчетности компании уже с интегрированным в нее бизнесом APB, очевидно, что приобретение сингапурской компании благоприятно сказалось на финансовых показателях Heineken N.V. Прирост выручки данного сегмента составил 144%, а консолидированный объем производства пива вырос на 8%.

По результатам оценки стоимости компании, чистая приведенная стоимость денежных потоков компании превышает затраты на приобретение APB Ltd. Кроме того, сделка способствует приращению чистой прибыли на акцию компании Heineken N.V. Таким образом, принимая во внимание pro-forma анализ финансовых показателей, EPS accretion/dilution анализ, а также оценку FCFE сделку между Heineken N.V. и Asia Pacific Breweries Ltd. стоит расценивать как эффективную.

# Список литературы

Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Б 87 Пер. С англ. – М.: ЗАО «Олимп Бизнес», 2008

Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп./Пер. с англ. – М.:ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.

Приказ от 20 июля 2007 года N 256 Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО №1)

Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях: Учебное пособие.– СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009.– 132 с.

Электронные ресурсы:

www.datamonitor.com

Beer in China. December 2011

www.euromonitor.com:

Company profile Anheuser Busch In Bev. January 2013

Company profile Carlsberg A/S. January 2013

Company profile SABMiller plc. March 2013

Global Performance and Prospects for Beer. July 2011

Growth Opportunities for Beer Suppliers. January 2011

Strategies for Growth in an Increasingly Consolidated Global Beer Market. February 2010

Damodaran, A. (2005, October). The value of synergy. In NYU Stern School of business.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf?referer=www.clickfind.com.au

Damodaran, A. Acquisition Valuation. In NYU Stern School of business. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/AcqValn.pdf

DCF Analysis. In Investopedia

http://www.investopedia.com/university/dcf/default.asp#axzz1kHbGEcyf

Enterprise-Value-to-Sales. In Investopedia

http://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevaluesales.asp#axzz1kHbGEcyf

Gaughan, P. (2010). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings (5th ed., pp. 132-156). New York: John Wiley&Sons, Inc.

Higgings, R. C., & Schall, L. C. (1975, March). Corporate Bankrupcy and Conglomerate Mergers. Journal of Finance, 30, 93-113.

http://www.economywatch.com/mergers-acquisitions/international/valuation.html

Liquidation Value. In Investopedia

http://www.investopedia.com/terms/l/liquidation-value.asp#axzz1kHbGEcyf

M&A Index, Q4 2011

http://www.allenovery.com/AOWeb/binaries/65104.PDF

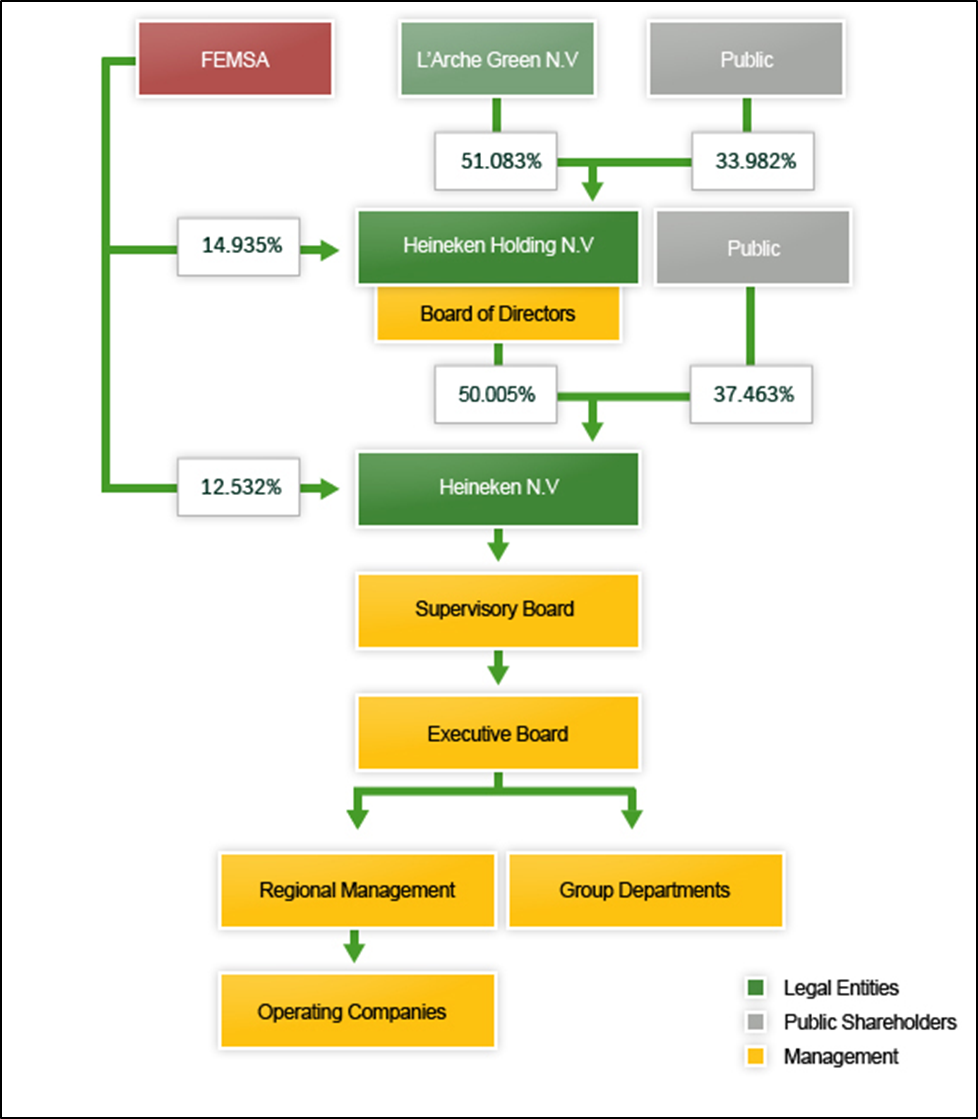
Mergers and Acquisitions: Valuation Matters. In Investopedia. http://www.investopedia.com/university/mergers/mergers2.asp#axzz1kHbGEcyf

