

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**ОЦЕНКА СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА В СДЕЛКАХ
СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА ПРИМЕРЕ ПОГЛОЩЕНИЯ
КОМПАНИИ «БАШНЕФТЬ» КОМПАНИЕЙ «РОСНЕФТЬ»**

Выпускная квалификационная работа
студента 4 курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент

ИЛЬИЧЕВА Сергея Александровича

(подпись)

Научный руководитель:
к.ф.-м.н.,
доцент кафедры финансов и учета

ЛУКЪЯНОВА Анна Евгеньевна

(подпись)

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Ильичев Сергей Александрович, студент 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Оценка синергетического эффекта в сделках слияний и поглощений на примере поглощения компании “Башнефть” компанией “Роснефть”», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

_____ (Ильичев С. А.)

(подпись)

(дата)

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	4
Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ	7
1.1. Понятие и виды слияний и поглощений.....	7
1.2. Мотивы осуществления слияний и поглощений	12
1.3. Российский рынок слияний и поглощений	21
Выводы	24
Глава 2. СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ.....	26
2.1. Понятие и виды синергетического эффекта.....	26
2.2. Методы оценки синергии в сделках слияний и поглощений	32
Выводы	40
Глава 3. ОЦЕНКА СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА В СДЕЛКЕ ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИИ «БАШНЕФТЬ» КОМПАНИЕЙ «РОСНЕФТЬ».....	41
3.1. Описание обстоятельств и анализ сделки	41
3.2. Характеристика компаний-участников сделки.....	43
3.3. Оценка синергетического эффекта	49
Выводы	65
Заключение.....	67
Список использованной литературы	70
Приложения.....	76
Приложение 1. Оценка компании «Башнефть»	76
Приложение 2. Оценка компании «Роснефть»	79
Приложение 3. Оценка объединенной компании с учетом синергии	83

ВВЕДЕНИЕ

Многие компании на пути своего развития сталкиваются с выбором стратегии дальнейшего роста для сохранения и улучшения конкурентного положения на рынке. Некоторые компании выбирают для себя стратегию органического роста. Другие же решают расти с помощью сделок слияний и поглощений, однако компании на этом пути не всегда достигают желаемого результата.

Данная работа, имеющая название «Оценка синергетического эффекта в сделках слияний и поглощений на примере поглощения компании “Башнефть” компанией “Роснефть”» и выполненная в формате прикладного проекта, посвящена анализу и оценке эффективности сделок слияний и поглощений, мерой которой выступает синергетический эффект. *Актуальность* данной работы связана с тем, что только около 50% сделок слияний и поглощений во всем мире являются экономически выгодными, и основная причина неудач в сделках слияний и поглощений – неверная оценка экономического эффекта от сделки или же отсутствие этой оценки¹. Особенно актуален вопрос об экономической эффективности сделок с участием государственных компаний, ведь порой стратегические решения, связанные с деятельностью государственных компаний, принимаются не вследствие экономической целесообразности, а из-за политических или иных мотивов. В данной работе рассматривается сделка с участием двух компаний, контрольные пакеты акций которых принадлежали государству: ПАО АНК «Башнефть» и ПАО НК «Роснефть». Компания «Башнефть» была включена в приватизационную программу: государство планировало продать контрольный пакет акций компании, чтобы финансировать государственный бюджет. В октябре 2016 г. было объявлено о том, что покупателем «Башнефти» станет компания «Роснефть», контрольный пакет акций которой принадлежал государству через компанию «Роснефтегаз». Концепция приватизации подразумевает передачу государственной собственности в частные руки, однако в данной ситуации собственником компании «Башнефть» фактически осталось государство. Президент РФ В. В. Путин заявлял, что данная сделка является экономически обоснованной и влечет за собой возникновение синергетического эффекта, отвергая возникающие предположения о том, что сделка является невыгодной для «Роснефти»².

¹ Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).

² Путин: покупка "Башнефти" влечет эффект синергии для "Роснефти" [Электронный ресурс] // «Роснефть». — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/press/news_about/item/184139/ (дата обращения: 25.04.2017).

Таким образом, *проблемой*, исследуемой в работе, является возможная экономическая неэффективность сделок слияний и поглощений (в частности, сделки поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть»), т. е. отсутствие синергетического эффекта, и, как следствие, экономическая нецелесообразность сделки.

Основная *цель* данной работы – оценить экономическую целесообразность сделки поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть» на основании оценки синергетического эффекта.

Для достижения данной цели были поставлены следующие *задачи*:

1. Исследовать теоретические аспекты сделок слияния и поглощения, включающие понятия слияния и поглощения, классификацию сделок слияний и поглощений и основные мотивы осуществления сделок.
2. Проанализировать российский рынок слияния и поглощений.
3. Исследовать понятие, основные виды и формы проявления синергетического эффекта.
4. Проанализировать существующие методы оценки синергетического эффекта.
5. Проанализировать и количественно оценить синергетический эффект, возникающий в сделке поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть».
6. Оценить экономическую целесообразность рассматриваемой сделки в соответствии с полученными результатами оценки синергетического эффекта.

Объектом исследования данной работы является сделка поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть». *Предмет* исследования – синергетический эффект, возникающий в данной сделке.

В качестве *инструментов исследования* в работе используются методы теоретического анализа литературных источников по теме работы, методы анализа рынка, методы анализа деятельности компании, а также метод оценки стоимости компаний, а именно метод дисконтирования денежных потоков.

Работа состоит из трех глав. В первой главе исследуются теоретические аспекты слияний и поглощений: анализируются понятия слияния и поглощения, различные классификации слияний и поглощений, мотивы осуществления сделок слияний и поглощений, а также особенности развития и тенденции российского рынка слияний и поглощений. Данная глава необходима для понимания теоретических основ сделок слияний и поглощений.

Вторая глава включает анализ понятия синергетического эффекта, существующих видов и форм проявления синергетического эффекта, а также методов оценки

синергетического эффекта в сделках слияний и поглощений и выбор наиболее подходящего метода, который используется в практической части работы.

Третья глава включает анализ рассматриваемой в работе сделки и характеристик компаний-участников, выявление и количественную оценку синергетического эффекта в рассматриваемой сделке, а также формулирование вывода на основании проведенной оценки.

При подготовке данной работы использовались работы как зарубежных, так и российских авторов. Среди зарубежных авторов основными *источниками информации* для данной работы являются работы А. Дамодарана, Р. Брейли и С. Майерса, П. Гохана. Среди российских авторов основных используемых работ – И. Д. Аникина, И. Г. Владимирова, И. В. Ивашковская и С. М. Ищенко. Помимо статей перечисленных выше авторов, в данной работе использовались публикации в периодических и новостных изданиях («Ведомости», РБК, Forbes), отчеты о компаниях в базе MarketLine, аналитические отчеты компаний McKinsey, BCG, EY, KPMG, «Газпромбанк» и «Атон», а также финансовые отчеты компаний «Башнефть» и «Роснефть».

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Перед оценкой синергетического эффекта, возникающего в сделках слияний и поглощений (M&A¹), следует проанализировать сущность M&A, причины заключения сделок и особенности российского рынка M&A, к которому относится рассматриваемая в работе сделка поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть».

1.1. Понятие и виды слияний и поглощений

Любая развивающаяся организация в определенный момент сталкивается с выбором модели развития. С одной стороны, компания может развиваться, используя собственные активы. С другой стороны, компания может использовать экстенсивную модель развития и направить свои ресурсы на приобретение нового бизнеса. В этом случае она сталкивается с процессами M&A.

Понятие M&A используется как зарубежными, так и российскими исследователями для обозначения процесса интеграции нескольких (обычно двух) компаний. В научной литературе существует различные подходы к формулированию определения сделок M&A.

Общепринятая зарубежная трактовка понятия «слияние» подразумевает любое объединение компаний, одна из компаний «выживает», а остальные перестают быть самостоятельными². В классическом учебнике П. Гохана, посвященном слияниям, поглощениям и реструктуризации компаний, понятие «слияние» (“merger”) также определяется как объединение двух компаний, при котором только одна компания продолжает свое существование. Автор выделяет также понятие «консолидация» (“consolidation”), при котором объединяющиеся компании образуют совершенно новую компанию. Различия между слиянием и консолидацией автор наглядно иллюстрирует следующим образом: при слиянии $A + B = A$, т.е. в результате контроль над всеми активами и обязательствами переходит одной компании (компании-покупателю), при этом новой компании не образуется; при консолидации $A + B = C$, т.е. образуется новая компания C. Автор уточняет, что при объединении компаний примерно одинаковых размеров более применим термин «консолидация», а когда компании имеют значительно различные размеры, то стоит применять термин «слияние». Однако, автор также говорит о том, что различия между этими понятиями часто размываются, и термин «слияние» более широко используется на практике. О понятии «поглощение» (“takeover”) автор говорит

¹ Здесь и далее M&A – общепринятая аббревиатура для обозначения сделок слияний и поглощений (англ. mergers and acquisitions).

² Андреева, Т. Е. Организационные аспекты слияний и поглощений: западный опыт и российские реалии / Т. Е. Андреева // Экономические стратегии. — 2001. — № 5–6. — С. 104.

как о «неопределенном» термине, который может относиться как только к враждебным, так и к дружественным сделкам¹. Р. Брейли и С. Майерс также не рассматривают слияния и поглощения в отдельности друг от друга². Г. Динз, Ф. Крюгер и С. Зайзель оперируют понятием «слияние», имея в виду сделки M&A³.

Согласно российскому законодательству, слияние является одной из форм реорганизации, которые представляют собой интеграцию компаний. Второй такой формой реорганизации является присоединение. Если при слиянии из нескольких обществ образуется одно новое, то присоединение подразумевает переход всех прав и обязанностей присоединяемых компаний обществу, к которому они присоединяются. Что касается понятие «поглощение», оно формально не определено в российском законодательстве, однако может определяться как прекращение деятельности поглощаемой компании при присоединении к поглощающей компании и является наиболее близким к зафиксированному в российском законодательстве понятию «присоединение»⁴.

Рассматривая экономический смысл определений понятий «слияние» и «поглощение», стоит отметить, что слияние является финансовой сделкой, которая подразумевает объединение нескольких компаний в одну с условием сохранения состава собственников и их прав, а поглощение представляет собой процесс объединения, при котором к одной из компаний переходят права и обязательства поглощаемых компаний, а также контроль над ними, что на деле осуществляется путем передачи крупного пакета акций или наиболее ликвидных активов⁵. Некоторые российские исследователи разделяют понятия «слияние» и «поглощение» в зависимости от экономических параметров рассматриваемых компаний. Так, А. Л. Ильченко называет слиянием объединение одинаковых по размеру и характеристикам компаний, а остальные сделки, по мнению автора, являются поглощениями. Однако, сам автор говорит, что невозможно найти две абсолютно одинаковые по рассматриваемым характеристикам компании, поэтому возможно рассматривать вид сделки с точки зрения менеджмента: если менеджеры объединяющихся компаний остаются равноправными, то речь идет о слиянии,

¹ Гохан, П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. А. Гохан. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 21-22.

² Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — 2-е изд. — М.: Олимп-Бизнес, 2014. — С. 861.

³ Динз, Г. К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу / Г. Динз, Ф. Крюгер, С. Зайзель. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

⁴ Боталова, В. В. Теоретические основы слияния и поглощения в России и за рубежом [Электронный ресурс] / В. В. Боталова // Российское предпринимательство. — 2013. — № 10 (232). — Режим доступа: <http://bgscience.ru/lib/8123> (дата обращения: 14.11.2016).

⁵ Там же.

а если одна из команд менеджмента становится доминирующей в принятии управленческих решений, можно говорить о поглощении¹.

Анализируя использование авторами определений, описанных выше, можно заметить, что трактовка западных исследователей (в частности, П. Гохана) не совпадает с определениями российских авторов. Фактически, термин «слияние» (“merger”), используемый П. Гоханом, в экономическом смысле близок термину российского законодательства «присоединение», который, в свою очередь, близок термину «поглощение». Экономический смысл понятия «консолидация» (“consolidation”), используемого П. Гоханом, близок к экономическому смыслу понятия «слияние», имеющемуся в российском законодательстве. Для определенности в данной работе понятия «слияние» и «поглощение» используются в соответствии с трактовкой российских авторов, которые различают данные понятия в зависимости от изменения структуры и прав собственников.

Сделки M&A можно классифицировать по следующим признакам²:

- характер интеграции;
- национальная принадлежность объединяемых компаний;
- способ объединения потенциала;
- отношение компаний к интеграции.

Классификация сделок M&A по указанным признакам представлена в табл. 1.

Таблица 1. Классификация сделок M&A

Признак	Классификация
Характер интеграции	1. Горизонтальные 2. Вертикальные 3. Родовые 4. Конгломератные <ul style="list-style-type: none"> • С расширением продуктовой линии • С расширением рынка • Чистые конгломератные
Национальная принадлежность объединяемых компаний	1. Национальные 2. Транснациональные
Способ объединения потенциала	1. Корпоративные альянсы 2. Корпорации <ul style="list-style-type: none"> • Производственные • Чисто финансовые

¹ Ильченко, А. Л. Правовое понятие слияния коммерческих организаций и значение проблемы слияния в России / А. Л. Ильченко // Юрист. — 2001. — № 3. — С. 20.

² Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс] / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. — 1999. — № 1. — Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/1999/1/803.html> (дата обращения: 23.12.2016).

Таблица 1. Классификация сделок М&А (продолжение)

Признак	Классификация
Отношение компаний к интеграции (применительно к поглощениям)	1. Дружественные 2. Враждебные

Составлено по: Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс] / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. — 1999. — № 1. — Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/1999/1/803.html> (дата обращения: 23.12.2016).

Характеризуя сделки М&А по характеру интеграции компаний, обычно выделяют следующие виды¹:

1. Горизонтальные слияния и поглощения – объединение двух компаний, которые принадлежат к одному бизнесу или отрасли и производят одинаковые изделия или осуществляют одинаковые стадии производства, т.е. являются конкурентами. Примером этого вида интеграции является объединение компаний нефтяной отрасли Exxon и Mobil в 1999 году².
2. Вертикальные слияния и поглощения – объединение компаний, принадлежащих к разным отраслям и связанных процессом производства готовой продукции. В случае вертикальной интеграции объединяющиеся компании взаимодействуют как продавец и покупатель. В свою очередь, вертикальная интеграция делится на интеграцию вперед (прямую интеграция), при которой компания-покупатель расширяет свою деятельность по направлению к конечному потребителю, и интеграцию назад (обратную интеграцию), при которой происходит распространение деятельности компании-покупателя на предшествующие производственные стадии. Примером интеграции вперед может служить приобретение компанией Walt Disney телевизионной сети ABC в 1996 году, благодаря которому Walt Disney получила доступ к широкому кругу зрителей³. В качестве примера интеграции назад можно рассматривать приобретение пивоваренной компанией организации, производящей солод. В России вертикальная интеграция как вперед, так и назад типична для компаний нефтяной, металлургической отрасли, а также отрасли машиностроения.
3. Родовые (параллельные) слияния и поглощения – объединение компаний, которые занимаются производством связанных друг с другом продуктов. При родовой интеграции объединяемые компании имеют связь в основной технологии, процессе

¹ Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс] / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. — 1999. — № 1. — Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/1999/1/803.html> (дата обращения: 23.12.2016).

² Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — 2-е изд. — М.: Олимп-Бизнес, 2014. — С. 862.

³ Там же.

производства или же в кругу потребителей, осуществляя свою деятельность в одном экономическом пространстве, но при этом не продавая одинаковые продукты и не имея одинаковые производственные стадии, как в случае горизонтальной интеграции, и не находясь во взаимоотношениях покупатель-продавец, как при вертикальной интеграции¹. Примером такого вида интеграции может служить объединение банка и страховой компании, при котором каждая из компаний получает доступ к дополнительному кругу потребителей.

4. Конгломератные слияния и поглощения – объединение компаний, осуществляющих деятельность в несвязанных отраслях. Существует три разновидности конгломератных слияний и поглощений:

- Слияния и поглощения с расширением продуктовой линии – объединение компаний, которое позволяет расширять ассортимент производимой продукции. Часто у компаний схожи каналы продаж или же производственный процесс. В качестве примера такой интеграции можно привести приобретение компанией, производящей средства для уборки, компании, выпускающей вещества для ухода за личными вещами.
- Слияния и поглощения с расширением рынка – объединение компаний с целью расширения географии присутствия и выхода на новые рынки. В этом случае компания, выступающая инициатором интеграции, может руководствоваться тем, что через M&A экспансию осуществить легче, чем через собственное развитие, т.к. местная компания лучше знает местный рынок и законодательство².
- Чистые конгломератные слияния и поглощения – объединение компаний, не имеющих между собой ничего общего, т.е. компаний из несвязанных отраслей. К компании, осуществлявшей данный вид интеграции, можно отнести General Electric, которая в рамках конгломератных слияний приобретала различные виды бизнеса, а сейчас является конгломератом и действует в страховом бизнесе, производстве медицинского оборудования, телерадиовещании и других отраслях³.

По признаку национальной принадлежности выделяют два вида сделок: национальные и транснациональные слияния и поглощения. Если национальные M&A – это объединение компаний, принадлежащих одному государству, то при

¹ Повалий, А. С. Стратегии горизонтальной интеграции в деятельности транснациональных компаний (часть 1) / А. С. Повалий // Менеджмент сегодня. — 2009. — № 1. — С. 16.

² Там же. — С. 17.

³ Там же. — С. 16.

транснациональном характере сделки объединяются компании из разных государств. Кроме того, в условиях глобализации встречается также объединение транснациональных корпораций¹.

В зависимости от способа объединения потенциала сделки М&А делятся на корпоративные альянсы и корпорации. Корпоративными альянсами называют объединение компаний, сосредоточенное на одном направлении бизнеса или даже конкретном проекте, для развития только этого направления или проекта. По всем остальным направлениям и проектам компании действуют самостоятельно. В таком случае могут образовываться совместные предприятия. Другой вид сделок М&А в зависимости от способа объединения потенциала, корпорации, подразумевает объединение всех активов компаний, участвующих в сделке. Сделки М&А, приводящие к созданию корпорации, можно разделить на производственные и чисто финансовые слияния и поглощения. При производственных М&А объединяются производственные ресурсы компаний для расширения масштабов операций, а при чисто финансовых М&А не наблюдается значительных производственных изменений, однако объединенная компания улучшает позиции как в области финансовой политики при финансировании проектов, так и на фондовом рынке².

В зависимости от отношения менеджмента и собственников компаний к интеграции выделяют две разновидности этого явления: дружественные слияния и поглощения и недружественные (враждебные) поглощения. Дружественные слияния и поглощения происходят, если менеджеры и акционеры обеих компаний поддерживают сделку. Недружественное, или враждебное, поглощение – это сделка, при которой менеджеры и акционеры не поддерживают ее осуществление. При этом возможен ряд мероприятий со стороны менеджмента или собственников приобретаемой компании для противодействия поглощению³.

1.2. Мотивы осуществления слияний и поглощений

Когда руководство компании принимает решение о сделке М&А, оно руководствуется определенными мотивами, которые, по его мнению, приведут к получению компанией выгод. Среди исследователей не существует единой

¹ Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс] / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. — 1999. — № 1. — Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/1999/1/803.html> (дата обращения: 23.12.2016).

² Повалий, А. С. Стратегии горизонтальной интеграции в деятельности транснациональных компаний (часть 1) / А. С. Повалий // Менеджмент сегодня. — 2009. — № 1. — С. 17.

³ Боталова, В. В. Теоретические основы слияния и поглощения в России и за рубежом [Электронный ресурс] / В. В. Боталова // Российское предпринимательство. — 2013. — № 10 (232). — Режим доступа: <http://bgscience.ru/lib/8123> (дата обращения: 14.11.2016).

классификации этих мотивов, поэтому целесообразно рассмотреть разные подходы к данному вопросу.

П. Гохан в своем классическом учебнике выделяет следующие стратегические мотивы сделок М&А¹:

1. Мотив роста. По мнению автора, этот мотив является одним из наиболее главных. Компании, которые хотят развивать свой бизнес, могут выбрать стратегию внешнего роста через сделки М&А или же стратегию внутреннего роста. Несмотря на возможные трудности в процессах слияний и поглощений, компании зачастую выбирают именно первую стратегию, т.к. внутренний рост оказывается слишком медленным или же не приносит желаемых результатов. Наиболее ярким примером, когда внешний рост оказывается предпочтительнее внутреннего, является выход компании на новые географические рынки: в этом случае внешний рост позволяет получить доступ к ценным компетенциям и знаниям местной компании.
2. Мотив синергии. Предмет изучения данной выпускной квалификационной работы, синергия, выделяется П. Гоханом в качестве важного мотива сделок М&А. Синергия возникает, когда в результате интеграции нескольких компаний объединенная организация более прибыльна, чем объединяемые компании по отдельности. Подробнее о понятии синергии и ее видах говорится в следующей главе данной работы.
3. Мотив диверсификации. Диверсификация – это расширение деятельности компании, сопровождающееся выходом в другие отрасли. Автор выделяет 2 вида диверсификации: связанная, когда расширение происходит в отрасли, связанные с деятельностью компании, и несвязанная, когда компания диверсифицируется в другую отрасль. Диверсификация, особенно несвязанная, зачастую была главным мотивом в сделках М&А в 1960-е годы. В это время в результате процессов М&А образовалось множество крупных конгломератов: один из наиболее известных примеров – компания General Electric. Стоит отметить, что значительная часть созданных в 1960-е годы конгломератов позднее претерпевала обратный процесс разделения на несколько компаний, т.к. сделки оказались неэффективными и не принесли желаемого результата.
4. Мотив интеграции. Интеграция, которая, казалось бы, является общим понятием для процесса объединения нескольких компаний, выделена автором в отдельную категорию мотивов. П. Гохан выделяет 2 вида интеграции: горизонтальную и

¹ Гохан, П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. А. Гохан. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 149-201.

вертикальную. Горизонтальная интеграция - сделки M&A с конкурентами в одной отрасли. Вертикальная интеграция – сделки компаний, которые соотносятся как покупатель и продавец. В обоих случаях компании стремятся увеличить свою власть в отрасли ведения бизнеса.

5. Личные мотивы менеджеров. Автор ссылается на исследование, в котором описывается мотив сделок M&A, заключающийся в преследовании менеджерами личных целей¹. Личные цели менеджеров могут заключаться в стремлении сделать свою компанию самой крупной в отрасли, при этом они могут не думать об экономическом выигрыше в сделке M&A, который позволил бы максимизировать богатство акционеров.
6. Мотив улучшения управления. В некоторых случаях компания вступает в сделку M&A, т.к. ее менеджеры или акционеры считают, что они могут изменить управление компанией-целью в лучшую сторону. Компания-покупатель готова заплатить премию за приобретение компании-цели, потому что считает, что может добиться роста стоимости компании-цели в результате лучшего управления. Особенно актуален данный мотив в том случае, когда компанией-целью является растущая компания, по размерам своего бизнеса меньшая, чем компания-покупатель. В этой ситуации компания-покупатель может предложить компании-цели более компетентные управленческие ресурсы, которых зачастую последней не хватает.
7. Мотив улучшения НИОКР. Что касается данного мотива, автор утверждает, что он особенно важен для высокотехнологичных, фармацевтических и других компаний, для которых функция НИОКР особенно важна и которые в результате сделок M&A могут совместно заниматься НИОКР, что позволяет становиться лидером среди конкурентов.
8. Мотив улучшения системы распределения. По мнению автора, сделки M&A могут осуществляться с целью получения доступа к отлаженной системе распределения товаров.
9. Налоговые мотивы. Данная группа мотивов связана с возникновением налоговых экономий в ходе M&A. Не существует единого мнения, стоит ли выделять налоговые мотивы в отдельную категорию. Некоторые исследователи считают, что данные мотивы существенны лишь для небольшой группы компаний в сделках

¹ Roll, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers / R. Roll // Journal of Business. — 1986. — Vol. 59, Issue 2. — P. 198.

