Санкт-Петербургский государственный университет

Экономический факультет

Кафедра теории кредита и финансового менеджмента

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

по направлению 080100 – «Экономика»

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

**Выполнил:**

Обучающийся 4 курса, ФКСиУ-41 группы

Бондаренко Маргарита Игоревна

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/Подпись/

**Научный руководитель:**

Профессор, доктор экономических наук

Ковалёв Виталий Валерьевич

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/Подпись/

Санкт-Петербург

2017

Содержание

[Введение 3](#_Toc482547510)

[ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ 5](#_Toc482547511)

[1.1 Сущность сделок слияний и поглощений 5](#_Toc482547512)

[1.2 Обзор рынка слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли 9](#_Toc482547513)

[ГЛАВА 2 МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЮ И ПОГЛОЩЕНИЮ 20](#_Toc482547514)

[2.1 Оценка эффективности сделок по слиянию и поглощению 20](#_Toc482547515)

[2.2 Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) 24](#_Toc482547516)

[2.3 EPS accretion/dilution 28](#_Toc482547517)

[2.4 Event studies метод 31](#_Toc482547518)

[ГДАВА 3 КЕЙС РОСНЕФТЬ – ТНК-ВР Холдинг 34](#_Toc482547519)

[3.1 События, предшествующие сделке между ТНК-BP и Роснефть 34](#_Toc482547520)

[3.2 Оценка эффективности поглощения методом Discounted Cash Flaw (DCF) 37](#_Toc482547521)

[3.3 Оценка эффективности поглощения методом EPS accretion/dilution 41](#_Toc482547522)

[3.4 Оценка эффективности поглощения методом Event studies 43](#_Toc482547523)

[3.5 Сравнение результатов оценки эффективности сделки Роснефть – ТНК-ВР Холдинг, полученных при применении разных методов 47](#_Toc482547524)

[Заключение 51](#_Toc482547525)

[Список использованных источников 53](#_Toc482547526)

[Приложения 56](#_Toc482547527)

# Введение

В современном мире компании вынуждены искать эффективные методы для того, чтобы развиваться, оставаться конкурентоспособными на рынке и увеличивать свою рентабельность и стоимость. На данный момент одним из таких методов является заключение сделок по слиянию и поглощению.

В последние годы активность в сфере слияний и поглощений стала главной движущей силой экономического роста во всем мире. Все чаще компании объединяются с целью создания более крупного бизнеса и укрепления своих позиций на рынке. Как правило, объединение нескольких компаний приводит к росту рыночной стоимости образовавшейся в результате сделки по слиянию и поглощению компании, а также к получению синергетических выгод.

Даже в период сложной экономической ситуации в стране стратегия слияний и поглощений остается действенной, хоть число сделок и снижается. Наиболее крупные компании путём приобретения слабых или недооцененных пытаются создать более конкурентоспособную и сильную фирму либо получить ряд выгод, например, такие как сокращение затрат или рост доходов.

На данный момент рынок слияний и поглощений отличается значительной активностью в нефтегазовой отрасли, в последние годы было заключено множество крупных сделок как на российском, так и на иностранном рынках. Именно поэтому данная отрасль была выбрана для исследования.

Целью выпускной квалификационной работы является изучение основ сделок слияний и поглощений, а также непосредственно проведение и анализ оценки эффективности сделок различными методами. Для оценки эффективности было решено проанализировать конкретную сделку по поглощению ОАО «НК «Роснефть» ОАО «ТНК-ВР Холдинг». Данная сделка была выбрана не случайно: она занимает первое место в рейтинге крупнейших сделок M&A 2013 года.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

* дать понятие и выявить сущность сделок слияний и поглощений;
* охарактеризовать современный рынок сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли;
* рассмотреть некоторые методы оценки эффективности сделок;
* провести анализ эффективности сделки по приобретению ОАО «НК «Роснефть» ОАО «ТНК-ВР Холдинг» несколькими методами;
* сравнить результаты анализа сделки и сделать соответствующие выводы.

Объектом исследования выступают сделки слияний и поглощений.

Предмет исследования – оценка эффективности сделок M&A компаний.

Теоретической основой исследования выступили труды российских и зарубежных специалистов в области оценки бизнеса и инвестиций. В качестве источников при написании работы также были использованы аналитические отчеты международных консалтинговых компаний (KPMG, Deloitte, McKinsey и др.), нормативно-правовые документы, отраслевые журналы, научные статьи, которые посвящены оценке эффективности сделок слияний и поглощений. Кроме того, были задействованы материалы интернет-сайтов, официальные документы и отчетности компаний-участниц рассматриваемой сделки.

Для проведения оценки эффективности сделки между «НК «Роснефть» и «ТНК-ВР Холдинг» и последующего его анализа были задействованы такие базы данных, как Zephyr, Yahoo finance, Bloomberg.

Цели и задачи дипломной работы предопределили ее структуру. Данная работа включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы и приложения. В первой главе раскрыта сущность сделок слияний и поглощений, а также проведен обзор рынка как в целом, так и конкретно в нефтегазовой отрасли. Во второй главе проводится теоретический обзор методов оценки эффективности сделок M&A. Третья глава представляет собой практическую часть дипломной работы, а именно непосредственно оценку эффективности сделки на примере кейса «Роснефть – ТНК-ВР Холдинг» с помощью методов Discounted Cash Flaw, Accretion/Dilution Analysis и Event studies и сравнение результатов анализа сделки.

# ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

## Сущность сделок слияний и поглощений

На сегодняшний день сделки слияний и поглощений имеют большую популярность и занимают значительное место в сфере корпоративных финансов. Существуют некоторые различия в толковании термина «слияние», если рассматривать зарубежную литературу и российское законодательство. В Федеральном законе от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» под слиянием компаний понимается «возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних». В зарубежной литературе, а именно в учебнике S. F. Reed & A. Lajoux «The Art of M&A», данная формулировка используется для обозначения корпоративной консолидации, которая, по мнению S. F. Reed & A. Lajoux, является специфической формой слияния. В свою очередь, с точки зрения вышеупомянутых авторов, слияние – это процесс объединения двух компаний, в результате которого происходит обмен сертификатов на возможность владения компании-цели на сертификаты на возможность владения акциями компании-покупателя. При этом сертификаты компании-цели отправляются на хранение в архив. Итогом такой сделки является прекращение существования компании-цели.[[1]](#footnote-1) В соответствии с законодательством нашей страны, поглощение представляет собой присоединение компании и подразумевает «прекращение существования одного или более обществ с последующей передачей всех прав и обязанностей иному обществу».[[2]](#footnote-2) Таким образом, поглощение – это более общий термин, применяющийся для обозначения передачи собственности, в свою очередь слияние является более узким термином и означает определённый юридически регламентированный процесс, который может стать следствием поглощения, но этого может и не произойти.

В зарубежных странх понятия “слияния” и “поглощения” не имеют такого четкого разграничения, как в нашем законодательстве. Даже сами английские аналоги рассматриваемых понятий имеют неоднозначное значение.

Merger – поглощение (путем приобретения ценных бумаг или основного капитала), слияние (компаний);

Acquisition – приобретение (например, акций), поглощение (компании);

Соответственно, mergers and acquisitions (M&A) – слияния и поглощения предприятий.

Существует множество типов сделок M&A. Можно выделить следующие критерии классификации:

* способ интеграции компаний;
* национальная принадлежность предприятий, участвующих в сделке;
* отношение объединяемых компаний к сделке;
* метод объединения потенциала;
* условия слияния;
* механизм сделки.[[3]](#footnote-3)

По способу интеграции компаний сделки слияний и поглощения делятся на:

* горизонтальные – объединение компаний одной отрасли, которые производят одинаковые изделия или осуществляют одинаковые стадии производства;
* вертикальные – сделки между фирмами разных отраслей, которые связаны между собой производственным процессом готового продукта; иными словами, расширение компанией, которая приобретает другую компанию, своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, либо на последующие;
* конгломератные – сделки между компаниями разных отраслей, которые не имеют технологического или производственного единства, то есть объединение такого типа – это объединение предприятия одной отрасли с предприятием другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни клиентом, ни конкурентом.

По национальной принадлежности предприятий, участвующих в сделке, можно выделить:

* национальные слияния – объединение предприятий, которые находятся в одной стране;
* транснациональные слияния – объединения компаний, которые располагаются в разных странах (так называемые, transnational mergers), сделки с фирмами за рубежом (cross-border acquisitions).

В зависимости от отношения топ-менеджмента предприятий к сделке M&A выделяются:

* дружественные слияния – слияния, при которых менеджеры целевой фирмы выступают за проведение сделки;
* враждебные слияния – сделки, при которых руководящий состав компании-цели выступает против проведения сделки и осуществляет ряд мероприятий, чтобы не допустить ее осуществления.

По методу объединения потенциала выделяются:

* корпоративные альянсы – это слияние двух или более предприятий, которое нацелено на конкретное направление бизнеса, обеспечивающее получение синергии исключительно в этом виде деятельности, в остальных же направлениях компании действуют самостоятельно;
* корпорации – это такой вид слияния, когда происходит объединение всех активов, вовлекаемых в сделку фирм.

В зависимости от того, какой потенциал в ходе слияния объединяется, можно определить:

* производственные слияния – это такие слияния, при которых объединяются производственные мощности предприятий с целью получения синергии путём увеличения масштабов деятельности;
* финансовые слияния – такие слияния, при которых объединившиеся фирмы не действуют как одно целое, в данном случае производственная экономия не является преимущественной целью, но присутствует единство финансовой политики, которая способствует укреплению позиций на рынке ценных бумаг.

Большинство исследований эффективности слияний и поглощений свидетельствуют, что приблизительно 60 - 80% компаний, даже выбрав на первый взгляд эффективную стратегию, не достигает успеха. Как правило, это связано с неправильной организацией процесса сделки.[[4]](#footnote-4)

Процесс слияния и поглощения является многоэтапным и сложным в отношении реализации. Можно выделить две основные стадии организации сделки M&A – выбор объекта сделки и непосредственно проведение сделки.

Подготовительная фаза обычно включает несколько этапов.[[5]](#footnote-5)

* Анализ отрасли: компания выбирает сектор для проведения сделки, проектирует динамику роста отрасли и ее структуру;
* самооценка: оценка собственного состояния, определение собственных навыков, анализ потенциальных возможностей для создания синергетических эффектов;
* оценка кандидатов на проведение сделки: соотношение собственных ожиданий от сделки и параметров кандидатов (операционные характеристики, структура собственности, финансовые показатели);
* финансовая оценка кандидата: оценка стоимости компании-мишени при помощи внутренних и внешних показателей.

После выбора компании-цели проводится сама сделка. Рассмотрим традиционные стадии ее проведения.

* Первоначальный контакт: первое знакомство компаний, обмен обзорными материалами, заключение соглашения о конфиденциальности;
* первоначальный due diligence: стороны раскрывают друг другу детальную, в основном конфиденциальную, информацию, но исключительно ту, разглашение которой в случае чего не несет существенного вреда;

В рамках Due Diligence, как правило, предоставляются:[[6]](#footnote-6)

* общие сведения о компании: выписка о регистрации, устав, сведения о руководителях, структура компании, информация о зависимых предприятиях и т.д.;
* сведения об обязательствах фирмы и о ее имущественном состоянии: список всех материальных и нематериальных активов, перечень всех имеющихся кратко-, средне- и долгосрочных обязательств (с указанием должников и кредиторов, процентной ставки, сроки платежа), взаимные обязательства в рамках предприятия и т.д.;
* финансовая отчетность компаний;
* существующие соглашения с коллективом и профсоюзами в рамках трудового законодательства, пенсионному обеспечению и т.д.;
* иные договорные права и обязательства: договоры внутри фирмы, арендные договоры, соглашения с контрагентами и т.д.;
* информация о всевозможных юридических процессах;
* подписание меморандума о намерениях: достигается первичное соглашение по стоимости сделки, ее структуре;
* окончательный due diligence (отличается от первоначального уровнем раскрытия информации): уточняется стоимость приобретаемой компании, могут быть внесены изменения в меморандуме о намерениях;
* заключение сделки: определение финальной цены и структуры сделки, юридическое оформление всех необходимых документов, предварительное планирование интеграции;
* закрытие сделки: активное взаимодействие с менеджерами компании, инвесторами, аналитиками и прессой.

## Обзор рынка слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли

Согласно исследованиям компании KPMG в 2015 году на российском рынке M&A было объявлено 504 сделки на общую сумму 55,8 млрд долл. США. Данная цифра свидетельствует о сокращении рынка на 29% по сравнению с прошлым годом, но при этом данный показатель тем не менее максимально близок к верхней границе диапазона, который KPMG прогнозировал ранее на 2015 г. (40-60 млрд долл. США).[[7]](#footnote-7)

Тяжёлая экономическая ситуация, падение цен на нефть и трудности с получением финансирования вызвали снижение уверенности и активности российских участников рынка M&A. Вышеупомянутые факторы вместе с несбалансированными ценовыми ожиданиями на фоне нестабильности национальной валюты стали причиной резкого снижения рынка внутренних сделок на 37% до 36,1 млрд долл. США. Данное падение стало рекордно низким за более чем 10-летний период, и спаду объема инвестиций российских компаний в зарубежные активы на 39% до 8,6 млрд долл. США. В 2015 г. иностранные игроки пытались найти возможности применить приобретенные ими российские активы с учетом новых условий. В конечном счёте некоторые из них пересмотрели свои позиции на рынке и занялись анализом возможных выгод, которые они могли бы приобрести в средне- и долгосрочной перспективе при условии сохранения участия в российских компаниях.[[8]](#footnote-8)

Рисунок 1 Российский рынок сделок M&A (2010-2015 гг.)

*Источник:* Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. С.5.

