**Правительство Российской Федерации**

**Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования
"Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики. Санкт - Петербург"**

Факультет экономики

###### Кафедра финансовых рынков и финансового менеджмента

БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА

на тему:

«Оценка стоимости компании в сделках слияния и поглощения»

Направление экономика

Студентка группы № 141

Пьяных М.В.

Руководитель ВКР

к. э. н., доцент

Назарова В. В.

Санкт-Петербург

2013

СОДЕРЖАНИЕ

Введение………………………………………………………………………...3

Глава 1 Теоретические аспекты сделок M&A………………………………..8

1.1. Сущность сделок M&A и их классификация………………….….8

1.2. Мотивы и факторы заключения сделок M&A………………..….11

1.3. Обзор российского рынка M&A…………………………….....…14

1.4. Выводы по главе………………………………………………..….25

Глава 2 Подходы к оценке стоимости компании в целях M&A и синергетического эффекта…………………………………………………....27

2.1. Оценка компании при слияниях и поглощениях……………......27

2.2. Оценка синергетического эффекта……………………………….39

2.3. Выводы по главе……………………………………………..…….45

Глава 3 Оценка стоимости компании в целях M&A на примере КФ им.Крупской и ОАО КО «СладКо»………………………………………….47

3.1. Общая характеристика компаний……………………………….47

3.2. Оценка компаний до объединения…………………………….…50

3.2.1. Оценка стоимости КФ им. Крупской………………………......50

3.2.2. Оценка стоимости КО «СладКо»……………………..………...57

3.3. Оценка операционной синергии от присоединения КО «СладКо» к КФ им. Крупской……………..……………………..……………..…64

3.4. Выводы по главе……………….……………………………….….67

Заключение………………………………………………………………….....68

Список литературы…………………………………………………………....71

**ВВЕДЕНИЕ**

Процессы слияний и поглощений[[1]](#footnote-2) относительно новы для России. В нашей стране этот процесс зародился менее 30 лет назад, в то время как на развитых рынках, к примеру, в США данный процесс стал обычным делом, обыденностью, так как функционирует уже более века. В то же время ни в одной стране рынок данных сделок не развивался так стремительно как в России. За столь короткий срок динамика роста объемов слияний превышает среднемировой уровень втрое.

В мире, да и в России интерес к подобного рода сделкам довольно высок. Одной из причин повышенного интереса является то, что степень активности на рынке слияний указывает на состояние экономики. Согласно мировому опыту во время роста экономики наблюдается значительное увеличение, как объемов, так и числа заключаемых сделок. Соответственно в периоды спада или кризисных явлений рынок M&Aимеет тенденцию к снижению.

На сегодняшний день сделки слияний и поглощений не теряют своей актуальности для бизнес среды из-за динамичности развития рынков и присутствия на них большого числа конкурентов. В такой конкурентной борьбе высокое значение приобретают сделки M&Aкак стратегия развития бизнеса, позволяющая адаптироваться к стремительно меняющимся условиям рынка и как минимум не проигрывать конкурентам. Именно эффективные и оправданные слияния на данный момент помогают компании или предприятию сохранить свою долю рынка, а также занять лидирующие позиции на нем.

Процесс слияния и поглощения является многоступенчатым и сложным в реализации. Так профессор финансов Асват Дамодаран выделяет четыре основных и возможно непоследовательных этапа в проведении сделок: обоснование и разработка стратегии, выбор компании – цели и ее первоначальная оценка, определение цены и выбор источника финансирования, заключение сделки. Основной интерес для научных работ отечественных и зарубежных авторов, а также ключевое значение при осуществлении слияния или поглощения представляют второй и третий этапы, то есть оценка компаний в целях M&A, а также оценка их эффективности (синергии).

При рассмотрении вопроса о приобретение функционирующего предприятия оценка играет ключевую роль. Предприятие или покупатель (приобретающая сторона) должны принять решение о справедливой стоимости приобретаемой компании перед тем, как назначать цену. Со своей стороны компания-цель, прежде чем принимать или отклонять предложение о слиянии должна определить собственную разумную цену. Кроме того, есть ряд факторов, которые необходимо учитывать при проведении сделки. Во-первых, синергетический эффект совместной стоимости обеих компаний. Во-вторых, воздействие на стоимость таких факторов как: изменения в управлении предприятием и дальнейшая реструктуризация приобретенного бизнеса.

Согласно вышесказанному важность оценки компаний заключается в правильности формирования мнения о выгоде и целесообразности предполагаемой сделки, а в дальнейшем и обоснованности цены приобретения. Значительная роль процесса оценки в ходе проведения сделок по слиянию и поглощению послужила причиной выбора данной тематики для выпускной квалификационной работы, а также является обоснованием ее актуальности.

Целью данной дипломной работы является проведение оценки стоимости компаний в целях слияния и поглощения на примере присоединения ОАО «Кондитерское объединение «СладКо» к Кондитерской фабрике им. Крупской и оценка синергетического эффекта этой сделки в стоимостном выражении. В работе проводится анализ существующих подходов к оценке, а также анализ российского рынка M&A и кондитерского рынка России, на котором функционируют вышеуказанные компании.

В соответствии с поставленной целью были выделены следующие задачи:

* Сформулировать основные мотивы и факторы, побуждающие к осуществлению слияний и поглощений;
* Проанализировать существующие методы оценки компаний для целей M&A и выделить наиболее применимые из них;
* Проанализировать динамику и отраслевые тенденции, наблюдаемые на рынке слияний в России в 2012 году;
* Проанализировать рынок кондитерских изделий и выявить основных конкурентов для оцениваемых компаний с целью прогнозирования дальнейшего развития и темпов роста, как отрасли, так и объектов оценки;
* Оценить стоимость компаний, участвующих в присоединении с целью сравнения с рыночной оценкой;
* Выявить синергетический эффект от объединения и оценить его, с целью определения эффективности и оправданности совершенной сделки;

Объектом исследования работы выступает сделка поглощения между двумя участниками кондитерского рынка, «СладКо» и «Крупская».

В свою очередь предметом исследования в данной работе является оценка стоимости присоединяемой компании ОАО «Кондитерское объединение «СладКо» и оценка операционного синергетического эффекта.

В ходе написания дипломной работы были использованы методики оценки бизнеса, а также методы анализа и синтеза теоретического материала, методы анализа финансовой отчетности и финансового состояния компании, статистико – экономический анализ и др.

Основой для теоретической части проводимого исследования послужили труды и исследовательские работы известных теоретиков и практиков в области слияний и поглощений, а также оценки бизнеса. В частности, можно перечислить основных иностранных авторов: АсватДамодаран, Дональд Депамфилис, Фрэнк Эванс и Дэвид Бишоп, Патрик Гоxан, Стенли Рид, ТомКоупленд, Тим Колер и Марк Гoэрхард. При этом следует отметить, что, несмотря на достаточно широкое освещение темы слияний и поглощений, характерной чертой большинства научных работ является привязанность к американской практике проведения сделокM&A. Лишь малая часть исследовательских работ затрагивает российскую специфику. Среди российских авторов можно выделить следующих: Д. Ендовицкий, Ю. Ингнатишина, Д. Лысенко и Б. Рудыка. Что касается используемого в работе фактического материала, то основными его источниками были отчеты инвестиционных банков и ведущих консалтинговых фирм, таких как McKinsey, KPMG, Ernst&Young, AK&M. Использовалась информация, представленная на сайтах рассматриваемых и оцениваемых компаний. Также глобальные информационные системы, такие как Bloomberg, MergerMarket и база данных Асвата Дамодарана - Damodaran-online[[2]](#footnote-3).

В первой главе исследовательской работы рассмотрены важные аспекты сделок слияния и поглощения, такие как интерпретация понятий в отечественной литературе и зарубежной, классификация и основные мотивы совершаемых сделок. В главе приводится анализ рынка слияний за прошедший год, в котором определены основные тенденции рынка M&A, как мирового, так и российского. При этом выделены характерные особенности отечественного рынка и наиболее привлекательные отрасли для целей слияний.

Во второй главе рассмотрены три подхода к оценке бизнеса, которые в той или иной степени применимы для оценки стоимости компаний в целях слияния и поглощения. В частности доходный подход и метод дисконтированных денежных потоков, затратный подход и метод чистых активов, сравнительный подход и методы сделок, компаний – аналогов. А так же раскрыто понятие синергетического эффекта и выделены источники его возникновения. Описаны существующие подходы и методики оценки выгод от сделок M&A.

Третья глава представляет практическую часть исследования, в которой проведена оценка компаний, участвующих в сделке присоединения. Для определения стоимости компаний был применен доходный подход, в частности метода дисконтированных денежных потоков (DCF), так как в контексте сделки слияния другие подходы малоприменимы по причинам, описанным во второй главе. Компании оценивались с целью выявления синергетических выгод от объединения. В ходе изучения заключенной сделки присоединения «СладКо» к фабрике им. Крупской были выделены вид и возможные источники синергетического эффекта. Стоимость компаний и операционная синергия были определены. Сделка, как и предсказывалось, явилась целесообразной и эффективной для обеих компаний.

# Глава 1 Теоретические аспекты сделок M&A

В современном мире слияния и поглощения являются неотъемлемой частью корпоративного финансового мира. Ежедневно по всему миру заключается множество сделок, которые объединяют компании с целью создания более крупных компаний. Обычно за объединением нескольких бизнесов стоит увеличение рыночной стоимости новой компании, а в некоторых случаях и получение синергетических выгод.

Сделки M&A актуальны даже во времена сложной экономической ситуации в стране, хоть их число и снижается. Так, наиболее сильные компании посредством покупки слабых или недооцененных фирм, пытаются создать более конкурентоспособную компанию, более сильную или получить ряд выгод, в виде уменьшения затрат или увеличения доходов.

**В последние годы российский рынок M&Aразвивается довольно стремительно. Наблюдается рост активности среди иностранных и отечественных компаний. Существование таких процессов является важным свойством рыночной экономики. Что же является сущностью этих процессов? Что побуждает компании объединяться? Какие изменения наблюдались на рынке в прошлом году?** На эти вопросы следует ответить, прежде чем производить оценку компании для целей M&A.

## 1.1. Сущность сделок M&A и их классификация

Термины слияние (англ. merger) и поглощение (англ. acquisition) в повседневной жизни используются как синонимы. Ведь M&A – это общее название для процесса, которое объединяет передача корпоративного контроля над бизнесом во всех формах, включая покупку и обмен активами. Однако существуют различия в толкованиях понятий «слияние» и «поглощение».

В российском законодательстве «слияние» определено как реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом[[3]](#footnote-4). При этом образуется новая компания из прежних, которые в свою очередь полностью утрачивают самостоятельное существование. С позиций теории слияние представляет собой объединение имущества и деятельности нескольких компаний с целью создания новой компании или поглощения этих компаний одной из них.[[4]](#footnote-5) Очень часто в отечественной литературе понятие «слияние» используется наряду с понятием «интеграция». А в зарубежной литературе под слиянием подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется новая экономическая единица из двух или более существовавших структур[[5]](#footnote-6).

Поглощение компании, в свою очередь, можно определить как взятие одной компанией другой под свой контроль и управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее[[6]](#footnote-7). На практике же со 100% вероятностью определить является сделка между компаниями слиянием или поглощением можно только по основным мотивам, способствующим заключению этой сделки.

В настоящее время сделки M&Aклассифицируются по множеству неоднородных критериев. В основу классификации могут быть заложены различные факторы – от характера интеграции до способа оплаты сделок.

Из наиболее важных признаков можно выделить следующие[[7]](#footnote-8):

* характер интеграции компаний;
* национальную принадлежность объединяемых компаний;
* способ объединения потенциала;
* условия слияния;
* механизм слияния.

Рассмотрим часто встречающуюся классификацию, а именно на то, какие бывают сделки по характеру интеграции компаний. Обычно выделяют три основных вида интеграции:

* горизонтальная – она предполагает объединение компаний, конкурирующих в одной области деятельности. Лидерами по количеству таких сделок являются нефтегазовая, пищевая и телекоммуникационная отрасли. Различают объёмную и ассортиментную интеграции. Первая характеризуется слиянием компаний производящих идентичную продукцию. А если продукты хоть чем-то различны, то это второй подтип горизонтальной интеграции. Важно отметить, что большинство сделок в России именно горизонтального характера.
* вертикальная интеграция – это объединения компаний из разных отраслей, которые связанны единой технологической цепочкой. Такие интеграции в первую очередь характерны в отраслях, в которых возможности горизонтальных слияний уже исчерпаны. На сегодня большое число вертикальных объединений осуществляется в металлургической отрасли.
* конгломератное слияние – оно характеризуется объединением компаний несвязанных отраслей или географических регионов, то есть объединяемые компании не имеют как такового технологического единства с основной сферой деятельности друг друга.

Обобщая существующие классификации, можно выделить основные

виды M&A в зависимости от выбранного признака (рис.1).[[8]](#footnote-9).



Рис.1 Классификация типов M&A компаний

Представленная выше классификация в полном объеме описывает все типы сделок, присущие процессу M&A. Однако не дает ответа о побуждающих факторах. Поэтому в следующем параграфе выявим причины и мотивы, способствующие слияниям.