M&A¹, в то время как другие говорят в своих исследованиях о значительном влиянии данных мотивов².

Рассматривая мотивы сделок M&A среди российских исследователей, обратимся к классификации, согласно которой мотивы можно отнести в 3 группы по направлению влияния на ресурсы, имеющиеся у компании³:

1. мотивы снижения оттоков денежных ресурсов, т.е. снижения издержек;
2. мотивы повышения или стабилизации притоков ресурсов;
3. мотивы, не относящиеся к потокам ресурсов.

Классификация мотивов представлена в табл. 2.

Таблица 2. Классификация основных мотивов сделок M&A

Мотивы снижения издержек	Мотивы повышения или стабилизации притоков ресурсов	Мотивы, не относящиеся к потокам ресурсов
<ul style="list-style-type: none"> • Мотив экономии на производственном масштабе • Мотив повышения эффективности управления компанией • Мотив экономии при работе с поставщиками • Мотив централизации функций • Мотив сотрудничества в НИОКР • Мотив снижения налоговых платежей • Мотив экономии при привлечении капитала 	<ul style="list-style-type: none"> • Мотив комплементарных ресурсов • Мотив стремления к монополизации • Мотив увеличения размера контрактов • Мотив расширения масштабов деятельности • Мотив получения уникальной информации 	<ul style="list-style-type: none"> • Мотив разницы в цене приобретения и полного замещения компании • Мотив продажи компании по частям • Личные мотивы менеджмента • Мотив защиты от поглощений • Мотив «слишком велик, чтобы обанкротиться»

Составлено по: Савчук, С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений [Электронный ресурс] / С. В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. — 2001. — № 5. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-5/04.shtml> (дата обращения: 25.12.2016).

Существуют следующие мотивы, относящиеся к группе мотивов снижения издержек⁴:

1. Мотив экономии на производственном масштабе. Данный вид экономии заключается в снижении средних издержек на единицу продукции при росте производимых объемов продукции. Экономия на масштабе достигается за счет

¹ Gilson, R. Taxation and dynamics of corporate control: the uncertain case for tax-motivated acquisitions / R. Gilson, M. Sholes, M. Wolfson // *Knights, raiders and targets*. — NY: Oxford University Press, 1988. — P. 273.

² Hayn, C. Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions / C. Hayn // *Journal of Financial Economics*. — 1989. — Vol. 23, Issue 1. — P. 121.

³ Савчук, С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений [Электронный ресурс] / С. В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. — 2001. — № 5. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-5/04.shtml> (дата обращения: 25.12.2016).

⁴ Там же.

отнесения постоянных затрат на увеличивающееся количество единиц продукции. В условиях экономии на масштабе при растущем объеме производства увеличивается и эффективность использования ресурсов компании. Стоит отметить, что рост количества выпускаемой продукции имеет предел, который является ограничением для возможностей экономии на масштабе: если компания выйдет за этот предел, постоянные издержки могут перестать падать и, наоборот, начать возрастать. Не все компании выпускают оптимальный объем продукции: фактический объем может быть меньше оптимального вследствие малого количества заказов или больше вследствие нехватки производственных мощностей. В результате сделок M&A объем производства может приблизиться к оптимальному: при нехватке заказов компания может получить дополнительные заказы у компании, с которой происходит слияние или поглощение, а при нехватке мощностей могут быть получены дополнительные мощности. Мотив экономии на масштабе распространен среди компаний, участвующих в горизонтальных слияниях и поглощениях.

2. Мотив повышения эффективности управления компанией. Существует достаточное количество компаний, которые управляются не максимально эффективно, что выражается в существующих для этих компаний возможностях сокращения затрат, увеличения объемов выпуска и других подобных мерах. Такие компании могут быть целью поглощения более эффективно управляемых компаний. При таких сделках в компании-цели внедряется эффективная система управления, позволяющая повысить качество управления, что, в свою очередь, ведет к экономии ресурсов. На практике именно неэффективно управляемые компании являются целью большей части поглощений. Сделки M&A не являются единственным способом достижения эффективности управления компанией, но могут быть радикальным и в то же время самым простым способом реорганизации системы управления в компании, где акционеры не всегда могут повлиять на неэффективный менеджмент.
3. Мотив экономии при работе с поставщиками. Объединенная компания может иметь более существенную власть над поставщиками вследствие увеличения объемов закупок. В результате, поставщики, не желая потерять крупного заказчика, могут соглашаться на специальные скидки, что ведет к экономии для объединенной компании.
4. Мотив централизации функций. В результате объединения нескольких компаний в сделках M&A дублирующие функции могут ликвидироваться, а на их месте может

образовываться централизованная функция, в результате чего возникает экономия на масштабе. Данный мотив, прежде всего, характерен для горизонтальных слияний и поглощений, однако и в случае конгломератных интеграций есть возможность добиться ликвидации обслуживающих функций: например, бухгалтерии или отдела по подбору персонала. Стоит учитывать, что очевидная на первый взгляд экономия при устранении дублирующих функций не всегда является фактически достижимой: в некоторых случаях даже после объединения может не произойти успешной интеграции компаний, т.к. это сложный процесс, и, как результат, будет наблюдаться некоторое дублирование подразделений и инфраструктуры¹.

5. Мотив сотрудничества в НИОКР. Для разработки новых продуктов и технологий компаниям обычно необходимо большое количество финансовых, человеческих, производственных и инфраструктурных ресурсов. В результате сделок М&А компании получают возможность экономии при сотрудничестве в НИОКР, схожую с экономией при централизации функций. Кроме того, при взаимной интеграции отделов НИОКР объединяемых компаний может иметь место мотив взаимодополняющих ресурсов, относящийся ко второй группе мотивов, направленных на увеличение или стабилизацию потоков ресурсов. Так, например, одна из объединяющихся компаний может обладать необходимым оборудованием для разработок, но не иметь подходящих квалифицированных сотрудников. Другая, наоборот, может иметь в штате уникальных исследователей, но не располагать оборудованием, необходимым для разработок и воплощения идей этих исследователей в жизнь. Получается, что объединенная компания обладает всеми необходимыми ресурсами для успешного ведения НИОКР, а каждой компании по отдельности не приходится тратить ресурсы (прежде всего, финансовые) на их приобретение. Данный мотив особенно важен в некоторых сделках М&А, особенно в высокотехнологичных отраслях, что позволяет говорить о нем как об отдельном мотиве.
6. Мотив снижения налоговых платежей. В ходе некоторых слияний и поглощений экономия возникает в результате уменьшения налоговых платежей. Например, компания с высокой налоговой нагрузкой, поглощая компанию, которая имеет в активе неиспользованные налоговые льготы, приобретает эти льготы. Кроме этого,

¹ Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс] / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. — 1999. — № 1. — Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/1999/1/803.html> (дата обращения: 23.12.2016).

могут встречаться ситуации, когда компания не выплачивает дивиденды, направляя свободные денежные средства на расширение бизнеса путем приобретения другой компании, из-за того, что акционеры вынуждены будут заплатить налог на выплаченные дивиденды, а в случае приобретения компании необходимость уплаты налога со стороны компании-покупателя может отсутствовать.

7. Мотив экономии при привлечении капитала. Крупные компании, возникающие в результате объединения, могут более выгодно привлекать денежные средства на рынке капитала, т.к. большой размер компании может являться для владельцев капитала индикатором ее стабильного положения, вследствие чего стоимость капитала для этой компании может снижаться. Кроме того, для владельцев капитала важны отношения с более крупными компаниями как с постоянными клиентами, что также может снижать стоимость капитала для компании.

К мотивам повышения или стабилизации потоков ресурсов относятся следующие мотивы¹:

1. Мотив комплементарных ресурсов. При объединении нескольких компаний, которые обладают комплементарными ресурсами, каждая из компаний приобретает недостающие ресурсы, которые, возможно, самой компании создавать долго или дорого. Мотив комплементарных ресурсов часто встречается при поглощении малых компаний крупными представителями отрасли: с получением контроля над активами небольшой компании покупатель может получить доступ к ценным ресурсам, которых не хватает для производства. Иная форма получения этих ресурсов может быть затруднена из-за того, что малые компании часто не обладают достаточным объемом производства или же испытывают какие-либо проблемы со сбытом продукции.
2. Мотив стремления к монополизации. При горизонтальных слияниях и поглощениях зачастую происходит усиление положения объединенной компании на рынке. Вместе с увеличивающейся рыночной властью компания может приобретать определенные признаки монополии, например, повышая цены на свою продукцию. Кроме того, компания может приобретать, а затем закрывать компанию-конкурента, т.к. это может оказаться выгоднее ценовой борьбы, заключающейся в снижении издержек и цен. Слияния исключительно из-за этого мотива часто ограничиваются законодательством.

¹ Савчук, С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений [Электронный ресурс] / С. В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. — 2001. — № 5. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-5/04.shtml> (дата обращения: 25.12.2016).

3. Мотив увеличения размера контрактов. Объединенная в результате сделок М&А компания обладает лучшими возможностями в конкурентной борьбе за контракты, требующие больших объемов производства, что, в свою очередь, ведет к лучшей загрузке производственных мощностей компании и приближении к оптимальному уровню.
4. Мотив расширения масштабов деятельности. В результате сделок М&А может происходить диверсификация, как производственная, так и географическая, что влечет за собой снижение рисков компании вследствие стабилизации денежных потоков. Зачастую этим мотивом руководствуются организации со значительным количеством свободных денежных ресурсов. Они могут приобретать другие компании, расширяя при этом географические и производственные масштабы.
5. Мотив получения уникальной информации. В современном мире информация играет важную роль, и порой она даже важнее для компании, чем производственные активы. В результате сделок М&А может приобретаться ценная информация, которой владеет компания-цель. Такой информацией может являться способ производства, различные технологические ноу-хау, а также уникальная информация о рынках.

Наконец, к нейтральной группе мотивов относятся¹:

1. Мотив разницы в цене приобретения и полного замещения компании. Встречаются ситуации, когда выгоднее приобрести уже функционирующую компанию, чем создавать ее заново: это позволяет экономить как временные, так и денежные ресурсы, что актуально для случаев, когда рыночная стоимость компании меньше стоимости замещения активов этой компании. Такое может случаться, когда компания показывает недостаточно высокую способность приносить выгоду своим акционерам, в результате чего экономическая ценность компании падает, порой даже ниже, чем фактическая стоимость этих активов.
2. Мотив продажи компании по частям. Помимо приобретения функционирующей компании для интеграции в свою производственную деятельность, компания, стоимость замещения активов которой выше текущей рыночной стоимости этих активов, может быть продана, причем не как единое целое, а по частям. Это может принести доход компании-покупателю даже в случае покупки компании-цели по цене выше рыночной. Стоит сказать, что, руководствуясь данным мотивом в

¹ Савчук, С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений [Электронный ресурс] / С. В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. — 2001. — № 5. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-5/04.shtml> (дата обращения: 25.12.2016).

сделках M&A, компания-покупатель предпочитает более простой путь продажи компании, а не повышения эффективности ее деятельности для дальнейшего долгосрочного получения выгод от вложенных инвестиций.

3. Личные мотивы менеджмента. Встречаются ситуации, когда решение о сделке M&A принимается не только исходя из экономической целесообразности этой сделки: личные мотивы руководства компании также могут влиять на такие решения. Например, причиной сделок M&A может быть самоуверенность руководителя, который считает, что необходимо приобрести компанию-цель вопреки экономической нецелесообразности. Другим примером экономической нерациональности может служить стремление совершить сделку для демонстрации растущих показателей экономической эффективности акционерам. Однако, не всегда краткосрочный рост этих показателей переходит в долгосрочный, и в конечном итоге может оказаться, что сделка была невыгодной.
4. Мотив защиты от поглощений. Некоторые сделки M&A представляют собой защиту от поглощения другой компанией. Например, несколько российских компаний могут заключить сделку M&A для защиты от поглощения крупной зарубежной компанией. При этом компания, с которой происходит дружественное поглощение, называется «белым рыцарем»¹. Кроме того, для защиты от поглощения могут приобретаться активы, которые будут препятствовать враждебному поглощению.
5. Мотив «слишком велик, чтобы обанкротиться» (англ. “too big to fail”). Во многих странах крупный размер компании позволяет ей рассчитывать на серьезную поддержку со стороны государства, т.к. для всей социально-экономической системы страны банкротство компании может обернуться серьезными негативными последствиями. Именно для получения этой поддержки в будущем некоторые компании решают объединиться.

Стоит отметить, что первые две группы, мотивы снижения издержек и мотивы повышения или стабилизации притоков ресурсов, включают в себя направления достижения возможного синергетического эффекта, о котором пойдет речь в следующих главах. Достижение синергетического эффекта, возникающего вследствие различных экономий, зачастую является конечной целью многих сделок M&A.

¹ Coyle, B. Mergers and acquisitions / B. Coyle. — NY: American Management Association, 2000. — P. 197.

1.3. Российский рынок слияний и поглощений

В отличие от многолетней истории рынка М&А зарубежных стран, в частности США, где рынок М&А формировался на протяжении более 100 лет, в России его формирование началось в конце прошлого века. Можно выделить несколько этапов в развитии отечественного рынка М&А¹:

Начальный этап (1992-1995 гг.) связан с формированием основ рынка М&А в России. Появление частной собственности и повсеместная приватизация стали причиной возникновения и развития этого рынка. На данном этапе для рынка было характерно заключение сделок по политическим мотивам без ориентации на экономическую целесообразность той или иной сделки: посредством приобретения различных важных для социально-экономической жизни страны предприятий собственники скорее пытались получить власть, а не сосредоточиться на улучшении экономических показателей приобретаемых компаний. Кроме того, были распространены сделки, совершаемые исключительно для извлечения максимально возможной в краткосрочном периоде выгоды от приобретаемых активов. Сделки, относящиеся к данному этапу, трудно отнести к М&А в их привычном понимании: системность в большинстве сделок отсутствовала. Тем не менее, на данном этапе началось формирование финансово-промышленных групп.

Следующий этап развития российского рынка М&А (1996-2002 гг.) можно охарактеризовать как этап враждебных поглощений в целях передела собственности. Благодаря принятию закона, позволявшего производить процедуру банкротства предприятий, которые, хоть и сталкивались с временными проблемами финансового характера, все же были платежеспособны, началась волна рейдерских захватов. Рейдерство по своей сути является враждебным поглощением, основанным на преступных способах заключения сделки. Основная часть сделок этого периода осуществлялась крупными российскими компаниями. Объединение компаний происходило на фоне кризисных событий 1998 года в совокупности с резким обесценением национальной валюты и финансовыми проблемами значительной части предприятий.

Третий этап (2002-2007 гг.) связан с началом волны сделок М&А в традиционном, цивилизованном виде. Принятые в 2002 году изменения в законе о банкротстве существенно ограничили возможность действий рейдеров, в результате чего сократилось количество враждебных поглощений. Корпоративное законодательство вступило в фазу активного развития, а политическая ситуация в России начала стабилизироваться, что в совокупности привело к повышению доверия иностранных компаний и частных

¹ Потоцкая, С. Р. Российский рынок слияний и поглощений: этапы развития и их особенности / С. Р. Потоцкая // Российское предпринимательство. — 2009. — № 10-1 (144). — С. 20–25.

инвесторов к российскому корпоративному рынку. Благодаря растущим ценам на нефть стало возможным привлечение недорогих источников финансирования. Кроме того, увеличивающийся объем экспорта и накопление дохода от него в российских компаниях позволило некоторым российским компаниям выходить и на зарубежный рынок сделок M&A. Примером такой компании является «ЛУКОЙЛ», создавший и соединивший технологическую цепь на глобальном уровне. На данном этапе также происходило увеличение средних размеров компаний во многих отраслях, особенно в нефтегазовой, металлургической и горнодобывающей промышленности, а также в отрасли телекоммуникаций и медиа. Этот этап можно охарактеризовать активным ростом количества и объема сделок на рынке M&A: в 2007 году количество сделок достигло 486, а их суммарный объем составил 122,1 млрд долл. США.

На четвертом этапе (2008-2009 гг.) наблюдался спад активности на российском рынке M&A в условиях мирового финансово-экономического кризиса. В 2008 году суммарный объем сделок снизился на 36,5% до 77,6 млрд долл. США. Стоит отметить, что и мировой рынок M&A в этот период значительно сокращался. Для данного этапа характерна нехватка финансовых ресурсов для обеспечения финансирования сделок и использование помощи в сделках со стороны государства.

Пятый этап (2010-настоящее время) начался после пиковой фазы кризиса. На данном этапе сделки начали принимать форму стратегических. Вследствие постепенного выхода из кризиса происходило восстановление мировых рынков. Для дальнейшей интеграции российской экономики в мировую активную роль на российском рынке M&A заняло государство.

Стоит заметить, что как мировой, так и российский рынок M&A развивается циклами, находясь в тесной взаимосвязи с общим состоянием экономики.

Рассматривая последнюю статистику российского рынка M&A, можно отметить, что в 2016 г. наблюдалось незначительное увеличение количества сделок (с 470 в 2015 г. до 481), но значительное увеличение общего объема сделок в стоимостном выражении (на 46% до 75,8 млрд долларов США). Большая часть увеличения общей стоимости сделок пришлось на 3 основные сделки в нефтегазовом секторе с участием компании «Роснефть»: продажа 19,5% «Роснефти» - главная сделка года; приобретение «Роснефтью» 49% в индийской компании Essar Oil; продажа контрольного пакета акций (50,08%) компании «Башнефть» «Роснефти»¹. Рост количества и объема сделок в 2016 г., по мнению

¹ Russian M&A review 2016 [Электронный ресурс] // KPMG. — 2017. — Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/en/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html> (дата обращения: 21.04.2017).

аналитиков KPMG, обусловлен постепенным выходом российской экономики из состояния рецессии¹.

Динамика российского рынка M&A с 2010 по 2016 гг. представлена на рис. 1.

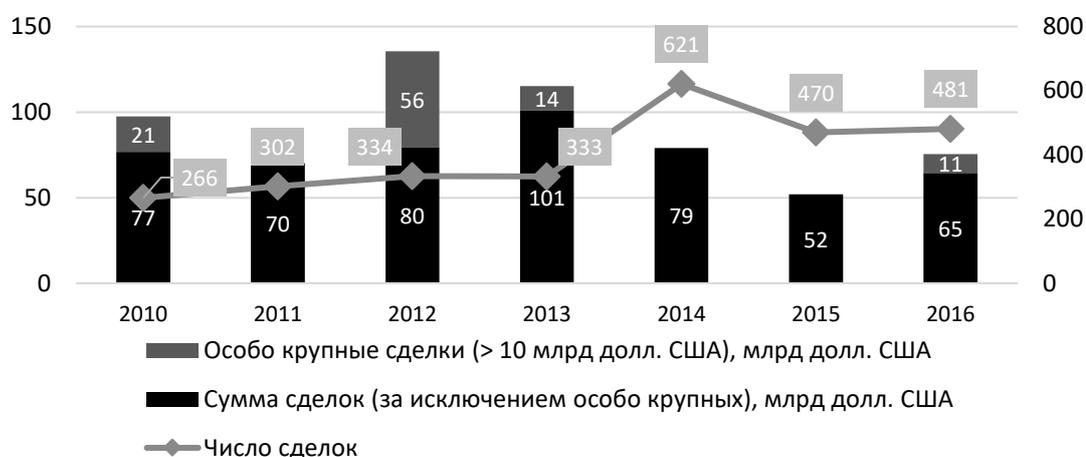


Рис. 1. Динамика сделок на российском рынке M&A с 2010 по 2016 гг.

Источник: Russian M&A review 2016 [Электронный ресурс] // KPMG. — 2017. — Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/en/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html> (дата обращения: 21.04.2017).

Динамика стоимостного объема сделок с 2010 по 2016 гг. в зависимости от типа сделки показана на рис. 2.



Рис. 2. Динамика сделок на российском рынке M&A по типу сделки с 2010 по 2016 гг.

Источник: [Russian M&A review 2016 [Электронный ресурс] // KPMG. — 2017. — Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/en/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html> (дата обращения: 21.04.2017).

¹ Russian M&A review 2016 [Электронный ресурс] // KPMG. — 2017. — Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/en/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html> (дата обращения: 21.04.2017).

Крупнейшие 10 сделок на российском рынке сделок слияний и поглощений за 2016 г. представлены в табл. 3. Из этих сделок 7 были заключены с участием компаний нефтегазовой отрасли. Общая стоимость этих сделок составила 40,6 млрд долларов США (53,7% общего объема сделок в 2016 г.)¹.

Таблица 3. Крупнейшие сделки на российском рынке M&A в 2016 г.

Объект	Отрасль	Покупатель	Продавец	Доля	Сумма сделки, млн долл. США
«Роснефть»	Нефтегазовая	Консорциум Glencore и Катарского суверенного фонда	«Роснефтегаз»	20%	11 270
Essar Oil Limited	Нефтегазовая	«Роснефть»	Essar Group	49%	6 328
«Башнефть»	Нефтегазовая	«Роснефть»	Росимущество	50%	5 299
«Полюс Золото»	Металлургия и горнодобыча	«Полюс Золото»	Polyus Gold International; миноритарии	32%	3 735
«Башнефть»	Нефтегазовый	«Роснефть»	Миноритарии	31%	3 112
Essar Oil Limited	Нефтегазовый	United Capital Partners Advisory	Essar Group	24%	3 101
Группа «Мортон»	Недвижимость	Группа «ПИК»	Александр Ручьев	100%	2 235
«Ванкорнефть»	Нефтегазовая	Indian Oil Corporation (IOC); Oil India Limited; Bharat PetroResources Limited	«Роснефть»	24%	2 000
«Газпром»	Нефтегазовая	«Газпром»	Внешэкономбанк	4%	1 919
«Уралкалий»	Химическая	Дмитрий Лобяк	Группа ОНЭКСИМ	20%	1 650

Источник: Russian M&A review 2016 [Электронный ресурс] // KPMG. — 2017. — Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/en/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html> (дата обращения:

Согласно прогнозам экспертов компании KPMG, в 2017 г. ожидается увеличение количества сделок в таких отраслях, как сельское хозяйство, пищевая промышленность, а также текстильная промышленность. Сделки в энергетических и добывающих отраслях продолжают занимать значительную часть в общем объеме сделок².

Выводы

Зачастую компании сталкиваются с выбором между органическим ростом и путем слияний и поглощений. В первой части работы были исследованы теоретические аспекты

¹ Russian M&A review 2016 [Электронный ресурс] // KPMG. — 2017. — Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/en/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html> (дата обращения: 21.04.2017).

² Там же.

слияний и поглощений, а также проанализирован российский рынок слияний и поглощений.

При рассмотрении подходов к трактовке понятий слияния и поглощения в зарубежной и российской практике, а также в рамках российского законодательства, были выявлены некоторые различия. В рамках данной работы используется понятие слияния как объединения компаний при условии сохранения собственников и их прав, в результате чего образуется новая компания. Что касается понятия поглощения, оно в рамках работы определяется как объединение компаний при условии перехода прав и обязательств поглощаемой компании компании-покупателю, в результате чего только компания-покупатель продолжает существовать. Были выявлены основные классификации сделок слияний и поглощений в зависимости от следующих признаков: характера интеграции, национальной принадлежности объединяемых компаний, способа объединения потенциала компаний и отношения компаний к интеграции. Кроме того, были рассмотрены две основные классификации мотивов осуществления сделок слияний и поглощений: классификация зарубежного автора П. Гохана и российского автора С. В. Савчук. Стоит отметить, что одним из главных мотивов слияний и поглощений считается достижение синергетического эффекта.