Ситуация на рынке слияний и поглощений в России в значительной степени отличалась от ситуации на мировом рынке – там сумма сделок увеличилась на 30% до внушительных 4,3 трлн долл. США при снижении сделок на 3%. В связи с этим доля России в сумме сделок на мировом рынке M&A сократилась до минимальных 1,3%, что значительно ниже среднего показателя в 4,3% на протяжении последних 10 лет. Даже приняв во внимание то, что российский рынок M&A занял второе место среди стран БРИК по сумме сделок, показатели российского рынка не шли ни в какое сравнение с достижениями компаний Китая, которые провели сделки на общую сумму 491,4 млрд долл. США.[[9]](#footnote-9)

Рисунок 2 Мировой рынок M&A (2010 – 2015 гг.)

*Источник:* Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. С.5.

В 2015 г. в нефтегазовой отрасли произошло падение суммы сделок на 43% до 15,6 млрд долл. США. Это отчасти объяснялось тем, что снизились цены на нефть и санкции негативно сказывались на экономической ситуации. Тем не менее, нефтегазовый сектор продолжил доминировать на российском рынке сделок M&A. Наиболее всего активен по-прежнему был сектор недвижимости и строительства – суммарное количество сделок составило 88, что на 55% ниже прошлогоднего показателя.[[10]](#footnote-10)

Таблица – 1 Крупнейшие сделки на российском рынке M&A, 2015 г.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Объект сделки | Сектор | Покупатель | Продавец | Приоб­ретен­ная доля, % | Сумма сделки, млн долл. США |
| 1 | «Стройгазконсалтинг» | Транспорт и инфраструктура | «Газпромбанк»; United Capital Partners Advisory | Руслан Байсаров; миноритарные акционеры | 100,0% | 7 000 |
| 2 | «Полюс Золото» | Металлургия и горнодобывающая промышленность | Wandle Holdings Limited | н/д | 59,8% | 5 694 |
| 3 | Essar Oil Ltd | Нефтегазовый сектор | НК «Роснефть» | Essar | 49,0% | 2 400 |
| 4 | «Уралкалий» | Химическая промышленность | «Уралкалий» | н/д | 22,0% | 2 065 |
| 5 | E.On E&P Norge | Нефтегазовый сектор | DEA Deutsche Erdoel AG (DEA) | E.On | 100,0% | 1 600 |
| 6 | «Ямал СПГ» | Нефтегазовый сектор | Silk Road Fund Co Ltd | «НОВАТЭК» | 9,9% | 1 400 |
| 7 | «СИБУР Холдинг» | Нефтегазовый сектор | China Petrochemocal Corporation (Sinopec Group) | Леонид Михельсон; Кирилл Шамалов; Геннадий Тимченко; бывший и нынешний менеджмент | 10,0% | 1 340 |
| 8 | «Ванкорнефть» | Нефтегазовый сектор | ONGC Videsh Limited | НК «Роснефть» | 15,0% | 1 300 |
| 9 | Avito Holding AB | Телекоммуникации и медиа | Naspers Limited | Investment AB Kinnevik; Accel Partners; Baring Vostok Capital Partners Limited; Northzone Ventures AS; East Capital; Filip Stig George Engelbert; Jonas Rolf Nordlander | 50,5% | 1 200 |
| 10 | «Уралкалий» | Химическая промышленность | «Уралкалий» | н/д | 11,6% | 1 086 |
| Общая сумма 10 крупнейших сделок | | | | | | 25 085 |
| % от общей суммы сделок на российском рынке M&A | | | | | | 44,9% |

Источник: Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. С.7.

По данным статистики бюллетеня «Рынок слияний и поглощений» Информационного агентства AK&M, в 2016 году количество сделок M&A с российскими игроками пусть немного, но увеличилась – на 1,1%.

Тем не менее, суммарная стоимость сделок в 2016 году оказалась самой низкой за последние 7 лет —  **$41,76 млрд**. В первую очередь это объясняется недостатком мегасделок стоимостью от $1 млрд. В 2016 году их было всего семь, в то время как в 2015 году — десять.

Ситуация с рублевым выражением рынка сделок слияний и поглощений была значительно лучше. Он снизился всего на 6,3% по сравнению с 2015, а именно до **2,7 трлн. руб.** Средняя стоимость сделки осталась на уровне прошлого года — 3 млрд. руб. В большой степени такой исход был обусловлен сохраняющейся девальвацией рубля.[[11]](#footnote-11)

Прирост количества сделок и увеличение активности рынка в конце 2016 года позволяли рассчитывать на оживление рынка в 2017 году. Прежде всего, этому способствовало наметившееся улучшение макроэкономических условий.

**Строительство и девелопмент в 2016 году сохранили лидерство на российском рынке M&A** и по числу, и по объему сделок. В отрасли было отмечено 68 транзакций на сумму $11,1 млрд. (что составляет 26,6% объема рынка). Но к концу года M&A-активность в данном секторе стала падать.

**В 2016 году в торговой отрасли рынок M&A продемонстрировала взрывной рост**.К концу года число сделок увеличилось на 40%, до 63 сделок, а их суммарная стоимость выросла в 2,5 раза, до $4,5 млрд.

**Сделки иностранных инвесторов с российскими активами (out-in) в 2016 году достигли своего максимума** за последние 7 лет — $14,54 млрд. В первую очередь это обусловлено крупнейшим слиянием итальянских телеком-операторов Wind и 3 Italia. Стоит отметить, что значительная доля **out-in** сделок ($13 млрд. или 90% суммы и 43% количества) пришлась на активы, которые физически находятся вне России. Можно сказать, что это распродажа собственности российских компаний за границей. Если говорить об активах на территории России, то здесь крупнейшие сделки были заключены в нефтегазовой отрасли, а именно в добыче нефти и газа. Однако здесь речь идет исключительно о приобретении миноритарных пакетов.[[12]](#footnote-12)

По данным статистики бюллетеня «Рынок слияний и поглощений», в первые месяцы 2017 года рынок M&A с участием российских компаний продемонстрировал существенный рост. **Общая стоимость сделок за первые два месяца достигла почти $7 млрд. — данный показатель в 2,5 раза больше,** чем за тот же период 2016 года.

Такое увеличение объясняется завершением в январе-феврале двух крупнейших сделок: переход железнодорожного оператора «УВЗ Логистик» под контроль «Тринфико пропети менеджмент», который был оценен по размеру обязательств в $2,5 млрд., и консолидации «Роснефтью» долей в нескольких нефтеперарабатывающих заводах в Германии на $1,52 млрд. При этом стоит отметить, что даже без учета данных сделок объем рынка M&A по отношению к началу 2016 года увеличился на 8%.

Что касается количества сделок — это значение выросло на 16,4%, до 78 транзакций против 67 в первых двух месяцах 2016 года. В свою очередь средняя стоимость сделки (без учета крупнейших от $1 млрд.) в некоторой степени снизилась — на 5%, до $39 млн. с $40,9 млн. за январь и февраль 2016 года.[[13]](#footnote-13)

**В рублевом выражении рынок сделок слияний и поглощений в начале 2017 года вырос в 2 раза**, до 412 млрд. руб. с 206 млрд. руб. за январь-февраль прошлого года.

Первое место в рейтинге отраслей в начале 2017 года занял **транспорт** с тремя сделками на общую сумму в $2,61 млрд. (37,4% объема рынка). M&A-активность в **топливно-энергетическом комплексе**в первые месяцы 2017 года резко увеличилась. Суммарная стоимость трех сделок в данном секторе составила $1,71 млрд. (24,5% от всего объема рынка), что в 2,3 раза больше, чем за весь 2016 год. В **сельском хозяйстве** в начале 2017 года было завершено столько же сделок, сколько и годом ранее (6 сделок), но их стоимость увеличилась в 5 раз в годовом сравнении, до $684,3 млн. (9,7% объема рынка). Таким образом, данный сектор занял третье место в рейтинге.

**Строительство и девелопмент** в начале 2017 года также продемонстрировали значительный рост. Количество сделок в отрасли выросло на 45% по сравнению с началом 2016 года (до 16 сделок), а их суммарная стоимость — на 64%, до $555,7 млн.

Пятую позицию в начале 2017 года занимали **средства массовой информации**. Общая стоимость сделок в этом секторе по сравнению с 2016 выросла в три раза и составила $313,3 млн. (4,5% от объема рынка).[[14]](#footnote-14)

Рисунок 3 **Удельный вес отраслей на российском рынке M&A в январе-феврале 2017 года по сумме сделок**

**Источник: Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Январь - февраль 2017 года.**

Рисунок 4 **Удельный вес отраслей на российском рынке M&A в январе-феврале 2017 года по числу сделок**

Источник: Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Январь - февраль 2017 года.

Таблица 2 - Топ-5 сделок с участием российских компаний в январе-феврале 2017 года

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Отрасль | Объект сделки | Продавцы | Покупатели | Пакет | Стоимость, $ млн. |
| 1 | Транспорт | ООО "УВЗ-Логистик" | ОАО "НПК "Уралвагонзавод", частные собственники | ООО "Тринфико Пропети Менеджмент" | 100% | 2501,6 |
| 2 | ТЭК | Доли в НПЗ Bayernoil Rafineriegesellsschaft, Mineraloelraffinerie Obberhein, PCK Raffinerie (Германия) | BP Plc | ПАО "НК "Росефть" | 12,5% 12% 18,7% | 1522 |
| 3 | Сельское хозяйство | ООО "Парус Агро Груп" (Parus Agro) | Структуры Андрея Муравьева, Николая Долгих | ЗАО "Фирма "Агрокомплекс им. Н.И. Ткачева" | 100% | 345 |
| 4 | СМИ | Группа компаний Rambler & Co | Группа "Интеррос" (Владимир Потанин) | A&NN Investments (Александр Мамут" | 50% | 295 |
| 5 | Сельское хозяйство | ГК "Агро-инвест» | Black Earth Farming Ltd | ООО "Волгодонсельхозинвест" (Сергей Кукура" | 100% | 184 |

Источник: Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Январь - февраль 2017 года.

В соответствии с аналитическим отчетом международной консалтинговой компании Deloitte о рынке M&A в нефтегазовой отрасли, в 2016 году объем сделок как по количеству, так и по объему по сравнению с 2015 годом значительно вырос, несмотря на низкие цены на углеводородное сырье. Это обусловлено изменениями конъюнктуры рынка и большим количеством крупных финансовых контрактов.[[15]](#footnote-15)

В нефтегазовой отрасли в прошлом году было осуществлено семь транзакций на рекордную сумму, которая превышала $10 млрд. Впервые транспортные операции в нефтегазовой отрасли (midstream) обогнали сектор upstream, который включает в себя геологоразведочные работы нефти и газа и весь производственный процесс по добыче нефти и попутного газа, по общим объемам сделок, несмотря на то что нефтепереработка и нефтепромысловый сервис (downstream) являлись ее основными драйверами. В отчете компании Deloitte было отмечено, что «в целом итоги 2016 года существенно превзошли ожидания многих экспертов и, кроме того, объемы сделок по слиянию и поглощению среди нефтегазовых компаний существенно превысили показатели 2015 года».[[16]](#footnote-16)

Upstraem (exploration and production (E&P) sector). В начале 2016 года количество сделок по слиянию и поглощению было незначительным, тем не менее, их объем существенно превысил показатели 2015 года. Малые и средние фирмы также как и крупные игроки в области геологоразведки и добычи нефти и газа, наряду с вертикально интегрированными нефтяными компании (ВИНК) активизировали свою деятельность. В 2016 году в США рынок сделок M&A продемонстрировал 100%-й прирост по объему контрактов, и данный прирост составил $60 млрд. Более того, в 2016 году и Россия также присоединилась к общему тренду. Относительно рынка разведки, разработки и добычи, в начале 2015 года он был достаточно слабым, и M&A-активность была на довольно низком уровне. Покупатели предпочитали приобретать предприятия, занимающиеся добычей, но не находящиеся в разработке месторождения. Во втором квартале 2016 года игроки, уверенные в том, что цены на углеводородное сырье стабилизировались, стали покупать более рискованные активы, в том числе слабоосвоенные и даже низкопродуктивные месторождения.

В США сделку подобного рода заключила нефтегазовая компания Diamondback Energy Inc, которая занимается разработкой нетрадиционных и наземных месторождений в Западном Техасе. В декабре 2016 года за $2,4 млрд она приобрела у Brigham Resources LLC ряд площадей в бассейне Делавэр. При этом 45% от приобретенных активов – это участки с трудноизвлекаемой тяжелой нефтью, что позволяет отнести их к низкопродуктивным активам. Более того, компания купила около 5% участков в сланцевом бассейне Игл Форд. При этом разработка бассейнов сланцевого газа продолжала сокращаться, несмотря на отмеченный к концу года прирост добычи в бассейнах Марселлус и Хейнсвилл.[[17]](#footnote-17)

Oilfield services (Нефтегазосервис).В 2016 году объем сделок M&A среди нефтесервисных компаний и производителей нефтепромыслового оборудования был значительным, несмотря на то, что именно данный сектор нефтегазовой отрасли наиболее серьезно ощутил на себе негативное воздействие кризиса. В течение первых трех кварталов 2015 года число транзакций слияний и поглощений в этом секторе нефтегазового бизнеса было на весьма низком уровне, но за четвертый квартал оно выросло в два раза по сравнению с предыдущим годом. Это обусловлено заключением двух крупнейших сделками – между General Electric и Baker Hughes Inc, а также Technip и FMC, которые обеспечили 90% всего объема.[[18]](#footnote-18) Принимая во внимание слабый рынок и неустойчивость цен на нефть, многие предприятия поменяли стратегию формирования своих портфелей. Подобный подход проявился в девяти из десяти случаев сделок, причем это не было прямо или косвенно связано с другими, более прибыльными, сегментами рынка.