## 1.2. Мотивы и факторы заключения сделок M&A

Несомненно, что вопрос о том, что же является мотивами объединения двух компаний в одну заставляет задуматься многих. Еще, несомненно, то, что определение мотивирующих факторов является одним из ключевых моментов при оценке целесообразности сделок и даже при оценке стоимости фирмы в целях M&A. Так как уже на этапе четкого понимания мотива сделки может решаться вопрос о ее целесообразности. Проанализировав опыт различных российских и зарубежных компаний, можно выделить следующие мотивы[[9]](#footnote-10).

Во-первых, это стремление получить синергетический эффект. Достаточно серьезный и оправданный мотив. Представляет собой дополнительную стоимость, которая возникает как результат объединения. Может выражаться в виде экономии от масштаба, экономии издержек на НИОКР или эффекте диверсификации. Другими словами совокупный результат объединившихся компаний будет существенно превышать результаты отдельных действий компаний. Следует отметить, что если компания – цель имеет схожий бизнес, то предполагается экономия от эффекта масштаба. Если компания – цель крупнее и занимает сильные позиции на рынке, то можно предположить операционную синергию. Большинство из совершенных и совершающихся сделок на рынке M&A подразумевают синергию и заключаются с целью ее получения. Однако не всегда синергетические выгоды достигаются. Например, от слияния «Роснефти» и ТНК-ВР ожидается синергетический эффект в размере 4 – 5 млрд. руб.

Распространенным мотивом является присоединения недооцененной публичной компании. Однако чтобы убедиться, что компанию действительно недооценивают, и нет других причин в ее заниженной стоимости компании – покупателю желательно провести самостоятельную предварительную оценку. Схожую мотивацию имеет присоединение предприятия с неэффективным управлением. Различие лишь в том, что в случае недооцененности заниженная реальная стоимость вызвана коньюктурой фондового рынка, а в случае управления – его неэффективностью и нерациональностью.

Следующая теория, которая объясняет мотивацию компаний, является «теория гордыни». В таком случае слияние — это всего лишь итог личного решения менеджмента компании - покупателя. Он считает, что рыночная оценка стоимости компании-цели не полностью отражает её потенциал, и что именно его оценка единственная верная. Другими словами, решение о слиянии может быть вызвано только иррациональной «гордыней» менеджеров компании-покупателя.

Еще одним мотивом является устранение конкурентов или так называемый мотив монополии. Характеризуется желанием компании увеличить свое влияние на рынке. В результате сделки присоединенная компания больше не является конкурентом, а иногда может быть приобретена просто с целью закрытия.

Рассмотренные мотивы показывают, что M&A компаний могут быть ориентированы как на усовершенствование производства, финансирования, научно-исследовательской работы, так и на выход на новые рынки сбыта и сырья. В итоге, систематизируя все вышеперечисленные мотивы, лежащие в основе принятия решения о M&A, можно составить общую схему (рис.2).



Рис.2 Основные мотивы M&A (составлено автором)

**1.3. Обзор российского рынка M&A**

На мировом рынкеM&A (рис. 3 а и 3 б) происходит сокращение как числа, так объемов совершенных сделок, что является следствием нестабильности и продолжавшегося весь год долгового кризиса в еврозоне. Кризис не затронул сильно экономику России, что говорит о том, что Российский рынок M&A вне опасности. Это является большим преимуществом отечественного рынка, который находится на начальном этапе своего развития. В связи с этим именно благодаря внутренним факторам это позволяет российскому рынку развиваться, поэтому уже сейчас можно говорить о том, что развитие рынков M&A в России и в мире имеют разные направления и тенденции.

Рис. 3а Мировой рынок M&А 2005 – 2012 г.[[10]](#footnote-11)

Рис. 3б Мировой рынок M&A 2005 – 2012 г.[[11]](#footnote-12)

**Рынки M&A в каждой стране имеют свои особенности, свою специфику, что обуславливается степенью развитости экономики, законодательства, финансовых рынков и других факторов. Есть такие особенности и в России.** На сегодняшний день Российский рынок по своим характеристикам сильно отличается от рынка США или Европы, поскольку сформировался он не так давно. **Есть множество специфических характеристик, но рассмотрим только основные из них.**

Во-первых, темпы развития российского рынка. Уникальность отечественного рынка состоит в том, что всего за несколько лет он прошел путь развития от локальных сделок к большим трансграничным сделкам. Но на российском рынке M&A не наблюдается циклической закономерности. Такой вывод можно сделать исходя из существующих данных о динамике рынка, данные представлены в таблице 1.От года к году происходило одновременное увеличение количества заключенных сделок и суммарных объемов. Это можно объяснить тем, что развитие рынка происходило с нарастанием, что во многом было определено приватизацией, послужившей толчком к бурному развитию. Однако кризис 2008 – 2009 годов сказался на деятельности рынка M&A сильным сокращение числа сделок и их стоимости, но уже в 2010 году рынок стабилизировался.

Таблица 1

 Данные российского рынка M&A[[12]](#footnote-13)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатели | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| Количество | 505 | 817 | 867 | 688 | 214 | 375 | 381 | 427 |
| Объём, млрд.долл. | 40,5 | 63,6 | 154,9 | 122,4 | 48,8 | 77,5 | 68,7 | 83,1 |

По данным исследования ИКГ «Консалтпром» темпы роста российского рынка M&A превышают средние темпы роста мирового рынка более чем в 3 раза. Что еще раз подтверждает уникальность отечественного рынка и стремительные темпы его развития. Число сделок увеличивается год от года, что говорит о значительности процессов M&A в корпоративном мире как основной стратегии для роста бизнеса.

Во-вторых, закрытость рынка. Большинство малых и средних сделок осуществляются непублично, без оглашения деталей. Таким образом, очень часто участники рынка не знают ни имени покупателя, ни сумму сделки. Данная отличительная черта российского рынка негативно сказывается на проводимых исследованиях независимыми агентствами, так как позволяет лишь приблизительно оценивать стоимостные и количественные объемы рынка.

Следующей особенностью, присущей отечественному рынку является наличие большого количества числа слияний и поглощений, которые носят не горизонтальный или вертикальный характер, а являются итогом стремления покупателя к диверсификации, выходу на новые рынки. Нельзя не отметить то, что в российской практике M&Aприсутствовало такое понятие, как недружественное поглощение (враждебный «захват»), которое характеризовалось приобретением контроля над активами путем применения разного рода давления (политического, судебного), использования несовершенства корпоративного законодательства и мошеннических схем. Однако усовершенствование законодательства свело на нет данный вид слияний.

Необходимо также отметить, что большинство сделок M&A в России – это внутренние, которые заключаются преимущественно между отечественными компаниями. Это свидетельствует о невысоком интересе иностранных инвесторов к приобретению российских активов. Однако довольно высок интерес российских компаний к иностранным активам. На отечественном рынке присутствует несколько типов компании, которые преимущественно осуществляют поглощения зарубежных компаний. К первому типу относятся крупнейшие российские холдинги такие как «Газпром» и «Лукойл», деятельность которых направлена на мировой рынок и трансграничные слияния являются частью стратегии развития данных холдингов. Как второй тип можно выделить мелкие компании, которые видят потенциал для своего роста при слиянии с зарубежными компаниями и возможность развития сразу на нескольких рынках. Это такие компании, как МТС, «Вимм-Билль-Данн» и другие.

Ещё одной отличительной чертой является значительная роль государства и его активное участие в процессе M&A, в отличие от других стран. Оно не только исполняет функции регулятора, но и в последнее время довольно активно участвует в формировании холдингов. В целом происходящий в России процесс M&A является позитивным для повышения эффективности и конкурентоспособности компаний.

Перейдем непосредственно к рассмотрению и анализу российского рынка слияний за 2012 год и отметим некоторые тенденции, наблюдаемые в первом квартале 2013 года. Существует несколько «но» это закрытость информации и значительное различие в цифрах, приводимых в аналитических обзорах независимых агентств. Различие обусловлено используемой методологией, начиная от включения в статистику только завершенных сделок или еще и объявленных заканчивая размерами. В данной работе преимущественно были использованы материалы отчетов компании KPMG, так как методика понятна и ясна, а информация детализирована и актуальна.

Итак, в 2012 году было проведено 427 сделок на общую сумму 83,1 млрд. долл., что больше результатов 2011 года на 21%. Из статистики исключена самая крупная сделка за всю историю российского рынка M&A проведенная в этом году – приобретение ТНК – ВР нефтегазовой компанией «Роснефть». Стоимость этой сделки составляет 56 млрд. долл., что превышает суммарный показатель сделок в нефтегазовой отрасли за три последних года (23,0 + 20,3 + 11,6 = 54,9 млрд. долл. <56 млрд. долл.).

Российский рынок пытается постепенно вернуться к количественным итогам докризисного периода. На рис. 4 можно видеть, что количество сделок возросло, в то время как на мировом рынке наблюдается снижение на 10,9% (рис. 3). Рост рынка можно назвать стабильным и умеренным, а спад по стоимости в 2011 при увеличении количества сделок объяснить высоким уровнем волатильности рынка и сокращением числа крупных сделок.

Рис. 4 Российский рынок M&A 2005 – 2012 г.

В 2012 г. на российском рынке слияний и поглощений по-прежнему преимущественно заключались внутренние сделки, однако доля трансграничных сделок увеличилась (рис. 5). Количество объявленных трансграничных сделок выросло на 11% до 125, а общая сумма таких сделок увеличилась на 27% до 33,3 млрд. долл., что составляет 40% от всего объема российского рынка (в 2011 г. этот показатель составлял 38%)[[13]](#footnote-14). Общая сумма сделок по покупке российских активов иностранными компаниями в 2012 г. составила17,1 млрд. долл., увеличившись на 24% по сравнению с 2011 годом. Так в анализируемом году 52% всех иностранных инвестиций пришлось на три ключевые сделки: вторичное размещение акций (SPO) ОАО «Сбербанк России», первичное размещение акций (IPO) ОАО «МегаФон» и приобретение пивоваренных активов «SABMiller» турецкой компанией «AnadoluEfes».[[14]](#footnote-15)

Рис. 5 Количество и сумма сделок по направлению движения капитала

По секторам наблюдается диверсификация сделок по слияниям и поглощениям. Наряду с тремя секторами: металлургия и горнодобывающая промышленность, нефтегазовый сектор, энергетика и коммунальный сектор, которые постоянно доминируют на российском рынке M&A, все более активными становятся сектор телекоммуникаций и медиа, а также сектор финансовых услуг. Однако в 2012 г. особых изменений не произошло (рис. 6),по прежнему четверть от общего количества сделок пришлась на исторически доминирующие сектора, но их доля в общей сумме сделок снизилась до 30% (в 2011 г. она составляла 43%). В то время как доли, приходящиеся на сектора телекоммуникаций и финансовых услуг составили по 19% каждый, против 13% и 15% в 2011г..Это преимущественно связано с сохраняющимся отсутствием активности со стороны крупных угледобывающих компаний и интегрированных производителей. Причинами отсутствия интереса стали падение цен на сырьевые товары и реализация крупных текущих программ капиталовложений.

Рис. 6 Сумма сделок по отраслям в 2012 (2011) г.

В секторе телекоммуникаций и медиа наблюдается положительная динамика. Данная отрасль набирает обороты и становится более привлекательной для инвесторов. Продолжается консолидация активов в таких сегментах, как телевидение, радиовещание, печатные СМИ, усиливается роль Интернета, что способствует увеличению числа сделок по покупке активов провайдеров интернет – услуг. Также нарастает значимость сегмента программного обеспечения, в данном сегменте заключена пятая часть от общего числа сделок в этой отрасли.

Между тем в секторе финансовых услуг, несмотря на общее снижение в 2012 году количества сделок, их стоимость возросла до 15,6 млрд. долл.. Наиболее крупными стали три сделки, две из которых трансграничные. Крупнейшим игроком в данном секторе стал Сбербанк России благодаря вторичному размещению акций и выходу на рынок Турции после приобретения «Denizbank AS». Нельзя не отметить удачное следование своей стратегии развития – увеличение доли рынка акционерного общества «Банк ВТБ». В 2012 г. банку с государственным участием, удалось увеличить принадлежащий ему пакет акций ОАО «ТрансКредитБанк» до 99,6%. Это стало результатом двух независимых сделок: покупка 21,8% акций у ОАО «РЖД» за 641 млн. долл. и приобретение дополнительно выпущенных ОАО «ТрансКредитБанк» акций, составляющих 3,25% его капитала, за 250 млн. долл..[[15]](#footnote-16)

В отраслях, не связанных с энергетикой и природными ресурсами, только в секторе недвижимости и строительства в 2012 г. наблюдалось снижение общей суммы сделок, хотя их количество осталось неизменным.

 В сводной таблице, предоставленной рейтинговым агентством AK&M,представлено десять крупнейших сделок за 2012 год. Следует отметить большую роль госкомпаний. Несмотря на то, что больше года назад, правительством должны были быть подготовлены предложения, которые ограничили бы активность госкомпаний в сфере слияний и поглощений, однако на примере крупнейших сделок, — таких ограничений не видно.

Как и в прошлом году, в рейтинг тридцати крупнейших сделок 2012 года вошло 11 сделок с участием государства или госкомпании в качестве покупателей. Общий объем снизился — на 22%, в стоимостном выражении до 12,68 млрд. долл. против 16,27 млрд. долл. в прошлом году. Наиболее активной компанией - покупателем в рейтинге из числа госкомпаний стал Сбербанк, совершивший 3 сделки на 4,96 млрд. долл.