В ходе анализа российского рынка слияний и поглощений были выделены пять основных этапов в истории его развития с 1992 г. по сегодняшний день. Каждый из этапов имел свои характерные особенности, определяемые экономическими и политическими обстоятельствами развития России. Среди наиболее характерных особенностей последнего времени на рынке слияний и поглощений в России можно отметить активное участие государства через государственные компании. Согласно последней статистике российского рынка слияний и поглощений в 2016 г. наблюдалось незначительное увеличение количества сделок при значительном росте их объема. Третьей по величине сделкой на российском рынке в 2016 г. оказалось рассматриваемое в данной работе поглощение компании «Башнефть» компанией «Роснефть».

В следующей главе будут рассмотрены понятие, виды и формы синергетического эффекта, возникающего в сделках слияний и поглощений, а также проанализированы существующие методы оценки синергетического эффекта.

ГЛАВА 2. СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

2.1. Понятие и виды синергетического эффекта

Как уже упоминалось в первой главе, синергетический эффект, связанный с возможностями экономии в сделках M&A, является одной из главных причин этих сделок. Кроме того, успех сделки часто измеряется полученным синергетическим эффектом. Стоит отметить, что далеко не во всех сделках компаниям удается достичь желаемого эффекта: согласно результатам исследования компании McKinsey, 64% сделок не приносят планируемой синергии в области снижения издержек, а в 83 случаях из 100 компаниям не удается достичь ожидаемой синергии в области увеличения выручки¹. По мнению некоторых исследователей, неверная оценка потенциального синергетического эффекта или же отсутствие такой оценки служит главной причиной неудач многих сделок M&A².

Существуют разные подходы к трактовке понятия синергии. Понятие «синергия» с греческого языка может быть переведено как «совместная работа» (“working together”)³. Впервые концепция синергии была представлена в книге И. Ансоффа «Корпоративная стратегия». Согласно данной концепции, объединенная компания может достичь экономии на масштабе, ведущей к снижению операционных и инвестиционных затрат, при поддержании уровня продаж отдельных компаний или бизнес-единиц до объединения. Данный феномен часто описывается как эффект «2+2=5». Формальное представление синергии, предложенное И. Ансоффом, основано на показателе окупаемости инвестиций. Согласно концепции автора, суть синергии может быть выражена следующим образом: $ROI(A+B) > ROI(A) + ROI(B)$, где A и B – отдельные бизнес-единицы⁴.

Согласно А. Дамодарану, синергия – это дополнительная ценность, создаваемая в результате объединения двух компаний, которая не была бы достижима при отдельной

¹ Christofferson, S. Where mergers go wrong [Электронный ресурс] / S. Christofferson, R. McNish, D. Sias // McKinsey&Company. — 2004. — Режим доступа: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong> (дата обращения: 25.02.2017).

² Kode, G. A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: a critical review of the literature [Электронный ресурс] / G. Kode, J. Ford, M. Sutherland // South African Journal of Business Management. — 2003. — Vol. 34, Issue 1. — Режим доступа: <http://connection.ebscohost.com/c/articles/9925920/conceptual-model-evaluation-synergies-mergers-acquisitions-critical-review-literature> (дата обращения: 25.02.2017).

³ Karenfort, S. Synergy in mergers & acquisitions: the role of business relatedness / S. Karenfort. — BoD: Books on Demand, 2011. — P. 14.

⁴ Ansoff, H. I. Corporate strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion / H. I. Ansoff. — McGraw-Hill, 1965. — P. 75.

работе этих компаний¹. Ряд зарубежных исследователей определяют синергию как способность двух или более бизнес-единиц или компаний создавать ценность, которая превосходит создаваемую ценность при отдельной работе этих бизнес-единиц или компаний^{2,3}. Согласно определению Б. Карлофа, синергия представляет собой «стратегические преимущества, которые возникают при соединении двух или большего числа предприятий в одних руках» и вследствие которых снижаются издержки производства и (или) растет производительность⁴.

Рассматривая определения российских исследователей, можно обнаружить, что они схожи по смыслу с определениями зарубежных авторов: понятие синергии трактуется как результат интеграции компаний, проявляющийся в возникновении добавленной стоимости и, как следствие, росте стоимости объединенной компании.

На рис. 3 представлена упрощенная схема формирования стоимости объединенной компании в сделках М&А. V_A – стоимость компании-покупателя, V_B – стоимость компании-цели. В результате объединения компаний к простой сумме стоимостей компаний добавляется синергия V_S . За часть синергии уплачивается премия за контроль, а оставшаяся часть является выигрышем от совершения сделки.



Рис. 3. Формирование стоимости объединенной компании в сделках М&А

Составлено по: Ивашковская, И. В. Слияния и поглощения: ловушки роста [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская // Управление компанией. — 2004. — № 7. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml> (дата обращения: 13.03.2017).

¹ Damodaran, A. The value of synergy [Электронный ресурс] / A. Damodaran // Stern School of Business. — 2005. — Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf> (дата обращения: 07.03.2017).

² Gupta, O. Mergers and acquisitions through an intellectual capital perspective / O. Gupta, G. Russ // Journal of Intellectual Capital. — 2001. — Vol. 2, Issue 3. — P. 298.

³ Juga, J. Organising for network synergy in logistics / J. Juga // International Journal of Physical Distribution and Logistics Management. — 1996. — Vol. 2, Issue 26. — P. 51.

⁴ Карлоф, Б. Деловая стратегия [Электронный ресурс] / Б. Карлоф. — М.: Экономика, 1991. — Режим доступа: <http://economics-lib.ru/books/item/f00/s00/z0000033/st077.shtml> (дата обращения: 12.03.2017).

Рассмотрев различные варианты определения синергии, перейдем к классификации видов синергетического эффекта. Стоит отметить, что единой классификации не существует.

И. Ансофф в своей работе выделяет 4 вида синергетического эффекта. Торговая синергия (sales synergy) возникает, когда различные продукты имеют общие каналы распределения, находятся под общим управлением продажами и хранятся совместно на одних и тех же складах. Операционная синергия (operating synergy) возникает при более интенсивном использовании производственных площадей и оборудования, распределении постоянных затрат (т.е. снижении удельных издержек) и крупных партиях закупок. Инвестиционная синергия (investment synergy) является следствием совместного использования сырья и материалов и общих НИОКР. Наконец, управленческая синергия (managerial synergy) возникает при решении стратегических или операционных проблем, при которых менеджмент объединенной компании может воспользоваться имеющимся у него опытом¹.

А. Дамодаран выделяет два основных вида синергетического эффекта: операционный и финансовый. Операционная синергия, в свою очередь, делится на синергию, связанную с ростом (growth synergy), и синергию, связанную с издержками (cost synergy). Операционная синергия может принимать 4 формы. Первая форма – экономия на масштабе. Вторая форма - увеличивающаяся способность влиять на цены, возникающая в результате увеличения рыночной доли объединенной компании. Третья форма – комбинация «сильных» функций каждой из компаний. Например, такая комбинация может возникать, когда компания с «сильной» маркетинговой функцией приобретает компанию с «сильной» производственной функцией. Последняя форма - увеличивающийся рост на существующих или новых рынках. Например, если компания из США приобретает компанию с налаженной распределительной сетью и узнаваемым брендом на развивающемся рынке, она может использовать эти сильные стороны для увеличения продаж².

Финансовая синергия, по мнению автора, также может проявляться в 4 формах. Во-первых, при объединении компании с избыточным количеством денежных средств (cash slack) и ограниченным количеством инвестиционных возможностей с компаний, обладающей возможностью инвестирования в высокодоходные проекты, но ограниченной

¹ Ansoff, H. I. Corporate strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion / H. I. Ansoff. — McGraw-Hill, 1965. — P. 80.

² Damodaran, A. The value of synergy [Электронный ресурс] / A. Damodaran // Stern School of Business. — 2005. — Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf> (дата обращения: 07.03.2017).

в денежных средствах, возможно увеличение стоимости объединенной компании за счет использования избыточных денежных средств в высокодоходных проектах. По мнению автора, данная форма проявления финансовой синергии часто проявляется при приобретении небольшой компании крупной фирмой или частной компании публичной организацией. Во-вторых, при М&А могут увеличиваться возможности привлечения долгового финансирования (debt capacity). Денежные потоки объединенной компании могут становиться более предсказуемыми и устойчивыми, что создает благоприятные возможности для увеличения объема привлекаемых долговых ресурсов и приводит к снижению стоимости капитала. В-третьих, формой финансовой синергии могут являться налоговые льготы (tax benefits). Такие льготы возникают, например, при приобретении прибыльной компанией компании, несущей убытки. В данном случае компания-покупатель может использовать убытки приобретаемой компании для уменьшения налогового бремени. Наконец, автор выделяет четвертый источник финансовой синергии – диверсификацию, но отмечает, что это самый противоречивый источник: в большинстве публичных компаний инвесторы могут диверсифицировать свои инвестиции со значительно меньшими издержками и большей легкостью, чем сама компания¹.

Стоит отметить, что автор также выделяет ценность контроля (value of control) в качестве одной из причин слияний и поглощений – ценность, которая может быть создана при более эффективном управлении компанией. Данная ценность схожа с управленческой синергией, выделяемой некоторыми авторами в качестве отдельного вида синергетического эффекта, однако А. Дамодаран не относит ее к синергетическому эффекту².

П. Гохан также выделяет два главных вида синергии: операционную и финансовую. Операционная синергия, по мнению автора, проявляется в форме увеличения доходов или сокращения расходов. Существует множество способов достижения операционной синергии через увеличение доходов. Например, репутация компании, обладающей известной торговой маркой, может быть использована для продвижения продукта партнера по сделке. Другой пример – компания с развитой сбытовой сетью, объединяющаяся с компанией с широкой линейкой перспективных продуктов. Автор утверждает, что качественные изменения, приводящие к увеличению дохода, трудноизмеримы, поэтому они часто определяются нечетко при оценке возможной синергии в сделках М&А, и именно это служит одной из причин отсутствия

¹ Damodaran, A. The value of synergy [Электронный ресурс] / A. Damodaran // Stern School of Business. — 2005. — Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf> (дата обращения: 07.03.2017).

² Там же.

желаемой выгоды от сделки. Что касается операционной синергии в форме сокращения расходов, она, прежде всего, связана с экономией на масштабе. Автор также выделяет финансовую синергию как отдельный вид синергетического эффекта. Если денежные потоки объединяющихся компаний не являются абсолютно коррелированными, то риск банкротства объединенной компании снижается, что ведет к финансовым выгодам в виде снижения стоимости капитала. Помимо возможной экономии за счет снижения вероятности банкротства компании, автор также говорит о влиянии финансовой экономии на масштабе в виде меньших транзакционных издержек. Управленческую синергию автор не включает в состав синергетического эффекта, рассматривая выгоды от более эффективного руководства компанией отдельно¹.

Разделения синергетических эффектов на два вида, операционный и финансовый, придерживается также ряд российских исследователей. И. В. Ивашковская относит к операционной синергии экономию на масштабе, возможности роста и экономию на гибкости (в классификации А. Дамодарана эта форма наиболее близка к комбинации «сильных» функций). Что касается финансовой синергии, она, по мнению автора, проявляется в форме снижения двух типов рисков: делового и финансового. Снижение делового, или коммерческого, риска в первую очередь происходит за счет снижения волатильности денежных потоков объединенной компании. Финансовый риск снижается за счет улучшения платежеспособности компании в результате привлечения дополнительных денежных потоков. Конечным результатом реализации финансовой синергии, по мнению автора, является снижение затрат на привлекаемый компанией капитал². Д. В. Тихомиров также выделяет операционную синергию, проявляющуюся в увеличении темпов роста выручки компании или снижении затрат, и финансовую синергию, заключающуюся в увеличении кредитоспособности объединенной компании и притоке денежных средств³.

И. Д. Аникина, кроме операционной и финансовой синергии, упоминает управленческую синергию, возникающую в результате создания более эффективной системы управления⁴. Однако, по мнению автора, такое разделение синергетических

¹ Гохан, П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. А. Гохан. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 154-164..

² Ивашковская, И. В. Слияния и поглощения: ловушки роста [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская // Управление компанией. — 2004. — № 7. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml> (дата обращения: 13.03.2017).

³ Тихомиров, Д. В. Подходы к оценке синергетического эффекта в сделках по слияниям и поглощениям компаний / Д. В. Тихомиров // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. — 2009. — №2. — С. 146.

⁴ Аникина, И. Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений / И. Д. Аникина // Финансы и бизнес. — 2009. — № 2. — С. 47.

эффектов является узким, поэтому автором была предложена более детализированная классификация синергетических эффектов, представленная в табл. 4.

Таблица 4. Стратегии создания синергии

Стратегия создания синергии	Содержание стратегии	Ожидаемый результат
Организационная	Изменение структуры и принципов управления	Рост эффективности управления и инвестиционной привлекательности компании
Производственная	Сочетание взаимодополняющих ресурсов, диверсификация ассортимента	Рост производительности труда, качества продукции и увеличение производственных мощностей
Коммерческая	Выход на новые сегменты рынка, привлечение новых потребителей	Увеличение доли рынка и лояльности покупателей
Финансовая	Изменение структура и цены источников финансирования	Увеличение финансовой гибкости, уменьшение риска
Инновационная	Получения нематериальных активов, ноу-хау, брендов	Улучшение имиджа компании и лояльности покупателей
Инвестиционная	Получение дефицитных ресурсов, диверсификация	Улучшение производственного процесса, защита от конкурентов
Спекулятивная	Вложение временно свободных денежных средств	Увеличение стоимости цены покупки

Источник: Аникина, И. Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений / И. Д. Аникина // Финансы и бизнес. — 2009. — № 2. — С. 49.

По мнению автора, способ создания синергии зависит от вида М&А. Для горизонтальной интеграции свойственная производственная стратегия, в то время как для вертикальной – организационная.

Другие российские авторы, И. А. Бабенко и В. Ф. Бадюков, выделяют синергетические эффекты, возникающие в сделках М&А, в зависимости от трех основных видов деятельности компании: операционной, финансовой и инвестиционной. Операционный эффект проявляется в увеличении доходов и уменьшении расходов, а также в снижении транзакционных издержек. Финансовый эффект связан с повышением финансового рейтинга объединенной компании и повышением доступности источников финансирования. Инвестиционный эффект обусловлен увеличением инвестиционного потенциала объединенной компании¹.

Анализируя все рассмотренные подходы к классификации видов синергетических эффектов, можно выделить два основных вида, которые упоминаются большинством авторов: операционная и финансовая синергия. При этом операционная синергия может

¹ Бабенко, И. А. Оценка экономического эффекта при слияниях и поглощениях компаний / И. А. Бабенко, В. Ф. Бадюков // Вестник ТОГУ. — 2015. — № 2 (37). — С. 185.

проявляться в увеличении доходов или сокращении затрат. Управленческую же синергию, упоминаемую некоторыми авторами, сложно оценить количественно.

2.2. Методы оценки синергии в сделках слияний и поглощений

Изменения, возникающие по итогам сделок М&А, непросто оценить на практике. Тем не менее, по мнению А. Дамодарана, синергию возможно оценить количественно. Т. Коупленд, Т. Колер и Дж. Муррин придерживаются похожего мнения, считая, что количественная оценка синергетического эффекта является мерой влияния сделки М&А на стоимость компании. Ф. Эванс и Д. Бишоп говорят о том, что необходимо начинать анализ потенциального объекта слияния или поглощения именно с количественной оценки эффектов, которые могут возникнуть в результате сделки¹.

В целях оценки синергетического эффекта могут применяться два подхода: перспективная и ретроспективная оценка. Перспективная оценка заключается в предварительной оценке синергетического эффекта перед сделкой. Перспективная оценка используется перед принятием решения о сделке, что позволяет оценить ее будущий эффект. Недостатком подхода является возникающая из-за неопределенности результатов сделки неточность. Ретроспективная оценка подразумевает анализ синергетического эффекта после реализации сделки. Данный подход опирается на фактические данные, поэтому он более объективен, чем перспективная оценка. Однако, естественным недостатком подхода является то, что для реализации всех синергетических эффектов нужно определенное время. Если ретроспективная оценка выполняется на момент, когда синергетические эффекты еще не реализованы, она также не будет объективной². В рамках данной работы рассматривается перспективный подход к оценке синергетического эффекта.

П. Гохан предлагает формулу оценки синергетического эффекта через изменение стоимости компаний до и после сделки³:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E),$$

где *NAV* (net acquisition value) – чистая стоимость поглощения;

V_{AB} – объединенная стоимость двух компаний после объединения;

¹ Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).

² Лахметкина, Н.И. Оценка эффективности сделок М&А / Н. И. Лахметкина, М. В. Михайлова, М. И. Ситдикова // Экономика и современный менеджмент: теория и практика. — 2015. — Режим доступа: <https://sibac.info/conf/econom/xlviii/41601> (дата обращения: 20.03.2017).

³ Гохан, П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. А. Гохан. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 143.

V_A – стоимость компании А до объединения;

V_B – стоимость компании В до объединения;

P – премия за контроль;

E – издержки процесса поглощения.

В данной формуле выражение в квадратных скобках, т.е. $V_{AB} - (V_A + V_B)$, представляет собой оценку синергетического эффекта. Чтобы сделка M&A оказалась выгодной, необходимо, чтобы синергетический эффект был больше суммы $P + E$. В данную сумму входит премия за контроль и издержки процесса поглощения. Премия за контроль – это дополнительная сумма, которую компания уплачивает за приобретение пакета акций компании-цели сверх рыночной стоимости этого пакета. Издержки поглощения складываются из 4-х элементов: издержки на обслуживание долгового займа, привлекаемого для обеспечения финансовыми ресурсами для сделки; издержки на урегулирование правовых вопросов (например, разрешение Федеральной антимонопольной службы); издержки на производственную интеграцию; прочие издержки¹.

А. Дамодаран также предлагает оценивать синергетический эффект через стоимость компаний до и после объединения. По мнению автора, при оценке синергетического эффекта следует ответить на два основных вопроса²:

1. Какую форму примет синергия? Чтобы синергия оказывала влияние на стоимость компании, она должна влиять на один из четырех параметров: увеличивающиеся денежные потоки от существующих активов (за счет снижения издержек и экономии на масштабе), растущий темп будущего роста (за счет увеличения рыночной власти), более длительный период роста (за счет увеличения конкурентного преимущества) или снижающаяся стоимость капитала (за счет увеличения возможности привлечения долгового финансирования).
2. Когда синергия начнет отражаться в денежных потоках? Синергетический эффект редко проявляется мгновенно: обычно он распределен во времени. Стоимостная оценка синергии – это приведенная стоимость денежных потоков, поэтому чем дольше необходимо ждать проявления синергетического эффекта, тем меньше его оценка.

¹ Булеев, И. П. Проблемы оценки эффективности интеграции предприятий: синергетический подход [Электронный ресурс] / И. П. Булеев, С. В. Богачев // Экономика промышленности. — 2009. — №4 (47). — Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/problemy-otsenki-effektivnosti-integratsii-predpriyatiy-sinergeticheskiy-podhod> (дата обращения: 07.03.2017).

² Damodaran, A. The value of synergy [Электронный ресурс] / A. Damodaran // Stern School of Business. — 2005. — Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf> (дата обращения: 07.03.2017).

Для оценки синергии используется следующий алгоритм¹:

1. Оценить компании, участвующие в сделке, независимо друг от друга.
2. Определить стоимость объединенной компании до сделки без учета синергии, сложив стоимости компаний, найденные в пункте 1.
3. Учесть синергетический эффект в денежных потоках и оценить стоимость объединенной компании с учетом синергетического эффекта.
4. Найти разницу между стоимостью объединенной компанией с учетом синергии и стоимостью без учета синергии. Эта разница и будет являться стоимостной оценкой синергии.

При оценке операционного синергетического эффекта через стоимость компаний необходимо понимать, как влияют составляющие двух видов операционной синергии на денежные потоки объединенной компании. При учете синергетического эффекта, связанного с издержками, сумма экономии на издержках увеличивает операционную прибыль и, как следствие, свободный денежный поток, в результате чего возрастает стоимость компании. Рост стоимости происходит на величину, равную приведенной стоимости экономии на издержках. Синергетический эффект, связанный с ростом, может быть учтен путем использования более высокой ставки возврата на инвестиции, в результате чего темп роста компании увеличится. Также объединенная компания может привлекать инвестиции в большем размере, чем компании по отдельности, и темп роста компании также увеличится. Кроме того, в результате усиливающегося конкурентного положения объединенной компании период высоких темпов роста может продолжаться более длительный период времени².

А. Дамодаран также обращает внимание на то, что синергетический эффект на практике проявляется не мгновенно, а может занимать длительное время. Таким образом, для расчета синергетического эффекта необходимо находить приведенную стоимость данного эффекта с учетом количества лет, необходимых для его реализации³.

Среди достоинств метода оценки синергии как разницы между стоимостью объединенной компании и объединяемых компаний по отдельности можно выделить наличие разных способов оценки компаний, а также выявление влияния синергетического эффекта на денежные потоки компании. К недостатку метода можно отнести необходимость многих допущений и сложность прогнозирования. Однако, стоит

¹ Damodaran, A. The value of synergy [Электронный ресурс] / A. Damodaran // Stern School of Business. — 2005. — Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf> (дата обращения: 07.03.2017).

² Там же.

³ Там же.

отметить, что этого недостатка не лишены другие методы, т.к. оценка синергии сама по себе сложна и требует множества предположений.

Некоторые российские авторы используют в качестве оценки синергии стоимостное выражение прироста денежных потоков объединенной компании в результате сделки. Такой метод они называют доходным. И. В. Ивашковская в своем исследовании указывает на необходимость качественного и количественного анализа синергии. По мнению автора, сначала следует проанализировать потенциальные источники синергии, а затем оценить эффект количественно. В ходе количественной оценки прогнозируются изменения ряда факторов, влияющих на притоки денежных средств. Автор предлагает оценивать синергию по следующей формуле¹:

$$V_{synergy} = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCFE_i}{(1 + r_e^{adj})^i},$$

где $V_{synergy}$ (value of synergy) – стоимостное выражение оценки синергии;

$\Delta FCFE$ (free cash flow to equity holders) – прирост денежных потоков для акционеров;

r_e^{adj} (adjusted return) – доходность собственного капитала с учетом финансовой синергии.

Прирост денежных потоков определяется по следующей формуле:

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex + \Delta Debt,$$

где $\Delta FCFE$ (free cash flow to equity holders) – прирост денежных потоков для акционеров;

ΔS (sales) – прирост выручки;

ΔC (costs) – экономия на расходах;

ΔT (tax) – экономия на налоге на прибыль;

ΔNWC (net working capital) – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

$\Delta Capex$ (capital expenditure) – экономия на капиталовложениях;

$\Delta Debt$ – прирост чистого долга.

В целом, метод, описываемый автором, делится на три этапа. Первый этап – определение $\Delta FCFE$. Т.к. синергетический эффект реализуется не в один момент, а распределен во времени, на втором этапе необходимо определить период достижения синергии и проанализировать динамику, т.е. определить, растут ли дополнительные выгоды, падают или остаются постоянными. В результате необходимо получить дисконтированную сумму $\Delta FCFE$, приняв во внимание доходность собственного

¹ Ивашковская, И. В. Слияния и поглощения: ловушки роста [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская // Управление компанией. — 2004. — № 7. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml> (дата обращения: 13.03.2017).