Midstream (транспортировка нефти и полученных нефтепродуктов). В соответствии с отчетом консалтинговой компании Deloitte, впервые за всю историю нефтегазовой отрасли объем сделок M&A в секторе мидстрим превзошел соответствующий показатель в секторе апстрим и стал основным с общей суммой в $140 млрд. Объем подобных сделок стал крупнейшим по причине покупки Sunoco Logistics за $51 млрд компании Energy Transfer Partners, а также приобретения Enbridge Inc за $46,5 млрд компании Spectra Energy. Около 80% сделок в области транспортировки нефти и газа связаны с покупкой новых активов, при этом порядка 60% из них заключены за пределами Северо-Американского континента. Так, канадская компания Brookfield приобрела более 2700 км принадлежавших нефтяному гиганту Petrobras газопроводов в Бразилии за $5,2 млрд, что стало крупнейшей сделкой такого рода. В трех из пяти крупных сделок в Северной Америке в качестве покупателей выступили дистрибьюторские компании – поставщики коммунальных услуг. Например, предприятия Southern Company и Consolidated Edison приобрели газотранспортные активы с целью расширения собственных сетей газопроводов. В отчете Deloitte также говорится о том, что общий рост транспортного сектора в США объясняется необходимостью подключения новых центров добычи углеводородов к существующим системам трубопроводов.[[19]](#footnote-19) Подобные сделки составили более 40% от общего объёма. «В то же время по сравнению с 2015 годом в 2016 году проявилась очевидная тенденция к концентрации активов, прежде всего в таких секторах, как промысловый сбор природного газа, его компримирование, промышленная обработка и подготовка, что, по-видимому, связано со снижением объемов бурения на нефть в большинстве сланцевых бассейнов. В 2016 году лишь две из двенадцати подобных сделок были связаны с системами промыслового сбора и подготовки нефти», – говорится в отчете.[[20]](#footnote-20) Дальнейшее развитие сектора мидстрим в США напрямую связано с перспективами развития разведочного и эксплуатационного бурения, которое в настоящее время сконцентрировано в перспективных пермских бассейнах Делавэр и Мидланд, а также в сланцевых провинциях STACK (Sooner Trend, Anadarko Basin, Canadian and Kingfisher Counties) и SCOOP (South Central Oklahoma Oil Province) штата Оклахома. Возрождение рынка E&P нефтяных и газовых месторождений, упрощение регуляторного и правового режимов, а также экологического контроля при конструировании новых трубопроводов создают условия для консолидации трубопроводных активов в мировом масштабе.[[21]](#footnote-21)

Downstream (нефтепераробтка). В 2016 году в секторе даунстрим наблюдалось падение количества сделок в области M&A, хотя их суммарная стоимость выросла на 50% и составила $36,5 млрд. При этом 85% крупных сделок было проведено во втором полугодии, что обусловлено увеличением мировых цен на сырьё. В глобальном масштабе на долю Северной Америки в 2016 году пришлось 46% подобных транзакций. При этом почти все они были связаны со стабильным рынком розничной торговли нефтепродуктами, а отнюдь не с переработкой легких нефтей, экспортно ориентированными складскими предприятиями или терминалами – тенденция, которая имела место в нефтегазовой отрасли еще с 2015 года. Крупнейшей такого рода сделкой в этом регионе стала покупка Tesoro Corporation компании Western Refining на сумму $6,4 млрд. Значительные изменения в сфере M&A активов наблюдаются в Азии. Так, «Роснефть» и нидерландская компания, специализирующаяся на торговле углеводородным сырьём, металлами и минеральными удобрениями Trafigura приобрели Essar Oil за $12,9 млрд. Данная сделка дала возможность стратегическим образом изменить ситуацию на рынке нефти и газа в регионе и дать новый импульс его развитию.

# ГЛАВА 2 МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЮ И ПОГЛОЩЕНИЮ

## 2.1 Оценка эффективности сделок по слиянию и поглощению

Важнейшим этапом сделок по слиянию и поглощению является оценка их эффективности. Данный этап необходим для того, чтобы выявить результаты той или иной сделки, сформировать мнение об ее успехе или неудаче. В виду того, что оценка эффективности сделки является весьма комплексным процессом, а также того, что каждая сделка требует индивидуального подхода – актуальность оценки эффективности сделок возрастает.

По данным исследований компании KPMG, большинство сделок по слиянию и поглощению оказались для компаний, их совершивших, убыточными. А по данным Harvard Business Review, до 80% сделок никак не приводят к росту благосостояния акционеров, а более половины и вовсе оказывают негативное влияние на «поглотителей».

Неудачи сделок во многом обусловлены переоценкой эффекта синергии, которая может быть получена в результате слияния и поглощения. Как следствие этого часто возникает и переплата со стороны поглощающей компании, что только усугубляет негативный эффект. Соответственно, более осторожная и тщательная подготовка и анализ – ключ к снижению вероятности проведения неудачной сделки[[22]](#footnote-22).

Сделка по слиянию и поглощению может быть признана эффективной, если в результате ее проведения увеличивается благосостояние акционеров компании.

Благосостояние акционеров компании, в свою очередь, увеличивается за счет того, что благодаря сделке образуется эффект синергии, который является положительным результатом от объединения компаний.

Эффект синергии – результат объединения компаний, превосходящий по стоимости результаты, если бы они действовали по отдельности[[23]](#footnote-23).

На рисунке 5 представлена схема формирования инвестиционной стоимости консолидированной компании. VА и VВ представляют собой инвестиционные стоимости компании-поглотителя и компании-цели. Стоимость, добавленная синергией к стоимости объединенной компании (VS), включает премию за контроль и выигрыш от совершения данной сделки.

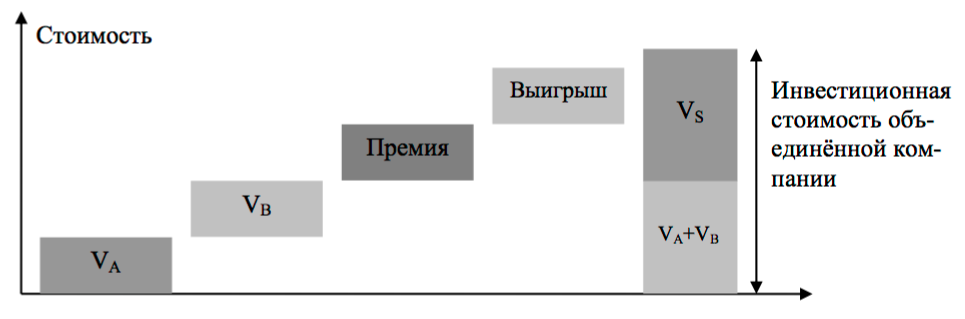


Рисунок 5 Создание стоимости для компании-поглотителя

Источник: DePamphilis, D.M. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities/ D.M. DePamphilis. – Elsevier Inc., 2010. – P.675.

Существуют разные подходы для того, чтобы классифицировать синергетический эффект. В рамках данной работы мы сфокусируемся на подходе, в рамках которого синергетический эффект делится на операционные и финансовые синергии. Данные эффекты возникают в результате комбинирования ресурсов двух компаний.

Операционная синергия возникает в экономии на масштабе производства, экономии на гибкости, а также возможности роста. Данный вид синергии создает дополнительную стоимость от слияния ресурсов компаний. Однако, ее фактическое, а не теоретическое проявление напрямую зависит от управленческих способностей менеджмента консолидированной компании при принятии ключевых решений, а также компетенций, которые позволяют компании успешно конкурировать на рынке. Как правило, такой вид синергии проявляется в рамках слияний и поглощений по связанной диверсификации. Более подробно рассмотрим, каким образом проявляется операционная синергия.

* Эффект от масштаба производства. Данный эффект возникает в результате увеличения производительности и специализации производства, сокращения удельных постоянных издержек за счет их распределения на большее число активов консолидированной компании, оптимизации использования имеющихся ресурсов, и как следствие, приводит к сокращению прямых и косвенных затрат на разных этапах цепочки ценности;
* Экономия на гибкости. Данный эффект также приводит к сокращению затрат консолидированной компании за счет устранения необходимости осуществлять новые инвестиции в создание и расширение логистических цепей, продуктовых групп, проведения дублирующих мероприятий по продвижению и увеличению охвата клиентов, и наконец, в трудовые ресурсы;
* Возможности роста. Данный эффект выражается в увеличении скорости объединенной компании в рамках расширения рынка, укрепления занимаемых позиций, освоения технологий и разработки новых продуктов.

Далее, перейдем к рассмотрению финансовой синергии. Она выражается в снижении налогов (в случае, если целевая компания обладает налоговыми льготами, и они могут быть применены при уплате налогов объединённой компанией)[[24]](#footnote-24), в увеличении кредитоспособности (возможности получения новых кредитов и займов в связи с упрочнившимся финансовым положением компании), увеличении свободных денежных средств (освобождение средств, доступных для новых инвестиций). Как следствие финансовых синергий, компания получает возможность диверсифицировать инвестиционные риски, иметь сниженную волатильность выручки и денежного потока, диверсификацию продуктовой линейки, географическую диверсификацию, при этом улучшая свое финансовое положение, связанное с ростом кредитоспособности.

Следует отметить, что синергией следует считать только те эффекты, которые невозможно достичь без объединения компаний[[25]](#footnote-25). По своей природе, синергия ведет к созданию более благоприятных производственных и финансовых возможностей для развития компании, которые было бы невозможно получить в рамках старых ресурсов и условий.

Систематизированную классификацию синергий, получаемых в результате слияний и поглощений можно увидеть на рисунке 6.

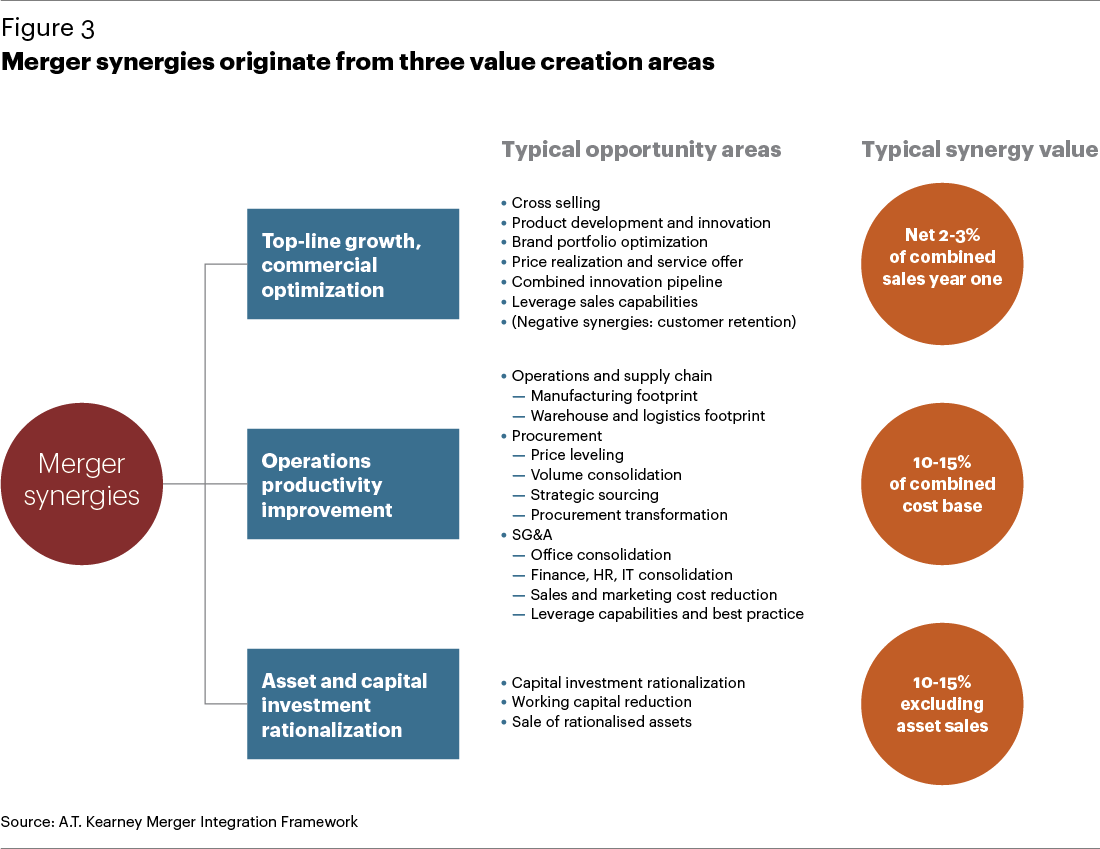


Рисунок 6 Классификация синергий, возникающих по результатам сделок слияний и поглощений

Источник: A.T. Kearney Merger Integration framework[[26]](#footnote-26)

Оценка эффектов синергии включает в себя качественный и количественный анализ. В ходе качественного анализа формируется перечень потенциальных синергетических эффектов. Затем проводится количественный анализ с целью оценить влияние синергетических эффектов сделки на благосостояние акционеров. В рамках данной работы далее будут рассмотрены следующие методы количественного анализа:

* Метод дисконтированных денежных подходов (DCF)
* EPS accretion/dilution
* Event studies

## 2.2 Метод дисконтированных денежных потоков (DCF)

Данный метод предусматривает прогнозирование денежных потоков консолидированной компании за определенный период, на основе которых рассчитывается приведенная стоимость. Чистая приведенная стоимость (NPV) рассчитывается на основе определенной ставки дисконтирования, которая отражает требуемую доходность инвестора при данном уровне риска. Затем, к NPV прибавляется продленная стоимость, а в итоге – стоимость компании в целом.

Полученная стоимость называется внутренней стоимостью компании или совокупным потоком всех выгод, которые потенциально могут быть получены ее акционерами.

Метод дисконтированных денежных потоков применяется либо к свободному денежному потоку фирмы (FCFF), либо же к свободному денежному потоку акционеров (FCFE). Целиком и полностью прогнозирование основывается на финансовом анализе с использованием финансовых моделей или регрессионного анализа[[27]](#footnote-27).

Подход FCFF базируется на расчете прогнозируемого денежного потока по следующей формуле:

, (1)

где EBIT – операционная прибыль;

t – налог на прибыль;

Capex – капитальные инвестиции;

D – амортизация чистых долговых обязательств;

NWC – прирост/снижение чистого оборотного капитала.

Подход FCFE базируется на расчете прогнозируемого денежного потока по следующей формуле:

, (2)

где NI – чистая прибыль;

Net Capex – чистые капитальные инвестиции;

DR – коэффициент финансовой зависимости (ЗК/Активы)

Процедура построения финансовой модели сделки по слиянию и поглощению подразумевает следующий алгоритм:

1. Оценка стоимости компании-поглотителя и компании-цели как самостоятельных;

2. Оценка стоимости консолидированной компании с учетом синергетического эффекта;

3. Установление цены предложения;

4. Выяснение способности консолидированной компании профинансировать сделку.

