Оценка сделки слияния и поглощения на основе показателей стоимости

Адамов М.Я., студент 2 курса финансового факультета РЭУ им. Г.В. Плеханова

Аннотация

Согласно произошедшей в 2013 году сделке по покупке компании «ТНК-ВР» компанией «Роснефть», стоимость целевой компании оценивалась в около 56 млрд. долл., что является рекордной суммой за всю историю сделок слияний и поглощений России. В данном исследовании будет проведен обзор рынка слияний и поглощений России, рассмотрена справедливость установленной цены на целевую компанию, проанализирован предполагаемый и фактический синергетический эффект от сделки. Проведен детальный обзор относительно выгоды объединения активов, а также дальнейшего расширения компании.

Ключевые слова: слияния и поглощения, Роснефть-ТНК-ВР, синергетический эффект, оценка стоимости, справедливая стоимость, DCF-анализ, сравнительные подход.

Evaluation of the transaction queue and acquisitions on the basis of cost indexes

Adamov M.Y., student, Plekhanov Russian University of Economics

Annotation

According to the last deal of “Rosneft-TNK-BP” made in 2013 year, the target-cimpany price established to be $56 bln, which is the biggest M&A[1] deal in Russian history. The research would examine M&A market conditions, analyze the fair price for the target company, and review the projected and actual synergy from the deal. Moreover the research would in details reflect the benefits from combination of assets and further company’s development.

Keywords: mergers and acquisitions, Rosneft-TNK-BP, synergy effects, company valuation, fair value/price, DCF-analysis, Company Comparable analysis.

Рынок слияний и поглощений России на данный момент пережила существенный спад за последние 3-4 года. Однако, несмотря на геополитическую ситуацию, санкции и рецессию в

[1] Mergers and Acquisitions

экономике, сделки слияний и поглощений удерживает определенный уровень и даже имеет некоторый прирост по сравнению с базисным периодом.

По данным исследований рынка слияний и поглощений России, проведенной компанией «КПМГ» общая сумма сделок на российском рынке в 2016 г. увеличилась на 46% достигнув 75,8 млрд. долларов США, что было обусловлено 3 ключевыми сделками, а именно продажей доли в НК «Роснефть», покупкой акций индийской компании Essar Oil и приватизацией НК «Башнефть».

По данным российского информационно-аналитического агентства AK&M российский рынок слияний и поглощений в первом квартале 2016 года показал впечатляющий прирост. Стоимость сделок в сумме увеличилась в 1,7 раза год-к-году, до 5,4 млрд. долларов относительно 3,2 млрд. долларов в первом квартале 2015 года. Количество операций выросло в 1,4 раза, до 120 сделок с 87 за первые три месяца прошлого года. Средняя стоимость сделки увеличилась на 23,7% год-к-году, до $46,9 млн. долларов США с $37,9 млн. долларов США годом ранее.

В тоже время самая крупная сделка произошла в марте 2013 года, когда «Роснефть» закрыла сделку по выкупу 100% акций частной нефтяной компании ТНК-ВР, которая является третьей по добыче сырья в России.

ПАО «Роснефть» является публичным акционерным обществом и выполняет свою деятельность в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ, Гражданским кодексом РФ и прочими источниками действующего законодательства.

Основными конкурентами компании на рынке РФ являются ПАО «Лукойл» и ПАО «Газпром нефть». Основными акционерами компании являются АО «Роснефтегаз», BP Russian Investments Limited и небанковская кредитная организация закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий».

BP (British Petroleum) - одна из крупнейших нефтяных компаний мира, головной офис которой находится в Великобритании. Компания ведет свою деятельность более на протяжении ста лет и до сих пор удерживает лидирующие позиции в разведке, добыче, переработке и продаже нефти. Занимается реализацией природного сжиженного газа, транспортировкой нефти, нефтепродуктов, продуктов нефтехимии и других продуктов.

