



**Deloitte.**



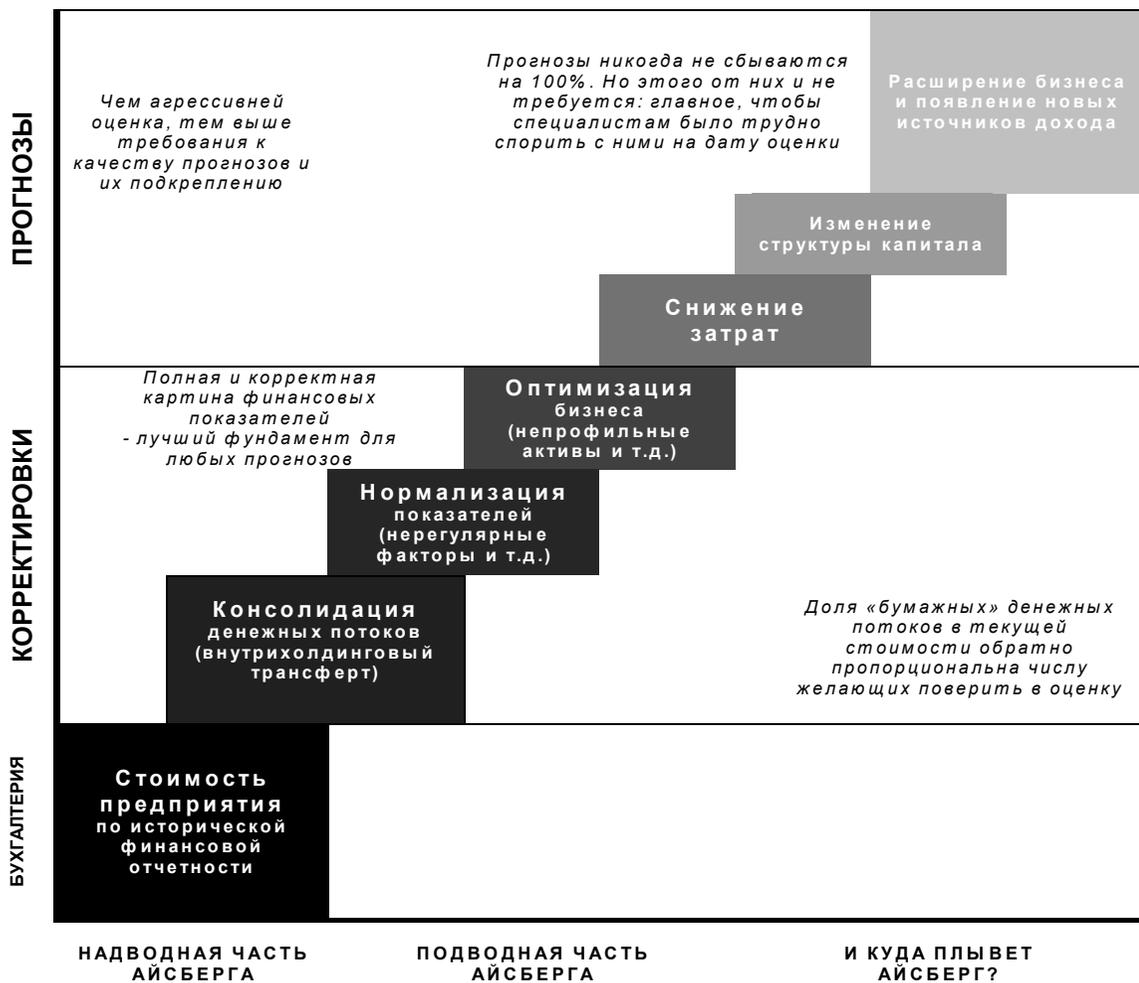
**Стоимостной анализ российских  
компаний для целей слияний  
и поглощений**

**Егор Попов  
Партнер**

*Искусство и наука  
российских слияний и поглощений*

4-5 ноября 2003 г.