В рамках первого этапа проводится детальный анализ развития отрасли и конкретной компании в данной отрасли на горизонте последних 3-5 лет. Кроме того, на основе тенденций и трендов развития отрасли прогнозируется будущий денежный поток. На втором этапе производится формулирование и оценка ожидаемых синергий от сделки, а также затрат, связанных с их получением и реализацией. На основе этого рассчитывается стоимость консолидированной компании с учетом чистой синергии.

На третьем этапе определяется диапазон минимальной и максимальной цены предложения, тем самым мы можем определить долю синергии, приходящуюся на компанию-цель. Кроме того, определяется метод финансирования сделки (денежные средства\акции).

В рамках заключительного четвертого этапа производится установление надлежащей структуры капитала. А именно, производится анализ чувствительности финансовой модели к изменению соотношения долга и собственного капитала. Подводя итоги четвертого этапа моделирования, отметим, что эффективная структура капитала основана на расчете и прогнозировании WACC, применим метод WACC и для прогнозирования оптимального уровня финансового рычага. Основной идеей этого метода является предположение, что точка максимума стоимости компании достигается при минимизации затрат на капитал, что позволяет рассмотреть сценарии разного уровня финансового рычага и выбрать оптимальный для компании.

Важным моментом является то, что дивидендная политика компании-цели в рамках финансового моделирования сделки не имеет никакого значения. Т.к. компания-поглотитель заинтересована прежде всего в прибыли и денежных потоках, когда покупает 100% компании-цели, а то что готов платить покупатель отражается денежными потоками и прибылью, а не стоимостью акции в портфеле инвестора.

При принятии решения о проведении сделки необходимо определить максимально возможную цену приобретения, которая рассчитывается по следующей формуле:

, (3)

где VA+B  - стоимость консолидированной компании;

VA – рыночная стоимость компании-поглотителя

В данном контексте важно определить понятие «справедливая стоимость компании». Это такая стоимость, которая может быть выплачена за актив или передачу обязательств по текущей сделке между участниками рынка. Что важно – и поглотитель и цель проводят сделку добровольно, зная всю необходимую информацию о фактах, окружающих данную сделку[[28]](#footnote-28). В справедливой стоимости не учитывается синергетический эффект, а значит цена приобретения не будет совпадать с справедливой стоимостью.

Стоит сказать, что имеется 2 ориентира, которые можно использовать для базовой проверки чувствительности полученной оценки стоимости. Ими являются балансовая и ликвидационная стоимости компании. Оба этих показателя помогают определить минимальную стоимость, которую приобретаемая компания имеет на рынке.

Самым главным фактором, который определит конечное ценовое предложение, является выявление эффекта синергии. Не секрет, что именно в синергии и находится основной мотив совершения сделки для участников рынка. В конечном счете, в вопрос синергии и упирается вопрос установления ценового предложения. Наличие эффектов синергии предполагает собой и премию, которая будет уплачена в рамках ценового предложения. Однако, стоит сказать, что премия обязательно должна быть меньше потенциального выигрыша от проявления синергетического эффекта, иначе бы сделка не имела под собой никакого смысла для покупателя.

После того, как эффект синергии оценен качественно и выявлены наиболее вероятные формы его проявления, необходимо приступить к количественной оценке методом дисконтированных денежных потоков, который выглядит следующим образом:

, (4)

, (5)

где

ΔFCFE – прирост денежного потока для акционеров поглощающей компании;

ΔS – прирост выручки;

ΔС – экономия на издержках;

ΔТ – экономия на уплачиваемом налоге на прибыль;

ΔNWC – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

Δ Capex – экономия на капитальных инвестициях;

Δ Debt – прирост чистого долга;

readj – доходность собственного капитала.

Сначала в модели строятся прогнозируемые значения элементов FCFE, при этом ΔС, ΔТ, ΔNWC и ΔCapex учитывают операционную синергию, тогда как ΔDebt и readj – финансовую. Далее необходимо руководствоваться следующим алгоритмом:

* Оценка рыночной стоимости компаний, участвующих в сделке, по отдельности методом DCF (ставка дисконта – WACC);
* Произведение оценки консолидированной компании без учета синергии (выполняется как сложение стоимостей, полученных на первом этапе);
* Произведение оценки синергетического эффекта на основе роста консолидированной компании и роста ее денежных потоков, а также последующая корректировка стоимости консолидированной компании на основе данного эффекта
* Получение стоимости синергии как разницы между рыночной стоимостью консолидированной компании с учетом данного эффекта и без него.

Обобщенные достоинства и недостатки метода дисконтированных денежных потоков представлены в таблице 3.

Таблица 3 Достоинства и недостатки метода дисконтированных денежных потоков

|  |  |
| --- | --- |
| **Достоинства** | **Недостатки** |
| Учет различий в величине и сроках поступления денежных средств | Необходимость определения четких базовых допущение модели |
| Учет рисков | Необходимость прогнозирования денежных потоков для каждого периода и ставки дисконтирования на основе ограниченной информации |
| Подход с использованием фундаментальных данных о компании | Высокая чувствительность к точности прогнозирования денежных потоков и выбору окончательной ставки дисконтирования |
| Наиболее точные финансовые результаты |  |

## 2.3 EPS accretion/dilution

Целью EPS accretion/dilution анализа является оценка влияния сделки на EPS (прибыли на акцию) компании-поглотителя и затем сравнение EPS консолидированной компании с EPS поглощающей компании, как если бы транзакция не произошла[[29]](#footnote-29).

Чтобы произвести EPS accretion/dilution анализ необходимо рассчитать чистую прибыль консолидированной компании, а также будущее количество акций в обращении. Чистая прибыль консолидированной компании рассчитывается как сумма чистой прибыли поглощающей компании и компании-цели, а также корректируется на эффект от синергии (положительный или отрицательный), а также на процентные расходы (в случае, если часть или вся сделка финансировалась за счет обязательств). Количество акций в обращении в будущем рассчитывается как количество акций компании поглотителя плюс новые акции в обращении.

Разделив чистую прибыль консолидированной компании на количество ее акций в обращении мы сможем найти EPS, который затем необходимо сравнить с EPS компании-поглотителя. В случае, если консолидированный EPS выше мы имеем дело с приростом, если ниже с размытием. Прирост EPS свидетельствует о том, что сделка увеличит благосостояние акционеров поглощающей компании и ведет к оценке сделки как «эффективной», в случае размытия можно судить о том, что сделка не принесет увеличения ценности акциям компании-поглотителя и является разрушительной для бизнеса.

Данный метод широко используется как представителями компаний, так и аналитиками инвестиционных банков и консалтинговых компаний и является самым распространенным среди генеральных директоров компаний, профессионалов инвестиционного банкинга и инвесторов по данным опроса, проведенного A.T. Kearney[[30]](#footnote-30) и представленного на рисунке 7.

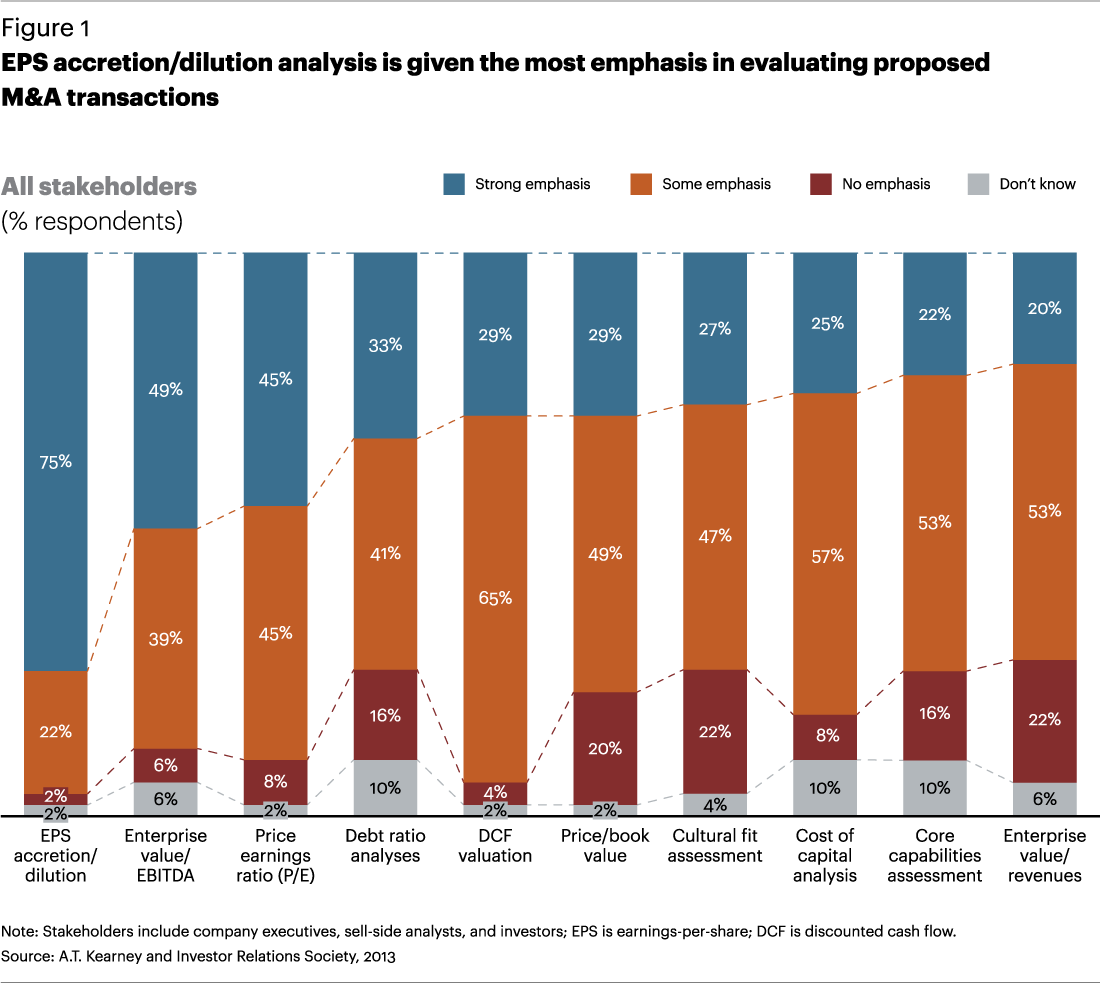


Рисунок 7 Топ-10 самых используемых методов оценки эффективности сделки профессионалами M&A

Источник: A.T. Kearney and Investor Relation society survey, 2013

Привлекательность EPS accretion/dilution заключается в том, что это весьма простой в применении, но при этом действенный индикатор эффективности сделки. Во многом это обусловлено особенностями оценки компаний. Часто, акции компании оцениваются на основе EPS, поэтому исходя из этого можно сделать вывод о том, что если EPS после сделки возрастает, то увеличивается и стоимость компании, что и вызывает повышенный спрос на акции такой компании среди инвесторов.

Однако, следует сказать, что зачастую данный метод имеет свои недостатки. Например, когда компания-поглотитель с P/E ratio выше чем у компании-цели инициирует сделку, то неудивительно, что EPS консолидированной компании по результатам сделки окажется выше. Однако, что это актуально лишь в краткосрочном периоде, а затем т.к. компания-цель имела более низкие ожидания роста и как следствие более низкий P/E происходит размытие EPS консолидированной компании уже в долгосрочном.

Исходя из этого, следует сказать, что данный метод сигнализирует об эффективности сделки в том случае, если синергия действительно имеет место быть и ее влияние можно будет увидеть в денежных потоках консолидированной компании.

Таким образом, EPS анализ актуален для оценки факта эффективности сделки, но при этом далеко не всегда явно свидетельствует о наличии потенциала от сделки, поскольку синергетический эффект часто сказывается на денежных потоках консолидированной компании лишь в долгосрочном периоде[[31]](#footnote-31).

Обобщенные достоинства и недостатки метода EPS accretion/dilution представлены в Таблице 4.

Таблица 4 Достоинства и недостатки метода EPS accretion/dilution

|  |  |
| --- | --- |
| **Достоинства** | **Недостатки** |
| Простой и понятный в использовании метод | Необходимость прогнозирования эффекта синергии, выраженном в чистой прибыли консолидированной компании |
| Широкое применение среди инвесторов, профессионалов и финансовых директоров компаний | Часто обманчив, т.к. лишь отражает прирост EPS за счет того, что компания-поглотитель имеет более высокий P/E |
| Отражает прирост благосостояния акционеров компании за счет увеличения прибыли на одну акцию | Краткосрочный эффект от EPS accretion может быть размыт в долгосрочном периоде |

## 2.4 Event studies метод

Event study или метод изучения событий является статистическим методом для оценки влияния определенного события на стоимость компании. В рамках оценки эффективности слияний и поглощений с помощью данного метода можно оценить тот факт насколько сделка повлияла на стоимость акций компании в периоды до сделки, во время процесса сделки и после ее завершения. Таким образом, возможно оценить как именно консолидация повлияла на благосостояние акционеров.

Идея, которая лежит в основе метода – найти и определить так называемые abnormal returns или же аномальную доходность, относящуюся непосредственно к событию, а не вызванную колебанием рынка. В основе данного метода кроется гипотеза о средней эффективности фондового рынка, гласящая, что цены на рынке отражают всю доступную участникам рынка информацию, и как следствие в цене акции должны быть учтены выгоды, возникающие в результате консолидации, синергетического эффекта от нее, смены контроля в компании[[32]](#footnote-32).

В рамках данного метода оценка эффективности сделки может быть произведена с двух сторон:

* Краткосрочный период
* Долгосрочный период

Метод, основанный на рассмотрении краткосрочного периода, наиболее часто фигурирует в исследованиях. Это связано с тем, что метод изучения событий в долгосрочном периоде имеет ряд недостатков. Прежде всего, в окне наблюдения свыше одного года становится сложным изолировать эффект от сделки, т.к. другие события начинают оказывать существенное влияние на цену акций консолидированной компании. Кроме того, корректировка рынка на событие как правило происходит немедленно.

