УДК 658.16

Д.О.ХАЛИКОВА, *аспирант*, *dilara.khalikova@gmail.com*
А.Е.ЧЕРЕПОВИЦЫН, *д-р экон. наук*, *профессор*, *alekseicherepov@inbox.ru*
Национальный минерально-сырьевой университет «*Горный*», *Санкт-Петербург*

D.O.KHALIKOVA, *post-graduate student*, *dilara.khalikova@gmail.com*
A.E.CHEREPOVITSYN, *Dr. in ec.*, *professor*, *alekseicherepov@inbox.ru*
National Mineral Resources University (*Mining University*), *Saint Petersburg*

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СИНЕРГИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ НЕФТЕГАЗОВЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Дан анализ различных подходов к оценке синергического эффекта при слиянии и поглощении компаний: оценка на основе дисконтированного потока денежных средств; оценка на основе сочетания финансового и операционного мультипликаторов; оценка на основе изменения денежного потока и силы бренда. Установлено, что при выборе подходов к оценке возникающего в результате слияния и поглощения синергического эффекта необходимо учитывать отраслевую специфику нефтегазового предприятия. Определены внешние и внутренние факторы, отражающие особенности производственно-хозяйственной деятельности нефтегазового предприятия на примере АНК «Башнефть».

***Ключевые слова*:** слияние и поглощение компаний, синергический эффект, чистый приведенный эффект синергии, финансовый и операционный мультипликаторы, метод оценки стоимости бренда.

METHODS FOR EVALUATION OF THE SYNERGIC EFFECT OF MERGERS AND ACQUISITIONS OF OIL AND GAS COMPANIES

In this article the authors explored different approaches to assessing synergies in mergers and acquisitions of companies, such as: evaluation based on discounted cash flow; evaluation based on a combination of financial and operational multipliers, and evaluation based on changes in cash flow and brand strength. It is noted that when choosing approaches to evaluation synergic effect resulting from mergers and acquisitions, it is necessary to take into account specificity of oil and gas companies. The article considers internal and external factors that determine the specificity of the oil and gas company as exemplified by «Bashneft, JSC».

***Key words*:** mergers and acquisitions, synergic effect, net present value of synergies, financial and operational multipliers, method for estimating the value of the brand.

Современная экономическая среда характеризуется интенсивным ростом сделок по слиянию или поглощению компаний, в результате которых повышается эффективность использования производственных и финансовых ресурсов.

С точки зрения акционеров, привлекательность мероприятий по слиянию и поглощению заключается в приросте капитализации новой компании, этот прирост часто называют синергическим эффектом. Как правило, обе стороны, осуществляющие слияние, заинтересованы в его успешности. Однако на практике вычислить полную синергию очень сложно либо вообще невозможно. Тем не менее оценка стоимости вновь образуемой компании после слияния важна и для владельцев компаний, плани-

рующих свои бюджеты, и для всех остальных участников рынка акций, зарабатывающих на курсовой разнице [1].

Теоретически возможны различные подходы к оценке синергического эффекта при слиянии и поглощении компаний. Рассмотрим некоторые из них.

Оценка на основе дисконтированного потока денежных средств [2, 4]. Величину синергического эффекта можно рассчитать на основе показателя чистый приведенный эффект синергии (NPVS):

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

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex \pm$$
$$\pm \Delta L + \Delta Debt - \Delta I, \qquad (2)$$

где $\Delta FCFE$ – поток денежных средств для акционеров; ΔS – прирост выручки; ΔC – экономия на расходах; ΔT – экономия на налоге на прибыль; ΔNWC – экономия на инвестициях в оборотный капитал; $\Delta Capex$ – экономия на капитальных вложениях; ΔL – прирост доходов (со знаком плюс) или экономия на расходах (со знаком минус) вследствие объединения управленческих способностей команды; $\Delta Debt$ – изменение чистого долга (с учетом финансовой синергии); ΔI – дополнительные инвестиции на реструктурирование; r_e – доходность акционерного капитала (барьерная ставка); P – премия, выплачиваемая при поглощении компанией-покупателем акционерам компании-цели; E– затраты покупателя в ходе процесса поглощения.

Этот метод, позволяет достаточно точно и объективно учесть и оценить все количественные и качественные формы проявления синергического эффекта от слияний и поглощений компаний. На его основе можно отбирать и заключать те сделки по слияниям и поглощениям, которые будут перспективными для развития предприятия.