капитала, в связи с чем третий этап заключается в определении новой ставки доходности собственного капитала с учетом финансовой синергии¹.

С. М. Ищенко, принимая за основу модель оценки синергии И. В. Ивашковской, предлагает дополнить ее. Во-первых, С. М. Ищенко предлагает учитывать дополнительные инвестиции, направленные на реструктуризацию компаний. Во-вторых, по мнению автора, целесообразно отдельно учитывать эффекты, связанные с объединением управления компанией, т.е. учитывать управленческую синергию. Количественная оценка данных эффектов подразумевает расчет суммы, на которую уменьшатся издержки на обучение сотрудников, а также суммы экономии вследствие более качественного выполнения работы (например, снижение штрафов за ошибки сотрудников). Кроме того, должны учитываться также выгоды от улучшения процесса управления компанией (например, в результате оптимизации бизнес-процессов). Принимая во внимание все вышеперечисленные факторы, автор предлагает следующую формулу для стоимостной оценки эффекта синергии²:

$$NPVS = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCFE_i}{(1 + r_e)} - P - E,$$

где *NPVS* (net present value of synergy) – чистая приведенная стоимость синергии;

ΔFCFE (free cash flow to equity holders) – прирост денежных потоков для акционеров;

r_e (adjusted return) – доходность собственного капитала с учетом финансовой синергии;

P (premium) – премия за контроль;

E (expenses) – издержки компании-покупателя в ходе сделки.

Стоит отметить, что автор рассчитывает чистый приведенный синергетический эффект, т.к. стоимость синергии за вычетом премии за контроль и издержек на сделку.

Прирост денежных потоков автор предлагает определять по формуле:

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex \pm \Delta L + \Delta Debt - \Delta I,$$

где *ΔFCFE* (free cash flow to equity holders) – прирост денежных потоков для акционеров;

ΔS (sales) – прирост выручки;

ΔC (costs) – экономия на расходах;

ΔT (tax) – экономия на налоге на прибыль;

¹ Ивашковская, И. В. Слияния и поглощения: ловушки роста [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская // Управление компанией. — 2004. — № 7. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml> (дата обращения: 13.03.2017).

² Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktusu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).

ΔNWC (net working capital) – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

$\Delta Capex$ (capital expenditure) – экономия на капиталовложениях;

ΔL (labor) – прирост доходов (+) или экономия на расходах (-) в результате проявления управленческой синергии;

$\Delta Debt$ – прирост чистого долга;

ΔI (investment) – инвестиции, направленные на реструктуризацию компаний.

Доходный метод, по мнению С. М. Ищенко, является наиболее объективным и информативным (помимо доходного автор рассматривает рыночный и затратный методы). Во-первых, он основан на предположении о том, что стоимость активов определяется будущими потоками прибыли. Во-вторых, с помощью доходного метода можно оценить каждый источник синергетического эффекта и денежные потоки от него, что позволяет получать более детализированную оценку синергии. Однако, недостатком метода является то, что точность оценки зависит от большого числа предположений. Кроме того, на практике оказывается проблематичным выделение синергетических эффектов отдельно друг от друга, т.е. они часто взаимозависимы¹.

Существенным недостатком подхода российских исследователей по сравнению с подходом зарубежных авторов является неполный учет финансовой синергии, которая может проявляться в снижении стоимости капитала объединенной компании: в отличие от подхода российских авторов, оценка синергии через стоимость компании позволяет учесть дополнительную ценность, создаваемую в результате снижения стоимости капитала, т.к. при данном подходе денежные потоки отдельных компаний, которые соединяются в один денежный поток в результате сделки, могут быть продисконтированы по новой ставке дисконтирования, равной новой средневзвешенной стоимости капитала компании, в то время как при использовании подхода российских авторов новая ставка дисконтирования используется только для нахождения приведенной стоимости возникающих экономий, а не денежных потоков объединенной компании. Кроме того, в рамках подхода российских авторов не может быть учтен новый темп роста объединенной компании. Иными словами, модели, предложенные П. Гоханом и А. Дамодараном, более полно позволяют оценить синергетический эффект в результате его влияния непосредственно на денежные потоки компаний, участвующих в сделке.

¹ Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktstu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).

Существуют и другие подходы к оценке синергетического эффекта. С. М. Ищенко в своем исследовании выделяет рыночный метод в качестве одного из методов оценки синергетического эффекта. Данный метод заключается в прогнозировании прироста стоимости акций участников сделки. При объявлении о предстоящей сделке М&А акции компании-покупателя обычно падают в цене в краткосрочном периоде по нескольким причинам. Во-первых, компания-покупатель обычно должна заплатить премию за сделку, т.е. заплатить больше за компанию цель, чем ее справедливая стоимость. Во-вторых, акционеры компании-покупателя могут негативно реагировать на объявление о сделке из-за большой неопределенности и высоких рисков, которые поставят под угрозу создание дополнительной ценности в ходе сделки. К таким факторам неопределенности и риска можно отнести проблемы с интеграцией компаний, снижающуюся производительность компаний из-за борьбы за управление компанией среди менеджмента, дополнительный долг компании-покупателя для оплаты сделки и другие. Что касается компании-цели, ее акции в среднем растут в цене в краткосрочном периоде по той же причине, по которой падают акции компании-покупателя: из-за премии, которая будет выплачена¹. Согласно исследованию компании BCG, акции компании-покупателя в среднем падают на 0,8%, а акции компании-цели растут на 14,7% (на семидневном окне, 3 дня до и 3 после сделки, период исследования – с 1990 г. по 2011 г.)². Тем не менее, в долгосрочном периоде при успешном объединении акции будут расти в цене из-за создания дополнительной ценности. Оценка синергии рыночным методом, по мнению автора, является проблематичной. Сложность заключается в прогнозировании изменения стоимости акций. Метод опирается на анализ схожих сделок, но найти максимально схожие М&А – очень сложная задача. Кроме того, в данном методе не определяются все источники синергии³.

Еще одним методом, используемым при оценке синергетического эффекта в сделках М&А, является затратный метод. Данный метод предполагает расчет увеличения стоимости активов компании. Однако, затратный метод позволяет учесть только

¹ Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).

² Riding the next wave in M&A [Электронный ресурс] // BCG. — 2011. — Режим доступа: <https://www.bcg.com/documents/file78141.pdf> (дата обращения: 01.04.2017).

³ Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).

операционную синергию, связанную непосредственно со стоимостью активов, в связи с чем дает заниженную оценку синергии¹.

Среди других подходов к оценке синергетического эффекта можно выделить подход, описанный А. А. Сокольским и являющимся уточнением метода Р. Мэтьюза. По мнению Р. Мэтьюза, возникновение синергетического эффекта происходит за счет двух источников: субаддитивности и супераддитивности. Субаддитивность заключается в снижении затрат объединенной компании. Супераддитивность выражается в росте выручки. Модель оценка синергетического эффекта, предложенная Р. Мэтьюзом, выглядит следующим образом²:

$$S_e = S_{super} + S_{sub},$$

где S_e – величина синергетического эффекта в стоимостном выражении;

S_{super} – величина эффекта супераддитивности в стоимостном выражении;

S_{sub} – величина эффекта субаддитивности в стоимостном выражении.

А. А. Сокольский предлагает расширенную модель оценки синергетического эффекта, уточняя методы оценки супераддитивного и субаддитивного эффекта. Эффект субаддитивности автор предлагает оценивать как изменение в размере коммерческих и управленческих расходов, а также как изменение в себестоимости продукции. Эффект супераддитивности автор оценивает как увеличение прибыли в результате принятия новых инвестиционных проектов объединенной компанией³.

Анализируя подход Сокольского, можно отметить несколько недостатков, несмотря на простоту данного подхода. Во-первых, автор не учитывает временную стоимость денежных потоков. Во-вторых, данный метод учитывает только некоторые эффекты, которые могут возникать в результате сделки M&A: так, метод не учитывает финансовые эффекты, связанные с корректировкой стоимости капитала.

В результате анализа описанных выше подходов к оценке синергетического эффекта можно сказать, что наиболее предпочтительным подходом является подход П. Гохана и А. Дамодарана, т.к. он позволяет наиболее полно оценить синергетический эффект по сравнению с другими проанализированными подходами.

¹ Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).

² Сокольский, А. А. Синергетический эффект в сделках слияний и поглощений / А. А. Сокольский // Финансовый журнал. — 2011. — № 4 (10). — С. 155.

³ Там же. — С. 156-157.

Выводы

Во второй главе данной работы были рассмотрены понятие, виды и формы синергетического эффекта, возникающего в сделках слияний и поглощений, а также проанализированы существующие методы оценки синергетического эффекта.

Существуют различные подходы к формулировке понятия синергетического эффекта. В рамках данной работы синергетический эффект может быть определен как результат интеграции компаний, проявляющийся в возникновении добавленной стоимости. Анализируя классификации синергетического эффекта, можно выделить два основных вида синергии, которые упоминаются большинством авторов: операционная и финансовая синергия. При этом операционная синергия может проявляться в увеличении доходов или уменьшении затрат объединенной компании.

Рассматривая подходы к оценке синергетического эффекта в сделках слияний и поглощений, можно отметить, что нет единого подхода среди зарубежных и российских авторов. Было выявлено, что среди зарубежных авторов наиболее распространенным является метод стоимостной оценки синергетического эффекта через оценку стоимости компаний: такого подхода придерживается П. Гохан, предлагая формулу оценки синергетического эффекта, а А. Дамодаран использует для оценки синергии алгоритм, основанный на оценке стоимости компаний до сделки сначала без учета, а затем с учетом синергии и дальнейшем вычислении синергетического эффекта. В работах российских авторов в основном рассматривается доходный подход оценки синергетического эффекта, при котором синергетический эффект равен приведенной суммарной стоимости возникающих в результате сделки экономий. Метод оценки зарубежных авторов, основанный на оценке стоимости компаний методом дисконтированных денежных потоков, дает более полную оценку синергетического эффекта, в связи с чем было принято решение использовать метод, предложенный А. Дамодараном, в практической части данной работы.

В следующей главе будет проанализирован и оценен количественно синергетический эффект, возникающий в сделке поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть», а также оценена экономическая целесообразность этой сделки в соответствии с полученными результатами оценки синергии.

ГЛАВА 3. ОЦЕНКА СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА В СДЕЛКЕ ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИИ «БАШНЕФТЬ» КОМПАНИЕЙ «РОСНЕФТЬ»

В практической части данной работы оценивается синергетический эффект в сделке поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть» для последующего вывода о экономической целесообразности данной сделки. Прежде чем приступать к оценке синергетического эффекта, необходимо рассмотреть детали сделки, а также характеристики компаний-участников сделки.

3.1. Описание обстоятельств и анализ сделки

12 октября 2016 г. компания «Роснефть» за 329 690 млн руб. приобрела 50,08% уставного капитала компании «Башнефть» - контрольный пакет, принадлежавший Российской Федерации в лице Росимущества. Данное решение было принято в соответствии с распоряжением Правительства РФ, подписанного Д. А. Медведевым 10 октября 2016 г. Таким образом, бюджет РФ пополнился на 329 690 млн руб., что позволило покрыть растущие бюджетные расходы, в частности на финансирование государственного оборонного заказа¹. Ранее Правительство планировало привлечь около 1 трлн рублей в российский бюджет: 300 млрд рублей от продажи контрольного пакета «Башнефти» и 700 млрд рублей от продажи доли «Роснефти». «Роснефть» не подавала заявку на покупку в Федеральную антимонопольную службу, т.к. сделка произошла по распоряжению Правительства РФ. Компания смогла предложить больше денег за контрольный пакет, чем ее единственный конкурент, который так и не был назван. Согласно независимой оценке по заказу Министерства экономического развития, стоимость приобретаемого пакета акций составляла от 297 до 315 млрд руб. Следовательно, «Роснефть» заплатила на 7,8% больше, чем средняя оценка стоимости пакета, при этом премия к рыночной цене на дату предложения «Роснефти» (30 сентября 2016 г.) составила 20,6%².

Интерес «Роснефти» к «Башнефти» возник не в 2016 г., а значительно раньше. В 2005 г. держателем блокирующего пакета акций «Башнефти» стала финансово-промышленная группа АФК «Система». Для руководителей «Системы» данная инвестиция была портфельной с перспективой продажи через несколько лет.

¹ Топалов, А. «Росбашнефть» [Электронный ресурс] / А. Топалов // Газета.ru. — 2016. — Режим доступа: <https://www.gazeta.ru/business/2016/10/06/10233485.shtml> (дата обращения: 18.04.2017).

² Калюков, Е. «Роснефть» закрыла сделку по покупке «Башнефти» [Электронный ресурс] / Е. Калюков, А. Махукова, Л. Подобедова // РБК. — 2016. — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/12/10/2016/57fe50029a7947a28afaf48c> (дата обращения: 18.04.2017).

Потенциальными претендентами на покупку активов «Башнефти» назывались компании «Роснефть» и «Газпром». В 2006 г. президент «Роснефти» С. М. Богданчиков допускал возможность приобретения «Башнефти», т.к. компания обладала НПЗ, способными производить качественные продукты. В июне 2013 г. появилась новая информация о заинтересованности компании «Роснефть» в приобретении «Башнефти». В августе 2013 г. «Система» объявила о планах продать «Башнефть» до конца года. Независимая нефтегазовая компания (ННК) называлась одним из главных претендентов на приобретение «Башнефти». Однако А. Л. Корсик, президент «Башнефти», опроверг эту информацию, сообщив, что владелец «Системы» В. П. Евтушенков не планирует продавать «Башнефть». Эти слова подтверждал президент «Системы» М. В. Шамолин. По его заявлению, «Система» планировала самостоятельно развивать «Башнефть» и, возможно, провести IPO к 2015 г. В марте 2014 г. «Башнефть» приобрела тюменскую нефтяную компанию «Бергнефтегаз», заплатив 1 млрд долл. США. В июле 2014 г. контрольный пакет акций «Башнефти», который находился у АФК «Системы», был арестован по решению Басманного суда Москвы в рамках уголовного дела о приватизации «Башнефти». Стоит отметить, что в сентябре 2014 г. И. И. Сечин заявил, что «Башнефть» - рискованный актив, в связи с чем компанией «Роснефть» никогда не рассматривалась возможность его приобретения. В октябре того же года 81,67% акций «Башнефти», принадлежавших к тому моменту АФК «Система», были истребованы в государственную собственность по решению Арбитражного суда Москвы. В мае 2016 г. компания была поставлена в очередь на приватизацию. В июле 2016 г. «ВТБ Капитал», выступающий правительственным консультантом, сделал «Роснефти» предложение о покупке контрольного пакета акций «Башнефти». Стоит отметить, что помимо «Роснефти» в приобретении компании были заинтересованы «ЛУКОЙЛ», «Руснефть», ННК, «Татнефть», «Татнефтегаз» и фонд «Энергия». По словам главы Министерства экономического развития А. В. Улюкаева, сделка должна была способствовать более выгодным условиям дальнейшей приватизации 19,5% самой «Роснефти»¹. Президент РФ В. Путин называл несколько причин решения по продаже «Башнефти» «Роснефти». Во-первых, «Роснефть» не является государственной компанией: это компания с государственным участием, имеющая в составе собственников крупного иностранного участника. Во-вторых, «Роснефть» предложила наибольшую сумму. В-третьих, в данной сделке ожидается значительный синергетический эффект, поэтому увеличившаяся в

¹ Калюков, Е. «Роснефть» закрыла сделку по покупке «Башнефти» [Электронный ресурс] / Е. Калюков, А. Махукова, Л. Подобедова // РБК. — 2016. — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/12/10/2016/57fe50029a7947a28afaf48c> (дата обращения: 18.04.2017).

результате сделки цена акций «Роснефти» приведет к благоприятным условиям дальнейшей продажи акций «Роснефти», запланированной на конец 2016 г.¹

Анализируя данную сделку, можно сказать, что это, прежде всего, поглощение, т.к. не образуется новой компании: «Роснефть» приобретает активы «Башнефти». По характеру интеграции данную сделку можно считать горизонтальным поглощением, т.к. «Башнефть» и «Роснефть» - вертикально-интегрированные нефтяные компании, являющиеся конкурентами, несмотря на значительную разницу в размерах активов. Данное поглощение национальное, т.к. оба участника сделки – российские компании. По способу объединения потенциала данную сделку можно классифицировать как объединение в рамках производственной корпорации. Можно сказать, что сделка является дружественной, т.к. держатель контрольного пакета акций (государство) само инициировало данную сделку.

3.2. Характеристика компаний-участников сделки

Компания «Башнефть»

Публичное акционерное общество «Акционерная нефтяная компания “Башнефть”» - российская вертикально-интегрированная нефтяная компания.

История компании началась в 1932 г., когда было открыто Ишимбайское нефтяное месторождение в Башкортостане. В 1935 г. был образован трест «Башнефть» с целью добычи нефти на Ишимбайском месторождении. В 1937 г. было открыто Туймазинское месторождение. В 1938 г. начал свою деятельность Уфимский нефтеперерабатывающий завод («УНПЗ»). В 1950-1954 гг. был также открыт ряд других месторождений (Шкаповское, Чекмагушевское, Манчаровское, Арланское). В 1951 г. нефтеперерабатывающий комплекс расширился с запуском НПЗ «Новоил». В 1956 г. запущен «Уфаоргсинтез». В 1957 г. начал свою работу НПЗ «Уфанефтехим». В 1995 г. ознаменовался учреждением «Акционерной нефтяной компании “Башнефть”». В 2009 г. у компании сменился собственник с государства на ОАО АФК «Система». В 2011 г. «Башнефть» получила лицензию на крупные месторождения им. Р. Третьякова и А. Титова в Тимано-Печорском нефтегазоносном регионе, планируя работу на этих месторождениях вместе с ОАО «Лукойл». В 2013 г. компания провела реорганизацию, став полноценной ВИНК, а также вступила в зарубежные проекты в Ираке и Мьянме. В 2014 г. компания вышла в Западно-Сибирский регион в результате приобретения ООО «Бурнефтегаз». В декабре 2014 г. по решению суда контрольный пакет акций «Башнефти» был передан

¹ Папченкова, М. «Роснефть» завершила покупку «Башнефти» [Электронный ресурс] / М. Папченкова // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/10/12/660659-putin-udivlen-pozitsiei-pravitelstva#/galleries/140737488892353/normal/11> (дата обращения: 18.04.2017).

государству. В июле 2015 г. часть компании (25% уставного капитала) была передана Республике Башкортостан¹.

Весь бизнес «Башнефти», как и многих других нефтяных компаний, можно разделить на два основных блока: Upstream и Downstream. Upstream включает в себя геологоразведку и добычу нефти. Downstream включает переработку и сбыт нефти, а также нефтепродуктов². Компания также осуществляет вспомогательную деятельность, к которой относятся услуги связи, автотранспортные услуги, производство тепловой энергии, передача электроэнергии и другие³.

В блоке Upstream компания представлена более чем в 20 регионах России, а также в Ираке и Мьянме. «Башнефть» обладает активами в трех крупных российских нефтегазоносных регионах: Волго-Уральском, Тимано-Печорском и Западно-Сибирском⁴. По состоянию на декабрь 2015 года компания обладала 253 лицензиями на разработку 194 месторождений. Большинство из месторождений расположено на территории Республики Башкортостан (182 месторождения), остальные находятся на территории других четырех регионов: Ханты-Мансийского автономного округа, Ненецкого автономного округа, Оренбургской области и Республики Татарстан. В промышленной эксплуатации находилось 180 месторождений⁵. Общие доказанные запасы нефти компании в 2015 г. составили 2 324 млн барр., показав прирост 7% по сравнению с 2014 годом. Коэффициент замещения доказанных запасов составил 202%, т.е. прирост запасов компании был в 2 раза больше добычи компании за год⁶. Помимо разведки российских месторождений, «Башнефть» занимается разведкой месторождений за рубежом. По состоянию на декабрь 2015 года компания обладала 70%-ной долей в проекте на блоке 12 в Ираке, а также 90% в проекте на блоке EP-4 в Мьянме⁷. В 2015 году объем добычи «Башнефти» составил 19,9 млн т, что на 11,9% больше показателя 2014 года⁸.

Переработку нефти, относящуюся к блоку Downstream, осуществляют три нефтеперерабатывающих завода (НПЗ): «Башнефть-Уфанефтехим», «Башнефть-УНПЗ»

¹ Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] / «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

² Bashneft: company profile [Электронный ресурс] // MarketLine. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

³ Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] / «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

⁴ Bashneft: company profile [Электронный ресурс] // MarketLine. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

⁵ Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] / «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

⁶ Bashneft: company profile [Электронный ресурс] // MarketLine. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

⁷ Там же.

⁸ Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] / «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

и «Башнефть-Новоил». Общие мощности по переработке нефти в 2015 году составили 23,2 млн т, при этом за год было переработано 19,1 млн т нефти. Компания является лидером в отрасли по глубине переработки нефти и выпуску светлых нефтепродуктов: в 2015 году эти показатели составили 85,8% и 68% соответственно. Средний показатель нефтяных компаний в РФ – 74% и 59% соответственно. Индекс Нельсона¹ также оказался самым высоким в отрасли, составив 9,1². Основную долю произведенной продукции в 2015 году составляли дизельное топливо (42%) и бензины (28%). Общий объем выпуска продукции сократился по сравнению с 2014 годом на 11,2% до 17,7 млн т, однако это сокращение было вызвано главным образом уменьшением объемов производства нефтепродуктов с низкой маржинальностью, мазута и вакуумного газойля. Объем выпуска основных светлых нефтепродуктов остался на том же уровне, что и в 2014 году. «Башнефть» также занимается развитием производства прочих нефтепродуктов, к которым относится авиационное и судовое топливо, а также смазочные масла³. Кроме нефтеперерабатывающих заводов, компания «Башнефть» обладает также нефтехимическими активами, среди которых «Уфаоргсинтез», «Туймазинское газоперерабатывающее предприятие» и «Шкаповское газоперерабатывающее предприятие»⁴. Компания продает добываемую нефть, производимые нефтепродукты и нефтехимическую продукцию за рубеж и на российском рынке. Основными направлениями экспорта нефти являются поставки в дальнее зарубежье через порт Новороссийск, в Венгрию, Словакию, а также в Республику Беларусь. В 2015 году компания экспортировала 6,7 млн т нефти. Поставки нефти на внутренний рынок составили 2,6 млн т. Основная часть нефтепродуктов, произведенных компанией, реализуется на внутреннем рынке (9,8 млн т). В 2015 году через оптовые каналы было реализовано 8,2 млн т, через розничные каналы - 1,6 млн т нефтепродуктов. Основными продуктами на территории России являлись высокооктановые бензины и дизельное топливо. На конец 2015 года компания обладала 566 собственными АЗС и 178 АЗС в рамках партнерской программы. Кроме внутренних поставок, нефтепродукты компании реализуются и за рубежом. В 2015 году 8,4 млн т нефтепродуктов было продано за границу (в страны СНГ, Восточной и Западной Европы, Китай). Реализация

¹ Индекс технологической сложности НПЗ; чем выше индекс, тем выше стоимость НПЗ и качество производимой на нем продукции.

² Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] / «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

³ Там же.

⁴ Там же.

нефтехимической продукции осуществляется в основном на внутреннем рынке России (64%)¹.