Реакция рынка, выраженная в изменении стоимости акций компаний, участвующих в сделке, отражает ожидания выгод и потерь, которые понесут данные участники. Зачастую наблюдается ситуация, при которой котировки акций компании-цели значительно возрастают, т.к. ожидается что именно она получит основные выгоды от сделки, тогда как акции компании-поглотителя снижаются в своей цене в основном из-за недоверия инвесторов в способности менеджмента консолидированной компании реализовать синергетический эффект и успешно провести интеграцию операций и финансовой деятельности.

Данный метод широко применяется для исторического ретроспективного анализа сделок на развитых и развивающихся рынках. Так, исследования показывают, что отсутствует однозначный ответ на вопрос, увеличивают ли сделки по слияниям и поглощениям благосостояние акционеров компаний или нет. Некоторые исследования указывают на то, что компания-покупатель оказывается в проигрыше по результатам сделки, зачастую из-за того, что платит слишком высокую премию. Другие же исследования показывают, что большая часть сделок действительно вызывает аномальную доходность по акциям компаний-поглотителей.

Для качественного проведения метода изучения событий необходимо учитывать следующее:

* Точно определить событие. Необходимо точно определить анализируемое событие – будь то инициация процесса сделки, анонс сделки или же ее завершение.
* Определить временной период. С целью оценки эффективности сделки необходимо проанализировать сразу несколько периодов: период за 3 месяца или более до сделки, когда мы можем точно определить ожидания инвесторов относительно цены акций компании-поглотителя в тот момент, когда о сделке было еще неизвестно; период, когда информация о сделке выходит в информационное пространство. Как правило, сразу после появления первых слухов, цены акций компании-поглотителя меняются достаточно быстро, т.к. инвесторы начинают оценивать перспективы консолидированной компании; период сразу после сделки – в данный период возможно увидеть как цена акций отреагировала на сделку и есть ли прирост благосостояния акционеров по ее результатам; период 6-12 месяцев после сделки – здесь можно увидеть насколько консолидированная компания смогла претворить синергетический эффект в жизнь.
* Информация об искажающих событиях. Для того, чтобы оценить эффективность сделки необходимо произвести корректировку на события, непосредственно не связанные со сделкой с целью изоляции воздействия слияния и поглощения на стоимость компании.
* Оценка воздействия события. Сравнение исследуемых периодов позволит оценить, насколько событие воздействовало на стоимость компании.

Наиболее достоверно судить об эффективности сделки на основе метода изучения событий можно только в ретроспективе: тогда, когда есть информация не только о стоимости компании до слияния и поглощения, но и о стоимости компании спустя 6-12 месяцев по завершению сделки, т.к. только в этом случае можно сделать вывод о том, удалось ли реализовать синергетический эффект о сделки, а значит и о том, удалось ли увеличить благосостояние акционеров по результатам сделки.

Обобщенные достоинства и недостатки метода Event studies представлены в таблице 5.

Таблица 5 Достоинства и недостатки метода Event studies

|  |  |
| --- | --- |
| **Достоинства** | **Недостатки** |
| Возможность выявить насколько слияние или поглощение сказалось на стоимости акций компании на разных периодах осуществления сделки | Необходимость точно определить диапазон прогнозных значений |
| Более широкий диапазон изученного события позволяет оценить эффект от слияния на стоимости компании более точно | Часто эффект от слияния или поглощения на стоимость компании может быть переоценен из-за того, что невозможно изолировать именно данное событие, пренебрегая другими факторами |
| Отражает изменение благосостояния акционеров поглощающей компании в долгосрочном периоде на основе изменения стоимости акций компании | Зависит от предположения об ассиметрии информации на финансовых рынках |

# ГДАВА 3 КЕЙС РОСНЕФТЬ – ТНК-ВР Холдинг

## 3.1 События, предшествующие сделке между ТНК-BP и Роснефть

Публичная компания British Petroleum (ВP) является ведущей международной нефтегазовой компанией и занимается разведкой, добычей, переработкой и распределением газа, нефти и сопутствующих нефтепродуктов. Компания имеет около 83 тыс. сотрудников и ведет добычу и разведку в 30 странах мира с основными активами в США, России, Азербайджане, Анголе, Великобритании, Северной Африке, Канаде, на Ближнем Востоке и в Азии. ТНК-ВР – вертикально-интегрированная российская нефтяная компания с диверсифицированным портфелем активов в разведке, добыче, переработке и сбыте в России, Украине, Белоруссии, Венесуэле, Вьетнаме и Бразилии. Компания была создана в 2003 году на паритетных началах российской «Тюменской нефтяной компанией» (ТНК) и британской BP. ТНК-ВР владеет, среди прочего, 95 процентами акций публичной компании ТНК-ВР Холдинг, а также около 50 процентами акций ОАО «НГК «Славнефть», интегрированной российской нефтяной компании. ТНК-ВР является третьей крупнейшей нефтяной компанией России по добыче нефти, имеет около 50 тысяч сотрудников и работает практически во всех ключевых регионах добычи углеводородов в России, включая Западную Сибирь, Волго-Уральский бассейн и Восточную Сибирь.[[33]](#footnote-33)

В марте 2013 года крупнейшая в нефтегазовой отрасли компания России ОАО «НК «Роснефть» закрыла сделку по приобретению 100% акций частной нефтегазовой компании ТНК-ВР. Общая сумма денежных средств и ценных бумаг, предложенных за компанию, составила $55,3 млрд. Из них $27,5 млрд достались британской нефтяной компании ВР (с учетом 12,84% пакета акций «Роснефти»), а $27,7 млрд — второму владельцу ТНК-BP консорциуму ААР («Альфа-Групп», Access Industries и Группа Компаний «Ренова»). В рамках достигнутых соглашений ВР также приобрела 5,66% акций «Роснефти» у государственного ОАО «Роснефтегаз» за $4,87 млрд. В результате ВР стала крупнейшим после государства акционером «Роснефти» с долей 19,75% акций Компании (до сделки ВР владела 1,25% акций) и правом выдвигать кандидатов в члены совета директоров.[[34]](#footnote-34)

Участники сделки и эксперты сошлись во мнении, что сделка в значительной степени укрепила значение России на международном рынке нефти и газа и в целом на политической арене.

Хронология событий

В июле 2012 года ВР заявила, что собирается продать долю в ТНК-ВР. НК «Роснефть» первой выразила желание заключить сделку и уведомила BP о своей заинтересованности в возможном приобретении указанной доли. В конечном итоге стороны договорились приступить к переговорам по данному вопросу и подписали соглашение о конфиденциальности. НК «Роснефть» была проинформирована, что иные акционеры ТНК-BP также объявили о своей заинтересованности в приобретении всей или части доли компании BP в ТНК-BP и что, в соответствии с акционерным соглашением, компания BP обязана провести с ними добросовестные переговоры. НК «Роснефть» считала, что приобретение доли BP в TНК-BP будет отвечать интересам как акционеров компании «Роснефть», так и акционеров BP и будет направлено на дальнейшее развитие ТНК-BP.

22 Октября 2012 г. ОАО «НК «Роснефть» объявила о подписании с British Petroleum соглашения о первоначальных условиях сделки о покупке 50-процентной доли в ТНК-ВР в обмен на 17,1 млрд долл. денежных средств и 12,84% акций «Роснефти». В связи с предполагаемой сделкой, ВР также сделала предложение о выкупе дополнительных 600 млн акций НК «Роснефть», составляющих долю в 5,66% в «Роснефти», у ее материнской компании ОАО «Роснефтегаз», по цене 8,00 долл. за акцию.[[35]](#footnote-35)

«Роснефть» и BP вступили в 90-дневный период переговоров, итогом которых должно было стать подписание окончательного договора купли-продажи в отношении ТНК-BP. Подписание окончательной документации стало возможным после получения одобрения продажи 600 млн обыкновенных акций «Роснефти» «Роснефтегазом», а также окончательных одобрений сделки с ТНК-ВР советами директоров «Роснефти» и ВР. К тому же завершение обеих сделок зависело от соблюдения прочих условий, включая одобрения со стороны регулирующих органов и прочие одобрения.

Приобретение 50-процентной доли в ТНК-ВР представляло собой уникальную возможность существенного увеличения стоимости «Роснефти» для акционеров компании. «Роснефть» была уверена в значительном синергетическом потенциале между двумя компаниями, в частности, в сфере совместной разработки нефтегазовых месторождений, оптимизации логистики нефти и нефтепродуктов и снижения затрат. Для «Роснефти» ТНК-ВР была привлекательной инвестицией, которая, как ожидалось, привела бы к увеличению прибыли на акцию с момента сделки.

«Роснефть» кроме всего обсудила основные условия сделки c консорциумом ААР о приобретении 50-процентной доли ААР в ТНК-ВР за денежные средства в размере 27,7 млрд долл. Сделка с ААР была абсолютно независимой от сделки с British Petrolium. Bank of America Merrill Lynch и Citigroup Global Markets Ltd выступили в rfxtcndt финансовых консультантов, а Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP выступила в роли юридического консультанта «Роснефти»/

22 Ноября 2012 Роснефть» подписала финальные соглашения с ВР о покупке 50-процентной доли в ТНК-ВР в обмен на 17,1 млрд долл. денежных средств и 12,84% казначейских акций «Роснефти». Окончание сделок зависело от получения одобрения со стороны регулирующих органов.

Также ВР заключила соглашение о покупке у ОАО «Роснефтегаз», материнской компании «Роснефти», дополнительных 600 млн акций НК «Роснефть», которые составляли долю в 5,66% в «Роснефти», по цене 8,00 долл. за акцию.

По окончании данных сделок ВР владела 19,75% акций «Роснефти», включая уже имеющуюся у ВР долю в 1,25%.[[36]](#footnote-36)

12 декабря компания «Роснефть» и консорциум ААР в Мюнхене подписали договор купли-продажи 50-процентной доли в ТНК-ВР. Сумма сделки определена исходя из базовой оценки принадлежащей «ААР» доли в ТНК-ВР в 27,7 млрд долл. США. Завершение сделки, как ожидалось, должно было состояться в первой половине 2013 г. после получения одобрения на ее проведение со стороны российских и европейских антимонопольных органов.

21 Марта 2013 «Роснефть» объявила о завершении сделок по приобретению ТНК-BP. Компания закрыла сделки по покупке 50% доли ВР в ТНК-ВР за 16,65 млрд долл. США и 12,84% акций ОАО «НК «Роснефть». Более того, ВР приобрела 5,66 % акций ОАО «НК «Роснефть» по сделке с ОАО «Роснефтегаз».

В результате выше упомянутых сделок ВР получила 12,48 млрд долл. (в том числе дивиденды на сумму 0,71 млрд долл. США, которые были получены в декабре 2012 г. от ТНК-ВР), и с учетом уже принадлежащих ВР 1,25% акций «Роснефти» стала владельцем 19,75% акций ОАО «НК «Роснефть».[[37]](#footnote-37)

В соответствии с отдельными договоренностями «Роснефть» завершила сделку по приобретению доли ААР в ТНК-ВР за 27,73 млрд долл. США денежных средств.

Указанные выше суммы приобретения долей в ТНК-BP у BP и AAР рассчитаны исходя из условий формирования покупной цены, предусмотренных в соответствующих договорах купли-продажи. Так, в октябре 2012 г. «Роснефть» и ВР согласовали основные условия соглашения о приобретении «Роснефтью» 50-процентной доли ВР в ТНК-ВР за 17,12 млрд долл. США денежных средств и 12,84% акций «Роснефти». Но в соответствии с условиями расчета цены по договору купли-продажи, в том числе за вычетом дивидендов в размере 0,71 млрд долл. США, полученных ВР от ТНК-ВР в декабре 2012 г., «Роснефть» выплатила ВР сумму в размере 16,65 млрд долл. США.

По завершении ряда независимых сделок «Роснефть» консолидировала 100% ТНК-ВР и стала компанией-гигантом в нефтегазовом секторе по объемам добычи и запасов углеводородов.

## 3.2 Оценка эффективности поглощения методом Discounted Cash Flaw (DCF)

Для оценки рассматриваемой сделки воспользуемся методом Discounted Cash Flaw (дисконтированных денежных потоков). Представим формулу для оценки NPV поглощения:

*NPV = PV консолидированной компании – PV Роснефти – средства, которые были уплачены за ТНК-ВР* (6)

Для того, чтобы вычислить приведённую стоимость предприятий, построим финансовые модели в программе MS Excel. Для этого будем действовать следующим образом:

1. составление прогноза будущей выручки по периодам исходя из исторических данных и экспертных оценок и предположений;

2. составление отчёта ОПУ на прогнозный период;

3. вычисление значения средневзвешенной стоимости капитала;

4. создание финансовой модели и расчёт свободного денежного потока для каждого из рассматриваемых периодов;

5. вычисление Terminal value компании;

6. приведение FCF и TV к нулевому периоду;

7. вычисление Enterprise value (стоимости компании);

8. расчёт рыночной капитализации и ожидаемой цены акции.

Учитывая тот факт, что предприятие имеет значительные темпы роста, для проведения оценки конкретно данной сделки было принято решение взять горизонт планирования, равный 6 годам.

При помощи анализа исторических темпов роста рассматриваемых компаний было спрогнозировано значение будущей выручки «Роснефти» до и после совершения сделки. Далее полученные прогнозные показатели выручки были консолидированы, после чего, исходя из данных значений, были рассчитаны темпы роста общей выручки по годам.

При составлении отчёта ОПУ и построении финансовой модели на прогнозируемый период были сделаны следующие предположения.