Оценка на основе сочетания финансового и операционного мультипликаторов (сравнительный подход). В качестве аналогов могут использоваться крупнейшие российские нефтяные компании. Справедливая стоимость объединенной компании рассчитывается как средняя оценок по основным операционным и финансовым мультипликаторам. Можно выделить следующие оценки синергии:

1) расчет операционных показателей (показателей добычи);

2) расчет финансовых результатов: выручки, объема прибыли до вычета расходов по уплате налогов, процентов и амортизационных отчислений (*EBITDA*), чистой прибыли, рентабельности по *EBITDA*, коэффициента «Выручка / Добыча», коэффициента «*EBITDA* / Добыча», чистой рентабельности, дисконтированного ежегодного денежного потока (*DACF*);

3) расчет мультипликаторов на базе коэффициентов «Стоимость компании / Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизационных отчислений» (*EV / EBITDA*), «Стоимость компании / Дисконтированный ежегодный денежный поток» (*EV / DACF*), «Рыночная цена акции / Прибыль на акцию» (*P / E*), «Стоимость компании / Добыча» (*EV* / Добыча), «Стоимость компании / Запасы» (*EV* / Запасы).

Стоимость компании (*EV*) – это аналитический показатель, который представляет собою оценку стоимости компании с учетом всех источников ее финансирования: долговых обязательств, привилегированных акций, доли меньшинства и обыкновенных акций компании [3].

Для каждой компании необходимо рассчитать две версии стоимости: первую получают на основе операционных коэффициентов (*EV* / Запасы и *EV* / Добыча), вторую – на основе финансовых коэффициентов (*EV / DACF*, *EV / EBITDA* и *P / E*). Чтобы учесть низкую ликвидность рассматриваемых предприятий, к оценкам применяется дисконт, величина которого зависит от рыночной стоимости акций соответствующей компании в свободном обращении.

В зависимости от репрезентативности финансовых показателей определяются веса для операционных и финансовых показателей и устанавливается справедливая цена.

После вычисления стоимости объединенной компании из нее вычитается сумма

стоимостей объединяющихся компаний; результат и определит величину синергического эффекта.

Оценка на основе изменения денежного потока и силы бренда [6]. Возможную синергию можно представить в виде

$$\Delta CF = \Delta R - \Delta C - \Delta T - \Delta CR + \Delta HMA, \quad (3)$$

где ΔR – разница между доходами; ΔC – разница между расходами; ΔT – разница между налогами; ΔCR – разница между новыми основными средствами и чистым оборотным капиталом; ΔHMA – возрастание (возникновение) силы бренда, что ведет к росту акционерного капитала.

В основном все походы к оценке эффективности слияния или поглощения сводятся к расчету увеличения денежного потока. Однако в случае вертикальной интеграции компаний нефтяного комплекса следует также учитывать такой важный нематериальный актив, как бренд, возникающий и, возможно, повышающий свою стоимость в процессе реорганизации [6].

Для оценки этого нематериального актива могут использоваться различные методики, например метод оценки стоимости бренда компании «Interbrand». Модель оценки стоимости бренда компании «Interbrand» основана на методе чистой приведенной стоимости бренда. Она состоит из четырех последовательных этапов:

На первом этапе – этапе финансового прогнозирования – планируется денежный поток, который создается всеми нематериальными активами (НМА). Расчет денежного потока производится уменьшением прогнозируемых совокупных доходов на операционные расходы. Из полученной операционной прибыли вычитается произведение величины капитала, который был бы необходим для производства аналогичного по свойствам небрендированного товара, и безрисковой ставки доходности:

$$Earnings\ IntA = Operating\ Profit\ After\ Tax - $$

$$- [Capital\ Employed \times Rf], \quad (4)$$

где *Earnings IntA* – добавленная прибыль нематериальных активов; *Operating Profit After Tax* – операционная прибыль за вычетом налогов; *Capital Employed* – задействованный капитал; *Rf* – безрисковая ставка доходности.

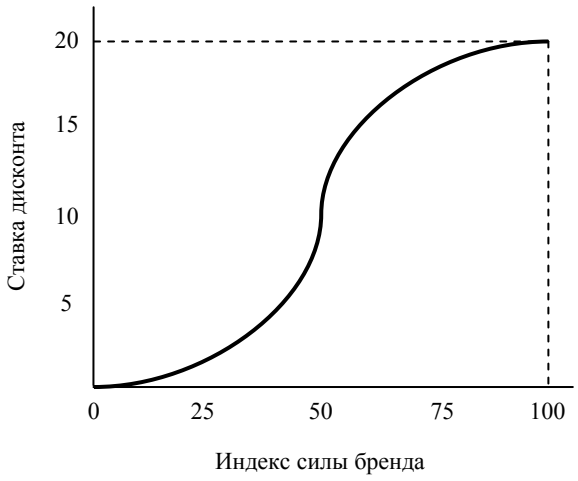
Главный смысл произведения задействованного капитала и безрисковой ставки доходности заключается в том, чтобы разделить прибыль, которую создают нематериальные активы, в том числе бренд, и прибыль, создаваемую физическим капиталом. Для расчета величины задействованного капитала используется среднеотраслевой показатель отношения задействованного в отрасли капитала к какому-либо показателю дохода. Умножая это соотношение на объем продаж оцениваемой компании, получают значение, которое признается «естественным» для производства небрендированной продукции.