Таблица 2

10-ка крупнейших сделок в 2012 году на российском рынке M&A[[16]](#footnote-17)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| № | Отрасль | Актив | Продавец | Покупатель | Ст-ть (млн.долл) |
| 1 | Финансовые институты | Denizbank AS | Dexia | Сбербанк | 3 827.5 |
| 2 | Связь | ОАО "МегаФон" | Altimo, TeliaSonera | "АФ Телеком" | 2 640.0 |
| 3 | Транспорт | ОАО "Аэропорт "Внуково" | Правительство г. Москвы | Государство | 1 534.4 |
| 4 | Связь | ООО "Скартел" | Сергей Адоньев, "Ростехнологии" | GarsdaleServices ("МегаФон") | 1 500.0 |
| 5 | ТЭК | WIEE, WIEH, WINGAS GmbH; | BASF SE | ОАО "Газпром" | 1 500.0 |
| 6 | ТЭК | ООО "НГК "Итера" | IteraHoldingsLtd | ОАО "Роснефть" | 1 316.0 |
| 7 | Пищевая пром-ть | ООО «САБМиллерРУС» | SABMillerPlc. | AnadoluEfes (Турция) | 1 250.0 |
| 8 | Хим. и нефтехим. пром-ть | Завод по пр-ву аммиачной селитры | BASF SE | ОАО "Еврохим" | 1 108.5 |
| 9 | Торговля | Торговый центр «Галерея» | Группа MeridianCapital | Morgan Stanley Real Estate Fund (США) | 1 100.0 |
| 10 | Торговля | ОАО "Евросеть" | AlpazoLimited (Александр Мамут) | ОАО "МегаФон", GarsdaleServices | 1 070.0 |

Потребительский сектор и розничная торговля не активны, в частности сделки в пищевой отрасли происходят в последние года все реже. Количество слияний в 2012 году осталось неизменным, однако возросла стоимость сделок. Это можно объяснить тем, что все мелкие активы уже приобретены и на данный момент происходит перераспределение долей участия в уже объединенных крупных компаниях. Стоит отметить высокую долю участия иностранных компаний в сделках, которые стремятся путем приобретения российских активов выйти на наши рынки со своими продуктами.

 Согласно прогнозам российский рынок M&A будет стабильным, и рост продолжится, однако темпы будут значительно меньше показанных в 2012. Ожидается увеличение, как числа сделок, так и рост их стоимости. Важную роль продолжат играть секторы, связанные с энергетикой и природными ресурсами, хотя активность в каждом из них будет вызвана разными факторами.

Принимая во внимание прогноз изменения цен на сырьевые товары, ожидается, что активность в секторе металлургии и горнодобывающей промышленности по-прежнему останется невысокой. Пристальное внимание основных игроков сектора будет сосредоточено на повышении экономической эффективности и тщательной оценке направления инвестиций в условиях ограниченности капитала. Крупные нефтегазовые компании скорее всего продолжат продавать непрофильные активы с целью оптимизировать доходность портфеля активов, а иностранные компании будут искать возможности для получения доступа к богатым российским ресурсам либо посредством приобретений, либо посредством создания совместных предприятий. Также ожидается дальнейшая консолидация генерирующих и распределительных активов в секторе энергетики и коммунального хозяйства, движущей силой которых станут предприятия с участием государства.

В сфере телекоммуникаций рост рынка услуг фиксированного доступа по сравнению с рынком мобильного доступа замедляется, учитывая высокий уровень проникновения, тем не менее, дальнейшая консолидация региональных операторов широкополосной связи в 2013 году продолжится, хотя и значительно меньшими темпами, чем в прошлые годы. В остальных секторах не прогнозируется сильных изменений, наоборот ситуация останется стабильной.

Только время покажет насколько реалистичны данные прогнозы, но то, что 2012 год стал поворотным для отечественного рынка. Произошло увеличение не только числа слияний, но и стоимости заключенных сделок. В то время как мировой рынок показывает снижение по обеим позициям. Еще одним положительным моментом 2012 года стало увеличение активности иностранных игроков. Также произошло некое перераспределение ролей среди секторов рынка M&A. Возрос интерес к компаниям сектора телекоммуникаций и медиа, а также к сектору финансовых услуг. Свои позиции сохранили такие отрасли как: металлургия, горнодобывающая промышленность и нефтегазовый сектор.

##

## 1.4. Выводы по главе

В данной главе были рассмотрены важные аспекты сделок слияния и поглощения, такие как интерпретация понятий в отечественной литературе и зарубежной, классификация и основные мотивы совершаемых сделок. Также были определены основные тенденции развития российского рынка M&A. Исходя из этого, можно выделить основные черты рынка.

Во-первых, это оживление и повышение активности на рынке M&A после мирового кризиса 2008-2009 гг. В 2012 году рынок продолжил свой рост. В основном за счет увеличения числа мелких и средних внутренних сделок. По прогнозам экспертов рынок в дальнейшем продолжит расти, однако стремительного роста наблюдаться не будет, поскольку во многих отраслях произошло перенасыщения рынка и дальше возможно только осуществление конгломератных слияний.

Во-вторых, преобладание горизонтальных интеграций на рынке. В первую очередь такая тенденция касается нефтегазовой отрасли, которая, скорее всего ещё долго останется лидером на рынке M&A. Также стоит отметить повышение интереса к компаниям телекоммуникационной отрасли, которая в настоящее время является одной из перспективных отраслей для заключения сделок M&A.

|  |
| --- |
| В-третьих, основные новости о M&A процессах поступают от одних и тех же отраслей, потенциал которых все ещё велик. К таким отраслям относятся нефтегазовая и металлургическая, телекоммуникационная и энергетическая отрасли и машиностроение. Финансовые возможности, существующие в нефтегазовом секторе и металлургии, привели их к абсолютному лидерству на рынке.В-четвертых, слияния приобретают стратегический характер, что, безусловно, является положительной тенденцией. В связи с этим происходит рост количества региональных сделок и снижение числа враждебных захватов. Крупнейшие российские компании приобретают все больше зарубежных активов. Некоторые стремятся расширить ресурсную базу, другие – получить выход на новые рынки, в том числе, на рынки стран СНГ для обеспечения дальнейшего роста.Также происходит усиление роли государства на рынке M&A, а особенности экономики России формируют отдельный путь российского рынка M&A, который в ближайшее время не будет подвержен мировым тенденциям и колебаниям. |

**Глава 2 Подходы к оценке стоимости компании в целях M&A и синергетического эффекта**

В настоящей главе рассмотрены три подхода к оценке бизнеса, которые в той или иной степени применимы для оценки стоимости компаний в целях слияния и поглощения. В частности доходный подход и метод дисконтированных денежных потоков, затратный подход и метод чистых активов, сравнительный подход и методы сделок, компаний – аналогов. А так же раскрыто понятие синергетического эффекта и выделены источники его возникновения. Описаны существующие подходы и методики оценки выгод от сделок M&A.

**2.1. Оценка компании при слияниях и поглощениях**

В первую очередь, говоря об оценке любого актива, необходимо определиться с тем, какова цель оценки. И, исходя именно предполагаемой цели, выбрать какой вид стоимости предстоит определять. В нашем случае цель – сделка слияния и поглощения. Поэтому, в соответствии с российскими стандартами будет определяться рыночная или инвестиционная стоимость.[[17]](#footnote-18)

• Рыночная стоимость объекта оценки –это наиболее вероятная цена, по которой оцениваемый объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции. Вместе с этим стороны сделки действуют разумно и располагают всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства;[[18]](#footnote-19)

• Инвестиционная стоимость - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.[[19]](#footnote-20)Данный вид стоимости более конкретен в отличие от рыночной и связан с определенным проектом;

Наиболее используемым видом стоимости при оценке активов является рыночная стоимость. Данный вид стоимости характеризуется наличием открытого конкурентного рынка, полного объема информации и отсутствием чрезвычайных обстоятельств. Однако при M&A возникают ситуации с отсутствием конкуренции за продаваемый актив, а в качестве чрезвычайных обстоятельств могут выступать такие факторы, как: различная мотивация покупателей, особенности при образовании синергии и другие. Перечисленные факторы делают актив не одинаково привлекательным для различных групп потенциальных покупателей. Соответственно данный вид стоимости не всегда может применяться для сделок M&A.

Другие виды стоимости, которые возможно использовать для целей M&A - это стоимость воспроизводства и стоимость замещения. Они рассматривают бизнес как совокупность принадлежащих ему активов, которые при необходимости могут быть проданы по отдельности. Однако в большинстве случаев эти виды стоимости также неприменимы для целей M&A. С другой стороны, многие сделки совершаются с использованием заемного финансирования. Например, синдицированного кредита, в связи, с чем кредиторы интересуются возможностью реализации активов приобретаемой компании в том случае, если прогнозы компании – покупателя не оправдаются. В этом случае указанные виды стоимости будут основными.

Главным же видом стоимости, который используется для сделок слияния, является инвестиционная стоимость. Так, согласно стандартам оценки, данная стоимость будет различной для разных покупателей объекта, так как исходит из индивидуальных требований каждого инвестора. При определении стоимости в целях M&A данные различия обусловлены наличием синергии (выгоды), которая для каждого конкретного покупателя будет своя. Соответственно наибольшая инвестиционная стоимость оцениваемого объекта будет для покупателя, который ожидает получить наибольшие синергетические выгоды от объединения компаний. Важно отметить, что инвестиционная стоимость, по сути являющаяся максимальной суммой, которую экономически оправдано и целесообразно заплатить за компанию – цель, будет отличаться от рыночной стоимости на величину синергии, возникающей при слиянии, за минусом затрат на интеграцию. Таким образом, процедуру оценки для целей слияний можно представить в виде следующей схемы (рис. 7):

Рис. 7 Алгоритм расчета инвестиционной стоимости компании[[20]](#footnote-21)

Теперь перейдем к оценке. В современной теории и практике оценки бизнеса существует три масштабно используемых подхода к оценке, которые представлены в таблице 3, это: доходный, затратный (подход по активам) и сравнительный (рыночный подход) подходы. В них выделены методы, которые применяются при оценке в целях M&A.

Таблица 3.

Подходы и методы оценки компаний.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Доходный | Сравнительный | Затратный |
| Метод дисконтированных денежных потоков  | Метод компаний - аналогов | Метод ликвидационной стоимости |
| Метод капитализации доходов | Метод сделок | Метод чистых активов |
|  | Метод отраслевых коэффициентов |  |

При анализе подходов и методов к оценке сделок M&Aвыделяют перспективную и ретроспективную оценки. Перспективная оценка предполагает прогнозирование на будущее и оценку инвестиционной стоимости компании до осуществления сделки. Ретроспективная оценка наоборот дает возможность оценить целесообразность сделки, достижение запланированной синергии и сделать выводы о потере или приобретении в стоимости компании после сделки M&A.

Перейдем к подробному рассмотрению каждого из подходов, нужно отметить, что данные подходы могут использоваться в целях и перспективной, и ретроспективной оценки. Начнем с наиболее редко используемых и по некоторым причинам наименее объективных подходов.

Затратный подход включает в себя совокупность методов оценки стоимости поглощаемой компании целиком или отдельных ее активов, которые являются объектом M&A. Методы основаны на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта поглощения за вычетом накопленного износа. Наиболее часто он применяется для анализа предприятий с высоким удельным весом основных фондов в стоимости бизнеса. Что же касается использования данного подхода для целей слияний по многим причинам он не имеет широкого распространения на практике, в основном из – за того, что в результате оценки не учитывается синергетический эффект. Он применяется в случаях, когда главной задачей покупателя является приобретение определенных материальных или нематериальных активов или же когда стоимость приобретаемого объекта определяется лишь стоимостью ее активов ввиду неспособности бизнеса генерировать адекватную нематериальную стоимость.[[21]](#footnote-22)

В ходе оценки данным методом определяется либо справедливая рыночная стоимость, либо ликвидационная. На начальном этапе, вне зависимости от определяемой стоимости необходимо трансформировать учётно – балансовую стоимость статей балансового отчета, основанного на бухгалтерских расчетах, в рыночную стоимость путем добавления не отраженных активов или удаления статей не имеющих рыночной стоимости. Например, удаление безнадежных долгов в статье дебиторская задолженность. Далее переводятся в текущую стоимость обязательства компании и определяется стоимость предприятия (собственного капитала) по формуле:

CК = Aр - Oт, (2.1.)

где Aр – рыночная стоимость активов компании, а Oт – текущая стоимость обязательств компании.

Сравнительный или рыночный подход базируется на принципе замещения, который звучит следующим образом: «за объект заплатят не больше, чем стоит приобретение заменителя, обладающего эквивалентной полезностью». Данный подход очень эффективен в случае существования активного и открытого рынка сопоставимых объектов. Соответственно, при применении данного подхода стоимость приобретаемой компании определяется на основе цен, уплаченных за схожие или аналогичные объекты на соответствующем рынке. Экспертным суждением определяется то, какие компании принимать за схожие (similar) оцениваемому объекту, а рынки считать соответствующими (relevant). Также с помощью экспертного суждения определяется мультипликатор наилучшим образом подходящий для измерения результатов деятельности компании. Однозначно у подхода имеются неоспоримые достоинства: нетрудоемкий и применяется для первоначальной оценки M&A, однако имеются и значительные недостатки. Например:

* сложность в подборе объектов – аналогов, так как рынок сопоставимых объектов собственности в России является недостаточно развитым и закрытым;
* использование усредняющих коэффициентов и как следствие неточность расчетов;
* невозможность выявления и оценки всех потенциальных источников синергии.