На конец 2015 года доля компании в общей добыче нефти в России составляла 4% (6-е место среди российских компаний), в переработке – 7% (4-е место среди российских компаний). Доля «Башнефти» во внутренних поставках бензина в России составила 12%, дизельного топлива – 6%. Кроме того, компания поставляла 5% всего экспорта нефтепродуктов².

Структура акционерного капитала компании «Башнефть» на конец 2015 г. представлена на рис. 4.

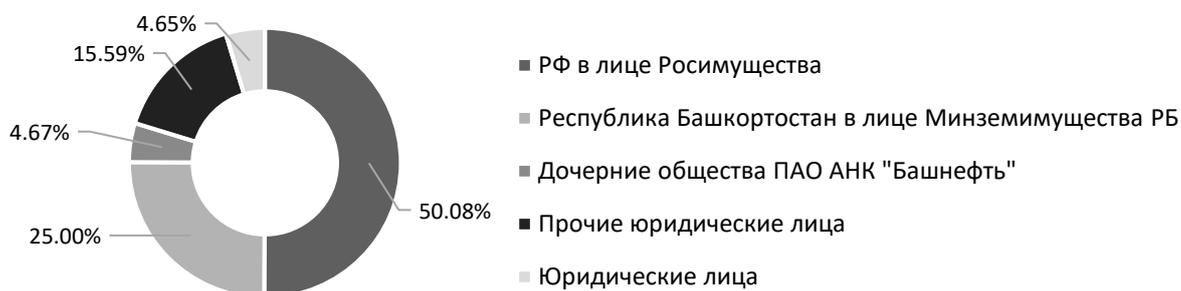


Рис. 4. Структура акционерного капитала компании «Башнефть» (конец 2015 г.)

Источник: Годовой отчет компании «Роснефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Роснефть». — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_file/a_report_2015.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

Компания «Роснефть»

Публичное акционерное общество «Нефтяная компания «Роснефть»» - российская вертикально-интегрированная нефтяная компания, лидер нефтяной отрасли в России и крупнейшая публичная нефтегазовая компания в мире³.

Компания «Роснефть» была образована в 1993 г. Компания получила от государства в управление более 250 различных предприятий и месторождений, которые были образованы и обнаружены еще в советский период. В период кризиса 1998 г. компания испытала серьезные финансовые и операционные трудности из-за высокой истощенности ресурсов и падения объемов продаж. В 2000 г. компания смогла добиться роста объемов добычи нефти. В 2002-2004 гг. компания увеличивала свои активы, приобретая лицензию на работу на Кайганско-Васюканском и Венинском участках,

¹ Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] / «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

² Там же.

³ «Роснефть» сегодня [Электронный ресурс] // «Роснефть». — Режим доступа: <https://www.rosneft.ru/about/Glance/> (дата обращения: 18.04.2017).

компанию «Северная нефть», Англо-Сибирскую нефтяную компанию с лицензией на Ванкорском месторождении. В 2004 г. Председателем Совета директоров компании стал И. И. Сечин. К 2005 г. компания занимала лидирующее положение в России по добыче нефти и газа. В 2006 г. состоялось IPO компании, в результате которого компания получила 10,7 млрд долл. Данное размещение оказалось крупнейшим среди российских компаний. К 2007 г. компания добывала более 20% нефти в России. В 2009 г. компания начала эксплуатировать крупнейшее в Восточной Сибири Ванкорское месторождение. В 2010 г. в «Роснефти» сменилась команда менеджмента, после чего были запущены новые проекты в сфере переработки (нефтехимическое предприятие на Дальнем Востоке и Тяньцзинский НПЗ в Китае), а также получены лицензии на разработку перспективных участков (в т.ч. на арктическом шельфе РФ). Компания также приобрела доли в четырех НПЗ в Германии. В 2012 г. президентом компании назначен И. И. Сечин. Также в 2012 г. было достигнуто соглашение по приобретению 100% нефтяной компании ТНК-ВР. Компания «Роснефть» подписала ряд соглашений с крупными международными энергетическими компаниями (ExxonMobil, Statoil, Eni) по совместной деятельности на месторождениях. В 2014 г. компания продолжала расширять деятельность. Было открыто месторождение «Победа» в Карском море, разведанные запасы которого достигают запасов Саудовской Аравии. Кроме того, компания увеличивала присутствие в Азиатско-Тихоокеанском регионе¹.

Компания «Роснефть» занимается поиском и разведкой месторождений углеводородов, их добычей, переработкой и реализацией на территории России и за рубежом. «Роснефть» является стратегическим предприятием России².

Компания ведет деятельность в 23 странах, среди которых Россия, Венесуэла, Канада, США, Норвегия, Германия и другие страны. В России деятельность компании распространяется на все нефтегазоносные регионы, включая шельф, в т. ч. арктический. Компания является лидером нефтепереработки в России, обладая 10 крупными НПЗ. Компания реализует продукцию в 59 регионах России, а также в странах ближнего зарубежья³.

Компания «Роснефть» добывает около 40% нефти от общего объема добычи в России и более 5% от объема добычи в мире, являясь крупнейшей в мире компанией по запасам и добыче нефти и газа среди публичных компаний. В 2015 г. показатель добычи

¹ История Компании [Электронный ресурс] // «Роснефть». — Режим доступа: <https://www.rosneft.ru/about/history/> (дата обращения: 18.04.2017).

² «Роснефть» сегодня [Электронный ресурс] // «Роснефть». — Режим доступа: <https://www.rosneft.ru/about/Glance/> (дата обращения: 18.04.2017).

³ Там же.

составил 254 млн т нефтяного эквивалента (н. э.), из них 202,8 млн т – нефть и жидкие углеводороды. Коэффициент замещения запасов «Роснефти» составил 168%.¹.

«Роснефть» также обладает наибольшим объемом переработки нефти среди российских компаний. В 2015 году «Роснефть» перерабатывала 30% от общего объема переработки нефти в России. Показатель переработки нефти составил 84,7 млн т. Выход светлых нефтепродуктов составил 55,3%, глубина переработки – 66,5%. Компания также производит нефтехимическую продукцию «Ангарском заводе полимеров» и предприятии «Новокуйбышевская нефтехимическая компания». «Роснефть» занимается также производством масел на 5 производственных площадках. Компания перерабатывает природный газ на 2 заводах в Самарской области².

«Роснефть» является крупнейшим экспортером нефти в России, осуществляя экспорт в Европу, СНГ, страны Азиатско-Тихоокеанского региона. Доля компании на оптовом рынке автомобильных бензинов в 2015 г. составила 27%, на рынке дизельного топлива – 30%. Компания обладает крупнейшей сетью АЗС на территории России (2 363 АЗС), осуществляя продажу на территории всех федеральных округов. Компания также экспортирует нефтепродукты за границу³.

Структура акционерного капитала компании «Роснефть» на конец 2015 г. представлена на рисунке 5.

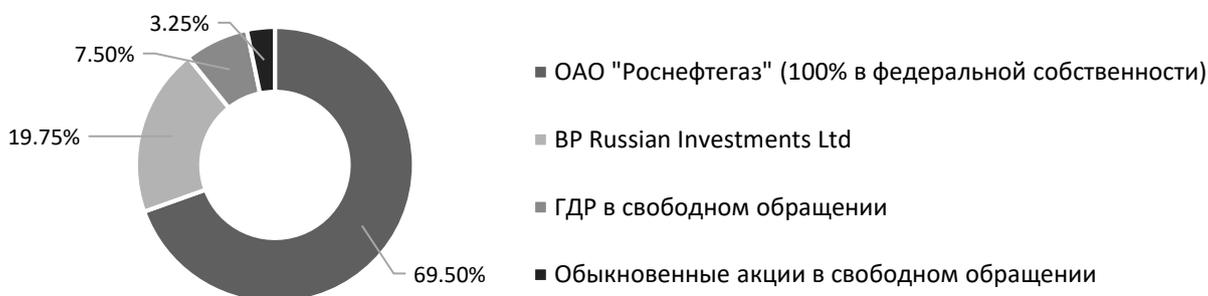


Рис. 5. Структура акционерного капитала компании «Роснефть» (конец 2015 г.)

Источник: Годовой отчет компании «Роснефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Роснефть». — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_file/a_report_2015.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

¹ «Роснефть» сегодня [Электронный ресурс] // «Роснефть». — Режим доступа: <https://www.rosneft.ru/about/Glance/> (дата обращения: 18.04.2017).

² Там же.

³ Годовой отчет компании «Роснефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Роснефть». — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_file/a_report_2015.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

3.3. Оценка синергетического эффекта

В рамках данной работы было решено оценить синергетический эффект в сделке поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть» через стоимость компаний, т.к. данный метод наиболее полно позволяет учесть все источники синергии.

Для оценки синергетического эффекта через стоимость компаний необходимо сначала оценить справедливые стоимости компаний «Башнефть» и «Роснефть» по отдельности до заключения сделки. «Роснефть» приобрела «Башнефть» в октябре 2016 года, поэтому последние доступные годовые отчеты на момент сделки – за 2015 финансовый год, который заканчивается 31 декабря как у «Башнефти», так и у «Роснефти». Соответственно, следует оценивать стоимость компаний на конец 2015 (т.е. начало 2016) года.

Для оценки компаний будем использовать метод дисконтированных денежных потоков.

Оценка компании «Башнефть» до сделки

Исходные данные

За основу финансовой модели оценки компании «Башнефть» были приняты данные из финансовых и годовых отчетов за 2011-2015 гг.

Прогнозный период

Для оценки методом дисконтирования денежных потоков необходимо в первую очередь определить длительность прогнозного периода. В сентябре 2015 года Совет директоров компании утвердил обновленную стратегию на период 2015-2020 гг. Данная стратегия определила ряд стратегических целей, которые компания планирует выполнить к 2020 году. Позднее, в сентябре 2016 года, за месяц до совершения сделки с «Роснефтью», компания обновила свою стратегию, представив видение развития компании до 2030 года, однако еще не опубликовала целевые показатели, которых планирует достичь¹. В связи с этим прогнозный период был принят равным 5 годам (с 2016 по 2020 г.), при этом были приняты во внимание обновленные ключевые показатели.

Прогноз денежных потоков

Прогноз выручки

Для прогнозирования денежных потоков необходимо, в первую очередь, спрогнозировать выручку компании.

¹ Фадеева, А. Добыча «Башнефти» через 15 лет должны вырасти почти в 2 раза [Электронный ресурс] / А. Фадеева // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/06/655803-dobicha-bashnefti> (дата обращения: 21.04.2017).

Всю выручку компании «Башнефть» можно разделить на 3 категории в зависимости от источников: выручка от реализации нефти, выручка от реализации нефтепродуктов и прочая выручка. Выручку от реализации нефти и нефтепродуктов можно в прогнозном периоде можно вычислить, спрогнозировав объемы реализации соответствующих категорий продуктов и цены их реализации. Что касается прочей выручки, представляющей небольшую долю в общем объеме выручки, ее можно спрогнозировать на основании исторических значений прочей выручки.

Для прогнозирования цен на нефть и нефтепродукты в прогнозном периоде были рассчитаны ежегодные цены реализации нефти и нефтепродуктов компании «Башнефть» с 2011 по 2015 гг. путем деления выручки от продажи соответствующей категории на объем реализации данной категории. Ввиду волатильности цен на нефть было решено использовать внешние источники информации для прогнозирования. С помощью ежегодных исторических цен нефти Urals, выраженных в рублях по курсу соответствующего года, была также рассчитана «скидка» - средняя разница между расчетной ценой на нефть в рублях и ценой реализации нефти «Башнефти» за период 2011-2015 гг. Прогноз цен на нефть соответствует базовому сценарию Министерства экономического развития, в котором прогнозируются цены на нефть до 2018 г.¹. В 2019 и 2020 гг. цены на нефть прогнозировались в соответствии со средним темпом прироста в 2017 и 2018 гг. Прогноз курса доллара США также взят из базового сценария Министерства экономического развития до 2018 г.², а в 2019 и 2020 г. прогнозировался аналогично ценам на нефть. Прогноз курса доллара США представлен в приложении 1 (рис. 1). После расчета цен нефти в рублях в прогнозный период из данных цен вычиталась «скидка», рассчитанная ранее, в результате чего получался прогноз цены реализации нефти компанией. Что касается цен на нефтепродукты, они росли ежегодно с 2011 по 2015 г.: среднегодовой прирост составил 5,04%. Данный показатель был использован для прогнозирования цен в 2016-2020 гг. Прогноз цен на нефть и нефтепродукты компании «Башнефть» представлен в приложении 1 (рис. 2).

Компания «Башнефть» добывает, закупает и перерабатывает сырую нефть. Объем реализации сырой нефти равен суммарному объему добычи и закупки нефти за вычетом объема перерабатываемой нефти и объема нефти, используемой в собственном

¹ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2016-2018 годы [Электронный ресурс] // Министерство экономического развития РФ. — 2015. — Режим доступа: <http://economy.gov.ru/minrec/about/structure/depmacro/20151026> (дата обращения: 21.04.2017).

² Минэкономразвития улучшило прогноз по инфляции и курсу рубля на 2016 год [Электронный ресурс] // Интерфакс. — 2015. — Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/471914> (дата обращения: 21.04.2017).

производстве. Соответственно, необходимо спрогнозировать объем добычи и закупок нефти, а также объем переработки и использования нефти в собственном производстве.

Согласно стратегии компании, к 2030 г. планируется увеличение добычи до уровня 35 млн т¹. Исходя из данной информации был рассчитан ежегодный темп прироста добычи, составивший 3,84%. Объем закупок нефти с 2011 по 2015 гг. не следовал определенному тренду, в связи с чем было принято решение принять среднее арифметическое объемов закупок за 2011-2015 гг. в качестве ежегодного объема закупок с 2016 по 2020 гг. Что касается объема переработки нефти, показатель 2020 г., согласно стратегии компании, составит 18,3 млн т в год, что связано с наращиванием добычи нефти: т.к. маржинальность переработки нефти снижается, компании выгодно добывать и экспортировать больше сырой нефти². В соответствии с данной информацией в финансовую модель было заложено равномерное снижение ежегодного объема переработки нефти с 19,1 млн т в 2015 г. до целевого уровня 18,3 млн т в 2020 г. Прогноз объемов добычи, закупки и переработки нефти «Башнефти» представлен в приложении 1 (рис. 3). Объем использования нефти в собственном производстве с 2011 по 2015 гг. не следовал определенному тренду, поэтому прогнозное значение в 2016-2020 гг. было установлено на уровне среднего за 2011-2015 гг. Прогноз объемов использования нефти для производства представлен в приложении 1 (рис. 4).

Объем реализации нефтепродуктов прогнозировался как средняя годовая доля объема реализации в объеме переработки за 2011-2015 гг. Прогнозные объемы реализации нефти и нефтепродуктов компании «Башнефть» представлены в приложении 1 (рис. 4).

В результате описанных выше вычислений были спрогнозированы цены на нефть и нефтепродукты и объемы реализации данных категорий продукции, после чего была найдена ежегодная выручка в 2016-2020 гг. по категориям. Прочая выручка постепенно снижалась как в абсолютном, так и в процентном выражении по отношению к общей выручке с 2012 по 2015 гг. (с 2,45% до 0,74%). Выручка в прогнозном периоде была принята равной показателю 2015 г., при этом ее доля в общей выручке снизилась до 0,5% в 2020 г. Прогноз выручки представлен в приложении 1 (рис. 5).

Далее необходимо спрогнозировать операционные затраты компании.

Прогноз операционных затрат

В отчете о прибылях и убытках компании выделены следующие статьи операционных затрат: экспортные пошлины и акцизы; стоимость приобретенных нефти,

¹ Фадеева, А. Добыча «Башнефти» через 15 лет должны вырасти почти в 2 раза [Электронный ресурс] / А. Фадеева // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/06/655803-dobicha-bashnefti> (дата обращения: 21.04.2017).

² Там же.

газа и нефтепродуктов; налоги, за исключением налога на прибыль; производственные и операционные расходы; транспортные расходы; амортизация; коммерческие, общехозяйственные и административные расходы; прочие операционные расходы. Данные статьи прогнозировались как процент от выручки.

При прогнозировании экспортных пошлин и акцизов, а также налогов (за исключением налога на прибыль), значительную часть которых составляет налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ), было учтено влияние так называемого налогового маневра - снижения экспортных пошлин на сырую нефть и нефтепродукты при одновременном повышении ставки НДПИ. Соответствующий закон был подписан в ноябре 2014 г. В рамках налогового маневра в 2015-2017 гг. предусмотрено сокращение таможенных пошлин на нефть и нефтепродукты (в 1,7-5 раз), а также снижения ставок акциза на нефтепродукты¹. При этом ставки НДПИ в 2015 г. должны были составить 766 рублей за тонну (в 2014 г. ставка была равна 493 рубля за тонну), в 2016 – 857 рублей за тонну, в 2017 – 919 рублей за тонну². Данные изменения были учтены в финансовой модели: процентное соотношение экспортных пошлин и акцизов к выручке было уменьшено с 2015 по 2017 гг. пропорционально сокращению таможенных пошлин, а налоги (за исключением налога на прибыль) были увеличены с 2015 по 2017 гг. пропорционально увеличению ставок НДПИ. С 2018 по 2020 гг. процентное соотношение оставалось на уровне 2017 г.

Доля стоимости приобретенных нефти, газа и нефтепродуктов устойчиво снижалась с 2011 по 2015 гг., поэтому было принято решение рассчитать средний темп прироста за этот период и прогнозировать изменение доли данной статьи затрат с его учетом. Доля производственных и операционных расходов, транспортных расходов, коммерческих, общехозяйственных и административных расходов, а также прочих операционных расходов не показывала определенного тренда, поэтому в прогнозном периоде ее значение принималось за среднее за период 2011-2015 гг. Амортизация в 2016-2020 гг. прогнозировалась на уровне доли 2015 г., что связано с прогнозом капитальных затрат, описанным ниже.

Прогноз операционных затрат компании «Башнефть» представлен в приложении 1 (рис. 6).

Вычисление операционной прибыли за вычетом налога на прибыль

¹ Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

² «Налоговый маневр»: основные параметры и оценка последствий [Электронный ресурс] // ЕУ. — 2014. — Режим доступа: <http://www.eu.com/ru/ru/services/tax/eu-oil-and-gas-tax-alert-december-2014> (дата обращения: 21.04.2017).

Основываясь на описанных выше расчетах выручки и операционных затрат, была рассчитана операционная прибыль с 2016 по 2020 гг., которая затем была скорректирована на налог на прибыль 20%.

Прогноз изменения оборотного капитала

Для прогнозирования изменения оборотного капитала сначала были спрогнозированы дебиторская задолженность, запасы и кредиторская задолженность. Для прогнозирования элементов оборотного капитала использовался средний процент от выручки за 2011-2015 гг. После этого были найдены соответствующие абсолютные значения отдельных элементов, всего оборотного капитала и посчитаны ежегодные изменения. Прогноз изменения оборотного капитала представлен в приложении 1 (рис. 7).

Прогноз капитальных затрат

Капитальные затраты прогнозировались исходя из планов компании: с 2016 по 2020 гг. «Башнефть» планировала инвестировать около 400 млрд рублей: 64% средств планировалось направить на разведку и добычу, 26% - на переработку сырой нефти, 7% - на нефтехимическое производство и 3% - на сбытовую сеть¹. Доля капитальных затрат в выручке в прогнозном периоде была принята на уровне 2015 г. (10,09%), в результате чего общая сумма номинальных капитальных затрат за прогнозный период оказалась равно около 400 млрд рублей. Прогноз капитальных затрат представлен в приложении 1 (рис. 8).

Прогноз свободного денежного потока

Приняв во внимание все вышеперечисленные допущения и расчеты, были рассчитаны свободные денежные потоки с 2016 по 2020 гг. Использовалась следующая формула для расчета свободного денежного потока (FCF):

$$FCF = \text{Операционная прибыль} * (1 - \text{Ставка налога на прибыль}) + \text{Амортизация} - \\ - \text{Капитальные затраты} - \text{Изменение оборотного капитала}$$

Ставка дисконтирования

Чтобы найти дисконтированные свободные денежные потоки, необходимо рассчитать средневзвешенную стоимость капитала (WACC) по следующей формуле:

$$WACC = k_D * \frac{D}{V} * (1 - T) + k_E * \frac{E}{V},$$

где WACC (weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость капитала;

D – величина заемного капитала компании;

E – величина собственного капитала компании;

V – сумма величин заемного и собственного капитала компании ($V=D+E$);

¹ Фадеева, А. Добыча «Башнефти» через 15 лет должны вырасти почти в 2 раза [Электронный ресурс] / А. Фадеева // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/06/655803-dobicha-bashnefti> (дата обращения: 21.04.2017).

k_D – стоимость заемного капитала;

k_E – стоимость собственного капитала;

T – ставка налога на прибыль.

Оценка стоимости собственного капитала

Собственный капитал компании «Башнефть» состоит из обыкновенных и привилегированных акций.

Стоимость собственного капитала (k_E) была рассчитана как средневзвешенная стоимость обыкновенных и привилегированных акций компании, выраженная в процентах.

Стоимость обыкновенных акций компании рассчитывалась по модели CAPM:

$$k_E = k_{rf} + \beta_{\text{компания}} * (k_m - k_{rf}),$$

где k_E – стоимость обыкновенных акций;

k_{rf} – безрисковая ставка;

$\beta_{\text{компания}}$ – бета-коэффициент компании;

$(k_m - k_{rf})$ – премия за риск.

За безрисковую ставку была принята доходность по государственным облигациям РФ сроком на 5 лет (период прогноза). На конец декабря 2015 г. ставка была равна 9,76%¹.

Для оценки бета-коэффициента использовалась цена обыкновенных акций компании с ноября 2011 по декабрь 2015 г. В качестве рыночного индекса был взят индекс ММВБ. Были рассчитаны доходности акций компании и рыночного индекса, а затем вычислен бета-коэффициент обыкновенных акций компании ($\beta_{\text{компания}}$) по следующей формуле:

$$\beta_{\text{компания}} = \frac{\text{cor}(r_{\text{рынка}}, r_{\text{компания}}) * \sigma_{\text{компания}}}{\sigma_{\text{рынка}}},$$

где $\beta_{\text{компания}}$ – бета-коэффициент обыкновенных акций компании;

$\text{cor}(r_{\text{рынка}}, r_{\text{компания}})$ – коэффициент корреляции доходностей акций компании и доходности рынка;

$\sigma_{\text{компания}}$ – стандартное отклонение доходностей акций компании (мера волатильности);

$\sigma_{\text{рынка}}$ – стандартное отклонение доходностей рынка (мера волатильности).

В результате был получен бета-коэффициент обыкновенных акций компании, равный 0,78.

¹ Ставки рынка ГКО-ОФЗ [Электронный ресурс] // Conomy. — Режим доступа: <https://www.conomy.ru/stavki-gko-old> (дата обращения: 21.04.2017).

В качестве премии за риск использовалась рыночная премия, рассчитанная А. Дамодараном. Долларовая премия за риск на конец 2015 г. составляла 8,6%¹. Данная рыночная премия была скорректирована на разницу в ставках ожидаемой инфляции в США и России по следующей формуле:

$$P_{\text{руб.}} = (1 + P_{\text{долл.}}) * \frac{1 + i_{\text{РФ}}}{1 + i_{\text{США}}},$$

где $P_{\text{руб.}}$ – рыночная премия в рублях;

$P_{\text{долл.}}$ – рыночная премия в долларах;

$i_{\text{РФ}}$ – ожидаемый уровень инфляции в России;

$i_{\text{США}}$ – ожидаемый уровень инфляции в США.