Тюменская нефтяная компания было основана в 1995 году. Компания владела двумя нефтедобывающими предприятиями ("Нижневартовскнефтегаз" и "Тюменнефтегаз"), сбытовые

активы в центре России и в Тюмени, а также Рязанский НПЗ. Значительный рост компании характеризуется приобретениями таких активов как НК «Сиданко», «Онако», «Славнефти», а также покупками долей в нескольких нефтяных и нефтеперерабатывающих компаниях.

В 2003 году в результате слияния российских активов BP и ТНК была образована компания ТНК-BP. Компания имела около 50,000 сотрудников и оперировала во всех главных нефтегазоносных регионах России. За период с 2003 по 2012 год ТНК-BP, третья крупнейшая вертикально-интегрированная нефтегазовая компания России, получила свыше 55 млрд. долларов США чистой прибыли. За девять лет рост добычи превысил 40%, а объем доказанных запасов (по классификации Комиссии по ценным бумагам и рынкам США) в период с 2003 по 2012 год увеличился более чем на 30%.

Началом сделки по приобретению НК «ТНК-BP» стало объявление НК «BP» о намерении продать свою долю в компании. В результате «Роснефть» первой откликнулась на предложение и в октябре 2012 года Компания добилась договоренностей с консорциумом AAR[2] и BP о покупке 100% ТНК-BP.

Основными мотивами компании являлись потенциальный эффект от синергии, позволяющий компании-покупателю оптимизировать затраты и увеличить доходность благодаря выросшей рыночной доли. Целесообразно включить вертикальную интеграцию, где компания объединяет и усиливает производственную и маркетинговую цепочку. Также одним из мотивов компании может являться добыча полезных ископаемых, когда компания-покупатель приобретает уже освоенные месторождения и расширяет портфель нефтяных скважин, избегая риска потери денежных средств и времени на геологоразведку. И последним мотивом является выход на международный рынок, так как НК «ТНК-BP» располагает несколькими международными активами, что потенциально даст «Роснефти» расширение своей деятельности за пределами России.