В методологии рыночного подхода, применяемого для оценки M&A, выделяют методы: публичной компании – аналога и сделок M&A. Данные методы используются в зависимости от видов совершаемых сделок и дают различные результаты. Так метод сделок на рынке M&A рассматривает цены, которые обычно уплачиваются публичными компаниями за приобретение контроля над бизнесом. Данные сделки в основном носят стратегический характер, поэтому уплачиваемая цена зачастую отражает инвестиционную стоимость. Вместе с этим, чтобы метод давал достоверный результат необходимо, чтобы данные о завершенных сделках содержали информацию о компаниях, которые сходны с компанией – целью, также компании – аналоги должны иметь схожие ожидаемые синергетические эффекты от поглощения. В свою очередь метод компании – аналога оценивает объект, исходя из цены, по которой подобные публичные компании торгуются на публичных фондовых биржах. Как и в методе сделок используются коэффициенты, сравнивающие цену сделки с показателями результатов деятельности или финансового состояния компании.

Однако в большинстве случаев использования данного подхода подбираются непосредственно аналоги для предприятия, что не совсем верно, на наш взгляд для целей слияний и поглощений. В целях M&A целесообразно анализировать именно аналогичные сделки. Таким образом, процесс оценки можно разделить на следующие этапы:

* Первоначальный отбор. Выбор аналогичных сделок за последние 1,5 – 2 года по таким параметрам, как отрасль участвующих в сделке компаний, их размер, источник финансирования сделки;
* Анализ сделок, в которых компании имели схожие показатели с участниками рассматриваемой предполагаемой сделки. В том числе схожие по структуре балансы и другие формы бухгалтерской отчетности, схожее качество менеджмента и т. д. При этом отбираются только сделки с тем же источником финансирования, что и в планируемой сделке;
* Анализ потенциальных выгод и эффективности сделок. В дальнейшем процессе оценки желательно использовать компании – аналоги со схожей структурой источников синергетических выгод, что и в предполагаемой сделке.
* Расчет оценочных мультипликаторов и коэффициентов.

При определении стоимости для M&A чаще всего используются следующие мультипликаторы[[22]](#footnote-23):

* P/E – цена/прибыль – данный мультипликатор используется большинством прибыльных компаний со стабильной структурой капитала и позволяет напрямую оценить стоимость собственного капитала.
* P/R – цена/выручка – не менее популярный коэффициент, но дающий сбивающие с толку результаты, так как числитель – мера собственного капитала, а знаменатель – доход на заемный и собственный капитал. Корректнее будет вместо цены использовать показатель рыночной стоимости инвестированного капитала (MVIC), в результате получится стоимость инвестированного капитала.
* MVIC/EBIT или MVIC/EBITDA – рыночная стоимость инвестированного капитала/прибыль до уплаты процентов и налогов (или прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации) – широко применяется про M&A. Показатели прибыли включают процентные затраты, но являются расчетными показателями и требуют особого внимания.
* Следующий этап, после расчета соответствующих мультипликаторов – это первоначальная оценка инвестиционной стоимости объекта;
* Заключительный этап – определение справедливой цены. Первоначальная оценка корректируется с учетом специфики проводимых сделок, в том числе производится учет премий за контроль, скидок или надбавок за ликвидность и др.

В результате выполнения перечисленных выше этапов оценки можно с достаточно высокой вероятностью определить инвестиционную стоимость сделки. К тому же полученная стоимость будет включать в себя не только внутреннюю стоимость присоединяемой компании и возможные синергетические эффекты. Она также будет учитывать конъюнктуру рынка, на котором функционирует компания – цель. Таким образом, данный подход может быть достаточно эффективным. Однако для этого необходимо выполнение нескольких условий:

а) должно существовать достаточное число компаний, сходных по своим характеристикам с поглощаемой компанией;

б) недостаточно только большого числа компаний – аналогов, ещё необходимо хорошее развитие рынка корпоративного контроля в целом. Рынка с большим количеством дифференцированных сделок для составления репрезентативной выборки.

В российских условиях выполнение пункта Б крайне сильно ограничивает и осложняет использование данного подхода. Рынок слияний растет и число сделок с каждым годом увеличивается, однако из – за их недостаточного количества и закрытой информации по большинству из них все еще сложно подобрать хотя бы несколько аналогов.

При расчете стоимости компании для целей слияний и поглощения чаще других применяется доходный подход, так как он универсален, то есть подходит для оценки бизнеса приносящего положительный доход и лучше всего отражает ожидания инвестора. В рамках данного подхода стоимость бизнеса определяется на основе ожидаемых будущих доходов оцениваемого объекта.

В доходном подходе обычно используется многолетний прогноз, однако может применяться и прогноз на один год. Разница во временном периоде прогнозирования является основным различием между двумя методами данного подхода: методом капитализации результатов одного периода и методом дисконтирования результатов нескольких периодов.

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) является наиболее приемлемым для учета инвестиционных мотивов, а слияния и поглощения, несомненно, относятся к данным мотивам. Любой инвестор хочет приобрести актив, который будет приносить доход в будущем, который в свою очередь не только окупит начальные вложения, но повысит благосостояние субъекта. Итак, ключевым требованием для применения метода DCF является положительное (прибыльное) функционирование предприятия и наличие ретроспективных данных.

Оценка по данному этапу проводится в соответствии со следующими этапами[[23]](#footnote-24):

1. выбор модели денежного потока (CF): для собственного капитала или для инвестированного;
2. определение прогнозного периода ( 3 – 10 лет);
3. проведение анализа ретроспективной выручки и прогноз;
4. изучение расходов предприятия и прогноз;
5. анализ и прогноз инвестиций
6. прогнозирование денежного потока для каждого года прогнозного периода. Осуществляется по трем возможным сценариям: наиболее вероятному, пессимистическому и оптимистическому;
7. определение и расчет ставки дисконтирования;
8. расчет приведённого значения – DCF и оценка постпрогнозной стоимости
9. распределение весовых коэффициентов между сценариями и расчет итоговой стоимости компании. Внесение поправок.

На первом этапе происходит выбор модели денежного потока. Порядок расчета по каждой из моделей приведен в табл. 4. Применяя модель для собственного капитала, рассчитывается рыночная стоимость акционерного капитала компании.

В модели для инвестированного капитала условно можно не различать собственные и заемные средства и рассчитывать совокупный денежный поток. Итогом расчета является рыночная стоимость вложенного капитала.

Таблица 4

Модели денежного потока по видам капитала

|  |  |
| --- | --- |
| Модель CF для собств.капитала | Модель CF для инвест. капитала |
| действие | показатель | действие | Показатель |
|  | NOI |  | EBIT |
| + | Dep | - | Taxes |
| + / - | ∆ NWC | + | Dep |
| + / - | Capex | + / - | ∆ NWC |
| + / - | ∆ Debt | + / - | Capex |
| = | CFСК | = | CFИнвК |

На следующем этапе определяется длительность прогнозного периода, так как рассчитываемая по методу стоимость базируется на будущих потоках денежных средств. Оптимальная продолжительность прогнозного периода пять лет, так как в более длительный период труднее прогнозировать конкретные значения выручки, расходов, темпов роста отрасли, инфляции и соответственно денежных потоков.

Далее проводится ретроспективный анализ выручки, расходов, инвестиций. А также прогнозирование их темпов роста или конкретных значений в будущем. Прогноз должен быть небезосновательным, а логически совместимым и подкреплённым ретроспективными показателями функционирования компании и в целом отрасли.

Затем, на следующей ступени оценивания рассчитываются денежные потоки для каждого года прогнозного периода в соответствии со сценариями развития предприятия. Так пессимистический прогноз предполагает отсутствие или снижение роста объемов производства, стабильность цен на продукцию и себестоимость на уровне 30% от цен продукта. Оптимистический же допускает существенный рост объемов (более 5%) и цен (более 7%) при себестоимости на уровне 20%.

Ключевым этапом является расчет ставки дисконтирования. Существует несколько моделей для определения ставки, основными и часто используемыми из которых являются:

* модель WACC – средневзвешенная стоимость капитала

$WACC=r\_{e}\*\frac{E}{D\_{t}+E}+ r\_{d}\*\left(1-t\*\frac{k\*r\_{d}}{r\_{d}}\right)\* \frac{D\_{t}}{D\_{t}+E} $ (2.2)

где E – собственный капитал; Dt – заёмный капитал; re – стоимость СК;rd – стоимость ЗК;t – ставка налога на прибыль;k – коэффициент уменьшения доходов (=1,8\*ст-ка рефинансирования)

* модель CAPM – капитализации активов

$CAPM=r\_{rf}+ β\*\left(r\_{m}-r\_{rf}\right)+ S\_{1}+S\_{2}+C$ (2.3)

где rrf – безрисковая ставка; β – рискованность актива; rm – среднерыночная доходность;S1 – риск компании; S2 – премия отраслевого характера;C – страновой риск

Далее дисконтируются рассчитанные ранее денежные потоки, то есть будущая стоимость переводится в стоимость этих потоков на момент оценки.

$DCF\_{t}=\sum\_{t=0}^{n}\frac{CF\_{t}}{(1+WACC)^{t}}$ (2.4)

Также определяется постпрогнозная стоимость объекта оценки. В целях M&Aнаиболее подходящей является модель Гордона.

$V\_{term}=\frac{CF\_{n}\*(1+g)}{WACC-g}$ (2.5)

где Vterm – стоимость в постпрогнозе;CFn – денежный поток последнего года прогнозного периода;WACC – ставка дисконтирования;g – долгосрочный темп роста компании в постпрогнозе.

На заключительном этапе рассчитывается итоговая стоимость объекта.

$Value= \sum\_{t=0}^{n}DCF\_{t}+V\_{term}$ (2.6)

Полученная стоимость объекта может корректироваться внесением поправок. Например, поправка на величину неучтенных активов (часто недвижимость, машины и оборудование) или корректировка величины собственного оборотного капитала (избыток прибавляется, а дефицит вычитается из стоимости).

**2.2. Оценка синергетического эффекта**

Синергетический эффект – один из сильнейших факторов, мотивирующих к заключению сделок слияний и поглощений. Мировой опыт свидетельствует, что лишь около половины сделок оказываются успешными. Основной причиной неудачи становится неверная оценка компанией – покупателем привлекательности компании – цели. Зачастую происходит переоценка из – за больших предполагаемых выгод. Так, Ф. Эванс и Д. Бишоп утверждают, что синергетическая выгода создается покупателем. Отсюда необходимость точного понимания и оценки выгод от сделки и вероятности достижения предсказанных эффектов.

Откуда же берутся синергетические выгоды? Согласно Эвансу и Бишопу есть четыре потенциальных источника:

1. Увеличение доходов
2. Сокращение расходов
3. Усовершенствование процессов
4. Финансовая экономия

Увеличение доходов возникает при продаже большего числа единиц продукции и услуг, что достигается за счет обслуживания более широкого рынка или предложения расширенного ассортимента продукции, возможно из-за применения того и другого в совокупности объединенной компанией. Также рост доходов может быть обусловлен увеличением цен на отдельные продукты компании, особенно в ситуации, когда предприятие в результате объединения стало единственным поставщиком услуги или продукта.

Оценка второго источника синергетических выгод более надежна и предсказуема, чем оценка роста доходов. За счет консолидации функций устраняются дублирующие должности, сходные основные фонды, накладные расходы. Максимизация величины этой выгоды возможна, когда приобретаемая компания схожа по размеру операций и обслуживаемых рынков с компанией – покупателем.

Усовершенствование процессов происходит в том случае, если объединенная компания применяет наиболее работоспособные и эффективные методы, которыми пользовалась до объединения компания – цель или – покупатель. Эти улучшения часто возникают в результате распространения более совершенных технологий или процессов в расширившейся среде созданной компании. Повышение доходов или сокращение расходов может быть следствием усовершенствования, а также повышение эффективности производственных процессов, более действенный маркетинг и дистрибуцию.

Автор статьи «Анализ эффективности слияний и поглощений» выделяет сначала сферы, в которых возможно получение выгод, а затем определяет основные источники в каждой из них. Наглядно данную классификацию можно видеть в таблице 5.[[24]](#footnote-25) Каждый источник оценивается и тем самым получается диапазон, в котором будет колебаться значение синергии.

Таблица 5

Источники синергетического эффекта

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Сфера | Источники синергетического эффекта | Диапазон синергетического эффекта, % | База |
| Закупки | -эффект масштаба в переговорах-обмен лучшей практикой | 1,5 – 5 | Затраты на закупку материалов и оборудования |
| Логистика | -использование лучших условий-оптимизация потоков-снижение цен на перевозки | 1 – 10 | Затраты на логистику |
| Производство | -оптимизация загрузки мощностей-обмен лучшей практикой | 1 – 5 | Себестоимость продукции |
| Сбыт | -перекрёстные продажи-уход от конкуренции за единых покупателей | 2 – 3 | Объем продаж |
| Финансы | -снижение стоимости капитала | 0,5 – 3 | Стоимость капитала |

Универсальная методика оценки эффекта синергии отсутствует, поэтому рассмотрим возможность применения доходного, сравнительного и затратного стоимостных подходов.