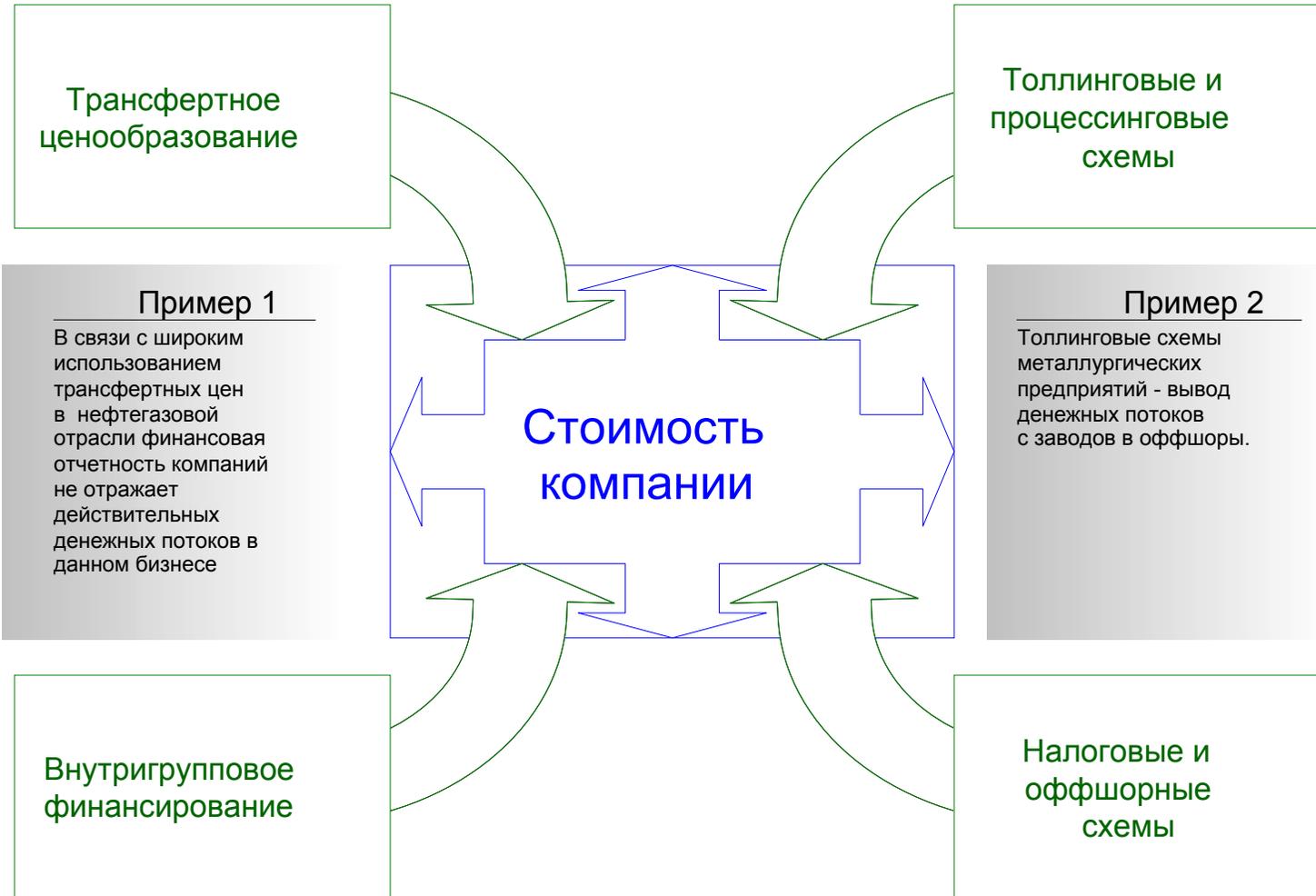


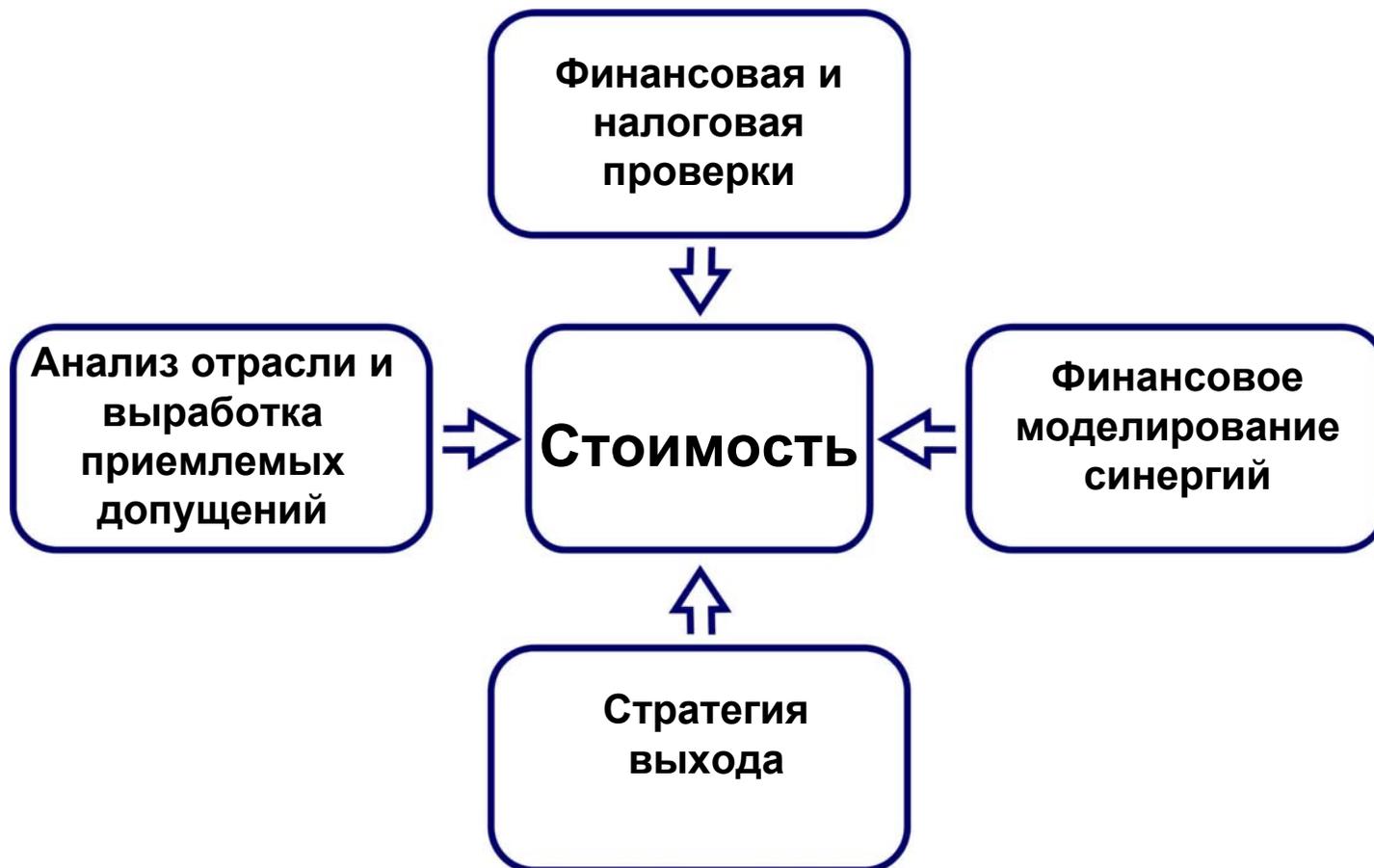
---

***“Once you eliminate the impossible,  
whatever remains, no matter how  
improbable, must be the truth.”***

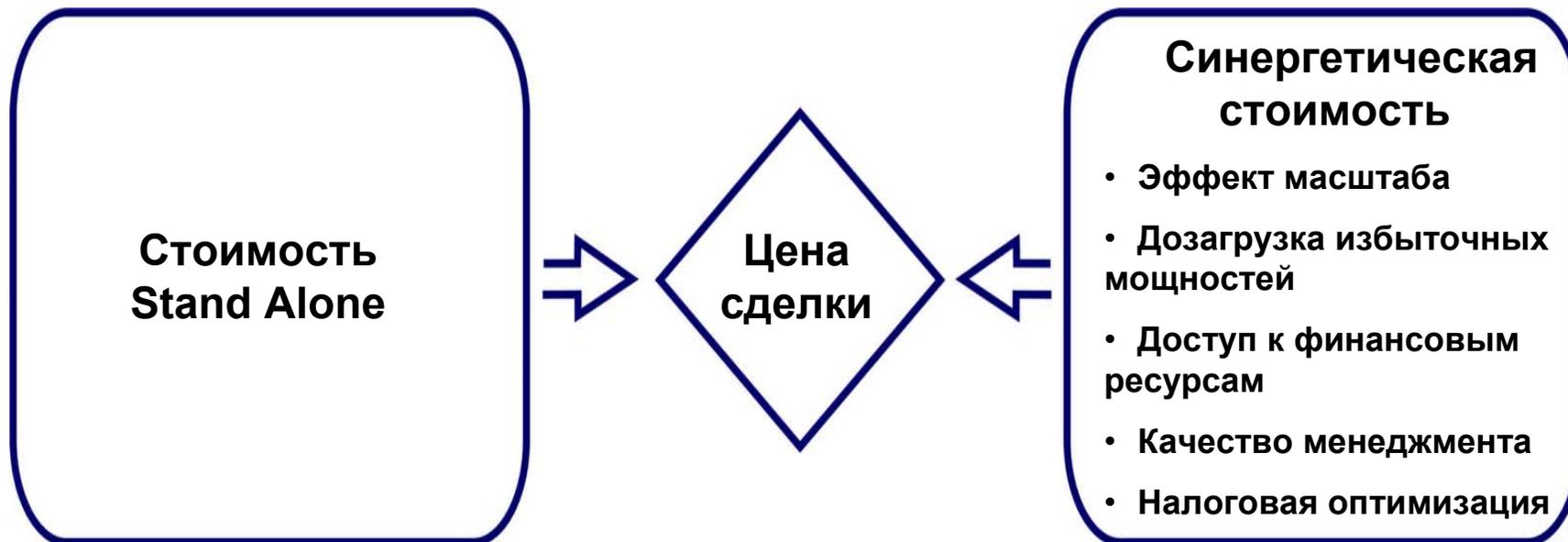
**Sherlock Holmes**

# Выявление центров прибыльности

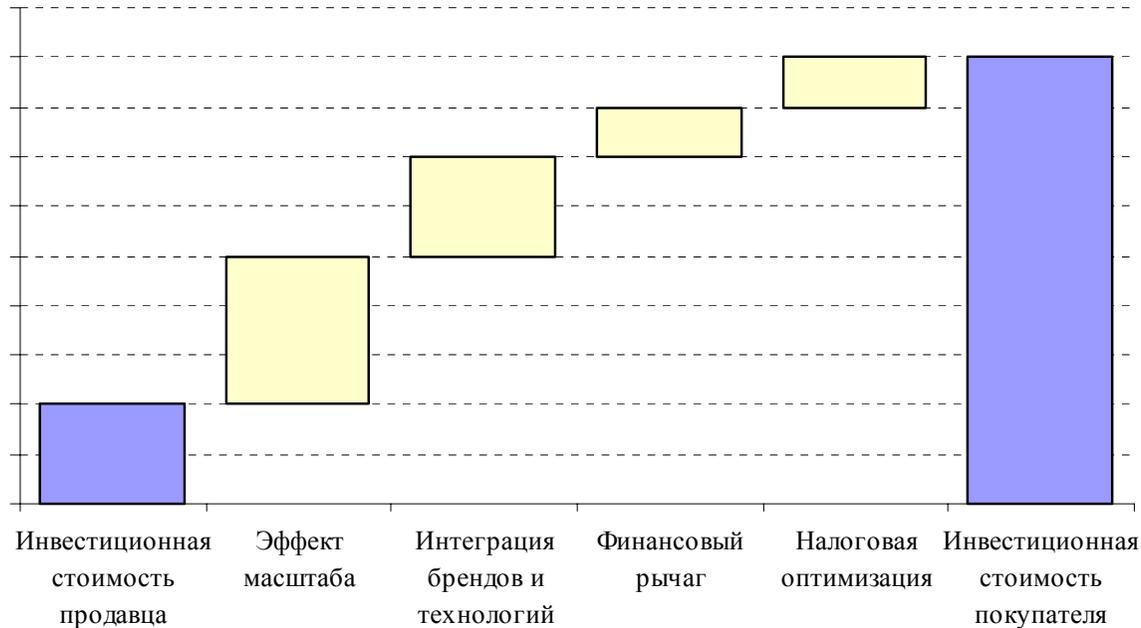