За уровень доходности работы материальных факторов компанией «Interbrand» предлагается принимать безрисковую ставку доходности государственных казначейских облигаций, так как такую доходность принесут материальные активы, если они будут работать без использования нематериального капитала.

На втором этапе в денежном потоке, созданном нематериальными активами, выделяется доля, созданная брендом. Для этого определяют воздействие бренда на ключевые факторы спроса. Расчет производится в процентном соотношении.

На третьем этапе проводят анализ бренд-риска с целью определить норму, по которой прогнозируемый доход дисконтируется к его чистой текущей стоимости. Ставка дисконта определяется с помощью анализа силы бренда, которую характеризуют семь специальных показателей, по бальной системе:

Показатель силы бренда	Максимальный балл
Рынок	10
Стабильность	15
Лидерство	25
Интернациональность	25
Тенденции	10
Поддержка	10
Защита	5



S-образная кривая компании «Interbrand»

После оценки бренда по семи критериям формируется индекс силы бренда, максимальное значение которого равно 100 баллам. Затем с помощью S-образной кривой, которая отражает связь между ставкой дисконта и индексом силы бренда, определяется ставка, которая соответствует полученному индексу (см. рисунок). Ставка дисконта самого сильного бренда (100 баллов) равна 20, а самого слабого – стремится к нулю.

На четвертом этапе вычисляется стоимость бренда как произведения добавленной стоимости бренда и бренд-мультипликатора.

При выборе подхода к оценке возникающего в результате слияния или поглощения синергического эффекта необходимо учитывать отраслевую специфику предприятия. Факторы, определяющие специфику деятельности нефтегазового предприятия, можно разделить условно на внешние, возникающие независимо от менеджмента компании, и внутренние, связанные с действиями менеджмента и отраслевой спецификой предприятия. Среди внешних факторов различают факторы прямого и косвенного воздействия. Первые непосредственно влияют на деятельность предприятия в процессе функционирования [5]. Перечислим эти факторы и укажем характер их воздействия:

• клиенты, потребители товаров и услуг – недобросовестность, неплатежеспособность;

• партнеры – повышение цен, недобросовестность, снижение качества продукции;

• конкуренты – эффективная реклама, низкие цены;

• банковские и кредитные учреждения – несвоевременные платежи по вине банка;

• государственные и ведомственные органы – неправомерность действий третьих лиц.

Внешние факторы косвенного воздействия складываются следующим образом:

• окружающая природная среда – неблагоприятные погодные условия, стихийные явления;

• политические – внутренняя обстановка, складывающаяся в результате деятельности законодательной и исполнительной власти; международная обстановка;

• правовые – свод законов и нормативных актов, которыми должно руководствоваться каждое предприятие при осуществлении своей деятельности;

• экономические – изменение налогового законодательства, уровень инфляции, номинальная ставка банковского процента и объем денежной массы, уровень занятости населения, объем внешней торговли;

• технологические – дополнительные преимущества для предприятий или ограничения, сдерживающие их развитие;

• социальные – установки, жизненные ценности и традиции населения страны.

Основные внешние факторы, определившие результаты деятельности АНК «Башнефть» за период с 2009 г. по настоящее время, действие которых, по всей вероятности, существенно повлияет на результаты деятельности в будущем, следующие:

• изменение мировых цен на нефть. За рассматриваемый период цена на нефть выросла с 46,96 до 107 долларов за баррель, то есть более чем в 2,27 раза, что увеличило выручку всех нефтегазодобывающих компаний мира;

• обменный курс рубля к доллару США и изменение темпов инфляции. Реальное укрепление рубля к доллару США положительно влияет на операционную прибыль нефтегазовых предприятий;