Ожидаемый уровень инфляции в России в 2016 г. составлял 5,5%². Ожидаемый уровень инфляции в США составлял 1,7%³. Рыночная премия за риск в рублях оказалась равной 12,66%.

В результате вычислений стоимость обыкновенных акций компании получилась равной 18,59%.

Стоимость привилегированных акций компании, выраженная в процентах, рассчитывалась как отношение дивиденда 2015 г. к цене акции, в результате чего получилось значение, равное 12,3%.

Средневзвешенная стоимость собственного капитала компании «Башнефть» составила 17,78%.

Величина собственного капитала, выраженная рыночной капитализацией, на конец декабря 2015 г. была равна 330 млрд рублей. Собственный капитал компании состоял из 144 млн обыкновенных акций с рыночной стоимостью 1 988 рублей каждая и 25 млн привилегированных акций с рыночной стоимостью 1 715 рублей каждая.

Оценка стоимости заемного капитала

В качестве стоимости заемного капитала была принята средневзвешенная стоимость заемных средств компании по краткосрочным и долгосрочным кредитам и займам. Посленалоговая стоимость заемного капитала составила 8,32%⁴. В общую

¹ Damodaran, A. Country Risk: determinants, measures and implications [Электронный ресурс] / A. Damodaran. — 2016. — Режим доступа: <http://aswathdamodaran.blogspot.ru/2016/01/january-2016-data-update-3-country-risk.html> (дата обращения: 19.04.2017).

² Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов [Электронный ресурс] // Банк России. — 2015. — Режим доступа: [https://www.cbr.ru/publ/ondkr/on_2017\(2018-2019\).pdf](https://www.cbr.ru/publ/ondkr/on_2017(2018-2019).pdf) (дата обращения: 19.04.2017).

³ Прогноз ФРС на 2016-2017 г.г. по темпам роста ВВП США немного ухудшен, прогнозы по инфляции и уровню безработицы понижены [Электронный ресурс]. Mfd.ru. — 2015. — Режим доступа: <http://mfd.ru/news/view/?id=2042044> (дата обращения: 19.04.2017).

⁴ Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Башнефть». — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

величину заемного капитала были включены краткосрочные обязательства, т.к. они составляли 17% долгосрочных обязательств. Общая величина краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов компании составляла 136 млрд рублей.

Расчет WACC

В результате средневзвешенная стоимость капитала компании получилась равной 15,02%. Данная стоимость использовалась в качестве ставки дисконтирования для расчета стоимости компании. Предполагалась неизменная структура капитала в прогнозном, а также постпрогнозном периоде, т.к. стратегия компании подразумевает поддержание стабильного уровня долговых обязательств.

Данные, использованные для расчета ставки дисконтирования, представлены в приложении 1 (рис. 9).

Вычисление стоимости компании

Для расчета стоимости компании, в первую очередь, были продисконтированы спрогнозированные свободные денежные потоки с 2016 по 2020 гг. Приведенная стоимость этих потоков составила 401 525 млн рублей.

Для оценки терминальной стоимости (TV) компании использовалась модель Гордона:

$$TV = \frac{CF_t * (1 + g)}{WACC - g},$$

где TV – терминальная стоимость компании;

CF_{t+1} – денежный поток в последний год прогнозного периода (в данном случае t=2020);

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

g – темп роста свободных денежных потоков в постпрогнозном периоде.

Аналитики инвестиционной компании «Велес Капитал» прогнозировали рост свободных денежных потоков в постпрогнозном периоде, равный 3%¹. Данный показатель использовался при расчете терминальной стоимости компании.

В результате вычислений приведенная терминальная стоимость компании «Башнефть» составила 330 605 млн рублей.

Стоимость компании составила **732 130 млн руб.** После вычитания из стоимости компании чистого долга (т.е. суммы заемных средств за вычетом денежных средств), стоимости привилегированных акций и неконтролирующих долей владений получается оценка стоимости оценка суммарной стоимости обыкновенных акций компании, равная **577 110 млн руб.**

¹ Башнефть: в ожидании приватизации [Электронный ресурс] // Велес Капитал. — 2016. — Режим доступа: https://vlscdn.blob.core.windows.net/uploadedfiles/Analytics%2FVC_BANE_MAR_2016.pdf (дата обращения: 19.04.2017).

Расчет дисконтированных денежных потоков, стоимости компании и ее обыкновенных акций представлены в приложении 1 (рис. 10).

Оценка компании «Роснефть» до сделки

Исходные данные

В качестве исходных для оценки стоимости компании «Роснефть» были приняты данные из финансовых и годовых отчетов компании за 2013-2015 гг. Решение сократить период, на котором рассматриваются исторические данные, и не включать 2011 и 2012 гг. связано с тем, что в 2013 г. компания «Роснефть» приобрела 100% акций крупной российской нефтяной компании ТНК-ВР¹, в результате чего значительно изменились производственные и финансовые показатели «Роснефти».

Прогнозный период

Длительность прогнозного периода для расчета стоимости компании была выбрана равной длительности прогнозного периода при оценке компании «Башнефть» по двум причинам. Во-первых, одинаковый прогнозный период при оценке компаний значительно упрощает дальнейшую оценку объединенной компании с учетом возникающих синергетических эффектов. Во-вторых, в годовом отчете компании «Роснефть» указан ряд основных операционных показателей, которых компания планирует достигнуть к 2020 г.² Таким образом, прогнозный период равен 5 годам (с 2016 по 2020 гг.).

Прогноз денежных потоков

Прогноз выручки

Выручка компании «Роснефть» делится на 4 категории в зависимости от источников: выручка от реализации нефти, выручка от реализации нефтепродуктов и нефтехимии, выручка от реализации природного газа и прочая выручка. Так же, как и в случае с компанией «Башнефть», выручка от реализации нефти, нефтепродуктов и нефтехимии, а также природного газа может быть рассчитана в результате прогнозирования объемов и цен реализации категорий продуктов. Прочая выручка, занимающая небольшую долю в общей выручке компании (до 2%), может быть спрогнозирована с учетом исторических значений.

Цены реализации нефти компанией «Роснефть» прогнозировались описанным ранее способом аналогично ценам реализации нефти компании «Башнефть». Цены реализации нефтепродуктов, нефтехимии и природного газа «Роснефти»

¹ Тодорова, М. Два мира — одна сделка: чем покупка «Роснефтью» ТНК-ВР обернулась для всех заинтересованных лиц [Электронный ресурс] // Forbes. — Режим доступа: <http://www.forbes.ru/kompanii/resursy/318063-dva-mira-odna-sdelka-chem-pokupka-rosneftyu-tnk-vr-obernulas-dlya-vsekh-zain> (дата обращения: 19.04.2017).

² Годовой отчет компании «Роснефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Роснефть». — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_file/a_report_2015.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

прогнозировалось аналогично ценам реализации нефтепродуктов компании «Башнефть». Прогноз курса доллара США представлен в приложении 2 (рис. 11). Прогноз цен на нефть, нефтепродукты и газ компании «Роснефть» представлен в приложении 2 (рис. 12).

Объем реализации сырой нефти компании «Роснефть» рассчитывается так же, как для компании «Башнефть». Для расчета необходимы прогнозные значения объемов добычи, закупок, объема переработки и использования нефти в собственном производстве. Объем реализации нефтепродуктов и нефтехимии может быть рассчитан как процент от объема переработки. Объем реализации природного газа рассчитывается как доля от добычи, поэтому необходимо также спрогнозировать объем добычи природного газа.

Согласно стратегии компании, к 2020 г. планируется нарастить добычу углеводородов до 300 млн т, при этом планируемый уровень добычи природного газа к тому же году составляет 100 млрд куб. м¹. Исходя из данной информации, можно найти планируемый объем добычи нефти компаний, вычитая из общей планируемой добычи углеводородов величину добычи природного газа, выраженную в тоннах с помощью коэффициента перевода 0,9 (1 млрд куб. м = 0,9 млн т при переводе объема природного газа в объем нефти). Объем добычи нефти в 2020 г. составит 210 млн т. При равномерном росте объема добычи нефти с 202,8 млн т в 2015 г. до 210 млн т. в 2020 г. предусматривается средний ежегодный прирост на 0,7%. Объем добычи также равномерно растет с показателя 62,5 млрд куб. м в 2015 г. до 100 млрд куб. м в 2020 г., ежегодно прирастая в среднем на 9,33%. Объем закупок в 2013-2015 гг. увеличивался: средний годовой прирост составил 8,52%. Данный прирост был принят в качестве прогнозного ежегодного прироста с 2016 по 2020 гг. Показатель объема переработки нефти прогнозировался как процент от добычи и закупки. Показатель не следовал определенному тренду в 2013-2015 гг., поэтому было принято решение взять среднее значение доли за 2013-2015 гг. в качестве прогнозного ежегодного процента объема добычи и закупки нефти. Прогноз объемов добычи, закупки и переработки нефти и газа «Роснефти» представлен в приложении 2 (рис. 13). Объем использования нефти в собственном производстве изменялся в 2013-2015 гг. незначительно, в связи с чем прогнозный объем был принят равным среднему значению за данный период. Прогноз объемов использования нефти для производства представлен в приложении 2 (рис. 14).

Объемы реализации нефтепродуктов прогнозировались с использованием среднего процента ежегодных объемов реализации данной категории продуктов в

¹ Годовой отчет компании «Роснефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Роснефть». — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_file/a_report_2015.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

соответствующих объемах переработки за 2013-2015 гг. Прогноз объемов реализации природного газа был основан на средней доле объемов реализации в соответствующих объемах добычи с 2013 по 2015 гг. Прогнозные объемы реализации нефти, нефтепродуктов и газа компании «Роснефть» представлены в приложении 2 (рис. 14).

В результате были спрогнозированы объемы и цены реализации отдельных категорий продуктов, а затем вычислена прогнозная выручка по каждой категории. Прочая выручка была принята равной среднему значению за 2013-2015 гг., т.к. она не следовала определенному тренду. Прогноз выручки представлен в приложении 2 (рис. 15).

После прогнозирования выручки необходимо спрогнозировать операционные затраты «Роснефти».

Прогноз операционных затрат

В отчете о прибылях и убытках компании выделены следующие статьи операционных затрат: производственные и операционные расходы; стоимость приобретенной нефти, нефтепродуктов и услуг по переработке; общехозяйственные и административные расходы; тарифы за пользование нефтепроводом и расходы на транспортировку; затраты, связанные с разведкой запасов нефти и газа; износ, истощение и амортизация; налоги, за исключением налога на прибыль; экспортные пошлины. Данные статьи прогнозировались на основании их долей от выручки.

При прогнозировании экспортных пошлин и налогов (за исключением налога на прибыль) учитывался описанный ранее при прогнозировании операционных затрат «Башнефти» эффект, связанный с налоговым маневром.

Доля производственных и операционных расходов, а также тарифов за пользование нефтепроводом и расходов на транспортировку устойчиво росла в 2013-2015 гг. Стратегия компании на 2016-2020 гг. предусматривает контроль и снижение затрат, поэтому доля данных затрат была зафиксирована на уровне 2015 г. Таким образом, предполагается, что затраты будут расти в абсолютном выражении за счет роста выручки, но их доля в выручке будет оставаться неизменной.

Доли общехозяйственных и административных расходов, а также стоимости приобретенной нефти, газа, нефтепродуктов и услуг по переработке не показывали определенного тренда в 2013-2015 гг., поэтому было решено прогнозировать доли как средние за 2013-2015 гг.

Доля затрат в выручке, связанных с разведкой запасов, устойчиво снижалась, а доля амортизации в выручке увеличивалась, в связи с чем было решено прогнозировать изменение доли на основе среднего темпа прироста за 2013-2015 гг.

Прогноз операционных затрат компании «Роснефть» представлен в приложении 2 (рис. 16).

Вычисление операционной прибыли за вычетом налога на прибыль

После расчета выручки и операционных затрат компании была рассчитана и скорректирована на налог на прибыль, равный 20%, операционная прибыль.

Прогноз изменения оборотного капитала

Оборотный капитал прогнозировался аналогично прогнозу для компании «Башнефть». Прогноз изменения оборотного капитала представлен в приложении 2 (рис. 17).

Прогноз капитальных затрат

Капитальные затраты с 2016 по 2020 гг. прогнозировались как доля от выручки. Была рассчитана средняя доля с 2013 по 2015 гг., т.к. изменение доли не следовало определенному тренду, а затем данная средняя доля была принята за основу прогноза, после чего были рассчитаны абсолютные значения капитальных затрат компании. Прогноз капитальных затрат представлен в приложении 2 (рис. 18).

Прогноз свободного денежного потока

Далее был рассчитан свободный денежный поток аналогично расчету для компании «Роснефть».

Ставка дисконтирования

Оценка стоимости собственного капитала

Собственный капитал компании состоит из обыкновенных акций. Стоимость собственного капитала компании рассчитывалась по модели CAPM.

Безрисковая ставка и премия за риск – такие же, как при расчете собственного капитала «Башнефти» (9,76% и 12,66% соответственно).

Бета-коэффициент был оценен по аналогии с оценкой бета-коэффициента «Башнефти». Он оказался равным 0,84.

Стоимость собственного капитала компании получилась равной 19,31%.

Рыночная капитализация компании на конец декабря 2015 г. составляла 2 684 млрд рублей. Собственный капитал состоял из 10,6 млрд обыкновенных акций рыночной стоимостью 253,25 рублей каждая.

Оценка стоимости заемного капитала

Средневзвешенная стоимость заемных средств была взята из годового отчета компании за 2015 г. Посленалоговая стоимость составила 7,06%¹. Краткосрочные кредиты

¹ Годовой отчет компании «Роснефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // «Роснефть». — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_file/a_report_2015.pdf (дата обращения: 18.04.2017).

и займы учитывались в общей сумме обязательств, т.к. в 2015 г. они составили 46% долгосрочных кредитов и займов. Общая величина заемного капитала составляла 3 188 млрд рублей.

Расчет WACC

В результате всех вычислений средневзвешенная стоимость капитала составила 12,66%. Структура капитала при прогнозировании предполагалась неизменной, т.к. компания планировала поддерживать постоянный уровень долга согласно своей стратегии.

Данные, использованные для расчета ставки дисконтирования, представлены в приложении 2 (рис. 19).

Вычисление стоимости компании

Найденная в результате дисконтирования суммарная приведенная стоимость денежных потоков за 2016-2020 гг. составила 2 674 млрд руб.

Терминальная стоимость была оценена с помощью модели Гордона. В качестве темпа роста свободных денежных потоков в постпрогнозный период было принято значение, равное 1%: такой показатель прогнозировали аналитики «Газпромбанка»¹. Приведенная терминальная стоимость составила 2 393 млрд рублей.

Стоимость компании составила **5 067 млрд рублей**. После вычитания из стоимости компании величины чистого долга и неконтролирующих долей владения получилась оценка стоимости собственного капитала, равная **2 395 млрд рублей**.

Расчет дисконтированных денежных потоков, стоимости компании и ее собственного капитала представлены в приложении 2 (рис. 20).

Анализ и оценка синергетического эффекта

После оценки компаний до совершения сделки необходимо оценить объединенную компанию с учетом эффектов синергии. Перед этим следует определить, какие синергетические эффекты могут возникнуть в результате сделки. В связи с тем, что доступ к внутренним данным компании не представляется возможным, следует использовать публичную информацию об источниках возникновения экономии (пресс-релизы компании и комментарии экспертов).

Эксперты российской инвестиционной компании «Атон» в августе 2016 г. выпустили аналитический отчет, в котором содержался анализ синергетических эффектов в результате поглощения «Башнефти» «Роснефтью». Согласно данному отчету, при приобретении активов «Башнефти» «Роснефть» получала доступ к лучшему в стране

¹ Роснефть: испытание бурей [Электронный ресурс] // Газпромбанк. — 2014. — Режим доступа: http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/f55/GPB_Rosneft_update_RUS.pdf (дата обращения: 19.04.2017).

перерабатывающему комплексу. В результате компания могла увеличить рентабельность переработки сырой нефти, что принесло бы дополнительные 180 млн долл. США ежегодно к операционной прибыли компании¹. Таким образом, первый источник синергии связан с увеличением рентабельности переработки. Данное увеличение обусловлено высокими показателями глубины переработки нефти на НПЗ «Башнефти»: в 2015 г. показатель глубины переработки «Башнефти» составил 85,8%, «Роснефти» - 66,5%; выход светлых нефтепродуктов (бензинов и дизельного топлива) «Башнефти» составил 68%, «Роснефти» - 55,3%. Таким образом, при получении доступа к НПЗ «Башнефти» «Роснефть» получает возможность увеличить эффективность производства, получая больше выручки за более дорогие бензин и дизельное топливо относительно мазута, а также снижая объем потерь на собственные нужды производства. Таким образом, можно сделать вывод о том, что данная синергия относится к операционной синергии, проявляющейся в увеличении доходов компании. Расчеты экономии от улучшения рентабельности переработки представлены в приложении 3 (рис. 21).

Вторым основным источников синергии в рассматриваемой сделке является сокращение коммерческих и административно-хозяйственных расходов. «Роснефть» на 2015 г. являлась наиболее эффективной нефтяной компанией в России по затратам, в т. ч. по коммерческим и административно-управленческим (рис. 6).

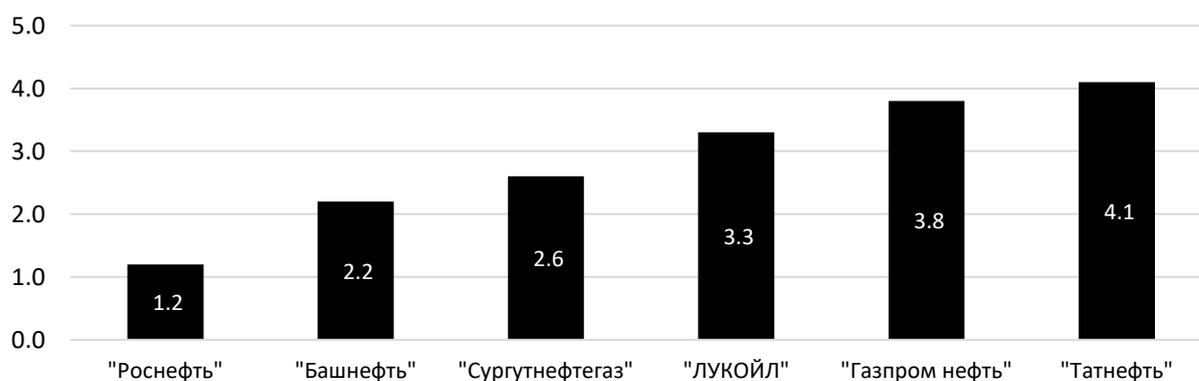


Рис. 6. Удельные коммерческие и административно-управленческие затраты российских нефтяных компаний, долл. США/баррель н. э. (2015 г.)

Источник: Башнефть: отложить нельзя продать [Электронный ресурс] // Атон. — 2016. — Режим доступа: http://data.investfunds.ru/comments/stocks/file/2016-08/ATON_Review_240816_68107.pdf (дата обращения: 19.04.2017).

Кроме того, «Роснефть» имеет успешный опыт интеграции компаний, при котором происходило сокращение коммерческих и административно-управленческих расходов.

¹ Башнефть: отложить нельзя продать [Электронный ресурс] // Атон. — 2016. — Режим доступа: http://data.investfunds.ru/comments/stocks/file/2016-08/ATON_Review_240816_68107.pdf (дата обращения: 19.04.2017).

Так, данная статья расходов ТНК-ВР, приобретенной «Роснефтью» в 2013 г., за 3 года уменьшилась на 20%. В связи с этим аналитики «Атона» считают, что после сделки административно-хозяйственные расходы «Башнефти» снизятся на 20%¹. Данный вид синергии относится к операционной синергии, проявляющейся в снижении расходов. . Расчеты экономии в административно-хозяйственных расходах представлены в приложении 3 (рис. 22).

Для оценки синергетического эффекта сначала были составлены денежные потоки объединенной компании. Они получились путем простого сложения денежных потоков «Башнефти» и «Роснефти». Далее необходимо было определить ставку дисконтирования объединенной компании. WACC рассчитывался как средняя стоимость собственного капитала компаний, взвешенная по объему капитализации каждой из компаний. Показатель стоимости собственного капитала объединенной компании оказался равен 19,14%, что незначительно ниже стоимости собственного капитала «Роснефти» (19,31%). Рыночная капитализация объединенной компании в целях расчета WACC равна сумме капитализаций отдельных компаний. Для определения стоимости заемного капитала объединенной компании была найдена средняя стоимость заемного капитала, взвешенная по объему кредитов и займов каждой компании. Посленалоговая стоимость заемного капитала получилась равной 7,12%, что лишь на 0,06 п.п. больше посленалоговой стоимости заемного капитала «Роснефти» и на 1,2 п. п. меньше посленалоговой стоимости заемного капитала «Башнефти». Данный факт связан с небольшим объемом кредитов и займов «Башнефти» по сравнению с «Роснефтью». В результате сделки «Башнефть», входя в состав более крупной компании, может пользоваться более дешевыми долговыми ресурсами, что ведет к финансовой синергии. В результате средневзвешенная стоимость капитала объединенной компании получилась равной 12,83%. Средневзвешенная стоимость капитала «Башнефти» составляла 15,02%, «Роснефти» - 12,66%. Расчет средневзвешенной стоимости капитала объединенной компании представлен в приложении 3 (рис. 23).

Темп роста объединенной компании в постпрогнозном периоде был принят равным среднему темпу роста «Башнефти» и «Роснефти», взвешенному по свободным денежным потокам компаний в 2020 г. В результате темп роста объединенной компании оказался равным 1,27%. Темп роста «Башнефти» составлял 3%, темп роста «Роснефти» был равен 1%. Можно сказать, что увеличение темпа роста объединенной компании в

¹ Башнефть: отложить нельзя продать [Электронный ресурс] // Атон. — 2016. — Режим доступа: http://data.investfunds.ru/comments/stocks/file/2016-08/ATON_Review_240816_68107.pdf (дата обращения: 19.04.2017).

постпрогнозом периоде на 0,26 п. п. по сравнению с темпом роста «Роснефти» также является формой проявления операционного синергетического эффекта.

Стоимость объединенной компании получилась равной **6 000** млрд рублей.

В результате можно оценить синергетический эффект, вычитая из стоимости объединенной компании сумму стоимостей компании «Роснефть» и «Башнефть». Синергетический эффект составил **201** млрд рублей.

Далее следует определить, в течение какого времени будет реализован синергетический эффект. Аналитики «Атона» не давали комментариев по этому поводу. Было решено принять срок реализации синергии за 3 года, как это было в случае с ТНК-ВР.

Итоговый дисконтированный синергетический эффект составил **140** млрд рублей. Расчеты синергетического эффекта представлены в приложении 3 (рис. 24). Полученный результат оказался близок к оценке президента «Роснефти» И. И. Сечина: он говорил о том, что синергетический эффект от сделки составит около 160 млрд рублей¹. Консультант «Роснефти» банк Intesa оценивал синергетический эффект от сделки в 150-180 млрд рублей². Полученный результат мог оказаться ниже данных значений вследствие того, что И. И. Сечин и банк Intesa, вероятно, использовали более детальную внутреннюю информацию, недоступную внешнему кругу лиц, в связи с чем некоторая часть синергетического эффекта могла оказаться неучтенной.