С помощью сравнительного подхода эффект синергии можно оценить основываясь на прогнозируемых значениях прироста курсовой стоимости акций объединяемых компаний. Однако такая оценка представляется проблематичной. Ведь неизвестно, будут ли достигнуты ожидания, основанные на оценке перспектив самостоятельного развития компаний. Еще одним спорным моментом является прогноз изменения курса акций компании – цели и покупателя. Это связано с тем, что многие сделки осуществляются непублично и просто отсутствует необходимая и подробная информация по ним. Сложность представляет также и подбор аналога, а если удается, то он попросту может отсутствовать на ММВБ и в РТС. Тем более не бывает двух абсолютно идентичных слияний. В расчетах используются усредненные рыночные мультипликаторы. Вместе с этим, при использовании сравнительного подхода не удается выявить все потенциальные источники синергетических выгод. Поэтому, на наш взгляд, на основе данного подхода можно получить лишь приблизительное значение эффекта синергии.

Наиболее часто в практике оценки используются методы доходного подхода. Данные методы, в частности метод DCF учитывают проявление эффекта синергии как прирост дисконтируемых денежных потоков. Анализ эффектов синергии проводится с качественной и с количественной стороны. Качественный анализ как бы создаёт «список заявок» на эффекты. В дальнейшем, конкретизируя сделку, отбирает наиболее вероятные причины их возникновения. При количественной оценке же определяются прогнозные приросты следующих параметров: рост выручки за счет увеличения объёма продаж, улучшения качества продукции или усиления конкурентной позиции компании. Принимается во внимание также снижение затрат и ускорение роста продаж за счет экономии на масштабах выпуска и новых возможностей роста.

Итак, при доходном подходе базовой моделью расчета эффекта синергии от сделок M&A выступает метод DCF, так как он является единственным методом, позволяющим учитывать будущие изменения денежных потоков предприятия. Метод DCF позволяет наиболее точно оценить каждый из источников синергии и затраты на интеграцию.

В некоторых случаях эффект синергии оценивается на основе затратного подхода как увеличение стоимости имущественного комплекса по мере его комплектования создаваемыми либо приобретаемыми материальными и нематериальными активами до возникновения способности выпускать имеющую спрос рентабельную продукцию. Синергетический эффект в этом случае проявляется в наращивании стоимости активов. На наш взгляд, данный подход к оценке эффекта синергии позволяет учесть (и то частично) лишь одну форму его проявления – операционную синергию. Зачастую покупается бизнес, а не набор активов, следовательно, затратный подход имеет ограниченное применение, так как не учитываются нематериальные активы, присущие бизнесу в целом и отсутствующие у каждого индивидуального актива. Поэтому эффект синергии, оцененный на основе данного подхода, окажется значительно заниженным.

Итак, сравнительный анализ подходов и методов оценки эффекта синергии от M&A показал, что существующие в настоящее время модели оценки имеют существенные недостатки.

Во-первых, в большинстве моделей оценки эффекта синергии учитываются лишь выгоды, которые получит покупатель от приобретения компании – цели. Но не учитываются затраты, понесенные во время осуществления сделки: премия акционерам покупаемой компании, выплачиваемая на акции, дополнительные затраты на реструктурирование. Под затратами на реструктурирование понимаются издержки на модернизацию, оплату долгов приобретенной компании, расходы по выводу ее из финансового кризиса. Также часто остаются неучтенными и затраты, понесенные в ходе поглощения.

Во-вторых, большинство моделей предлагают рассчитывать единовременный эффект синергии. Однако это является неуместным, так как невозможно единовременно достигнуть всех выгод. Эффект от объединения будет проявляться не сразу, а в течение нескольких лет. Поэтому следует при оценке синергии рассматривать денежные потоки за ряд последующих лет, дисконтируя их, тем самым приводя их величину к текущему моменту.

В-третьих, в предлагаемых моделях оценки рассматриваются и оцениваются лишь количественные факторы и не учитываются качественные преимущества слияний. Например, эффект командной синергии как результат объединения управленческих способностей менеджеров или профессиональных навыков сотрудников.

С учетом вышеизложенного, представляется целесообразным использовать в качестве модели оценки эффекта синергии от сделок M&A модель дисконтирования денежных потоков. Итак, более достоверно величину эффекта синергии можно рассчитать на основе показателя «чистый приведенный эффект синергии» (NPVS – netpresentvaluesynergies).[[25]](#footnote-26) Предлагаемая формула расчета выглядит следующим образом:

$NPVS=\sum\_{i=1}^{n}\frac{∆FCF\_{i}}{\left(1+r\_{e}\right)^{i}}- P-E$ (2.7)

$$∆FCF\_{i}=∆S- ∆C- ∆T- ∆NWC- ∆Capex \pm ∆L+ ∆Debt- ∆I$$

где:

∆ FCF- поток денежных средств;∆ S – прирост выручки;

∆ C– экономия на расходах;∆ Т– экономия на налоге на прибыль;

∆ NWC– экономия на инвестициях в оборотный капитал;

∆ Capex– экономия на капиталовложениях;

 ± ∆ L - прирост/экономия доходов/расходов после объединения управленческих способностей;

∆ Debt – изменение чистого долга (с учетом финансовой синергии);

∆ I - дополнительные инвестиции на реструктурирование;

re– доходность акционерного капитала (барьерная ставка);

Р- премия, выплачиваемая при поглощении акционерам компании-цели;

Е– затраты покупателя в ходе процесса поглощения.

Предложенный выше метод устраняет недостатки рассмотренных ранее методов оценки эффекта синергии от сделок M&A. При этом сохраняет их достоинства. Также позволяет более точно и объективно учесть и оценить весь спектр проявления форм эффекта синергии (как количественных, так и качественных) от слияний и поглощений компаний и дает тем самым возможность отбирать и заключать только те сделки M&A, которые будут перспективными с точки зрения развития предприятия.

**2. 3. Выводы по главе**

В рамках данной главы нами были рассмотрены подходы и методы, используемые при оценке компании в слиянии. Определены наиболее приемлемые из них в контексте сделок M&A. Кратко перечислим достоинства и недостатки каждого из методов.

Затратный подход и в нем, для целей M&A выделен метод чистых активов. Основа метода – реально существующие активы, при этом неопределенность присутствует, но незначительная. Достоинство кроется в стандартизированной системе оценки и сглаживании ряда упущений бухгалтерской отчетности. При этом не учет стоимости нематериальных активов и как следствие невозможность выявления синергии в полном объеме представляют основные минусы этого подхода.

В сравнительном подходе выделено несколько методов – это метод аналогичных сделок и метод коэффициентов. На практике они применяются совместно. У данных методик больше недостатков, чем достоинств. Связано это со спецификой российского рынка. Недостаточный объем числа сделок и закрытость информации по большинству из них приводит к невозможности подбора аналога, а усредненные коэффициенты, в свою очередь приводят к весьма сомнительной оценке.

Доходный подход – ключевой при определении стоимости бизнеса в целях M&A. В рамках подхода используется метод дисконтированных денежных потоков. Главным достоинством является учет предполагаемых рисков и синергетических выгод в полном объеме.

В ходе анализа методик оценки в целях M&A были замечены принципиальные отличия данного вида оценки от стандартных процедур по определению стоимости бизнеса. Во-первых, это цель, с которой проводится оценка. В случае M&A – определение целесообразности приобретения той или иной компании и обоснованности предложенной цены за нее. Во-вторых, использование большего числа корректировок и допущений. При применении метода DCF в целях M&A стоит делать обоснованные, объективные и реалистичные прогнозы. При этом необходимо здраво и четко определять источники синергетического эффекта. В-третьих, необходим промежуточный шаг, в виде применения нефинансовых инструментов анализа.

Согласно с вышеизложенным материалом расчеты в третьей главе будут произведены по методу DCF.

**Глава 3 Оценка стоимости компании в целях M&Aна примере КФ им. Крупской и ОАО КО «СладКо»**

* 1. **Общая характеристика компаний**

Сделка слияния и поглощения, которая послужила основой для практической части выпускной квалификационной работы завершена в феврале 2011 года. Произошло присоединение ОАО «Кондитерское объединение «СладКо»» к известной всем петербуржцам Кондитерской фабрике им. Крупской. Последняя была переименована и теперь осуществляет свою деятельность под название «ОрклаБрэндс Россия». Прежде чем рассматривать детали сделки и приступать к оценке стоимости присоединяемого бизнеса и синергии от сделки следует дать краткую характеристику каждой из компаний, участвующих в слиянии.

ОАО «Кондитерское объединение «СладКо» главным видом деятельности, которого является производство и оптовая продажа широкого ассортимента кондитерских изделий. Предприятие образовывалось в 2001 году как закрытое акционерное общество с иностранным капиталом. В состав вошли фабрики: «Конфи» (Екатеринбург), «Волжанка» (Ульяновск) и «Заря» (Казань). Учредителями нового предприятия выступили голландская компания UnitedConfectioneriesbv и Екатеринбургская кондитерская фабрика ОАО «Фирма КОНФИ». Позже по неизвестным причинам «СладКо» продало свою производственную площадку в Казани.

Целью создания объединения был вывод на кондитерский рынок нового производителя сладостей, способного объединить производственную мощность, экономический и управленческий потенциал фабрик — производителей кондитерских изделий под новым товарным знаком «Слад&Ко».

Предприятие стремилось стать ведущим производителем и поставщиком кондитерских изделий на товарные рынки Российской Федерации путем повышения качества производимой фабриками продукции, диверсификации ассортимента, создания качественно новых видов продуктов и единой дистрибуционной сети для реализации своей продукции. Цели были достигнуты. По данным на 2004 год компания являлась одним из крупнейших производителей кондитерских изделий в России со средней выручкой 4 млрд. руб. и наладила устойчивые хозяйственные связи с дистрибьюторами кондитерской продукции практически на всей территории России, в том числе на новых (для фабрик, послуживших основой для КО «СладКо») рынках.

В феврале 2005 года ОАО «Кондитерское объединение «СладКо» и ОАО «Кондитерская фабрика «Волжанка» были приобретены норвежским концерном «Оркла» (Orkla ASA).

Кондитерская фабрика имени Н.К. Крупской характеризуется более длительной историей развития. Фабрика была основана в 1938 году. С момента своего создания она специализируется на выпуске высококачественных шоколадных изделий, которые ранее распространялись лишь на территории Петербурга. В 1988 году фабрика перешла на самофинансирование и самоуправление. Затем в 1992 году по решению коллектива фабрика стала акционерным обществом со 100% российским капиталом. В 2006 году Крупскую приобрела норвежская компания «Orkla».

Фабрика представляет собой современный производственный комплекс мощностью более 20 тысяч тонн продукции в год. На предприятии используется как новое высокопроизводительное оборудование, так и традиционное ручное для изготовления элитных шоколадных изделий. Фабрика славится широким ассортиментом и выпускает шоколадные изделия всех сегментов кондитерского рынка: натурального шоколада в плитках и батончиках, развесных шоколадных конфет, а также конфет в коробках. «Фабрика им. Н.К. Крупской» - лидер кондитерского рынка Северо-Западного региона с выручкой от продаж в 3,5 млрд. руб. К тому же шоколад Фабрики им. Н.К. Крупской, так сложилось исторически, является знаменитым брендом Санкт-Петербурга.

Итак, в 2011 году произошло объединение описанных выше компаний. Данное объединение было выгодно для обеих сторон, так как позволило совместить производственные и сбытовые усилия фабрик. Также помогло «СладКо» выйти на Северо-Западный рынок, где дистрибьюторская сеть данной компании была слабо развита. В свою очередь фабрике им. Крупской это позволило выйти на российский рынок, так как компания была известна лишь на территории Северо-Запада. Еще одним преимуществом данного объединения для Крупской стала возможность использовать прочные дистрибьюторские сети присоединенной компании.

Бренды были сохранены, ведь для компании OrklaBrands — бренды это главное. Также были сохранены все производственные мощности.

На момент объединения компании были сопоставимы по объемам производимой ими продукции. Однако еще за год до сделки (в 2010 году) «СладКо» было чуть крупнее. Но благодаря тому, что структурный рост фабрики им. Крупской был значительно выше за счет осуществленных приобретений: «Петергоф», «Пекарь», «Азарт» к моменту сделки компании вышли на сопоставимый уровень производства. При этом «Сладко» имело хорошо отлаженные сбытовые связи, так как позиционировало себя как национального игрока на кондитерском рынке России, поэтому «Крупской» как региональному игроку пришлось встраиваться в эти сбытовые связи.

Эксперты позитивно оценивали объединение данных компаний, по их мнению, оба бренда имеют своих лояльных покупателей и преимущества, присущие одной компании и недостающие другой. В частности объединение позволит значительно расширить сеть распространения продукции.

**3.2.Оценка стоимости компаний до объединения**

Оценка производилась на основании финансовой отчетности этих компаний, рыночных показателей и планах руководства (официальные заявления, опубликованные в СМИ) данных предприятий. Целесообразно было применение доходного подхода, в частности метода дисконтированных денежных потоков (DCF), так как в контексте сделки слияния другие подходы малоприменимы по причинам, описанным в предыдущей главе. В рамках метода при расчете величины денежного потока для каждого года прогнозного периода было рассмотрено три сценария: пессимистичный, наиболее вероятный (реальный) и оптимистичный. Прогнозный период составляет 5 лет.

**3.2.1. Оценка стоимости КФ им. Крупской**

Рассмотрим предпосылки каждого из сценариев в рамках доходного подхода для КФ им. Крупской.