[2] Ныне Renova Group

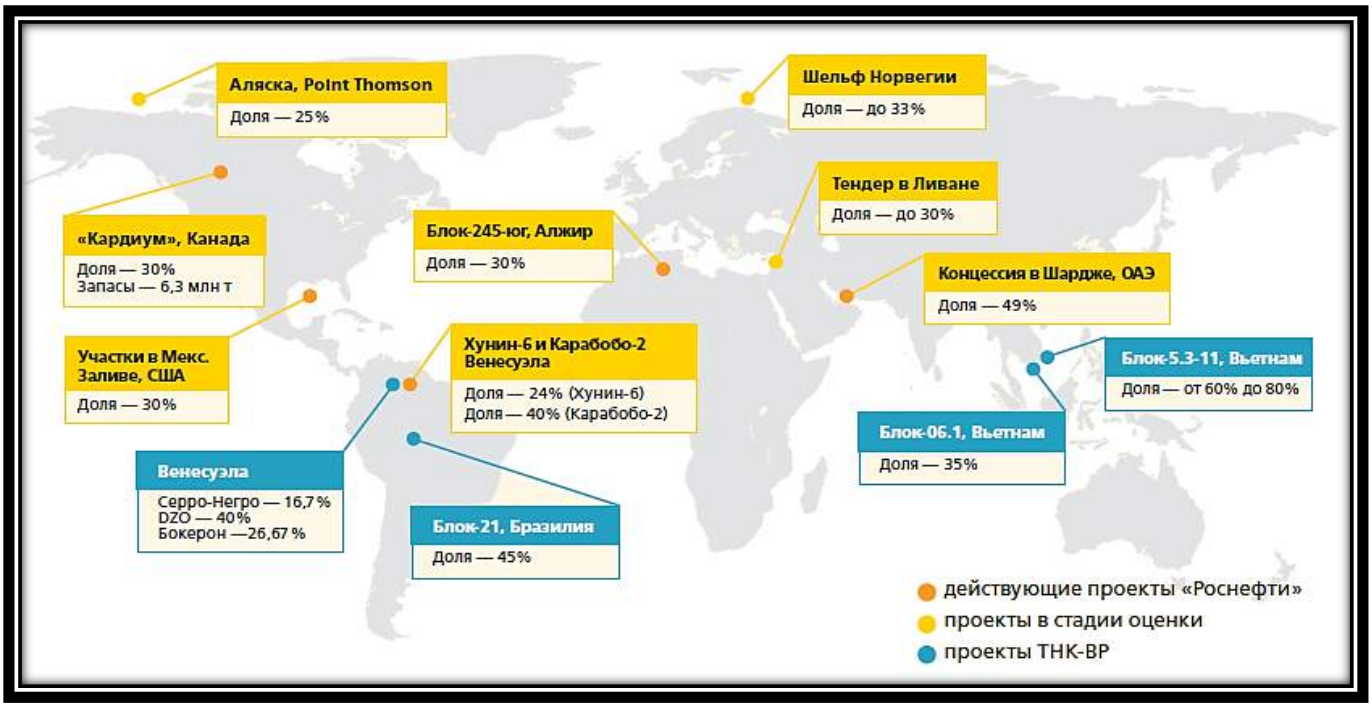

Рис. 1. Деятельность объединенной компании в секторах разведки, добычи, переработки и сбыта

В частности, объединенная компания будет владеть крупнейшими месторождениями на Заполярном Урале и в Восточной Сибири, в Центральной России и на Сахалине, активами в Бразилии, Вьетнаме, Венесуэле и на Украине. Под владением объединенной компании будут 11 НПЗ в России и 6 НПЗ за ее пределами (доли в 4 НПЗ в Германии и в Мозырском НПЗ в Белоруссии, а также Лисичанский НПЗ на Украине), реализация нефтепродуктов будет осуществляться через розничную сеть, состоящую из 2 435 АЗС[3].

Значительные мультипликативные эффекты и выгоды проявляются при объединении логистической инфраструктуры и перерабатывающих мощностей. В ходе полного объединения ТНК-ВР, «Роснефть» будет контролировать 45% сбыта на внутреннем рынке России и 30% переработки. При этом, вице-президент Компании Дидье Казимиро отмечает: «С помощью синергий, которые будут достигнуты во всех подразделениях бизнеса, «Роснефть» станет абсолютным лидером в этих сегментах».

[3] Автозаправочные станции

Рис. 2. Международные проекты в области разведки и добычи

Согласно мистеру Казимиро, оптимизация логистической инфраструктуры между НПЗ (рисунок 3) принесет компании дополнительные 30-60 млн. долларов к EBITDA «Роснефти».

Рис. 3. Оптимизация логистики

По результатам DCF-анализа, стоимость нефтяной компании «ТНК-ВР» составила 1 618 532 732,72 тыс. рублей.

Для нахождения рыночной капитализации компании, прежде всего, используется формула (1).

$$\text{Рыночная капитализация} = \text{Стоимость компании} - \text{долговые обязательства} - \text{сумма привилегированных акций} + \text{денежные средства и эквиваленты} \quad (1)$$

Расчет рыночной капитализации НК «ТНК-ВР» представлен в таблице 1.

Таблица 1

Расчет рыночной капитализации НК «ТНК-ВР»

Стоимость компании (в тыс. рублей)	1 618 532 732,72
Долговые обязательства	368 119 546
Сумма привилегированных акций	450 000
Денежные средства и эквиваленты	45 845 113
Рыночная капитализация	1 295 808 299,72