Далее следует определить чистую стоимость поглощения (NAV), рассмотренную в главе 2 данной работы, для вывода о эффективности или неэффективности сделки. Для этого необходимо вычесть из оценки синергетического эффекта премию за контроль и издержки процесса поглощения. Для более точной оценки будем использовать фактически уплаченную «Роснефтью» премию за контроль. «Роснефть» заплатила за 60,16% обыкновенных акций «Башнефти» 330 млрд руб., при этом премия за контроль составила 20,6% от рыночной стоимости акций «Башнефти» на дату обязывающего предложения (30 сентября)³. Соответственно, рыночная стоимость приобретаемого пакета акций на эту дату составляла 274 млрд руб. Премия за контроль, уплаченная «Роснефтью», равна разности между стоимостью приобретения доли «Роснефтью» и рыночной стоимостью. Премия за контроль составила **56** млрд руб. Как уже упоминалось в главе 2, издержки

¹ Старинская, Г. Вариант с покупкой «Роснефтью» «Башнефти» снова не исключается [Электронный ресурс] / Г. Старинская, М. Папченкова, А. Прокопенко // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/05/655664-rosneftyu-bashnefti> (дата обращения: 21.04.2017).

² Улюкаев назвал цену продажи госпакета "Башнефти" [Электронный ресурс] // Интерфакс. — 2016. — Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/531752> (дата обращения: 21.04.2017).

³ Калюков, Е. «Роснефть» закрыла сделку по покупке «Башнефти» [Электронный ресурс] / Е. Калюков, А. Махукова, Л. Подобедова // РБК. — 2016. — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/12/10/2016/57fe50029a7947a28afaf48c> (дата обращения: 18.04.2017).

процесса поглощения включают 4 основных элемента. Рассмотрим каждый из них применительно к данной сделке. «Роснефть» не привлекала дополнительные заемные средства для осуществления сделки: на счетах компании были постепенно накопленные средства, т.к. компания заранее готовилась к сделке¹. В связи с этим можно считать издержки на обслуживание долгового займа равными нулю. Издержки на урегулирование правовых вопросов тоже можно принять равными нулю, т.к. компания осуществляла сделку по распоряжению Правительства РФ, в связи с чем не требовалось подавать заявку на сделку в Федеральную антимонопольную службу, а также урегулировать другие правовые вопросы². Издержки на производственную интеграцию также можно принять равными нулю, т.к. нет необходимости в технологическом совмещении производственных процессов компаний. Прочие издержки поглощения также приняты равными нулю. В результате чистая стоимость поглощения равна разности между синергетическим эффектом (140 млрд рублей) и премией за контроль (56 млрд рублей), что составляет **84 млрд рублей**.

Таким образом, можно сказать, что рассматриваемая сделка экономически эффективна с точки зрения показателя чистой стоимости поглощения, который оказался значительно больше нуля.

Выводы

В главе 3 данной работы была рассмотрена сделка по приобретению 50,08% уставного капитала компании «Башнефть» компанией «Роснефть», которая была заключена 12 октября 2016 г. По итогам сделки предполагалось достижение синергетического эффекта, количественная оценка которого и производилась в данной части работы.

В результате анализа деятельности участников сделки было выяснено, что «Башнефть» обладает самым качественным НПЗ в России, в то время как «Роснефть» является бесспорным лидером по объемам добычи и переработки нефти и газа в России и занимает одни из первых строк по данным показателям среди мировых компаний.

Оценка синергетического эффекта производилась в соответствии с выбранным в главе 2 алгоритмом. Сначала были оценены компании по отдельности. Оценка компаний методом дисконтированных денежных потоков дала следующие результаты: стоимость

¹ «Роснефть»: покупка «Башнефти» не окажет влияния на валютный рынок [Электронный ресурс] // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/news/2016/10/07/660074-pokupka-bashnefti-ne-okazhet-vliyanie-na-valyutnyy-rynok> (дата обращения: 21.04.2017).

² Калюков, Е. «Роснефть» закрыла сделку по покупке «Башнефти» [Электронный ресурс] / Е. Калюков, А. Махукова, Л. Подобедова // РБК. — 2016. — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/12/10/2016/57fe50029a7947a28afaf48c> (дата обращения: 18.04.2017).

компания «Башнефть» составила 732 млрд рублей, а стоимость компании «Роснефть» оказалась равной 5 067 млрд рублей. Далее были выявлены источники возникновения синергетического эффекта. Для выявления данных источников использовалось экспертное мнение аналитиков компании «Атон». Синергетический эффект в сделке связан с увеличением операционной прибыли объединенной компании за счет увеличения рентабельности переработки «Роснефти» в результате использования НПЗ «Башнефть», а также с сокращением коммерческих и административно-хозяйственных расходов «Башнефти» за счет эффективного управления затратами компании «Роснефть». На следующем этапе синергетический эффект был учтен при оценке объединенной компании. Стоимость объединенной компании составила 6 000 млрд руб. На последнем этапе была найдена количественная оценка синергетического эффекта. Она составила 140 млрд рублей, что чуть ниже оценки президента «Роснефти» И. И. Сечина (160 млрд рублей) и консультанта «Роснефти» в данной сделки, банка Intesa (150-180 млрд рублей). В результате расчета чистой стоимости поглощения получился результат 84 млрд рублей, что свидетельствует об экономической эффективности сделки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По результатам работы была достигнута ее основная цель: была оценена экономическая целесообразность сделки поглощения компании «Башнефть» компанией «Роснефть». Для достижения данной цели были выполнены все поставленные в ходе работы задачи.

В первой главе работы были рассмотрены подходы к трактовке понятий слияния и поглощения в зарубежной и российской практике, а также в рамках российского законодательства. Также была рассмотрена классификация сделок слияний и поглощений в зависимости от следующих признаков: характера интеграции, национальной принадлежности объединяемых компаний, способа объединения потенциала компаний и отношения компаний к интеграции. Кроме того, были рассмотрены две основные классификации мотивов осуществления сделок слияний и поглощений: классификация зарубежного автора П. Гохана и российского автора С. В. Савчук. Далее были выделены пять основных этапов в истории развития российского рынка слияний и поглощений с 1992 г. по сегодняшний день, а также проанализирована динамика рынка в последние годы, в особенности в 2016 г., когда была заключена рассматриваемая в работе сделка.

Во второй главе работы были проанализированы различные подходы к формулировке понятия синергетического эффекта, а также сформулировано определение синергии, учитывающее как зарубежные, так и российские трактовки синергии: синергетический эффект – это результат интеграции компаний, проявляющийся в возникновении добавленной стоимости. Также были рассмотрены различные классификации синергетического эффекта, в результате анализа которых были выделены два основных вида синергии, которые упоминаются большинством авторов: операционная и финансовая синергия. При этом операционная синергия может проявляться в увеличении доходов или уменьшении затрат объединенной компании. Далее были рассмотрены различные подходы к оценке синергетического эффекта в сделках слияний и поглощений. Было выявлено, что среди зарубежных авторов наиболее распространенным является метод оценки синергетического эффекта через оценку стоимости компаний: такого подхода придерживается П. Гохан, предлагая формулу оценки синергетического эффекта, а А. Дамодаран использует для оценки синергии алгоритм, основанный на оценке стоимости компаний до сделки сначала без учета, а затем с учетом синергии и дальнейшем вычислении синергетического эффекта. Среди российских исследователей распространен доходный подход оценки синергетического эффекта, при котором синергетический эффект равен приведенной суммарной стоимости возникающих в результате сделки экономий. Метод оценки зарубежных авторов, основанный на оценке

стоимости компаний методом дисконтированных денежных потоков, позволяет учитывать больше источников возникновения синергетического эффекта и, следовательно, дает более точную и полную оценку синергетического эффекта, в связи с чем было принято решение использовать метод, предложенный А. Дамодараном, в практической части данной работы.

В третьей главе работы сначала были описаны обстоятельства рассматриваемой сделки для лучшего понимания контекста оценки синергетического эффекта. Далее была рассмотрена история развития, бизнес-модель, основные производственные показатели, положение на рынке и структура собственников компаний-участников сделки, «Башнефть» и «Роснефть». Было выяснено, что «Башнефть» обладает самым качественным НПЗ в России, в то время как «Роснефть» является бесспорным лидером по объемам добычи и переработки нефти и газа в России и занимает одни из первых строк по данным показателям среди мировых компаний. Далее был оценен синергетический эффект, возникающий в рассматриваемой сделке. Во-первых, были оценены компании по отдельности методом дисконтирования денежных потоков. Стоимость компании «Башнефть» составила 732 млрд рублей. Стоимость компании «Роснефть» оказалась равной 5 067 млрд рублей. Во-вторых, с помощью экспертного мнения были выявлены синергетические эффекты, возникающие в результате рассматриваемой сделки. Среди данных эффектов – увеличение операционной прибыли объединенной компании за счет увеличения рентабельности переработки «Роснефти» в результате использования НПЗ «Башнефть», а также сокращение коммерческих и административно-хозяйственных расходов «Башнефти» за счет эффективного управления затратами компании «Роснефть». В-третьих, выявленные эффекты были учтены в финансовой модели оценки объединенной компании, в результате чего была получена оценка стоимости объединенной компании, которая составила 6 000 млрд рублей. Наконец, была найдена стоимостная оценка синергетического эффекта. Она составила 140 млрд рублей. Данная оценка близка к оценке президента «Роснефти» И. Сечина (160 млрд рублей) и консультанта «Роснефти» в данной сделке, банка Intesa (150-180 млрд рублей). В результате расчета чистой стоимости поглощения получился результат 84 млрд рублей.

Таким образом, можно утверждать, что в результате рассматриваемой сделки действительно была создана дополнительная стоимость, что говорит о ее экономической целесообразности на основании оценки синергетического эффекта. В связи с этим можно сказать, что грамотно осуществленная приватизация государственных компаний в форме сделок слияний и поглощений действительно позволяет создавать дополнительную стоимость, как это произошло в рассмотренной сделке.

Метод оценки синергетического эффекта, использованный в данной работе, может применяться при оценке экономической эффективности потенциальных сделок слияний и поглощений. Стоит отметить, что данный метод позволяет получить примерную, а не точную оценку синергетического эффекта, т. к. сделкам слияний и поглощений в целом присущ высокий уровень неопределенности. Более точная оценка синергетического эффекта и, как следствие, экономической эффективности сделки возможна при использовании внутренней информации, которой обладают сотрудники компании, однако даже такая оценка не всегда оказывается верной. Тем не менее, оценка синергетического эффекта, выполненная перед заключением сделки, позволяет количественно оценить возможные выгоды, что может помочь как при принятии решения о заключении самой сделки, так и при определении максимального размера премии за контроль, при которой сделка будет экономически эффективной.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. «Налоговый маневр»: основные параметры и оценка последствий [Электронный ресурс] // ЕУ. — 2014. — Режим доступа: <http://www.eu.com/ru/ru/services/tax/eu-oil-and-gas-tax-alert-december-2014> (дата обращения: 21.04.2017).
2. «Роснефть»: покупка «Башнефти» не окажет влияния на валютный рынок [Электронный ресурс] // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/news/2016/10/07/660074-pokupka-bashnefti-ne-okazhet-vlianiya-na-rinok> (дата обращения: 21.04.2017).
3. «Роснефть» сегодня [Электронный ресурс] // Роснефть. — Режим доступа: <https://www.rosneft.ru/about/Glance/> (дата обращения: 18.04.2017).
4. Андреева, Т. Е. Организационные аспекты слияний и поглощений: западный опыт и российские реалии / Т. Е. Андреева // Экономические стратегии. — 2001. — № 5-6. — С. 102–111.
5. Аникина, И. Д. Создание синергетических эффектов в сделках слияний и поглощений / И. Д. Аникина // Финансы и бизнес. — 2009. — № 2. — С. 47-52.
6. Бабенко, И. А. Оценка экономического эффекта при слияниях и поглощениях компаний / И. А. Бабенко, В. Ф. Бадюков // Вестник ТОГУ. — 2015. — № 2 (37). — С. 185-190.
7. Башнефть: в ожидании приватизации [Электронный ресурс] // Велес Капитал. — 2016. — Режим доступа: https://vlscdn.blob.core.windows.net/uploadedfiles/Analytics%2FVC_BANE_MAR_2016.pdf (дата обращения: 19.04.2017).
8. Башнефть: отложить нельзя продать [Электронный ресурс] // Атон. — 2016. — Режим доступа: http://data.investfunds.ru/comments/stocks/file/2016-08/ATON_Review_240816_68107.pdf (дата обращения: 19.04.2017).
9. Боталова, В. В. Теоретические основы слияния и поглощения в России и за рубежом [Электронный ресурс] / В. В. Боталова // Российское предпринимательство. — 2013. — № 10 (232). — Режим доступа: <http://bgscience.ru/lib/8123> (дата обращения: 14.11.2016).
10. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — 2-е изд. — М.: Олимп-Бизнес, 2014. — 1008 с.
11. Булеев, И. П. Проблемы оценки эффективности интеграции предприятий: синергетический подход [Электронный ресурс] / И. П. Булеев, С. В. Богачев // Экономика промышленности. — 2009. — №4 (47). — Режим доступа:

- <http://cyberleninka.ru/article/n/problemy-otsenki-effektivnosti-integratsii-predpriyatiy-sinergeticheskiy-podhod> (дата обращения: 07.03.2017).
12. Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний [Электронный ресурс] / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. — 1999. — № 1. — Режим доступа: <http://www.mevriz.ru/articles/1999/1/803.html> (дата обращения: 23.12.2016).
 13. Годовой отчет компании «Башнефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // Башнефть. — 2016. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).
 14. Годовой отчет компании «Роснефть» за 2015 год [Электронный ресурс] // Роснефть. — 2016. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_file/a_report_2015.pdf (дата обращения: 18.04.2017).
 15. Гохан, П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. А. Гохан. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 741 с.
 16. Динз, Г. К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу / Г. Динз, Ф. Крюгер, С. Зайзель. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 252 с.
 17. Ивашковская, И. В. Слияния и поглощения: ловушки роста [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская // Управление компанией. — 2004. — № 7. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/13.shtml> (дата обращения: 13.03.2017).
 18. Ильченко, А. Л. Правовое понятие слияния коммерческих организаций и значение проблемы слияния в России / А. Л. Ильченко // Юрист. — 2001. — № 3. — С. 19-26.
 19. История Компании [Электронный ресурс] // Роснефть. — Режим доступа: <https://www.rosneft.ru/about/history/> (дата обращения: 18.04.2017).
 20. Ищенко, С. М. Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний [Электронный ресурс] / С. М. Ищенко // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. — 2009. — Режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2009/2009-1/5/5.htm> (дата обращения: 20.03.2017).
 21. Калюков, Е. «Роснефть» закрыла сделку по покупке «Башнефти» [Электронный ресурс] / Е. Калюков, А. Махукова, Л. Подобедова // РБК. — 2016. — Режим

- доступа: <http://www.rbc.ru/business/12/10/2016/57fe50029a7947a28afaf48c> (дата обращения: 18.04.2017).
22. Карлоф, Б. Деловая стратегия [Электронный ресурс] / Б. Карлоф. — М.: Экономика, 1991. — Режим доступа: <http://economics-lib.ru/books/item/f00/s00/z0000033/st077.shtml> (дата обращения: 12.03.2017).
23. Лахметкина, Н.И. Оценка эффективности сделок М&А / Н. И. Лахметкина, М. В. Михайлова, М. И. Ситдикова // Экономика и современный менеджмент: теория и практика. — 2015. — Режим доступа: <https://sibac.info/conf/econom/xlviii/41601> (дата обращения: 20.03.2017).
24. Минэкономразвития улучшило прогноз по инфляции и курсу рубля на 2016 год [Электронный ресурс] // Интерфакс. — 2015. — Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/471914> (дата обращения: 21.04.2017).
25. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов [Электронный ресурс] // Банк России. — 2015. — Режим доступа: [https://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017\(2018-2019\).pdf](https://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017(2018-2019).pdf) (дата обращения: 19.04.2017).
26. Папченкова, М. «Роснефть» завершила покупку «Башнефти» [Электронный ресурс] / М. Папченкова // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/10/12/660659-putin-udivlen-pozitsiei-pravitelstva#/galleries/140737488892353/normal/11> (дата обращения: 18.04.2017).
27. Повалий, А. С. Стратегии горизонтальной интеграции в деятельности транснациональных компаний (часть 1) / А. С. Повалий // Менеджмент сегодня. — 2009. — № 1. — С. 12-18.
28. Потоцкая, С. Р. Российский рынок слияний и поглощений: этапы развития и их особенности / С. Р. Потоцкая // Российское предпринимательство. — 2009. — № 10-1 (144). — С. 20–25.
29. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2016-2018 годы [Электронный ресурс] // Министерство экономического развития РФ. — 2015. — Режим доступа: <http://economy.gov.ru/minrec/about/structure/depmacro/20151026> (дата обращения: 21.04.2017).
30. Прогноз ФРС на 2016-2017 г.г. по темпам роста ВВП США немного ухудшен, прогнозы по инфляции и уровню безработицы понижены [Электронный ресурс]. Mfd.ru. — 2015. — Режим доступа: <http://mfd.ru/news/view/?id=2042044> (дата обращения: 19.04.2017).

31. Путин: покупка "Башнефти" влечет эффект синергии для "Роснефти" [Электронный ресурс] // Роснефть. — Режим доступа: https://www.rosneft.ru/press/news_about/item/184139/ (дата обращения: 25.04.2017).
32. Роснефть: испытание бурей [Электронный ресурс] // Газпромбанк. — 2014. — Режим доступа: http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/f55/GPB_Rosneft_update_RUS.pdf (дата обращения: 19.04.2017).
33. Савчук, С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений [Электронный ресурс] / С. В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. — 2001. — № 5. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/management/2001-5/04.shtml> (дата обращения: 25.12.2016).
34. Сокольский, А. А. Синергетический эффект в сделках слияний и поглощений / А. А. Сокольский // Финансовый журнал. — 2011. — № 4 (10). — С. 151-160.
35. Ставки рынка ГКО-ОФЗ [Электронный ресурс] // Conomy. — Режим доступа: <https://www.conomy.ru/stavki-gko-old> (дата обращения: 21.04.2017).
36. Старинская, Г. Вариант с покупкой «Роснефтью» «Башнефти» снова не исключается [Электронный ресурс] / Г. Старинская, М. Папченкова, А. Прокопенко // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/05/655664-rosneftyu-bashnefti> (дата обращения: 21.04.2017).
37. Тихомиров, Д. В. Подходы к оценке синергического эффекта в сделках по слияниям и поглощениям компаний / Д. В. Тихомиров // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. — 2009. — №2. — С. 141-154.
38. Тодорова, М. Два мира — одна сделка: чем покупка «Роснефтью» ТНК-ВР обернулась для всех заинтересованных лиц [Электронный ресурс] //Forbes. — Режим доступа: <http://www.forbes.ru/kompanii/resursy/318063-dva-mira-odna-sdelka-chem-pokupka-rosneftyu-tnk-vr-obernulas-dlya-vsekh-zain> (дата обращения: 19.04.2017).
39. Топалов, А. «Росбашнефть» [Электронный ресурс] / А. Топалов // Газета.ru. — 2016. — Режим доступа: <https://www.gazeta.ru/business/2016/10/06/10233485.shtml> (дата обращения: 18.04.2017).
40. Улюкаев назвал цену продажи госпакета "Башнефти" [Электронный ресурс] // Интерфакс. — 2016. — Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/531752> (дата обращения: 21.04.2017).

41. Фадеева, А. Добыча «Башнефти» через 15 лет должны вырасти почти в 2 раза [Электронный ресурс] / А. Фадеева // Ведомости. — 2016. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/06/655803-dobicha-bashnefti> (дата обращения: 21.04.2017).
42. Ansoff, H. I. Corporate strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion / H. I. Ansoff. — McGraw-Hill, 1965. — 241 p.
43. Bashneft: company profile [Электронный ресурс] // MarketLine. — Режим доступа: http://bashneft.ru/files/iblock/faa/Final_ar2015_web_rus.pdf (дата обращения: 18.04.2017).
44. Christofferson, S. Where mergers go wrong [Электронный ресурс] / S. Christofferson, R. McNish, D. Sias // McKinsey&Company. — 2004. — Режим доступа: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong> (дата обращения: 25.02.2017).
45. Coyle, B. Mergers and acquisitions / B. Coyle. — NY: American Management Association, 2000. — 128 p.
46. Damodaran, A. Country Risk: determinants, measures and implications [Электронный ресурс] / A. Damodaran. — 2016. — Режим доступа: <http://aswathdamodaran.blogspot.ru/2016/01/january-2016-data-update-3-country-risk.html> (дата обращения: 19.04.2017).
47. Damodaran, A. The value of synergy [Электронный ресурс] / A. Damodaran // Stern School of Business. — 2005. — Режим доступа: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf> (дата обращения: 07.03.2017).
48. Gilson, R. Taxation and dynamics of corporate control: the uncertain case for tax-motivated acquisitions / R. Gilson, M. Sholes, M. Wolfson // Knights, raiders and targets. — NY: Oxford University Press, 1988. — P. 273–299.
49. Gupta, O. Mergers and acquisitions through an intellectual capital perspective / O. Gupta, G. Russ // Journal of Intellectual Capital. — 2001. — Vol. 3, Issue 2. — P. 297-309.
50. Hayn, C. Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions / C. Hayn // Journal of Financial Economics. — 1989. — Vol. 23, Issue 1. — P. 121–153.
51. Juga, J. Organising for network synergy in logistics / J. Juga // International Journal of Physical Distribution and Logistics Management. — 1996. — Vol. 2, Issue 26. — P. 51-67.
52. Karenfort, S. Synergy in mergers & acquisitions: the role of business relatedness / S. Karenfort. — BoD: Books on Demand, 2011. — 148 p.