1. FCF рассчитывались следующим образом:

Свободный денежный поток = Прибыль до вычета налогов и процентов (EBIT) \* (1 –Налоговая ставка) + Амортизация – Капитальные затраты – Изменение чистого рабочего капитала. (7)

1. Все значения показателей с 2013 по 2018 г. были спрогнозированы, принимая во внимание исторические средние темпы роста данных показателей.
2. Для вычисления Weighted Average Cost of Сapital (WACC) премия за рыночный риск в качестве безрисковой ставки была взята доходность по 10-летним государственным облигациям США. Премия за рыночный риск учтена на основе расчётов Асвата Дамодарана.
3. Cost of Equity рассчитывалась по формуле: , (8)
4. где в качестве коэффициента β использовалась скорректированная из Bloomberg Terminal;
5. Вычисление WACC приведенo в таблицах:

Таблица 6 Расчет средневзвешенной ставки дисконтирования для консолидированной компании

|  |  |
| --- | --- |
| **WACC Calculation** | |
| ***Capital Structure*** |  |
| Debt-to-Total Capitalization | 37,8% |
| Equity-to-Total Capitalization | 62,2% |
| ***Cost of Debt*** |  |
| Cost of Debt | 4,5% |
| Tax Rate | 24,6% |
| **After-tax Cost of Debt** | **3,4%** |
| ***Cost of Equity*** |  |
| Risk-free Rate[[38]](#footnote-38) | 2,8% |
| Market Risk Premium[[39]](#footnote-39) | 9,9% |
| Levered Beta | 0,81 |
| Size premium | - % |
| **Cost of Equity** | **10,8%** |
| **WACC** | **8,0%** |

Рассчитано по: Консолидированные финансовые отчетности компаний «Роснефть» и ТНК-ВР

Таблица 7 Расчет средневзвешенной ставки дисконтирования для компании «Роснефть» до поглощения

|  |  |
| --- | --- |
| **WACC Calculation** | |
| ***Capital Structure*** |  |
| Debt-to-Total Capitalization | 15,6% |
| Equity-to-Total Capitalization | 84,4% |
| ***Cost of Debt*** |  |
| Cost of Debt | 4,5% |
| Tax Rate | 24,6% |
| **After-tax Cost of Debt** | **3,4%** |
| ***Cost of Equity*** |  |
| Risk-free Rate[[40]](#footnote-40) | 2,8% |
| Market Risk Premium[[41]](#footnote-41) | 9,9% |
| Levered Beta | 0,81 |
| Size premium | - % |
| **Cost of Equity** | **10,8%** |
| **WACC** | **9,6%** |

Рассчитано по: Консолидированная финансовая отчетность компании «Роснефть»

1. Для расчёта Terminal Value долгосрочный рост компании был взят равным 1,5%,

(9)

1. EV компании была рассчитана следующим образом:

(10)

1. Показатель рыночной капитализации был рассчитан по формуле:

(11)

Построенные финансовые модели можно увидеть в приложениях 1-2 данной работы. В ниже представленных таблицах приведены результаты вычисления рыночной капитализации и ожидаемой цены на акцию консолидированной компании и компании «Роснефть» до совершения сделки:

Таблица 8 Результаты оценки консолидированной компании, млн долл. США

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Implied Valuation | | |
| Weighted Average Cost of Capital |  | 8% |
| Long-Term Growth Rate |  | 1,5% |
| **Terminal value** |  | **$125 698** |
| PV(Terminal value) |  | 85 622 |
| PV (CF over next 6 years) |  | 37 599 |
| **Enterprise value** |  | **$123 221** |
| - Debt |  | 44 500 |
| + Cash |  | 11 454 |
| **Value of equity** |  | **$ 90 175** |
| Number of shares |  | 9238 |
| **Estimated Price** |  | **$ 9,8** |

Рассчитано по: Консолидированные финансовые отчетности компаний «Роснефть» и ТНК-ВР

Таблица 9 Результаты оценки компании «Роснефть» до поглощения, млн долл. США

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Implied Valuation | | |
| Weighted Average Cost of Capital |  | 10% |
| Long-Term Growth Rate |  | 1,5% |
| **Terminal value** |  | **$ 25 184** |
| PV(Terminal value) |  | 15 910 |
| PV (CF over next 6 years) |  | 8 171 |
| **Enterprise value** |  | **$ 24 082** |
| - Debt |  | 13 500 |
| + Cash |  | 9 652 |
| **Value of equity** |  | **$ 20 234** |
| Number of shares |  | 9238 |
| **Estimated Price** |  | **$ 2,2** |

Рассчитано по: Консолидированная финансовая отчетность компании «Роснефть»

Ниже представлены расчеты NPV слияния:

NPV = PV консолидированной компании – PV Роснефти – средства, уплаченные за ТНК-ВР = 79496 – 17928 – 55300 = 6268 млн долл. США

Таким образом, исходя из представленных расчётов, можно сделать вывод, что рассматриваемая сделка между «Роснефтью» и «ТНК-ВР Холдинг» является рентабельной с точки зрения акционеров компании, по причине того, что NPV поглощения имеет значение больше нуля и увеличивает рыночную капитализацию консолидированной компании приблизительно на 6,3 млрд долл. США.

## 3.3 Оценка эффективности поглощения методом EPS accretion/dilution

Для оценки рассматриваемой сделки воспользуемся методом EPS accretion/dilution. Для оценки EPS accretion/dilution будем использовать следующую формулу:

*EPS accretion/dilution =* (12)

Чтобы найти EPS консолидированной компании и EPS Роснефти до поглощения воспользуемся отчетами о прибылях и убытках и проведем расчеты в MS Excel, в ходе работы над которыми будем придерживаться следующего алгоритма:

1. Рассчитаем EPS Роснефти до поглощения на основе отчета о прибылях и убытках;

2. Воспользуемся составленным нами ранее консолидированным отчетом о прибылях и убытках, где возьмем данные за первый год после поглощения;

3. Рассчитаем EPS консолидированной компании;

4. Вычтем из EPS консолидированной компании EPS Роснефти;

5. Рассчитаем EPS accretion/dilution и интерпретируем результаты;

Таблица 10 Расчет EPS Роснефти до поглощения, в млн. долл. США

|  |  |
| --- | --- |
| **EPS Rosneft calculation** | |
| ***2013E*** |  |
| Net income | **$13 364** |
| Shares outstanding (millions) | **10 598** |
| **EPS** | **1.26** |

Рассчитано по: Консолидированная финансовая отчетность компании «Роснефть»

Прежде чем мы приступим к расчету EPS консолидированной компании, нам необходимо скорректировать чистую прибыль консолидированной компании, т.к. сделка частично была профинансирована за счет банковских кредитов и доля данных обязательств, пришедшаяся на 2014 год должна быть вычтена из чистой прибыли.

Таблица 11 Корректировка чистой прибыли объединенной компании, в млн. долл. США

|  |  |
| --- | --- |
| **Pro forma net income adjustment** | |
|  |  |
| Net income consolidated | **$25 282** |
| Cash paid[[42]](#footnote-42) | **$17 100** |
| Cost of debt | **4.5%** |
| Interest expense | **770** |
| Adjusted Net income | **$24 512** |

Рассчитано по: Консолидированная финансовая отчетность компании «Роснефть» и ТНК ВР

После того, как была получена скорректированная чистая прибыль, мы можем приступить к расчету EPS консолидированной компании.

Таблица 12 EPS консолидированной компании, в млн. долл. США

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Pro forma net income adjustment** | | | | |
|  |  | | | |
| Adjusted Net income consolidated | **$24 512** | | | |
| Shares outstanding prior the deal (millions) | **10 598** | | | |
| + New shares (millions)[[43]](#footnote-43) | **1 360** | | | |
| **Shares of consolidated company (millions)** | | |  | **11 958** |
| **EPS** | **2.04** | | | |

Рассчитано по: Консолидированная финансовая отчетность компании «Роснефть» и ТНК ВР

Таким образом, мы видим увеличение EPS после сделки, что свидетельствует о EPS accretion. В данном случае EPS accretion составит 2.04/1.26 = 61%.

Данный факт свидетельствует о том, что сделка является рентабельной для акционеров компании и стоимость их акций возрастет, т.к. увеличится прибыль на одну их акцию.

## 3.4 Оценка эффективности поглощения методом Event studies

Для оценки рассматриваемой сделки воспользуемся методом event studies. В рамках данного метода будет оценена реакция фондовой биржи на сделку с целью оценить, насколько положительно сделка сказалась на стоимости акций компании.

В рамках данного метода мы рассмотрим 2 периода:

* А. 3 месяца до сделки – 1 месяц после сделки. Таким образом мы сможем увидеть реакцию инвесторов непосредственно в момент совершения сделки и сразу после нее, чтобы оценить незамедлительный эффект
* Б. 1 месяц после сделки – 12 месяц после сделки. Данный период позволит оценить реакцию фондовой биржи на сделку в период пост-интеграции, чтобы оценить реакцию инвесторов на консолидированную компанию

Чтобы воспользоваться методом Event studies, мы соберем исторические данные по ценам акций Роснефти и проведем анализ в MS Excel, в ходе работы над которым будем придерживаться следующего алгоритма:

1. Воспользуемся базой данных Yahoo finance[[44]](#footnote-44) для выгрузки исторических данных о ценах акций Роснефти за периоды А и Б;

2. Загрузим данные в MS Excel;

3. Построим графики close stock price за периоды А и Б;

4. Интерпретируем результаты;

А. 6 июля 2012 года – 22 апреля 2013 года.

Данный исторический период связан с поведением акций в течение процесса переговоров по сделке. Здесь мы сможем наблюдать несколько ключевых дат, которые сигнализируют об изменении мнения инвесторов. В процессе анализа данного периода можно будет заметить, как менялось отношение инвесторов к акциям Роснефти до первых слухов, во время появления слухов о сделке, во время анонсирования сделки и после завершения сделки.

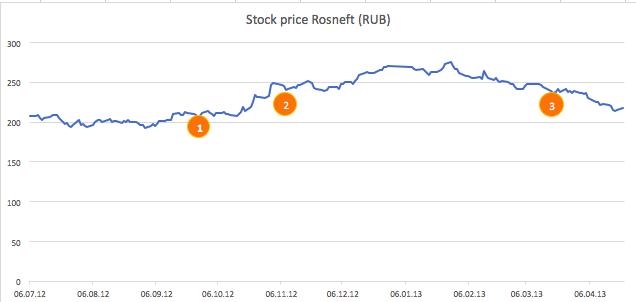


Рисунок 8 График изменения цены акций Роснефти за период 3 месяца до сделки – 1 месяц после

Рассчитано по: Исторические данные по ценам акций Роснефти – Yahoo finance

В рамках исторического периода можно выделить 3 ключевые точки:

1. 5.10.2012 – цена акций до утечки первых слухов о сделки. Как можно видеть, акции Роснефти были достаточно стабильны с июля и до октября. Однако, в момент когда возникли первые слухи мы можем наблюдать заметное постепенное увеличение цены акций вплоть до непосредственного анонсирования сделки. Это свидетельствует о том, что спрос на акции Роснефти повысился, что отражает позитивные ожидания инвесторов об эффективности сделки

2. 11.12.2012 – цена акций перед анонсированием сделки. Мы можем наблюдать как за 2 месяца после появления первых слухов, акции Роснефти выросли более чем на 20%, а в момент анонсирования сделки продолжили свой рост, что также показывает позитивные ожидания инвесторов и повышенный спрос на акции консолидированной компании.

3. 22.03.2013 – цена акций после завершения процесса сделки. Мы можем наблюдать как с момента анонсирования сделки, акции Роснефти достигли пиковых значений в январе, а затем несколько снизились до преданонсного уровня, что показывает, что инвесторы несколько смягчили свои ожидания. Однако, мы видим что реакция фондовой биржи на акции консолидированной компании значительно выше, чем на акции Роснефти до сделки, что свидетельствует о том, что акции сделка может быть признана успешной для акционеров компании.

Б. 22 апреля 2013 – 22 апреля 2014

Цель анализа данного периода – проследить позиционирование акций Роснефти на рынке в течение 1 года после завершения сделки, чтобы оценить отношение инвесторов к постинтеграционному процессу, а также оценить насколько сделке удалось доказать свою эффективность в течение более длительного периода.

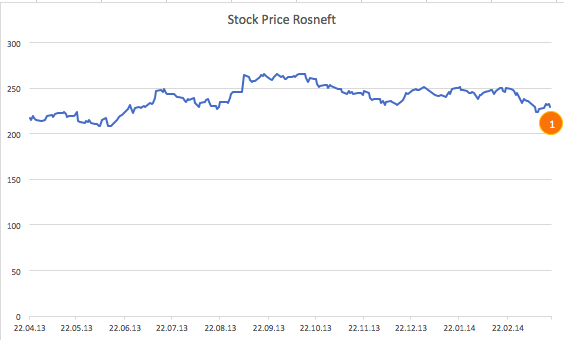


Рисунок 9 График изменения цены акций Роснефти за период 1 месяц после сделки – 1 год после сделки

Рассчитано по: Исторические данные по ценам акций Роснефти – Yahoo finance

Анализ годового периода после сделки позволяет нам сделать следующие выводы:

* Мы можем заметить в точке 1 (22 апреля 2014), что за год после завершения сделки акции Роснефти остались на том же уровне, что и через месяц после сделки, что является позитивным знаком, доказывая эффективность сделки, подтвержденную временем
* Акции Роснефти значительно стабилизировалось в течение года после сделки, их волатильность снизилась
* Среднегодовая цена акций Роснефти в 2013 году превышает среднегодовую цену акций в 2012 году, что также характеризует устойчивый характер эффекта от сделки
* Наконец, в течение 1 года после сделки акции Роснефти ни разу не снизились до уровня цен Роснефти до поглощения

Таким образом, мы видим положительную динамику цен акций консолидированной компании после сделки на основе метода Event studies, что свидетельствует о том, что сделка является эффективной и рентабельной для акционеров компании.

## 3.5 Сравнение результатов оценки эффективности сделки Роснефть – ТНК-ВР Холдинг, полученных при применении разных методов

В рамках настоящей работы была рассмотрена сделка Роснефти и ТНК-ВР Холдинг и произведена ее оценка на основе трех методов: метод дисконтированных денежных потоков, метод EPS accretion/dilution, метод Event studies.

Чтобы сравнить результаты, полученные в рамках применения трех методов, мы воспользуемся следующими критериями: результат оценки эффективности на основе метода, актуальность результата, полученного на основе метода, уровень эффективности сделки на основе метода.