Valuation related to Mergers and Acquisitions (2010, July 17). In Economy Watch.

# Приложения

Приложение 1

**Организационная структура и руководящие органы компании Heineken N.V.**



Приложение 2

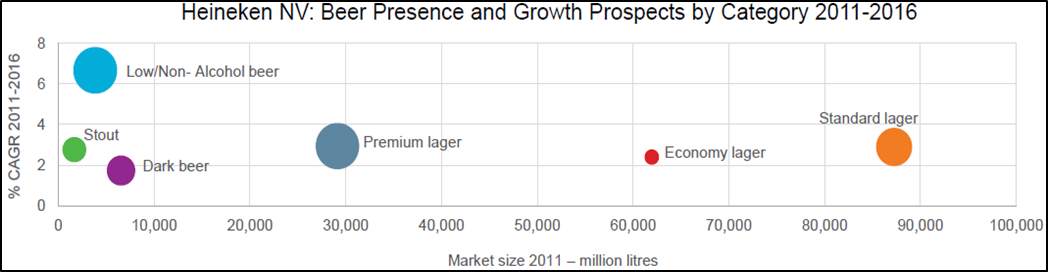
**Анализ выручки и операционной прибыли компании Heineken N.V.**

Приложение 3

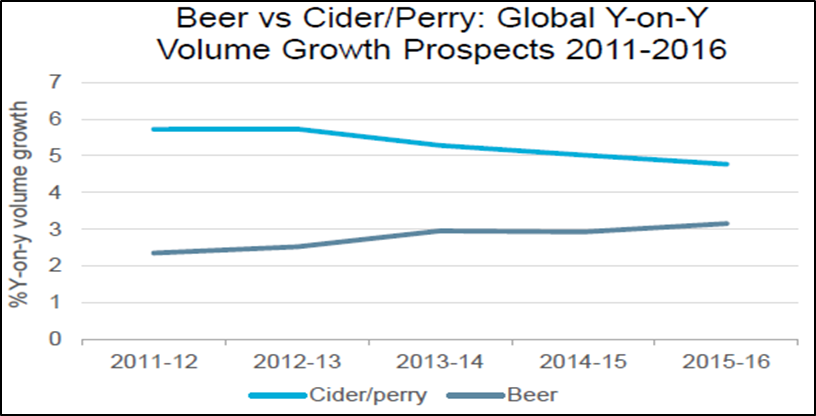
**Анализ выручки компании Heineken N.V. в соответствии с географической сегментацией**

Приложение 4

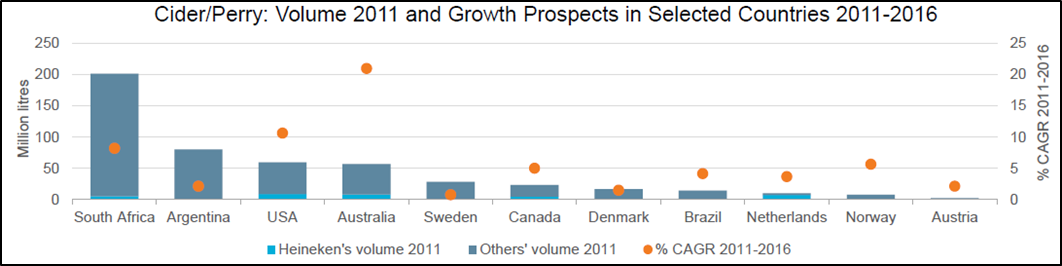
**Ожидаемый среднегодовой темп роста компании Heineken N.V. по нишам рынка**