53. Kode, G. A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: a critical review of the literature [Электронный ресурс] / G. Kode, J. Ford, M. Sutherland // South African Journal of Business Management. — 2003. — Vol. 34, Issue 1. — Режим доступа: <http://connection.ebscohost.com/c/articles/9925920/conceptual-model-evaluation-synergies-mergers-acquisitions-critical-review-literature> (дата обращения: 25.02.2017).
54. Riding the next wave in M&A [Электронный ресурс] // BCG. — 2011. — Режим доступа: <https://www.bcg.com/documents/file78141.pdf> (дата обращения: 01.04.2017).
55. Roll, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers / R. Roll // Journal of Business. — 1986. — Vol. 59, Issue 2. — P. 197–216.
56. Russian M&A review 2016 [Электронный ресурс] // KPMG. — 2017. — Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/en/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html> (дата обращения: 21.04.2017).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Оценка компании «Башнефть»

Макропоказатели						Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Курс доллара США, руб.	29.39	31.09	31.85	38.42	60.96	63.30	63.10	62.50	62.10	61.71
Темп роста, %							-0.32%	-0.95%	-0.63%	-0.63%
Инфляция, %	6.10%	6.58%	6.45%	11.36%	12.91%	5.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%

Рис. 1. Прогноз макропоказателей

Цены на нефть и нефтепродукты						Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Нефть										
Цена нефти Urals, долл. США за баррель	109.10	110.50	108.00	98.00	51.90	50.00	52.00	55.00	57.69	60.50
Темп роста, %							4.00%	5.77%	4.88%	4.88%
Расчетная цена нефти Urals, руб. за тонну	23 505.61	25 188.98	25 216.89	27 605.03	23 194.39	23 203.81	24 055.72	25 201.61	26 265.19	27 373.65
Средняя цена реализации, руб. за тонну	20 075.65	23 070.00	22 285.29	22 151.11	18 534.57	19 484.96	20 336.86	21 482.76	22 546.33	23 654.79
"Скидка", руб. за тонну	3 429.96	2 118.98	2 931.60	5 453.92	4 659.83	3 718.86	3 718.86	3 718.86	3 718.86	3 718.86
Нефтепродукты										
Средняя цена реализации, руб. за тонну	19 803.06	21 058.45	22 256.72	23 683.22	24 102.87	25 316.46	26 591.15	27 930.02	29 336.30	30 813.39
Темп роста, %					5.04%	5.04%	5.04%	5.04%	5.04%	5.04%

Рис. 2. Прогноз цен на нефть и нефтепродукты

Добыча, закупка и переработка нефти, млн тонн (если не указано иное)						Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Добыча нефти	15.10	15.40	16.10	17.80	19.90	20.66	21.46	22.28	23.13	24.02
Темп роста, %		1.99%	4.55%	10.56%	11.80%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%
Закупка нефти	10.70	10.50	11.00	11.40	9.50	10.62	10.62	10.62	10.62	10.62
Переработка нефти	21.10	20.80	21.40	21.70	19.10	19.26	19.42	19.58	19.74	18.30

Рис. 3. Прогноз добычи, закупок и переработки нефти

Реализация, млн тонн (если не указано иное)						Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Нефть	4.60	4.90	5.10	7.20	9.20	11.56	12.20	12.86	13.55	15.88
Использование нефти для производства	0.10	0.20	0.60	0.30	1.10	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
Нефтепродукты	19.30	19.30	19.80	19.90	18.10	17.84	17.99	18.14	18.29	16.95
Доля от переработки, %	91.47%	92.79%	92.52%	91.71%	94.76%	92.65%	92.65%	92.65%	92.65%	92.65%

Рис. 4. Прогноз реализации нефти и нефтепродуктов

Выручка, млн руб. (если не указано иное)						Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
От реализации нефти	92 348.00	113 043.00	113 655.00	159 488.00	170 518.00	225 311.37	248 028.01	276 247.18	305 584.56	375 662.14
От реализации нефтепродуктов	382 199.00	406 428.00	440 683.00	471 296.00	436 262.00	451 757.24	478 445.20	506 675.39	536 535.44	522 440.09
Прочая выручка	11 781.00	13 031.00	10 858.00	6 487.00	4 494.00	4 494.00	4 494.00	4 494.00	4 494.00	4 494.00
Итого	486 328.00	532 502.00	565 196.00	637 271.00	611 274.00	681 562.61	730 967.21	787 416.57	846 614.00	902 596.23

Рис. 5. Прогноз выручки

Операционные затраты, млн руб. (если не указано иное)						Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Экспортные пошлины и акцизы	(124 329.00)	(144 307.00)	(160 255.00)	(199 024.00)	(103 644.00)	(86 327.45)	(61 231.71)	(65 960.36)	(70 919.21)	(75 608.73)
Доля в выручке, %	25.56%	27.10%	28.35%	31.23%	16.96%	12.67%	8.38%	8.38%	8.38%	8.38%
Стоимость нефти, газа и нефтепродуктов	(117 363.00)	(124 857.00)	(126 438.00)	(139 838.00)	(129 449.00)	(139 703.04)	(145 022.48)	(151 209.59)	(157 361.16)	(162 383.90)
Доля в выручке, %	24.13%	23.45%	22.37%	21.94%	21.18%	20.50%	19.84%	19.20%	18.59%	17.99%
Темп роста доли, %		-2.84%	-4.59%	-1.91%	-3.49%	-3.21%	-3.21%	-3.21%	-3.21%	-3.21%
Налоги, за исключением налога на прибыль	(60 302.00)	(66 709.00)	(69 405.00)	(77 771.00)	(107 947.00)	(134 682.29)	(154 845.08)	(166 803.08)	(179 343.22)	(191 202.27)
Доля в выручке, %	12.40%	12.53%	12.28%	12.20%	17.66%	19.76%	21.18%	21.18%	21.18%	21.18%
Производственные и операционные расходы	(49 887.00)	(53 365.00)	(59 883.00)	(70 833.00)	(81 014.00)	(75 302.98)	(80 761.48)	(86 998.34)	(93 538.81)	(99 724.05)
Доля в выручке, %	10.26%	10.02%	10.60%	11.12%	13.25%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%
Транспортные расходы	(23 152.00)	(26 784.00)	(28 280.00)	(31 257.00)	(38 257.00)	(35 383.15)	(37 947.98)	(40 878.54)	(43 951.76)	(46 858.06)
Доля в выручке, %	4.76%	5.03%	5.00%	4.90%	6.26%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%
Амортизация	(18 097.00)	(18 377.00)	(20 028.00)	(23 781.00)	(33 512.00)	(37 365.45)	(40 073.97)	(43 168.70)	(46 414.09)	(49 483.22)
Доля в выручке, %	3.72%	3.45%	3.54%	3.73%	5.48%	5.48%	5.48%	5.48%	5.48%	5.48%
Коммерческие, общехоз. и админ. расходы	(14 549.00)	(16 085.00)	(15 063.00)	(16 019.00)	(20 677.00)	(19 865.69)	(21 305.70)	(22 951.05)	(24 676.49)	(26 308.22)
Доля в выручке, %	2.99%	3.02%	2.67%	2.51%	3.38%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%
Прочие операционные расходы	(2 847.00)	(1 430.00)	(2 523.00)	(1 751.00)	(3 366.00)	(2 897.68)	(3 107.73)	(3 347.72)	(3 599.40)	(3 837.41)
Доля в выручке, %	0.59%	0.27%	0.45%	0.27%	0.55%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%
Итого	(410 526.00)	(451 914.00)	(481 875.00)	(560 274.00)	(517 866.00)	(531 527.73)	(544 296.13)	(581 317.37)	(619 804.15)	(655 405.86)

Рис. 6. Прогноз операционных затрат

Изменение оборотного капитала, млн руб. (если не указано иное)	Исторические данные					Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Оборотный капитал	17 088.00	23 263.00	(1 605.00)	3 715.00	(8 683.00)	(1 082.72)	(1 161.21)	(1 250.88)	(1 344.92)	(1 433.85)
Дебиторская задолженность	16 398.00	28 366.00	27 317.00	14 696.00	10 260.00	13 578.58	14 562.86	15 687.48	16 866.86	17 982.18
Доля в выручке, %	3.37%	5.33%	4.83%	2.31%	1.68%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%
Запасы	24 073.00	23 839.00	21 450.00	26 359.00	22 048.00	28 577.93	30 649.47	33 016.39	35 498.54	37 845.88
Доля в выручке, %	4.95%	4.48%	3.80%	4.14%	3.61%	4.19%	4.19%	4.19%	4.19%	4.19%
Кредиторская задолженность	23 383.00	28 942.00	50 372.00	37 340.00	40 991.00	43 239.24	46 373.53	49 954.76	53 710.32	57 261.91
Доля в выручке, %	4.81%	5.44%	8.91%	5.86%	6.71%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%
Изменение оборотного капитала		6 175.00	(24 868.00)	5 320.00	(12 398.00)	7 600.28	(78.48)	(89.67)	(94.04)	(88.93)

Рис. 7. Прогноз изменений оборотного капитала

Капитальные затраты, млн руб.	Исторические данные					Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Капитальные затраты	25 007.00	30 789.00	30 441.00	48 344.00	61 695.00	68 789.13	73 775.46	79 472.81	85 447.53	91 097.73
Доля в выручке, %	5.14%	5.78%	5.39%	7.59%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%

Рис. 8. Прогноз капитальных затрат

Ставка дисконтирования	
Собственный капитал	
Обыкновенные акции	
Безрисковая ставка	8.70%
Рыночная премия, в долл. США	8.60%
Рыночная премия, в руб.	12.66%
Ожидаемая инфляция в РФ (2016)	5.50%
Ожидаемая инфляция в США (2016)	1.70%
Бета-коэффициент	0.78
Стоимость обыкновенных акций	18.59%
Рыночная стоимость ОА, руб.	1 988.00
Количество ОА, млн шт.	144.42
Рыночная капитализация, млн руб.	287 102.98
Доля в капитале	61.63%
Привилегированные акции	
Стоимость привилегированных акций	12.30%
Рыночная стоимость ПА, руб.	1 715.00
Количество ПА, млн шт.	24.92
Рыночная капитализация, млн руб.	42 744.66
Доля в капитале	9.18%
Заемный капитал	
Посленалоговая стоимость ЗК	8.32%
Кредиты и займы, млн руб.	136 007.00
Доля в капитале	29.20%
WACC	15.02%

Рис. 9. Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Дисконтированный денежный поток, млн руб. (если не указано иное)						Прогноз				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Выручка	486 328.00	532 502.00	565 196.00	637 271.00	611 274.00	681 562.61	730 967.21	787 416.57	846 614.00	902 596.23
Операционные затраты	(410 526.00)	(451 914.00)	(481 875.00)	(560 274.00)	(517 866.00)	(531 527.73)	(544 296.13)	(581 317.37)	(619 804.15)	(655 405.86)
Операционная прибыль	75 802.00	80 588.00	83 321.00	76 997.00	93 408.00	150 034.87	186 671.08	206 099.20	226 809.85	247 190.37
Ставка налога на прибыль, %	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Операционная прибыль*(1-T)	60 641.60	64 470.40	66 656.80	61 597.60	74 726.40	120 027.90	149 336.86	164 879.36	181 447.88	197 752.30
Амортизация	18 097.00	18 377.00	20 028.00	23 781.00	33 512.00	37 365.45	40 073.97	43 168.70	46 414.09	49 483.22
Капитальные затраты	25 007.00	30 789.00	30 441.00	48 344.00	61 695.00	68 789.13	73 775.46	79 472.81	85 447.53	91 097.73
Изменение оборотного капитала		6 175.00	(24 868.00)	5 320.00	(12 398.00)	7 600.28	(78.48)	(89.67)	(94.04)	(88.93)
FCF		45 883.40	81 111.80	31 714.60	58 941.40	81 003.94	115 713.85	128 664.92	142 508.49	156 226.72
Множитель дисконтирования						0.87	0.76	0.66	0.57	0.50
DFCF						70 428.90	87 473.16	84 565.72	81 436.61	77 620.96
Темп роста в постпрогнозном периоде, %					3.00%					
Терминальная стоимость					665 403.35	732130				
Стоимость компании					732 129.77					
Денежные средства и их эквиваленты					32 955.00					
Кредиты и займы					136 007.00					
Привилегированные акции					42 744.66					
Неконтролирующие доли владения					9 223.00					
Стоимость обыкновенных акций компании					577 110.11					

Рис. 10. Расчет дисконтированных денежных потоков и стоимости компании

Приложение 2. Оценка компании «Роснефть»

Макропоказатели	Прогноз							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Курс доллара США, руб.	31.85	38.42	60.96	63.30	63.10	62.50	62.10	61.71
Инфляция, %	6.45%	11.36%	12.91%	5.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%

Рис. 11. Прогноз макропоказателей

Цены на нефть и нефтепродукты				Прогноз				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Нефть								
Цена нефти Urals, долл. США за баррель	108.00	98.00	51.90	50.00	52.00	55.00	57.69	60.50
Расчетная цена нефти Urals, руб. за тонну	25 216.89	27 605.03	23 194.39	23 203.81	24 055.72	25 201.61	26 265.19	27 373.65
Средняя цена реализации, руб. за тонну "Скидка"	22 334.29 2 882.60	24 010.79 3 594.24	20 305.68 2 888.71	20 081.96 3 121.85	20 933.87 3 121.85	22 079.76 3 121.85	23 143.34 3 121.85	24 251.80 3 121.85
Нефтепродукты и нефтехимия								
Средняя цена реализации, руб. за тонну	25 600.93	27 948.44	26 878.98	27 541.74	28 220.83	28 916.67	29 629.67	30 360.25
Темп роста, %			2.47%	2.47%	2.47%	2.47%	2.47%	2.47%
Природный газ								
Цена реализации, млн руб. за млрд куб. м.	2.61	2.97	3.20	3.55	3.93	4.36	4.83	5.35
Темп роста, %			10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%

Рис. 12. Прогноз цен на нефть и нефтепродукты

Добыча, закупка и переработка нефти и газа, млн тонн (если не указано иное)				Прогноз				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Добыча нефти и газового конденсата	189.20	204.90	202.80	204.24	205.68	207.12	208.56	210.00
Закупка нефти	19.50	22.30	22.90	24.85	26.97	29.27	31.77	34.47
Темп роста, %		14.36%	2.69%	8.52%	8.52%	8.52%	8.52%	8.52%
Переработка нефти	90.10	99.80	96.90	99.30	100.84	102.46	104.17	105.96
Доля от объема добычи и закупки, %	43.17%	43.93%	42.93%	43.34%	43.34%	43.34%	43.34%	43.34%
Добыча природного газа, млрд куб. м.	38.20	56.70	62.50	70.00	77.50	85.00	92.50	100.00

Рис. 13. Прогноз добычи, закупки и переработки нефти и газа

Реализация, млн тонн (если не указано иное)				Прогноз				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Нефть	104.10	111.20	114.50	114.80	116.81	118.93	121.16	123.51
Использование нефти для производства	14.50	16.20	14.30	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
Нефтепродукты и нефтехимия	85.70	93.10	94.20	94.54	96.00	97.55	99.17	100.88
Доля от переработки, %	95.12%	93.29%	97.21%	95.21%	95.21%	95.21%	95.21%	95.21%
Природный газ, млрд куб. м.	39.10	56.50	58.70	69.05	76.45	83.84	91.24	98.64
Доля от добычи, %	102.36%	99.65%	93.92%	98.64%	98.64%	98.64%	98.64%	98.64%

Рис. 14. Прогноз реализации нефти, нефтепродуктов и газа

Выручка, млрд руб.	Прогноз							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
От реализации нефти	2 325.00	2 670.00	2 325.00	2 305.31	2 445.31	2 625.94	2 804.03	2 995.32
От реализации нефтепродуктов	2 194.00	2 602.00	2 532.00	2 603.70	2 709.34	2 820.76	2 938.43	3 062.84
От реализации природного газа	102.00	168.00	188.00	245.03	300.59	365.29	440.47	527.62
Прочая выручка	70.00	63.00	105.00	79.33	79.33	79.33	79.33	79.33
Итого	4 691.00	5 503.00	5 150.00	5 233.37	5 534.57	5 891.33	6 262.25	6 665.12

Рис. 15. Прогноз выручки

Операционные затраты, млрд руб. (если не указано иное)	Прогноз							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Производственные и операционные расходы	(389.00)	(469.00)	(575.00)	(584.31)	(617.94)	(657.77)	(699.18)	(744.16)
Доля в выручке, %	8.29%	8.52%	11.17%	11.17%	11.17%	11.17%	11.17%	11.17%
Стоимость приобретенных продуктов	(432.00)	(495.00)	(530.00)	(497.09)	(525.70)	(559.59)	(594.82)	(633.09)
Доля в выручке, %	9.21%	9.00%	10.29%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
Общехозяйственные и админ. расходы	(111.00)	(114.00)	(130.00)	(121.45)	(128.44)	(136.72)	(145.33)	(154.68)
Доля в выручке, %	2.37%	2.07%	2.52%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%
Расходы на транспортировку	(392.00)	(471.00)	(542.00)	(550.77)	(582.47)	(620.02)	(659.06)	(701.46)
Доля в выручке, %	8.36%	8.56%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%
Затраты, связанные с разведкой запасов	(17.00)	(19.00)	(13.00)	(11.12)	(9.90)	(8.87)	(7.94)	(7.12)
Доля в выручке, %	0.36%	0.35%	0.25%	0.21%	0.18%	0.15%	0.13%	0.11%
Темп роста доли, %		-4.73%	-26.89%	-15.81%	-15.81%	-15.81%	-15.81%	-15.81%
Износ, истощение и амортизация	(392.00)	(464.00)	(450.00)	(467.65)	(505.77)	(550.57)	(598.49)	(651.43)
Доля в выручке, %	8.36%	8.43%	8.74%	8.94%	9.14%	9.35%	9.56%	9.77%
Темп роста доли, %		0.90%	3.63%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%
Налоги, кроме налога на прибыль	(1 024.00)	(1 195.00)	(1 277.00)	(1 452.10)	(1 646.24)	(1 752.35)	(1 862.68)	(1 982.51)
Доля в выручке, %	21.83%	21.72%	24.80%	27.75%	29.74%	29.74%	29.74%	29.74%
Экспортная пошлина	(1 382.00)	(1 683.00)	(925.00)	(673.09)	(429.58)	(457.27)	(486.06)	(517.33)
Доля в выручке, %	29.46%	30.58%	17.96%	12.86%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%
Итого	(4 139.00)	(4 910.00)	(4 442.00)	(4 357.58)	(4 446.04)	(4 743.16)	(5 053.57)	(5 391.77)

Рис. 16. Прогноз операционных затрат

Изменение оборотного капитала, млрд руб. (если не указано иное)	Прогноз							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Оборотный капитал	129.00	293.00	110.00	105.78	100.39	93.67	85.46	75.55
Дебиторская задолженность	415.00	554.00	367.00	398.86	433.48	471.10	511.99	556.44
Доля в выручке, %	8.85%	10.07%	7.13%	8.68%	8.68%	8.68%	8.68%	8.68%
Запасы	202.00	233.00	219.00	228.34	238.08	248.23	258.81	269.85
Доля в выручке, %	4.31%	4.23%	4.25%	4.26%	4.26%	4.26%	4.26%	4.26%
Кредиторская задолженность	488.00	494.00	476.00	521.41	571.16	625.66	685.35	750.74
Доля в выручке, %	10.40%	8.98%	9.24%	9.54%	9.54%	9.54%	9.54%	9.54%
Изменение оборотного капитала		164.00	(183.00)	(4.22)	(5.39)	(6.72)	(8.22)	(9.91)

Рис. 17. Прогноз изменений оборотного капитала

Капитальные затраты, млрд руб.	Прогноз							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Капитальные затраты	560.00	533.00	595.00	604.63	639.43	680.65	723.50	770.05
Доля в выручке, %	11.94%	9.69%	11.55%	11.55%	11.55%	11.55%	11.55%	11.55%

Рис. 18. Прогноз капитальных затрат

Ставка дисконтирования	
Собственный капитал	
Безрисковая ставка	8.70%
Рыночная премия, в долл. США	8.60%
Рыночная премия, в руб.	12.66%
Ожидаемая инфляция в РФ (2016)	5.50%
Ожидаемая инфляция в США (2016)	1.70%
Бета-коэффициент	0.84
Стоимость собственного капитала	19.31%
Рыночная стоимость ОА, руб.	253.25
Количество ОА, млрд шт.	10.60
Рыночная капитализация, млрд руб.	2 683.94
Доля в капитале	45.71%
Заемный капитал	
Посленалоговая стоимость ЗК	7.06%
Кредиты и займы, млрд руб.	3 188.00
Доля в капитале	54.29%
WACC	12.66%

Рис. 19. Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Дисконтированный денежный поток, млрд руб. (если не указано иное)	Прогноз							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Выручка	4 691.00	5 503.00	5 150.00	5 233.37	5 534.57	5 891.33	6 262.25	6 665.12
Операционные затраты	(4 139.00)	(4 910.00)	(4 442.00)	(4 357.58)	(4 446.04)	(4 743.16)	(5 053.57)	(5 391.77)
Операционная прибыль	552.00	593.00	708.00	875.80	1 088.53	1 148.17	1 208.69	1 273.35
Ставка налога на прибыль, %	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Операционная прибыль*(1-Т)	441.60	474.40	566.40	700.64	870.83	918.53	966.95	1 018.68
Амортизация	392.00	464.00	450.00	467.65	505.77	550.57	598.49	651.43
Капитальные затраты	560.00	533.00	595.00	604.63	639.43	680.65	723.50	770.05
Изменение оборотного капитала		164.00	(183.00)	(4.22)	(5.39)	(6.72)	(8.22)	(9.91)
FCF		241.40	604.40	567.87	742.55	795.17	850.16	909.97
Множитель дисконтирования				0.89	0.79	0.70	0.62	0.55
DFCF				504.05	585.03	556.08	527.71	501.36
Темп роста в постпрогнозном периоде, %			1.00%					
Терминальная стоимость			4 342.33					
Стоимость компании			5 066.70					
Денежные средства и их эквиваленты			559.00					
Кредиты и займы			3 188.00					
Неконтролирующие доли владения			43.00					
Стоимость собственного капитала			2 394.70					

Рис. 20. Расчет дисконтированных денежных потоков и стоимости компании

Приложение 3. Оценка объединенной компании с учетом синергии

Синергия от улучшения рентабельности переработки	Прогноз				
	2016	2017	2018	2019	2020
Прирост EBITDA, млн долл.	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00
Курс доллара США, руб.	63.30	63.10	62.50	62.10	61.71
Прирост EBITDA, млн руб.	11 394.00	11 358.00	11 250.00	11 178.74	11 107.93

Рис. 21. Расчет прироста операционной прибыли (EBITDA) от улучшения рентабельности переработки

Синергия в административно-хозяйственных расходах	Прогноз				
	2016	2017	2018	2019	2020
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы, млн руб.	(19 865.69)	(21 305.70)	(22 951.05)	(24 676.49)	(26 308.22)
Раходы с учетом экономии, млн руб.	(15 892.55)	(17 044.56)	(18 360.84)	(19 741.19)	(21 046.57)
Экономия, млн руб.	(3 973.14)	(4 261.14)	(4 590.21)	(4 935.30)	(5 261.64)

Рис. 22. Расчет экономии на административно-хозяйственных расходах

Ставка дисконтирования	
Собственный капитал	
Стоимость собственного капитала	19.14%
Рыночная капитализация, млрд руб.	3 013.79
Доля в капитале	47.55%
Заемный капитал	
Посленалоговая стоимость ЗК	7.12%
Посленалоговая стоимость ЗК "Роснефти"	7.06%
Посленалоговая стоимость ЗК "Башнефти"	8.32%
Кредиты и займы, млрд руб.	3 324.01
Кредиты и займы "Роснефти", млрд руб.	3 188.00
Кредиты и займы "Башнефти", млрд руб.	136.01
WACC	12.83%

Рис. 23. Расчет средневзвешенной стоимости капитала объединенной компании

Дисконтированный денежный поток, млн руб. (если не указано иное)	Прогноз				
	2016	2017	2018	2019	2020
Выручка	5 914 934.45	6 265 538.92	6 678 741.94	7 108 868.34	7 567 713.84
Операционные затраты	(4 885 131.41)	(4 986 073.52)	(5 319 886.18)	(5 668 435.84)	(6 041 914.82)
Операционная прибыль	1 041 197.04	1 290 823.39	1 370 105.76	1 451 611.24	1 536 906.95
Ставка налога на прибыль, %	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Операционная прибыль (за вычетом налога на прибыль)	832 957.63	1 032 658.71	1 096 084.60	1 161 288.99	1 229 525.56
Амортизация	505 012.13	545 841.87	593 737.04	644 908.24	700 913.59
Капитальные затраты	673 421.41	713 206.56	760 121.09	808 950.70	861 145.30
Изменение оборотного капитала	3 380.26	(5 468.10)	(6 805.29)	(8 309.95)	(9 999.23)
FCF	661 168.09	870 762.12	936 505.85	1 005 556.49	1 079 293.09
Множитель дисконтирования	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55
DFCF	585 963.14	683 937.41	651 907.16	620 354.79	590 107.97
Темп роста в постпрогнозном периоде, %		1.27%			
Терминальная стоимость	5 245 124.36				
Стоимость компании	6 000 063.98				
Синергетический эффект	201 232.71				
Срок реализации синергетического эффекта, лет		3			
Дисконтированный синергетический эффект	140 079.25				

Рис. 24. Расчет дисконтированных денежных потоков и синергетического эффекта