* Результат оценки эффективности на основе метода

В рамках настоящего исследования все три метода свидетельствуют о том, что сделка Роснефть – ТНК-ВР Холдинг является эффективной и увеличивает благосостояние акционеров, более детально сравнительные результаты можно увидеть в таблице 13.

Таблица 13 Сравнение результатов оценки эффективности сделки Роснефть – ТНК-ВР

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Метод** | **Результат** | **Комментарий** |
| Метод DCF | Сделка эффективна | На основе применения метода имеется положительный результат на стоимость консолидированной компании, вызванный положительным синергетическим эффектом, что свидетельствует об увеличении благосостояния акционеров |
| Метод EPS accretion/dilution | Сделка эффективна | На основе применения метода имеется положительный результат на EPS и возникает эффект его прироста у консолидированной компании, что свидетельствует об увеличении благосостояния акционеров |
| Метод Event studies | Сделка эффективна | На основе применения метода имеется положительный эффект на стоимость акций компании как в краткосрочном периоде (в момент анонсирования сделки и сразу после ее завершения), а также в долгосрочном периоде (в течение года после завершения сделки) по сравнению со стоимостью акций Роснефти до поглощения, что свидетельствует об увеличении благосостояния акционеров |

* Актуальность результата, полученного на основе метода.

Результаты, полученные на основе всех трех методов, являются актуальными и устойчивыми.

Метод дисконтированных денежных потоков учитывал фундаментальные показатели компаний по отдельности, а также консолидированной компании, прогнозировал будущие денежные потоки на основе финансового моделирования, а также произвел глубокую оценку синергетического эффекта. Данный метод является наиболее детальным и поэтому оценка эффективности, полученная на его основе, актуальна и свидетельствует об увеличении благосостояния акционеров.

Метод EPS accretion/dilution является самым часто применяемым в настоящее время среди инвесторов, профессионалов инвестиционного банкинга и финансовых директоров компаний. В настоящем исследовании его применение весьма актуально и позволяет оценить эффект от сделки в краткосрочном периоде (в масштабах одного года), на основе синергий, ожидаемых от сделки. Результаты оценки эффективности на его основе также свидетельствуют о положительном влиянии сделки на благосостояние акционеров.

Метод Event studies актуален в данном случае, так как имеется возможность взглянуть на сделку ретроспективно и оценить ее влияние не только в краткосрочном периоде, но также и в долгосрочном (в течение года после ее завершения). В рамках настоящего исследование применение данного метода показало положительный эффект от сделки в краткосрочном и долгосрочном периодах, а также подтвердило положительный эффект от сделки на благосостояние акционеров Роснефти.

* Уровень эффективности сделки на основе метода.

В рамках настоящего исследования все три метода показали различный уровень эффективности сделки. Сравнительные результаты можно увидеть в таблице 14.

Таблица 14 Сравнительные результаты уровня эффективности сделки Роснефти и ТНК-ВР Холдинг

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Метод** | **Увеличение стоимости консолидированной компании, %** | **Комментарий** |
| Метод DCF | 8% | В рамках применения метода мы обнаружили эффект от синергий в 6.3 млрд долларов на стоимость консолидированной компании. Расчет по данному методу учитывал фундаментальные показатели компаний и глубокий расчет эффекта от синергии. Положительный результат в 8% свидетельствует об эффективности сделки |
| Метод EPS accretion/dilution | 61% | В рамках данного метода заметен положительный эффект на EPS консолидированной компании от сделки с учетом выпуска новых акций, а также уплаты процентов по долговым обязательствам, использованным для проведения сделки. Данный результат получен в краткосрочном периоде (год) и также свидетельствует об эффективности сделки. |
| Метод Event studies | Краткосрочный период – 24%, долгосрочный период – 15% | В рамках применения метода мы изучили реакцию фондового рынка на сделку. В рамках рассмотрения двух периодов краткосрочного и долгосрочного периода удалось обнаружить положительный эффект от сделки на благосостояние акционеров и увеличение котировок акций консолидированной компании, которое оказалось устойчивым даже в долгосрочном периоде, что свидетельствует об эффективности сделки |

Таким образом, в рамках количественного анализа сделки Роснефти и ТНК-ВР Холдинг, нам удалось положительно оценить синергетический эффект от сделки как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде и прийти к выводу, что сделка оказала положительное влияние на благосостояние акционеров консолидированной компании, а также была позитивно воспринята на фондовом рынке остальными инвесторами.

# Заключение

Данная дипломная работа посвящена оценке эффективности сделок слияний и поглощений. Для достижения поставленной цели были выполнены все ранее упомянутые задачи. В первую очередь были рассмотрены теоретические основы сделок слияний и поглощений, выявлена их сущность, раскрыты основные понятия, типы и этапы сделок. Существует множество критериев классификации сделок M&A. Например, по способу интеграции компаний сделки слияний и поглощений делятся на горизонтальные, вертикальные и конгломератные. Проведение сделок слияний и поглощений можно разделить на два основных этапа: выбор целевой компании и непосредственно проведение сделки.

Далее был проведен обзор мирового и российского рынков M&A. На сегодняшний день на российском рынке сделок слияний и поглощений доминирующими секторами по суммарной стоимости сделок являются транспорт, ТЭК, сельское хозяйство, строительство и девелопмент, а по числу сделок – также строительство и девелопмент, сельское хозяйство, IT, торговля и услуги. Непосредственно для проведения оценки эффективности сделок была выбрана нефтегазовая отрасль. Это было сделано неслучайно, потому что в последние годы в данной отрасли M&A-активность находится на высоком уровне, и между нефтегазовыми компаниями заключается множество крупных контрактов, и данные сделки зачастую составляют значительную часть от общего объема сделок как по суммарной стоимости, так и по количеству сделок.

Дальнейший анализ был посвящен определению эффективности сделки, иными словами, необходимо было выяснить, какая сделка M&A является успешной и выгодной. Сделка по слиянию и поглощению может быть признана эффективной только тогда, когда в результате ее проведения увеличивается благосостояние акционеров компании. Сделки по слиянию и поглощению нацелены на получение синергетических выгод, которые подразумевают под собой добавочную ценность, появляющуюся исключительно вследствие заключения сделок M&A. Синергетический эффект делится на операционные и финансовые синергии.

Операционная синергия возникает в экономии на масштабе производства, экономии на гибкости, а также возможности роста. Данный вид синергии создает дополнительную стоимость от слияния ресурсов компаний. Финансовая синергия может проявляться в снижении налогов, в увеличении кредитоспособности и свободных денежных средств и дает возможность компании диверсифицировать инвестиционные риски, иметь сниженную волатильность выручки и денежного потока, диверсификацию продуктовой линейки, при этом улучшая свое финансовое положение, связанное с ростом кредитоспособности.

Особое внимание было уделено различным методам оценки эффективности сделок M&A. В качестве рассматриваемых методов были выбраны метод дисконтированных денежных потоков (DCF), EPS accretion/dilution и метод Event studies. Финальным этапом исследования было проведение оценки эффективности сделки вышеупомянутыми методами на примере сделки 2013 года между ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «ТНК-ВР Холдинг». Исходя из полученных результатов применения всех трёх выбранных методов, было определено, что данная сделка по поглощению является эффективной и увеличивает благосостояние акционеров, а также доказано, что результаты каждого из примененных методов актуальны.

# Список использованных источников

1. Федеральный закон N 208-ФЗ от 26.12.1995 года (ред. от 03.07.2016) «Об акционерных обществах» // Собрание законодательства Российской Федерации
2. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance, Tenth Edition / R. A. Brealey, S. C. Stewart, F. Allen. – 10th ed. - McGraw-Hill, 2011. – 969 p.
3. Deloitte. Oil & Gas Mergers and Acquisitions Report – Year-end 2016. Out of the starting blocks. – 24 p.
4. Damodaran A. Country Default Spreads and Risk Premiums / A. Damodaran // NYU Stern - 2015 . URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html> (Дата обращения: 19.04.2017)
5. Damodaran A. Investment Valuation / A. Damodaran. — 2nd ed. — Wiley, 2002, – 1339 p.
6. Damodаran A. The Value of Synergy / A. Damodаran. ― Stern School of Business, 2005. — 47 p.
7. Economic Time Series Page. URL: <http://www.economagic.com> (Дата обращения: 23.04.2017)
8. Ernst&Young Review – Global oil and gas transactions. 2014. – 44 p
9. Grant, M., Frimanson, L., Nillson, F. Mergers & acquisitions process research – a review / M. Grant, L. Frimanson, F. Nilsson - Uppsala University, 2012. – 48 p.
10. Haas, B. M&A Deal Evaluation: Challenging Metrics Myths / B. Haas, D. Hodgson // A.T. Kearney. Merger Integration framework. – 2013. URL: <http://www.atkearney.in/> (Дата обращения: 11.05.2017)
11. Hoang, Т Critical Success Factors in Merger & Acquisition Projects / Т. Hoang – Umea, 2008. – 101 p.
12. Koller, T., Goedhard, M., Wessels, D. Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies / Koller, T., Goedhard, M., Wessels, D. – 4th ed. - New Jersey: Johns Wiley & Sons, Inc, 2005
13. Koller, T., Goedhard, M., Wessels, D. Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies / Koller, T., Goedhard, M., Wessels, D. - 5th ed. - New Jersey: Johns Wiley & sons, Inc, 2010
14. Lindholm, Н Strategic Attractiveness in Mergers and Acquisitions / Н. Lindholm - Lund University, 2006. – 107 р.
15. Ibanking FAQ – EPS accretion/dilution. URL <http://www.ibankingfaq.com/> (Дата обращения: 11.05.2017)
16. Investopedia – EPS accretion/dilution analysis. URL: <http://www.investopedia.com/> (Дата обращения: 11.05.2017)
17. King, A.M. Fair Value for Financial Reporting: Meeting the New FASB Requirements / A.M. King. – New York: John Wiley & Sons, Inc., 2011. – 383 p.
18. Reed S.F. The Art of M&A, Fourth Edition: A Merger Acquisition Buyout Guide / S. F. Reed, A. Lajoux, H. P. Nesvold . ― 4th ed. ―McGraw-Hill, 2007. — 15 p.
19. Rosenbaum J. Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions / J. Rosenbaum, J. Pearl, J. Harris. — 1st ed. — Wiley, 2009. – 497 p.
20. Ross S.A. Corporate finance. International edition / S.A. Ross, R. W. Westerfield, J. Jaffe. ― 4th ed. ― McGraw-Hill, 2010. — 901 p.
21. Yahoo finance – historical data on Rosneft share prices URL: <https://finance.yahoo.com/> (Дата обращения: 8.05.2017)
22. Zephyr analysis of Rosneft – TNK-BP deal URL: <http://www.zephyr.bvdinfo.com> (Дата обращения: 8.05.2017)
23. Абдувахидов А. И. Оценка эффективности операций по слияниям и поглощениям // Молодой ученый. — 2015. — №8. — 543 c.
24. Акционер. Газета акционеров ОАО «НК «Роснефть». – 2013. № 16. – 7 с.
25. Валдайцев, С. В. Оценка бизнеса. / С. В. Валдайцев – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 576 с.
26. Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. № 1. URL: <http://www.cfin.ru> (Дата обращения: 24.04.2017)
27. Волков, В. Основы слияний и поглощений / В. Волков // URL: <http://www.cfin.ru> (Дата обращения: 24.04.2017)
28. Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание. — М. : КНОРУС, 2008. — 448 с.
29. Игнитишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. / Ю. В. Игнатишин. – СПб.: Питер, 2005. – 208 с.
30. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Декабрь и итоги 2016 года. URL: <http://mergers.akm.ru/> (Дата обращения: 01.05.2017)
31. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Январь - февраль 2017 года. URL: <http://mergers.akm.ru/> (Дата обращения: 01.05.2017)
32. Консолидированная финансовая отчетность «НК «Роснефть» (2008 – 2012 гг.)
33. Консолидированная финансовая отчетность ТНК-ВР (2008 – 2012 гг.)
34. Манаков, Д. Наука поглощений / Д. Манаков, Г. Газин // Вестник McKinsey. - 2003. № 2 (4). – 172 c.
35. Назарова, В.В. Методы оценки стоимости компании в сделках M&A / В.В. Назарова, Дмитриева М.Б. URL: <https://www.hse.ru/> (Дата обращения: 11.05.2017)
36. Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. – 32 с.
37. Оценка бизнеса: учебное пособие / В. Е. Есипова, Г. А. Маховикова. – СПб.: Питер, 2010. – 512 с.
38. Пресс-релиз «НК «Роснефть» от 22 октября 2012. URL: <https://www.rosneft.ru> (Дата обращения: 22.04.2017)
39. Савостьянов, Ю. Все больше слияний и поглощений / Ю. Савостьянов // Oil & Gas Journal Russia. – Апрель 2017. № 04 (114). – 168 c.
40. Свиридов, О. Особенности и проблемы развития рынка слияний и поглощений в нефтегазовом секторе экономики России / О. Свиридов, И. Некрасова, В. Калашников // Региональная экономика и управление: электронный научный журнал. – 2016. №4 (48). – 11 с. URL: <http://eee-region.ru/> (Дата обращения: 07.05.2017)
41. Скворцова, И. Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала / И. Скворцова, С. Проскурин, В. Крыхтин, Е. Стельмахова, Е. Игнатьев // Электронный журнал Корпоративные финансы. – 2013. №4 (28). – 167 с. URL: <https://www.hse.ru/> (Дата обращения: 11.05.2017)
42. Слияния и поглощения в России. URL: [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru) (Дата обращения: 09.05.2017)
43. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор. – М.: Издательство Юрайт, 2011.- 507с.
44. Тихомиров,Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях / Д.В. Тихомиров. – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2009.– 132 с.
45. Хасаншина Н.Б. Экономические цели и мотивы корпоративной интеграции / Н.Б. Хасаншина // Вестник Санкт-Петербургского Государственного Университета. Серия 5, Экономика. – 2010. №2. – С.100-107
46. Шаленкова О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок M&A.// Слияния и поглощения №1-2, 2008. – 26 с.