Приложение 5



Приложение 6



Приложение 7

Приложение 8

**Прогноз продаж компании по бизнес сегментам**



Приложение 9

**Расчет стоимости собственного капитала компании Heineken N.V.**



Приложение 10

**Расчет стоимости заемного капитала компании Heineken N.V.**



Приложение 11

**Модель ДДП**



Приложение 12

**Расчет основных средств, нематериальных активов и рабочего капитала компании**



Приложение 13

**Футбольное поле оценки стоимости компании Heineken N.V.**

1. Damodaran, A. (2005, October). The value of synergy. In NYU Stern School of business [↑](#footnote-ref-1)
2. Р. Брейли, С. Майерс. Принципы корпоративных финансов: Б 87 Пер. С англ. – М.: ЗАО «Олимп Бизнес», 2008, стр. 904-905 [↑](#footnote-ref-2)
3. Р. Брейли, С. Майерс. Принципы корпоративных финансов: Б 87 Пер. С англ. – М.: ЗАО «Олимп Бизнес», 2008, стр. 906-908 [↑](#footnote-ref-3)
4. Gaughan, P. (2010). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings (5th ed., pp. 132-156) [↑](#footnote-ref-4)
5. Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компании при слияниях и поглощениях, стр. 44-48 [↑](#footnote-ref-5)
6. Приказ от 20 июля 2007 года N 256 Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО N 1)» http://www.labrate.ru/laws/20070720\_prikaz\_mert\_256\_fso-1\_appraisal-approaches.htm [↑](#footnote-ref-6)
7. Приказ от 20 июля 2007 года N 256 об утверждении федерального стандарта оценки "Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО N 1)".

   http://www.labrate.ru/laws/20070720\_prikaz\_mert\_256\_fso-1\_appraisal-approaches.htm [↑](#footnote-ref-7)
8. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп./Пер. с англ. – М.:ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – стр. 448-449 [↑](#footnote-ref-8)
9. Heineken NV in Beer, p.32 www.euromonitor.com [↑](#footnote-ref-9)
10. Beer in China, p.6 www.euromonitor.com [↑](#footnote-ref-10)
11. Там же [↑](#footnote-ref-11)
12. Strategies for Growth in an Increasingly Consolidated Global Beer Market, p.10 www.euromonitor.com [↑](#footnote-ref-12)
13. Company Profile: Anheuser Busch in Bev, p. 3 www.marketline.com [↑](#footnote-ref-13)
14. Company Profile: Anheuser Busch in Bev, p. 21 www.marketline.com [↑](#footnote-ref-14)
15. Company Profile: SABMiller plc. www.marketline.com [↑](#footnote-ref-15)
16. .Ibid, p. 22 [↑](#footnote-ref-16)
17. Alcoholic Drinks: Heineken in Beer, p. 4 www.euromonitor.com [↑](#footnote-ref-17)
18. См. приложение 1 [↑](#footnote-ref-18)
19. См. приложение 2 [↑](#footnote-ref-19)
20. См. приложение 3 [↑](#footnote-ref-20)
21. Consolidated Balance Sheet www.heinekeninternational.com [↑](#footnote-ref-21)
22. См. приложение 4 [↑](#footnote-ref-22)
23. См. приложение 5 [↑](#footnote-ref-23)
24. См. приложение 6 [↑](#footnote-ref-24)
25. F&N shareholders approve HEINEKEN’s offer to acquire interests in APB and APIPL http://www.heinekeninternational.com/pressreleasespage [↑](#footnote-ref-25)
26. Ibid [↑](#footnote-ref-26)
27. См. приложение 7 [↑](#footnote-ref-27)
28. Annual Report 2013, p.114 [↑](#footnote-ref-28)
29. См. приложение 8 [↑](#footnote-ref-29)
30. HEINEKEN expects the effective tax rate (beia) in 2013 to be in the range of 27 per cent to 29 per cent http://www.annualreport.heineken.com/report-of-the-executive-board/outlook-2013.html [↑](#footnote-ref-30)
31. HEINEKEN forecasts an average interest rate of around 4.5 per cent in 2013 http://www.annualreport.heineken.com/report-of-the-executive-board/outlook-2013.html [↑](#footnote-ref-31)
32. Annual Report 2013, p.147 [↑](#footnote-ref-32)
33. См. приложение 12 [↑](#footnote-ref-33)
34. См. приложение 10 [↑](#footnote-ref-34)
35. См. приложение 11 [↑](#footnote-ref-35)
36. См. приложение 13 [↑](#footnote-ref-36)