Реальный прогноз основывается на том, что в 2010 году ситуация на рынке кондитерских изделий была стабильной, значительного роста или спада не наблюдалось. Произошло незначительное сокращение по объемам на 1,5% и увеличение по стоимости на 6,7% по отношению к показателям 2009 года. Основной причиной произошедших изменений стала летняя жара на территории России, повлекшая за собой рост стоимости сельскохозяйственных продуктов. Как известно продукты сельского хозяйства являются основной сырьевой базой для кондитерского производства. Однако продажи общества не сократились, а возросли за счет приобретения новых активов, роста дистрибуции и высокой узнаваемости бренда компании. Как известно, в 2009 году «Крупская» приобрела значимую на рынке карамели фабрику «Азарт» и не менее важного производителя хлебобулочных изделий ОАО «Пекарь». Это позволило компании быть высоко конкурентной в разных сегментах кондитерского рынка и стать лидером в сегментах карамели и вафельных тортов. Деятельность «Крупской» сосредоточена в Северо-Западном регионе России, поэтому в Петербурге фабрика является лидером сразу нескольких сегментов. По данным ACNielcen компания на рынке развесных конфет имеет долю 60%, основным конкурентом является группа «Объединенные кондитеры». На рынке шоколада доля компании составляет 29%, а лидером в данном сегменте является KraftFoodsс шоколадом марки AlpenGold.Главный конкурент на рынке в сегменте конфет в коробках - «Коркунов» с долей рынка 37%, доля «Крупской» в этом сегменте - 18%.

 Руководство общества планирует, что рост продаж в 2011 году составит 7%. Также не исключаются новые приобретения, но не производственных площадок, а сильных брендов, которые имеют значимую долю на рынке и позволят расширить географию сбыта. Задачами на будущее являются сохранение и усиление позиций на рынке Северо-Запада, а также выход на рынки других регионов с высокой сетевой концентрацией.

Прибыль «Крупской» в 2010 году до уплаты процентов и налогов составила 220 млн. руб., операционная маржа – 6,3% при выручке в 3,5 млрд. руб.. Начисленная амортизация по основным средствам и нематериальным активам – 345,7 млн. руб., капитальные затраты составили 47,2 млн. руб, а оборотный капитал был равен 17% от выручки. Ожидаемый темп роста выручки составит 14% в прогнозный период, а долгосрочный темп роста будет равен среднему по рынку – 4%. Рост начислений по амортизации составит 10%, а рост капитальных затрат – 13%. Чистый оборотный капитал будет увеличиваться в течение прогнозного периода на 15%, чтобы на последний год составить 17% от выручки.

Также было сделано допущение относительно роста себестоимости производимой продукции и основных статей расходов отчета о прибылях и убытках. Согласно ретроспективным данным о росте себестоимости мы предположили, что в прогнозном периоде себестоимость будет увеличиваться на 13% ежегодно. В свою очередь коммерческие и управленческие расходы на 10% и 9% соответственно, что вполне соотносится с изменениями данных статей в прошлом.

В таблице 6 представлены результаты расчета денежного потока компании в каждом году прогнозного периода согласно сделанным предположениям о динамике доходов и расходов компании.

Таблица 6

Денежный поток КФ им. Крупской в 2011 – 2015 г. реальный прогноз

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | EBIT\*(1-t)(тыс.руб.) | Dep(тыс.руб.) | ∆ NWC(тыс.руб.) | Capex(тыс.руб.) | CF\_real(тыс.руб.) |
| 2011 | 113 665 | 380 295 | 87 805 | 53 402 | 352 754 |
| 2012 | 159 338 | 418 325 | 100 976 | 60 344 | 416 343 |
| 2013 | 271 001 | 460 157 | 116 122 | 68 188 | 546 848 |
| 2014 | 332 785 | 506 173 | 133 541 | 77 053 | 628 365 |
| 2015 | 390 665 | 556 790 | 153 572 | 88 611 | 705 273 |

Пессимистический прогноз принимает во внимание то, что Российский рынок всех видов кондитерских изделий признается экспертами открытым и высоко конкурентным. Как было замечено выше «Крупская» не во всех сегментах имеет лидирующие позиции, поэтому может столкнуться с трудностью реализации своей продукции. Тем более, что Северо-Западный регион, который является для фабрики преимущественным источником выручки, также является приоритетным и для конкурентов. Еще один фактор – это удорожание сырья и материалов может привести к повышению цен на продукцию, что приведет к снижению объемов реализации. Однако этот риск не является исключительно присущим компании, он является общим для всех производителей кондитерских изделий. В соответствии с пессимистичным сценарием будем предполагать, что выручка «Крупской» в первый прогнозный год увеличится на 10%, а в последующие годы прогнозного периода рост составит 8% в год. При этом себестоимость проданной продукции в первый год прогнозного периода вырастет на 9%, а в последующие 4 года будет расти быстрее выручки на 1%. Сделаем предположение относительно коммерческих и управленческих расходов. В связи с тем, что данный рынок является высоко конкурентным логичным и оправданным предположением будет то, что расходы на рекламу, продвижение продаж, премии покупателям, а также затраты на транспорт и логистику в будущем будут только расти. Перечисленные статьи относятся к коммерческим расходам, поэтому ежегодное увеличение составит 13%. Управленческие расходы будут расти чуть медленнее коммерческих – на 12% в год. Долгосрочный темп роста в постпрогнозном периоде примем равным 2%, что соответствует тому, что компания не будет расти быстрее, чем ее конкуренты. Темпы роста капитальных затрат составят 15%, а рост начисленной амортизации - 8%. Расчеты, сделанные согласно нашим допущениям приведены в таблице 7. Ставка налога на прибыль (t) составляет 20%

Таблица 7

Денежный поток КФ им. Крупской

в 2011 – 2015 г. пессимистический прогноз

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EBIT\*(1-t)(тыс.руб.) | Dep(тыс.руб.) | ∆ NWC(тыс.руб.) | Capex(тыс.руб.) | CF\_pes(тыс.руб.) |
| 2011 | 85 506 | 373 381 | 87 805 | 54 347 | 316 735 |
| 2012 | 82 993 | 403 251 | 100 976 | 62 499 | 322 770  |
| 2013 | 78 505 | 435 511 | 116 122 | 71 874 | 326 020 |
| 2014 | 111 967 | 470 352 | 133 541 | 82 655 | 366 124 |
| 2015 | 108 222 | 512 684 | 133 096 | 95 053 | 392 758 |

Оптимистический предполагает, что компания будет успешно следовать своей стратегии развития, укрепит позиции в уже освоенных сегментах кондитерского рынка и будет увеличивать свою долю в новых для компании сегментах. Этому будет способствовать рост и развитие российского кондитерского рынка.

Ожидаемые темпы роста выручки в последующие пять лет составят 16%, себестоимости и амортизации – 13%, капитальных затрат – 10%. Изменения чистого оборотного капитала составят 12% в течение всего прогнозного периода. Долгосрочный темп роста компании в постпрогнозе примем равным 5%, в предположении о том, что предприятие будет функционировать эффективнее конкурентов, а кондитерский рынок – стремительно развиваться.

В соответствие с допущениями оптимистичного сценария развития компании в ближайшем будущем были рассчитаны величины денежного потока для каждого года прогнозного периода. Результаты представлены в таблице 8.

Таблица 8

Денежный поток КФ им. Крупской

в 2011 – 2015 г. оптимистичный прогноз

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EBIT\*(1-t)(тыс.руб.) | Dep(тыс.руб.) | ∆ NWC(тыс.руб.) | Capex(тыс.руб.) | CF\_opt(тыс.руб.) |
| 2011 | 161 687 | 390 667 | 70 244 | 51 984 | 430 126 |
| 2012 | 231 280 | 441 454 | 78 673 | 57 182 | 536 878 |
| 2013 | 291 810 | 498 843 | 88 114 | 62 900 | 639 638 |
| 2014 | 358 237 | 563 692 | 98 688 | 69 190 | 754 051 |
| 2015 | 424 737 | 636 972 | 110 531 | 76 109 | 875 069 |

Определим ставку дисконтирования по модели средневзвешенной стоимости капитала (WACC), согласно формуле, описанной в главе 2.Структура капитала компании такова: 35% от валюты баланса составляют собственные средства предприятия, соответственно 65% - заемные. Стоимость заемного капитала равна процентной ставке по кредиту, предоставленному банком ЗАО КБ «Ситибанк» в рамках кредитной линии и овердрафта. Ставка составляет 8,75%. Стоимость собственного капитала была рассчитана по модели CAPM (глава 2). В качестве безрисковой ставки (Rrf) были использована ставка по долгосрочным ГКО-ОФЗ равная 6,56%. Премия за риск, а также страновой риск были заимствованы из информационной базы Damodaran-online. Риск компании был оценен и присвоен методом экспертных оценок. Подробный расчет ставки доходности для собственного капитала представлен в таблице 9.

Коэффициент бета был рассчитан по формуле Хамады, так как структура капитала Крупской не совпадает с отраслевой. Безрычажная бета для пищевой отрасли равна 0,74. Коэффициент D/Eсоставляет 80,1%.

$$β= β\_{unlevered}\*(1+\left(1-t\right)\*\frac{D}{E})$$

Таблица 9

Расчет ставки доходности для СК «Крупской» по модели CAPM

|  |  |
| --- | --- |
| Компонент | Значение |
| Rrf | 6,56% |
| β | 1,21 |
| Riskpremium | 8,05% |
| Countryrisk | 2,25% |
| Companyrisk | 3% |
| CAPM | 21,55% |

Доходность собственного капитала предприятия составила 21,55%. Результаты расчета средневзвешенной стоимости капитала отражены в таблице 10.

Таблица 10

Расчет ставки дисконтирования по модели WACC

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компонент | 2010 | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
| Rrf | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,56 |
| β | 1,21 | 1,21 | 1,21 | 1,21 | 1,21 | 1,21 |
| Risk premium | 8,05 | 8,05 | 8,05 | 8,05 | 8,05 | 8,05 |
| Countryrisk | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 |
| Company risk | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **CAPM** | 21,55 | 21,55 | 21,55 | 21,55 | 21,55 | 21,55 |
| Налог на прибыль | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Ставка рефинансирования | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,25 |
| k | 9,075 | 14,85 | 14,85 | 14,85 | 14,85 | 14,85 |
| Ставка доходности по ЗК | 8,75 | 8,75 | 9,15 | 9,35 | 9,65 | 9,65 |
| Доля СК, % | 0,35 | 0,35 | 0,3 | 0,38 | 0,4 | 0,4 |
| Доля ЗК, % | 0,65 | 0,65 | 0,7 | 0,62 | 0,6 | 0,6 |
| **WACC** | 12,1% | 12,1% | 10,8% | 11,2% | 12,6% | 12,6% |

Рассчитанные ранее денежные потоки по трем сценариям, представленные в таблицах 6, 7 и 8, дисконтируем по полученным ставкам. Затем рассчитываем стоимости компании и стоимости в постпрогнозном периоде в соответствии с каждым из сценариев с использованием модели Гордона. Подробный расчет описан в таблице 11. Каждому из сценариев придадим веса при расчете итоговой стоимости КФ им. Крупской. Так реальный прогноз составит 60%, а пессимистичный и оптимистичный 30% и 10% соответственно.

Таблица 11

Стоимость КФ им. Крупской (тыс. руб.)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| DCF\_real | 314 698 | 339 189 | 566 070 | 556 482 | 389 154 |
| PV\_real | 2 165 592 |  |  |  |  |
| Vterm\_real | 4 690 667 |  |  |  |  |
| **Valuereal** | 6 856 260 |  |  |  |  |
| DCF\_pes | 282 565 | 262 956 | 236 878 | 227 530 | 216 715 |
| PV\_pes | 1 226 645 |  |  |  |  |
| Vterm\_pes | 2 318 361 |  |  |  |  |
| **Valuepes** | 3 545 006 |  |  |  |  |
| DCF\_opt | 383 723 | 565 575 | 464 745 | 591 272 | 482 844 |
| PV\_opt | 2 488 159 |  |  |  |  |
| Vterm\_opt | 6 646 207 |  |  |  |  |
| **Value\_opt** | 9 134 366 |  |  |  |  |
| **VALUE** | **6 090 694** |  |  |  |  |

По нашим расчетам итоговая стоимость кондитерской фабрики им. Крупской составляет 6,1 млрд. рублей.

**3.2.2. Оценка стоимости КО «СладКо»**

Оценка стоимости данного предприятия производилась также доходным подходом по трем сценариям развития. Определим предпосылки каждого из них для компании-цели «СладКо».

Предпосылки наиболее вероятного (реального) сценария основаны на том, что кондитерский рынок в 2010 году стабилизировался после кризиса 2008 года и даже вырос в стоимостном выражении на 6,7%. Выручка от продаж продукции предприятия за три года (2008-2010 г.), согласно отчетности, росла в среднем на 5%. При этом себестоимость продукции то снижалась на 4 - 7% в 2007 и 2009 г., то возрастала на 4 - 9% в 2008 и 2010г. Такая нестабильность отчасти может быть объяснена повышением цен на сырье: какао – бобы и сельскохозяйственную продукцию в те годы, вызванное жарой и неурожаем. Чистая прибыль «СладКо» по результатам 2010 года составила 35,8 млн. руб.. Однако предприятие терпело убытки и в прошлом. В связи с этим мы решили провести краткий финансовый анализ (таблица 12), с целью обоснования целесообразности присоединения и оценки данной компании.