# Приложения

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Rosneft TNK-BP Consolidated (Discounted Cash Flow Analysis)** | | | | |  |  |  |  |  |
| *(USD in millions fiscal year ending December 31)* | | | | | |  |  |  |  |
|  |  |  | **2013E** | **2014** | | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** |
|  |  |  |  |  | |  |  |  |  |
| **Total Combined Revenues** | | | **$ 147 267** | **$ 154 827** | | **$ 161 369** | **$ 166 657** | **$ 170 401** | **$ 173 809** |
| *% change* | |  |  | *5,1%* | | *4,2%* | *3,3%* | *2,2%* | *2,0%* |
| Total Combined COGS | | | 97 039 | 102 159 | | 106 573 | 110 123 | 112 607 | 114 859 |
| *% of Revenues* | |  | *65,9%* | *66,0%* | | *66,0%* | *66,1%* | *66,1%* | *66,1%* |
| **Gross Profit** | |  | **$ 50 228** | **$ 52 668** | | **$ 54 796** | **$ 56 534** | **$ 57 794** | **$ 58 950** |
| *% Gross Margin* | |  | *34,1%* | *34,0%* | | *34,0%* | *33,9%* | *33,9%* | *33,9%* |
| Total Combined Operating & Exploration Expenses | | | 20 764 | 21 800 | | 22 700 | 23 432 | 23 956 | 24 435 |
| *% of Revenues* | |  | *14,1%* | *14,1%* | | *14,1%* | *14,1%* | *14,1%* | *14,1%* |
| **Synergies** | |  | **$ 2 963** | **$ 2 657** | | **$ 2 308** | **$ 1 974** | **$ 1 572** | **$ 1 513** |
| **Total Adjusted EBIT** | | | **$ 32 427** | **$ 33 525** | | **$ 34 404** | **$ 35 077** | **$ 35 410** | **$ 36 028** |
| *% EBIT margin* | |  | *22,0%* | *21,7%* | | *21,3%* | *21,0%* | *20,8%* | *20,7%* |
| Income Taxes | |  | 7 973 | 8 243 | | 8 459 | 8 624 | 8 707 | 8 858 |
| **Total NOPAT** | |  | **$ 24 454** | **$ 25 282** | | **$ 25 945** | **$ 26 452** | **$ 26 704** | **$ 27 169** |
| **Plus: Depreciation & Amortization** | | | **$ 10 861** | **$ 11 418** | | **$ 11 901** | **$ 12 291** | **$ 12 567** | **$ 12 818** |
| *D&A (as % of Revenues)* | | | *7,4%* | *7,4%* | | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* |
| **Less: Capital Expenditures** | | | **$ 31 865** | **$ 33 501** | | **$ 34 916** | **$ 36 060** | **$ 36 870** | **$ 37 608** |
| *Capex (as % of Revenues)* | | | *21,6%* | *21,6%* | | *21,6%* | *21,6%* | *21,6%* | *21,6%* |
| **Less: Increase in Net Working Capital** | | | **$(4 784,50)** | **$(5 030,12)** | | **$(5 242,67)** | **$(5 414,45)** | **$(5 536,08)** | **$(5 646,81)** |
| **Unlevered Free Cash Flow** | | | **$ 8 234** | **$ 8 230** | | **$ 8 172** | **$ 8 097** | **$ 7 936** | **$ 8 027** |
|  | | |  |  | |  |  |  |  |

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Rosneft (Discounted Cash Flow Analysis)** | |  |  |  |  | | |  |  |  |  |
| *(USD in millions fiscal year ending December 31)* | | | | | | | |  |  |  |  |
|  |  | |  | | | **2013E** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** |
| **Revenues** | | |  | | | **$ 106 107** | **$ 112 473** | **$ 117 872** | **$ 122 115** | **$ 124 924** | **$ 127 423** |
| *% change* | | |  | | | *7,1%* | *6,0%* | *4,8%* | *3,6%* | *2,3%* | *2,0%* |
| COGS |  | |  | | | 74 392 | 78 856 | 82 641 | 85 616 | 87 585 | 89 337 |
| *% of Revenues* | | |  | | | *70,1%* | *70,1%* | *70,1%* | *70,1%* | *70,1%* | *70,1%* |
| **Gross Profit** | | |  | | | **$ 31 715** | **$ 33 618** | **$ 35 231** | **$ 36 500** | **$ 37 339** | **$ 38 086** |
| *% Gross Margin* | | |  | | | 29,89% | 29,89% | 29,89% | 29,89% | 29,89% | 29,89% |
| Rosneft OPEX | | |  | | | 13 994 | 14 833 | 15 545 | 16 105 | 16 475 | 16 805 |
| *% of Revenues* | | |  | | | *13,2%* | *13,2%* | *13,2%* | *13,2%* | *13,2%* | *13,2%* |
| **Adjusted EBIT** | | |  | | | **$ 17 721** | **$ 18 784** | **$ 19 686** | **$ 20 395** | **$ 20 864** | **$ 21 281** |
| *% EBIT margin* | | |  | | | 16,70% | 16,70% | 16,70% | 16,70% | 16,70% | 16,70% |
| Income Taxes | | |  | | | 4 357 | 4 619 | 4 840 | 5 015 | 5 130 | 5 233 |
| **NOPAT** |  | |  | | | **$ 13 364** | **$ 14 166** | **$ 14 846** | **$ 15 380** | **$ 15 734** | **$ 16 049** |
|  |  | |  | | |  |  |  |  |  |  |
| **Plus: Depreciation & Amortization** | | | | | | **$ 7 825** | **$ 8 295** | **$ 8 693** | **$ 9 006** | **$ 9 213** | **$ 9 397** |
| *D&A (as % of Revenues)* | | | | | | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* |
| **Less: Capital Expenditures** | | | | | | **$ 22 959** | **$ 24 336** | **$ 25 504** | **$ 26 423** | **$ 27 030** | **$ 27 571** |
| *Capex (as % of Revenues)* | | | | | | *21,6%* | *21,6%* | *21,6%* | *21,6%* | *21,6%* | *21,6%* |
| **Less: Increase in Net Working Capital** | | | | | | **$(3 447,27)** | **$(3 654,11)** | **$(3 829,50)** | **$(3 967,36)** | **$(4 058,61)** | **$(4 139,79)** |
| **Unlevered Free Cash Flow** | | | | | | **$ 1 678** | **$ 1 778** | **$ 1 864** | **$ 1 931** | **$ 1 975** | **$ 2 015** |

1. Reed. S.F. The Art of M&A, Fourth Edition: A Merger Acquisition Buyout Guide / S. F. Reed, A. Lajoux, H. P.

   Nesvold . ― 4th ed. ―McGraw-Hill, 2007. — 15 p. [↑](#footnote-ref-1)
2. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 03.07.2016) "Об акционерных обществах" [↑](#footnote-ref-2)
3. Владимирова, И. Г. Слияния и поглощения компаний / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. № 1. URL : <http://www.cfin.ru> (Дата обращения: 24.04.2017) [↑](#footnote-ref-3)
4. Манаков, Д. Наука поглощений / Д. Манаков, Г. Газин // Вестник McKinsey. - 2003. № 2 (4). – С. 18. [↑](#footnote-ref-4)
5. Манаков, Д. Наука поглощений / Д. Манаков, Г. Газин // Вестник McKinsey. - 2003. № 2 (4). – С. 18. [↑](#footnote-ref-5)
6. Волков, В. Основы слияний и поглощений / В. Волков // URL : http://www.cfin.ru (Дата обращения: 24.04.2017) [↑](#footnote-ref-6)
7. Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. С.4. [↑](#footnote-ref-7)
8. Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. С.5. [↑](#footnote-ref-8)
9. Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. С.5. [↑](#footnote-ref-9)
10. Обзор КПМГ – «Рынок слияний и поглощений в России в 2015 году». Февраль 2016. С.7. [↑](#footnote-ref-10)
11. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Декабрь и итоги 2016 года. URL: <http://mergers.akm.ru/> (Дата обращения: 01.05.2017) [↑](#footnote-ref-11)
12. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Декабрь и итоги 2016 года. URL: <http://mergers.akm.ru/> (Дата обращения: 01.05.2017) [↑](#footnote-ref-12)
13. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Январь - февраль 2017 года. URL: <http://mergers.akm.ru/> (Дата обращения: 01.05.2017) [↑](#footnote-ref-13)
14. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. Январь - февраль 2017 года. URL: <http://mergers.akm.ru/> (Дата обращения: 01.05.2017) [↑](#footnote-ref-14)
15. Deloitte. Oil & Gas Mergers and Acquisitions Report – Year-end 2016. Out of the starting blocks. P.2. [↑](#footnote-ref-15)
16. Савостьянов, Ю. Все больше слияний и поглощений / Ю. Савостьянов // Oil & Gas Journal Russia. – Апрель 2017. № 04 (114). С. 22. [↑](#footnote-ref-16)
17. Deloitte. Oil & Gas Mergers and Acquisitions Report – Year-end 2016. Out of the starting blocks. P.7. [↑](#footnote-ref-17)
18. Савостьянов, Ю. Все больше слияний и поглощений / Ю. Савостьянов // Oil & Gas Journal Russia. – Апрель 2017. № 04 (114). С. 22. [↑](#footnote-ref-18)
19. Deloitte. Oil & Gas Mergers and Acquisitions Report – Year-end 2016. Out of the starting blocks. P. 13. [↑](#footnote-ref-19)
20. Савостьянов, Ю. Все больше слияний и поглощений / Ю. Савостьянов // Oil & Gas Journal Russia. – Апрель 2017. № 04 (114). С. 23. [↑](#footnote-ref-20)
21. Савостьянов, Ю. Все больше слияний и поглощений / Ю. Савостьянов // Oil & Gas Journal Russia. – Апрель 2017. № 04 (114). С. 23. [↑](#footnote-ref-21)
22. Абдувахидов А. И. Оценка эффективности операций по слияниям и поглощениям // Молодой ученый. — 2015. — №8. — С. 449-452. [↑](#footnote-ref-22)
23. Стратегическое соответствие, эффект синергии и конкурентные преимущества. URL: <http://www.e-xecutive.ru/> (Дата обращения: 11.05.2017) [↑](#footnote-ref-23)
24. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор. – М.: Издательство Юрайт, 2011. – C. 467. [↑](#footnote-ref-24)
25. Тихомиров,Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях / Д.В. Тихомиров. – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2009.– С. 79. [↑](#footnote-ref-25)
26. Haas, B. M&A Deal Evaluation: Challenging Metrics Myths / B. Haas, D. Hodgson // A.T. Kearney. Merger Integration framework. URL: <http://www.atkearney.in/> (Дата обращения: 11.05.2017) [↑](#footnote-ref-26)
27. Назарова, В.В. Методы оценки стоимости компании в сделках M&A / В.В. Назарова, Дмитриева М.Б. URL: <https://www.hse.ru/> (Дата обращения: 11.05.2017) [↑](#footnote-ref-27)
28. King, A.M. Fair Value for Financial Reporting: Meeting the New FASB Requirements / A.M. King. – New York: John Wiley & Sons, Inc., 2011. – P. 292. [↑](#footnote-ref-28)
29. Ibanking FAQ – EPS accretion/dilution. URL <http://www.ibankingfaq.com/> (Дата обращения: 11.05.2017) [↑](#footnote-ref-29)
30. Haas, B. M&A Deal Evaluation: Challenging Metrics Myths / B. Haas, D. Hodgson // A.T. Kearney. Merger Integration framework. URL: <http://www.atkearney.in/> (Дата обращения: 11.05.2017)

    [↑](#footnote-ref-30)
31. Investopedia – EPS accretion/dilution analysis. URL: <http://www.investopedia.com/> (Дата обращения: 11.05.2017) [↑](#footnote-ref-31)
32. Скворцова, И. Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала / И. Скворцова, С. Проскурин, В. Крыхтин, Е. Стельмахова, Е. Игнатьев // Электронный журнал Корпоративные финансы. – 2013 №4 (28). – С.126. URL: <https://www.hse.ru/> (Дата обращения: 11.05.2017) [↑](#footnote-ref-32)
33. Пресс-релиз «НК «Роснефть» от 22 октября 2012. URL: <https://www.rosneft.ru> (Дата обращения: 22.04.2017) [↑](#footnote-ref-33)
34. Акционер. Газета акционеров ОАО «НК «Роснефть». – 2013. № 16. – С. 1 [↑](#footnote-ref-34)
35. Пресс-релиз «НК «Роснефть» от 22 октября 2012. URL: <https://www.rosneft.ru> (Дата обращения: 22.04.2017) [↑](#footnote-ref-35)
36. Пресс-релиз «НК «Роснефть» от 22 ноября 2012. URL: <https://www.rosneft.ru> (Дата обращения: 22.04.2017) [↑](#footnote-ref-36)
37. Пресс-релиз «НК «Роснефть» от 21 марта 2013. URL: <https://www.rosneft.ru> (Дата обращения: 22.04.2017) [↑](#footnote-ref-37)
38. Значение взято из таблиц по 20-летним казначейским облигациям США. Economic Time Series Page. URL: <http://www.economagic.com> (Дата обращения: 23.11.2016) [↑](#footnote-ref-38)
39. Значение взято из таблиц А. Дамодарана, Estimating Country Risk Premiums. [↑](#footnote-ref-39)
40. Значение взято из таблиц по 20-летним казначейским облигациям США. Economic Time Series Page. URL: <http://www.economagic.com> (Дата обращения: 23.04.2017) [↑](#footnote-ref-40)
41. Значение взято из таблиц А. Дамодарана, Estimating Country Risk Premiums. [↑](#footnote-ref-41)
42. Zephyr analysis of Rosneft – TNK-BP deal URL: [http://www.zephyr.bvdinfo.com](http://www.economagic.com) (Дата обращения: 8.05.2017) [↑](#footnote-ref-42)
43. Zephyr analysis of Rosneft – TNK-BP deal URL: [http://www.zephyr.bvdinfo.com](http://www.economagic.com) (Дата обращения: 8.05.2017) [↑](#footnote-ref-43)
44. Yahoo finance – historical data on Rosneft share prices URL: <https://finance.yahoo.com/> (Дата обращения: 8.05.2017) [↑](#footnote-ref-44)