• налогообложение, включая изменение налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) и экспортных пошлин. Новая система налогообложения «60-66» предусматривает снижение экспортной пошлины на нефть с 65 до 60 %, устанавливает экспортные пошлины на светлые и темные нефтепродукты на уровне 66 %, при этом пошлина на экспорт бензина остается без изменений на уровне 90 %. Система «60-66» нацелена на увеличение прибыльности добывающего сегмента и стимулирование развития нефтепереработки за счет инвестиций в модернизацию и сооружение более современных нефтеперерабатывающих мощностей. Такой режим снижает рентабельность экспорта мазута и повышает привлекательность вторичной нефтепереработки. Можно ожидать, что в стране появится много дешевого мазута;

• изменение тарифов естественных монополий (тарифов на трубопроводный и железнодорожный транспорт);

• изменение ставки рефинансирования ЦБ России.

Перечислим основные группы внутренних факторов, влияющих на стоимость компании, и могущих быть объектом управления для менеджмента компании:

• экономические – нерациональная производственная программа, брак, недооценка конкурентов;

• организационные – нерациональная структура предприятия, неэффективная работа его подразделений, недостаточное использование рекламы, избыточная концентрация производства;

• финансовые – неудачная финансовая политика, возникновение и рост кредиторской задолженности, неправильные инвестиционные решения;

• технико-эксплуатационные – техническая неисправность оборудования, нарушение условий его эксплуатации, преждевременное моральное старение оборудования, недостатки технологии;

• социальные – некомпетентный менеджмент, низкая квалификация работников, высокая текучесть кадров, нарушение персоналом трудовой дисциплины, низкий уровень зарплаты.

В настоящее время все нефтегазовые предприятия озабочены поиском дополнительных источников конкурентных преимуществ и на ведущие роли выходят факторы, обеспечивающие компании динамические преимущества. Рассмотрим некоторые из внутренних факторов подробнее:

1. Ресурсная база нефтегазовой компании, представленная запасами углеводородного сырья.

2. Инновационная политика как важная составляющая эффективной модели воспроизводства активов. Известно, что нефть, газ и другие сырьевые продукты становятся все в большей степени продуктами наукоемкими. Усиление инновационных процессов связано прежде всего с истощением запасов нефти и газа и ухудшением их качественных характеристик.

3. Сбалансированная производственная структура, обеспечивающая рентабельный рост активов. В настоящее время преобладающей тенденцией в формировании организационных структур нефтяных компаний является ориентация на сосредоточение ключевых видов деятельности, т.е. образование вертикально-интегрированных нефтяных компаний.

4. Управление производственными и финансовыми затратами как залог финансовой устойчивости. В компании «Башнефть» управление затратами осуществляется на всех этапах деятельности: от технологической подготовки производства до реализации продукции и услуг.

5. Диверсификация деятельности, поддерживающая успешное функционирование компании.

6. Качество управления компанией. Это один из самых существенных факторов успеха деятельности компании, поскольку реализация возможностей нефтегазового предприятия все в большей степени зависит от уровня профессионализма и компетенции персонала.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Гохан П.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М., 2007. 741 с.

2. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М., 2011. 1324 с.

3. *Ивашковская И.В.* Слияния и поглощения: ловушки роста // Управление компанией. 2004. № 7. С.26-29.

4. *Ищенко С.М.* Совершенствование методики оценки эффекта синергии как инструмента отбора перспективных сделок по слиянию (поглощению) компаний // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2009. № 1. С.51-58.

5. *Сидоренко Ю.С.* Специфика оценки стоимости российских компаний при слияниях и приобретениях: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2006. 24 с.

6. *Росс С.* Основы корпоративных финансов / С.Росс, Р.Вестерфилд, Бр.Джордан. М., 2001. 719 с.

REFERENCES

1. *Gohan P.* Mergers, acquisitions and restructuring of companies. Moscow, 2007. 741 p.

2. *Damodaran A.* Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. Moscow, 2011. 1324 p.

3. *Ivashkovskaya I.* Mergers and acquisitions: the trap of the growth // Management of the company. 2004. N 7. P.26-29.

4. *Ishchenko S.M.* The improvement of synergy effect's estimate method like an instrument of perspective merger (acquisition) deals sampling // Bulletin of the Research Center of Corporate Law, Management and Venture Capital of Syktyvkar State University. 2009. N 1. P.51-58.

5. *Sidorenko U.S.* Specificity of the valuation of Russian companies in mergers and acquisitions: Author's abstract of Dis. Candidate. Econ. of Sciences. Moscow, 2006. 24 p.

6. *Ross S.*, *Vesterfild R.*, *Jordan Br.* Fundamentals of Corporate Finance. Moscow, 2001. 719 p.