Таблица 12

Основные финансовые коэффициенты КО «СладКо»

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатели** | 2008 | 2009 | 2010 |
| **Коэффициенты финансовой независимости** |   |   |   |
| К-т общей финансовой независимости (КОФН ≥ 0.5) | 0,76 | 0,71 | 0,62 |
| К-т финансовой независимости в части оборотных активов (КФНОА ≥ 0.1 ) | 0,65 | 0,60 | 0,47 |
| К-т финансовой независимости в части запасов (КФНЗ ≥ 0.25) | 2,13 | 1,86 | 1,70 |
| **Показатели ликвидности** |   |   |   |
| К-т абсолютной ликвидности LR (0.1≤LR≤0.5) | 0,14 | 0,06 | 0,13 |
| К-т срочной ликвидности QR (QR≥1) | 1,97 | 1,66 | 1,45 |
| К-т текущей ликвидности СR (1≤СR≤2) | 2,86 | 2,49 | 2,02 |
| Чистый оборотный капитал (NWC) | 734 364 | 869 115 | 756 585 |
| **Коэффициенты оборачиваемости** |   |   |   |
| К-т оборачиваемости краткоср. ДЗ | х | 5,2 | 4,8 |
| Продолжительность оборота краткоср. ДЗ | х | 68,7 | 74,7 |
| К-т оборачиваемости КЗ | х | 11,8 | 8,9 |
| Продолжительность оборота КЗ | х | 30,6 | 40,3 |
| **Рентабельность** |   |   |   |
| Рентабельность продаж (ROS) | 4,9% | 8,2% | 4,5% |
| Рентабельность собственного капитала (ROE) | 4,1% | 10,3% | 2,7% |

Как видно из проведенного анализа, абсолютно все коэффициенты находятся в пределах нормальных значений, что свидетельствует о финансовой состоятельности и платежеспособности компании «СладКо». Только значительное падение показателя ROEв 2010 году свидетельствует о некоторой неэффективности работы предприятия. Но снижение этого показателя объясняется более быстрым темпом роста себестоимости продукции, чем рост выручки от продаж. В свою очередь, причиной такой тенденции может быть устаревшее оборудование и повышенные издержки производства на каждую тонну выпуска по сравнению с конкурентами.

В 2010 году «СладКо» выручка от продаж составила 4,37 млрд. руб. (+4% к 2009 г.). Капитальные затраты составили 12,5 млн. руб., амортизация начисленная по основным средствам и нематериальным активам – 108,5 млн. руб. Чистый оборотный капитал – 17% от выручки.

В соответствии с этим сценарием будем предполагать, что выручка будет расти на 6% ежегодно, в то время как рост себестоимости будет незначительно превышать ретроспективные и составит 3% в год. Коммерческие и управленческие расходы, исходя из ретроспективных тенденций, будут увеличиваться на 13% и 7% соответственно. Темпы роста амортизации и капитальных затрат будут совпадать 10% в каждый год прогнозного периода.

Были рассчитаны денежные потоки для каждого года прогнозного периода с учетом данных предпосылок (таблица 13).

Таблица 13

Денежный поток «СладКо» реальный сценарий

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EBIT\*(1-t)(тыс.руб.) | Dep(тыс.руб.) | ∆ NWC(тыс.руб.) | Capex(тыс.руб.) | CF\_real(тыс.руб.) |
| 2011 | 132 997 | 120 426 | 75 659 | 32 097 | 145 667 |
| 2012 | 172 982 | 133 673 | 83 224 | 35 307 | 188 123 |
| 2013 | 200 350 | 148 377 | 91 547 | 38 838 | 218 342 |
| 2014 | 220 782 | 163 215 | 100 701 | 42 722 | 240 574 |
| 2015 | 254 341 | 182 800 | 110 772 | 46 994 | 279 376 |

Пессимистический прогноз основан на том, что рост выручки предприятия будет незначительно превышать увеличение себестоимости продаваемой продукции. Реализация стратегии выхода на рынок Северо-Запада не будет успешна, так как данный регион высоко конкурентный. А кондитерский рынок России будет расти медленнее заявленного темпа в 14%.

В соответствии с этим сценарием в прогнозный период рост выручки составит лишь 3% в год, в то время как себестоимость будет увеличиваться на 1,5% ежегодно. Предполагаемые темпы роста управленческих и коммерческих расходов составят в первые два прогнозных года 5% и 10%, а далее 3% и 5% соответственно. Увеличение капитальных затрат в течение пяти лет составит 15%, амортизации – 8%, а изменение чистого оборотного капитала составит 5% в год. Прогнозные денежные потоки компании представлены в таблице 14, расчет детализирован.

Таблица 14

Денежные потоки «СладКо» пессимистичный сценарий

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EBIT\*(1-t)(тыс.руб.) | Dep(тыс.руб.) | ∆ NWC(тыс.руб.) | Capex(тыс.руб.) | CF\_pes(тыс.руб.) |
| 2011 | 36 034 | 117 171 | 37 829 | 14 361 | 101 015 |
| 2012 | 65 759 | 126 545 | 39 721 | 16 515 | 136 068 |
| 2013 | 100 294 | 136 669 | 41 707 | 18 993 | 176 264 |
| 2014 | 113 665 | 147 602 | 43 792 | 21 842 | 195 633 |
| 2015 | 124 904 | 159 410 | 45 982 | 25 118 | 213 214 |

Оптимистический сценарий предполагает, что предприятие будет успешно функционировать в прогнозном периоде. Увеличение расходов на рекламу и маркетинг будет оправдано увеличением продаж. Вместе с этим предприятию удастся выйти на рынок Северо-Запада, где на 2010 год продукция компании представлена слабо. А темп роста отрасли будет соответствовать предсказанному аналитиками увеличению и составит 30% к 2015 году.

Сделаем предпосылки относительно динамики основных показателей предприятия в прогнозном периоде. Выручка предприятия ежегодно будет расти на 8%, при росте себестоимости в 3%. Рост коммерческих расходов составит 10%, управленческих – 6%, амортизации – 12%, а капитальных затрат – 9%. Денежные потоки компании в пятилетнем прогнозном периоде представлены в таблице 15.

Таблица 15

Денежные потоки «СладКо» оптимистичный сценарий

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EBIT\*(1-t)(тыс.руб.) | Dep(тыс.руб.) | ∆ NWC(тыс.руб.) | Capex(тыс.руб.) | CF\_opt(тыс.руб.) |
| 2011 | 176 283 | 121 511 | 60 527 | 33 320 | 203 947 |
| 2012 | 279 846 | 136 092 | 65 369 | 36 319 | 314 250 |
| 2013 | 379 835 | 152 423 | 70 598 | 39 588 | 422 072 |
| 2014 | 478 966 | 170 714 | 76 246 | 43 151 | 530 283 |
| 2015 | 587 297 | 191 200 | 82 346 | 47 034 | 649 117 |

Денежные потоки в соответствии с каждым из сценариев были рассчитаны. Теперь необходимо определить ставку дисконтирования, будем использовать WACC. В структуре капитала компании преобладает собственный капитал, его доля составляет 62% . Соответственно заемный капитал – 38%. Стоимость заемного капитала равна максимальной ставке по кредиту, предоставленному в рамках кредитной линии ЗАО КБ «Ситибанк». Ставка равна 8,95%. Доходность на собственный капитал рассчитывалась по модели CAPM, результаты представлены в виде таблицы \_. В качестве безрисковой ставки была выбрана ставка по долгосрочным ГКО-ОФЗ. Бета коэффициент, премия за риск и страновой риск были заимствованы из информационной базы Damodaran-online. Коэффициент бета не корректировался, так как структура капитала «СладКо» совпадает с отраслевой.

Таблица 16

Расчет ставки доходности на СК по модели CAPM

|  |  |
| --- | --- |
| Компонент | Значение |
| Rrf | 6,56% |
| β | 0,87 |
| Riskpremium | 8,05% |
| Countryrisk | 2,25% |
| Companyrisk | 3,5% |
| CAPM | 19,31% |

После того, как была определена стоимость собственного капитала, можем перейти к расчету ставки дисконтирования (таблица 17).

Таблица 17

Расчет ставки дисконтирования по модели WACC

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компонент | 2010 | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
| Rrf | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,56 |
| β | 0,87 | 0,87 | 0,87 | 0,87 | 0,87 | 0,87 |
| Risk premium | 8,05 | 8,05 | 8,05 | 8,05 | 8,05 | 8,05 |
| Countryrisk | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 |
| Company risk | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| **CAPM** | 19,31 | 19,31 | 19,31 | 19,31 | 19,31 | 19,31 |
| Налог на прибыль | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Ставка рефинансирования | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,25 |
| k | 9,075 | 14,85 | 14,85 | 14,85 | 14,85 | 14,85 |
| Ставка доходности по ЗК | 8,95 | 8,95 | 9,45 | 9,45 | 9,75 | 9,75 |
| Доля СК, % | 62 | 62 | 60 | 55 | 55 | 55 |
| Доля ЗК, % | 38 | 38 | 40 | 45 | 45 | 45 |
| **WACC** | 14,7% | 14,7% | 14,6% | 14% | 14,1% | 14,1% |

Рассчитанные ранее денежные потоки по трем сценариям, представленные в таблицах 13, 14 и 15, дисконтируем по полученным ставкампрогнозного периода. Затем рассчитываем стоимости компании и стоимости в постпрогнозном периоде в соответствии с каждым из сценариев с использованием модели Гордона. Подробный расчет описан в таблице 18. Каждому из сценариев придадим веса при расчете итоговой стоимости КО «СладКо». Так реальный прогноз составит 50%, а пессимистичный и оптимистичный 30% и 20% соответственно. По нашим расчетам итоговая стоимость компании составляет 3,05 млрд. руб.

Таблица 18

Итоговая стоимость КО СладКо (тыс. руб.)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| DCF\_real | 127 004 | 143 213 | 147 280 | 141 779 | 144 259 |
| PV\_real | 703 535 |  |  |  |  |
| Vterm\_real | 1 658 622 |  |  |  |  |
| **Valuereal** | 2 362 157 |  |  |  |  |
| DCF\_pes | 88 073 | 103 584 | 118 896 | 115 294 | 110 096 |
| PV\_pes | 535 944 |  |  |  |  |
| Vterm\_pes | 1 018 636 |  |  |  |  |
| **Valuepes** | 1 554 579 |  |  |  |  |
| DCF\_opt | 177 817 | 239 229 | 284 704 | 312 516 | 335 179 |
| PV\_opt | 1 349 445 |  |  |  |  |
| Vterm\_opt | 3 853 724 |  |  |  |  |
| **Value\_opt** | 5 203 169 |  |  |  |  |
| **VALUE** | **3 052 945** |  |

**3.3 Оценка операционной синергии от присоединения КО «СладКо» к КФ им. Крупской**

Процесс оценивания операционной синергии включает несколько этапов. Первый – оценка компаний участвующих в объединении независимо друг от друга, в предположении, что слияния не предполагается. На втором этапе полученные стоимости суммируются с целью оценивания объединенного бизнеса при отсутствии синергии. Третий этап заключается в учете влияния синергии в ожидаемых темпах роста и денежных потоках. И проводим оценку совместного бизнеса с учетом синергии. Соответственно разность между оценкой с синергией и оценкой без даст результат в виде стоимости синергии.

Первый этап выполнен нами в предыдущих параграфах, поэтому можем перейти ко второму и оценить стоимость объединенной компании без учета синергетического эффекта. Стоимость КФ им. Крупской равна 6,1 млрд. руб., а стоимость КО «СладКо» - 3,05 млрд. руб.. Таким образом получаем, что их совместная стоимость равна 9,14 млрд. руб. без учета синергии.

Для того, чтобы оценить синергию, мы делаем следующие допущения относительно её влияния на денежные потоки и ставку дисконтирования в объединённом бизнесе:

* в следующие пять лет компания будет иметь более высокие темпы роста выручки – 16%, при этом рост чистых капитальных затрат замедлится – 9%, износ – 12% в год .
* необходимо определить новый бета коэффициент, для этого оценим безрычаговый бета коэффициент для Крупской и Сладко:

βLКр= 1,21/(1+(1-0,2)\*(0,801)) = 0,74

βLСл = 0,87/(1+(1-0,2)\*(0,177)) = 0,76

Взвесим значения полученных «бета» по стоимостям компаний, чтобы оценить безрычаговый бета для объединенной компании.

βL= 0,74\*(6,1/9,14) + 0,76\*(3,05/9,14) = 0,75

Затем при помощи коэффициента «долг/собств.капитал» объединенной компании оценим рычаговую бету. Коэффициент равен 36,1%.

β= 0,75\*(1+ (1- 0,2)\*(0,361) = 0,97

Соответственно новая рассчитанная доходность собственного капитала составит 19,3%, а ставка дисконтирования – 15,6%.

Основываясь на сделанных допущениях, оценим денежные потоки (таблица 19) и стоимость совместной компании (таблица 20)

Таблица 19

Денежные потоки объединенной компании

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EBIT\*(1-t)(тыс.руб.) | Dep(тыс.руб.) | ∆ NWC(тыс.руб.) | Capex(тыс.руб.) | CF(тыс.руб.) |
| 2011 | 288 595 | 560 808 | 163 464 | 79 079 | 606 859 |
| 2012 | 342 032 | 628 105 | 184199 | 86 021 | 706 915 |
| 2013 | 472678 | 703 477 | 207669 | 93 866 | 883 366 |
| 2014 | 544 965 | 787 895 | 234242 | 102 731 | 1 005 847 |
| 2015 | 612 685 | 882 442 | 264343 | 114 288 | 1 127 659 |

Таблица 20

Стоимость компаний с учетом синергии

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | DCF(тыс.руб.) | PV (тыс.руб.) | V term(тыс. Руб.) | VALUE+synergy(тыс.руб.) |
| 2011 | 525 080 |  |  |  |
| 2012 | 529 227 |  |  |  |
| 2013 | 571 109 |  |  |  |
| 2014 | 562 302 |  |  |  |
| 2015 | 545 099 | 2 732 816 | 8 273 332 | **11 006 148** |

Напомним, что стоимость без учета синергии составляет 9,1 млрд. руб.. Получив стоимость с учетом синергии можем определить стоимость самого синергетического эффекта.