Осуществить проверку данной оценки можно посредством расчета предполагаемой рыночной цены акции компании и последующим ее сопоставлением с котировками на фондовой бирже. Однако, в данном случае следует осторожно выбирать рыночную цену, так как она может быть искажена слухами о планируемой консолидации. В результате стоимость будет недостоверной. Первая новость о потенциальной продаже 50% доли в «ТНК-ВР» распространилась 1 июня 2012 года[4]. В этот же день цена акции упала примерно на 19%. А на момент официального объявления сделки, рыночная стоимость акции упала на 23%, ввиду чего, целесообразно определить среднюю цену акции за май, который равен 84,70 рублям. В результате, при нахождении частного от деления рассчитанной величины рыночной капитализации к числу акций НК «ТНК-ВР» в обращении (около 15 млрд.) получается значение 86,40 рублей на акцию. Расчетное расхождения составило 2%, что может свидетельствовать о незначительной недооценке акции, которая могла быть связана с общим трендом на фондовом рынке или краткосрочным эффектом негативных новостей в отношении самой компании. Премия составила 33,27% от выплаченной цены за акцию или 38,31 руб.

Анализируя фактический эффект от синергии, достаточно сложно полностью оценить его позитивный и негативный тренды на фоне спада цен на нефть и другие сырьевые продукты, экономических санкций и геополитической ситуации в мире.

[4] По данным газеты Financial Times

Прежде следует отметить, что после завершения сделки 21 Марта 2013 года акции ПАО «Роснефть» упали на 20,3%, однако с течением нескольких месяцев восстановили свою стоимость. Данная тенденция результат негативной реакции рынка на поглощение, вероятнее всего из-за увеличившихся долговых обязательств, которые делают компанию слишком чувствительной к ценам на нефть.

Однако, следует заключить, что компания постепенно идет в направлении расширения и превращения в глобального игрока на рынке нефти и газа. После данного события, последовали несколько других приобретений, таких как приватизация ПАО «Башнефть» за 329,7 млрд. руб. и покупку доли в индийской нефтяной компании «Essar Oil» за 12,9 млрд долл.

Список использованных источников

1. Бекье М. Путеводитель по слиянию // Вестник McKinsey. - 2014. - №2. - С.15-47.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – MgGraw-Hill Irvin, 2015. – 576 с.
3. Данные сделки «ТНК-ВР-Роснефть» // Информационно-аналитическое агентство GlobalData [Электронный ресурс] – Режим доступа. – http://data.investfunds.ru/stocks_comments/32355/ATON_Review_301012.pdf (дата обращения: 02.12.2017).
4. Обзор рынка слияний и поглощений в России в 2016 году // Официальный сайт международной аудиторской компании «КПМГ» [Электронный ресурс] – Режим доступа. – https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-ru-russian-2016-ma-overview.pdf (дата обращения: 02.12.2017).
5. Розенбаум Дж., Пирл Дж. Инвестиционный банкинг, анализ, LBO и Слияния и Поглощения. – John Wiley & Sons, Inc., 2015. – 332 с.
6. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ (с последними изменениями и дополнениями) // Собрание законодательства Российской Федерации, 1998.

References

1. Bek'e M. Putevoditel' po sliyaniyu // Vestnik McKinsey, 2014, No. 2, pp.15-47.
2. Breili R., Maiers S. Printsipy korporativnykh finansov. – MgGraw-Hill Irvin, 2015.

3. Dannye sdelki «TNK-BP-Rosneft'» // Informatsionno-analiticheskoe agentstvo GlobalData

http://data.investfunds.ru/stocks_comments/32355/ATON_Review_301012.pdf

4. Obzor rynka sliyanii i pogloshchenii v Rossii v 2016 godu // Ofitsial'nyi sait mezhdunarodnoi auditorskoi kompanii «KPMG»

https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-ru-russian-2016-ma-overview.pdf

5. Rozenbaum Dzh., Pirl Dzh. Investitsionnyi banking, analiz, LBO i Sliyaniya i Pogloshcheniya. – John Wiley & Sons, Inc., 2015.

6. Federal'nyi zakon «Ob otsenochnoi deyatel'nosti v Rossiiskoi Federatsii» ot 29 iyulya 1998 g. №135-FZ (s poslednimi izmeneniyami i dopolneniyami) // Sobranie zakonodatel'stva Rossiiskoi Federatsii, 1998.