Synergy= 11 006 148– 9 143 639= 1 862 509 тыс. рублей

Данная оценка свидетельствует об эффективности совершенной сделки, о ее целесообразности и выигрыше обеих сторон, принимавших участие в сделке. Так, компаниям удалось добиться экономии от масштаба и эффективности работы сбытовых сетей. При этом рассчитанные нами стоимости совпали с рыночной оценкой данного присоединения. По оценкам экспертов доля рынка Крупской после объединения возросла даже больше, чем предполагалось. А выгоды от сделки будут проявляться и в дальнейшем, по мере функционирования и налаживания совместной деятельности предприятий.

**3.4. Выводы по главе**

Во многих слияниях в той или иной форме присутствует потенциал синергии. Главной задачей, которая была решена в данной главе, являлось выявление сфер и источников выгод от объединения, с последующей их оценкой. Практическим примером стала сделка присоединения «СладКо» к Кондитерской фабрике им. Крупской, которая оценивалась экспертами как выгодная и успешная. Мы проверили это на практике и экспертные прогнозы оправдались.

По нашим расчетам стоимость компании СладКо составила 3,05 млрд. рублей. Была рассчитана также и стоимость приобретающей компании – Крупской. Она составила 6,1 млрд. руб..

Для оценки синергии были определены возможные ее источники и сделаны допущения относительно их влияние на будущие показатели (выручка, износ, капитальные затраты). Рассчитаны ставки доходности на собственный капитал и дисконтирования для объединенной компании. Итогом стала стоимость равная 11 млрд. руб., с включенной в нее синергией. Сама синергия от объединения составила 1,86 млрд. рублей, что говорит об эффективности заключенной сделки и ее несомненной выгоде для сторон – участников. Так Крупская получила уже готовые и отлаженные сбытовые сети, а СладКо доступ на рынок Северо – Запада. При этом было оптимизировано производство и аппарат управления компанией. Объединение было выгодно и целесообразно, стоит также учитывать, что синергия не одномоментное явление и возможно будет проявляться в ходе дальнейшей деятельности объединенной компании.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В ходе работы над исследованием были проанализированы работы как отечественных, так и зарубежных авторов по данной тематике. Было замечено, что процессы M&A популярны и зачастую используются как стратегия роста. Ведь ни что не позволяет достичь значительного эффекта роста, как приобретение готового и успешно функционирующего предприятия. Но чтобы реализовать эту стратегию необходимо здраво и правильно оценивать стоимость компании – цели и все возможные выгоды. Несомненно, верная и неискаженная оценка является ключом к успеху в слиянии.

 В соответствии с заявленной целью и поставленными задачами нами были выделены и разъяснены основные мотивы, побуждающие компании к объединению. Значительными являются следующие: усиление позиций на рынке или мотив монополии, снижение издержек за счет оптимизации производства и, конечно же, ожидание синергии.

Анализ российского рынка M&Aпоказал, что большинство сделок носит горизонтальный характер и преимущественно осуществляются в секторах – лидерах (нефтегазовая отрасль, энергетический сектор и металлургия). Еще наблюдается большое число внутренних сделок, однако в 2012 году было отмечено взаимное увеличение активности иностранных компаний к российскому бизнесу и наоборот.

 Следующей выполненной задачей было рассмотрение методов оценки стоимости компании в целях слияния и поглощения. Перечислим достоинства и недостатки каждого из методов.

Затратный подход и в нем, для целей M&A выделен метод чистых активов. Основа метода – реально существующие активы, при этом неопределенность присутствует, но незначительная. Достоинство кроется в стандартизированной системе оценки и сглаживании ряда упущений бухгалтерской отчетности. При этом не учет стоимости нематериальных активов и как следствие невозможность выявления синергии в полном объеме представляют основные минусы этого подхода.

В сравнительном подходе выделено несколько методов – это метод аналогичных сделок и метод коэффициентов. На практике они применяются совместно. У данных методик больше недостатков, чем достоинств. Связано это со спецификой российского рынка. Недостаточный объем числа сделок и закрытость информации по большинству из них приводит к невозможности подбора аналога, а усредненные коэффициенты, в свою очередь приводят к весьма сомнительной оценке.

Доходный подход – ключевой при определении стоимости бизнеса в целях M&A. В рамках подхода используется метод дисконтированных денежных потоков. Главным достоинством является учет предполагаемых рисков и синергетических выгод в полном объеме.

Во многих слияниях в той или иной форме присутствует потенциал синергии. Главной задачей, которая была решена в данном исследовании, являлось выявление сфер и источников выгод от объединения, с последующей их оценкой. Практическим примером стала сделка присоединения «СладКо» к Кондитерской фабрике им. Крупской, которая оценивалась экспертами как выгодная и успешная. Мы проверили это на практике и экспертные прогнозы оправдались.

По нашим расчетам стоимость компании СладКо составила 3,05 млрд. рублей. Была рассчитана также и стоимость приобретающей компании – Крупской. Она составила 6,1 млрд. руб..

Для оценки синергии были определены возможные ее источники и сделаны допущения относительно их влияние на будущие показатели (выручка, износ, капитальные затраты). Рассчитаны ставки доходности на собственный капитал и дисконтирования для объединенной компании. Итогом стала стоимость совмещенного предприятия равная 11 млрд. руб., с включенной в нее синергией. Сама синергия от объединения составила 1,86 млрд. рублей, что является свидетельством эффективности сделки.

Проведенные расчеты совпали с рыночными ожиданиями и ожиданиями руководства компаний. Важно понимать всю сложность и многоэтапность процедуры оценки в целях M&A. Первым препятствием является выбор метода, так как в российских условиях не каждый применим, или имеет существенные ограничения и не дает точных результатов. После анализа достоинств и недостатков всех методик была выбрана оптимальная методология определения стоимости компании при слиянии и поглощении – дисконтированные денежные потоки. Этот метод позволяет учесть будущие доходы и выгоды, но предполагает ряд корректировок и предположений, к которым стоит относиться с особым вниманием. Следующим важным моментом является выявление источников синергии, поглощающая компании должна четко осознавать возможные выгоды и не переоценивать их при назначении конечного предложения. Проблемным местом современной теории является отсутствие универсального метода оценки синергетического эффекта, который в свою очередь является своеобразным индикатором эффективности сделки.

Четкое понимание возможных синергий, близкое к реальности прогнозирование в ходе оценки и ее обоснованность, умелое управление процессом интеграции – вот ключи в успешному объединению.

Список литературы

1. Аистова М.Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления, стратегии. – М.: Альпина, 2002.
2. Андреева Т. Организационные аспекты слияний и поглощений: западный опыт и российские реалии. — М. : Альпина, 2002. – 350 с.
3. Аникина И.Д. Анализ факторов, определяющих активность российского рынка слияний и поглощений // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2008. №8. С.64-70.
4. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999, №1.
5. Галпин Т. Дж., Хэндон М. - Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний. М.: Вильямс, 2005, 240 стр.
6. Гвардин С.В., Чекун И.Н.  - Финансирование слияний и поглощений в России. М.: 2009, 200стр.
7. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2007.
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М.: 2006, 1323 стр.
9. Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание. — М. : КНОРУС, 2008. — 448 с.
10. Есипов В., Маховикова Г. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2010.
11. Иванов Ю. Слияния, поглощения и разделение компаний. – М.: Альпина, 2001.
12. Ивашковская И.В. Слияния и поглощения: ловушка роста // Управление компанией. 2004. № 7
13. Ивашковская И.В. Управляемая стоимость // Секрет фирмы. 2003. №4
14. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика,финансы. — СПб.:Питер, 2005.
15. Исследование агентства Mergers.ru – «Слияния и поглощения в России: январь-декабрь 2012»
16. Калинин Д., Новые методы оценки стоимости компаний // Рынок ценных бумаг, 2000, №8.
17. Кемпбелл Э., Саммерс К. Стратегический синергизм. – СПб.: Питер, 2004. – 416 стр.
18. Ляпина С. Слияния и поглощения – признак развитой рыночной экономики//Рынок ценных бумаг. – 2004. - №1.
19. М&А Agency – <http://www.mergers.ru>, данные по сделкам
20. Молотников А., Слияния и поглощения. Российский опыт. М.: Вершина, 2007, 344 стр.
21. Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в 2011 году»
22. Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в 2012 году»
23. Полуэктов А. А. Новые методы оценки компании в сделках слияния и поглощения. – М.: МАКС-Пресс, 2003.
24. Полуэктов А. А. Варианты реорганизации акционерных обществ // Управление компанией. 2004. № 7
25. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом. —2002, № 5.
26. Ткачук А.Ю. Оценка бизнеса как начальный этап в реструктуризации предприятия // Вопросы оценки. 2001. №1
27. Феррис К., Пешеро Б. Оценка стоимости компании как избежать ошибок при приобретении. – М.: Вильямс, 2003. – 255 стр.
28. Шаленкова О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок M&A.// Слияния и поглощения №1-2, 2008.; С.45
29. Эванс Ф., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. – М., 2004.
30. Avhachev U. B. International company mergers and acquisitions: new opportunities for Russian enterprises for integration in global economy. Moscow: Nauchnaya kniga. 120p
31. Copeland T.E., Koller T. and Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Third edition, New York, 2000.
32. Fedorova E. S. Public company cost estimate during the process of mergers and acquisitions on Russian market// Financial management. 2006. №6. 46-55p.
33. Fernandez Pablo. Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, CA., 2002.
34. Harding D., Royvit S. The art of mergers and acquisitions: 4 key solutions that influence on contract success. Minsk: Grevcov publisher, 2007. 256p.
35. Intelligent M&A - Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield, Scott Moeller and Chris Brady; John Wiley and Sons, 2007, 328c
36. Ivashkovskaya I. Mergers and acquisitions: growth snares// The company management. 2004. №7. 26-29p.
37. Patrick A. Gaughan, Mergers, acquisitions and corporate restructurings – Wiley, 2002.
38. Reed S. and Lajoux A. The Art of M&A: a merger acquisition buyout guide, New York, McGraw-Hill, 2000.
39. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Principles of corporate finance, McGraw-Hill, 1996.
40. Schroff, William K., “Reverse merger or IPO? Consider the former when you take your family business public”, Strategic Finance, May 2004.
41. Valdaicev S. V. Business estimate. M.: Velbi, “Prospect”, 2004. 360p.
1. Далее слияния и поглощения – M&A (mergers and acquisitions) – общепринятая аббревиатура [↑](#footnote-ref-2)
2. (электронный ресурс) – (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar.html>) [↑](#footnote-ref-3)
3. Андреева Т. Организационные аспекты слияний и поглощений: западный опыт и российские реалии. — М. : Альпина,2002. – С.324 [↑](#footnote-ref-4)
4. Большой экономический словарь. – М. : Книжный мир, 2000. – С. 685. [↑](#footnote-ref-5)
5. Андреева Т. Организационные аспекты слияний и поглощений: западный опыт и российские реалии. — М. : Альпина,2002. – С.324 [↑](#footnote-ref-6)
6. Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание. — М. : КНОРУС, 2008. — С. 52 [↑](#footnote-ref-7)
7. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний //Менеджмент в России и за рубежом. – 2008. -№1. – С. 14-19 [↑](#footnote-ref-8)
8. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний //Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. -№1. – С.30 [↑](#footnote-ref-9)
9. Лысенко Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений// Аудит и финансовый анализ . – 2008. -№4. – С. 4 [↑](#footnote-ref-10)
10. Составлено автором по данным mergermarket.com [↑](#footnote-ref-11)
11. Составлено автором по данным mergermarket.com [↑](#footnote-ref-12)
12. По данным mergers.ru [↑](#footnote-ref-13)
13. Ежегодный отчет КПМГ «Рынок слияний и поглощений в 2012 году» [↑](#footnote-ref-14)
14. Слияния и поглощения в России, январь-декабрь 2012 – mergers.ru [↑](#footnote-ref-15)
15. Ежегодный отчет КПМГ «Рынок слияний и поглощений в 2012 году» [↑](#footnote-ref-16)
16. Источник: рейтинговое агентство AK&M [↑](#footnote-ref-17)
17. ”Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности”, утвержденные Постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 №519 [↑](#footnote-ref-18)
18. Там же [↑](#footnote-ref-19)
19. Там же [↑](#footnote-ref-20)
20. Ивашковская Слияния и поглощения. Ловушки роста // Корпоративные финансы. – 2004. - №38. – С.26. [↑](#footnote-ref-21)
21. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. [↑](#footnote-ref-22)
22. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. [↑](#footnote-ref-23)
23. Оценка бизнеса/Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и Статистика, 2007. [↑](#footnote-ref-24)
24. Лысенко Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений// Аудит и финансовый анализ . – 2008. -№4. – С. 13 [↑](#footnote-ref-25)
25. Лысенко Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений// Аудит и финансовый анализ . – 2008. -№4. – С. 14 [↑](#footnote-ref-26)