## Различные стоимости vs. Цена сделки



# Премия в результате синергетического эффекта может достигать 100% к рыночной цене компании



<b>Экономия на затратах, распределение административных расходов, общая рекламная кампания</b>	<b>Рост лояльности покупателей/ клиентов, снижение затрат за счет новых технологий</b>	<b>Обеспечение лучших условий финансирования</b>	<b>Покупка «дойной коровы» или, наоборот, молодой компании, терпящей убытки</b>
<b>5% - 20%</b>	<b>0% - 30%</b>	<b>0% - 20%</b>	<b>0% - 30%</b>

# Поглощение публичной компании выгодно, если синергия превышает премию к рыночной цене:

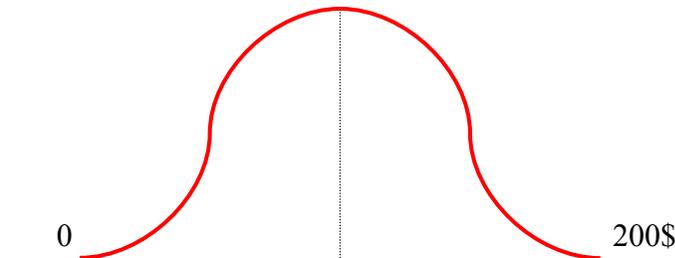
$$\text{NPV поглотения} = \text{Синергия} - \text{Премия к рыночной цене поглотяемой компании} > 0$$

**Синергия > Премии к рыночной цене**

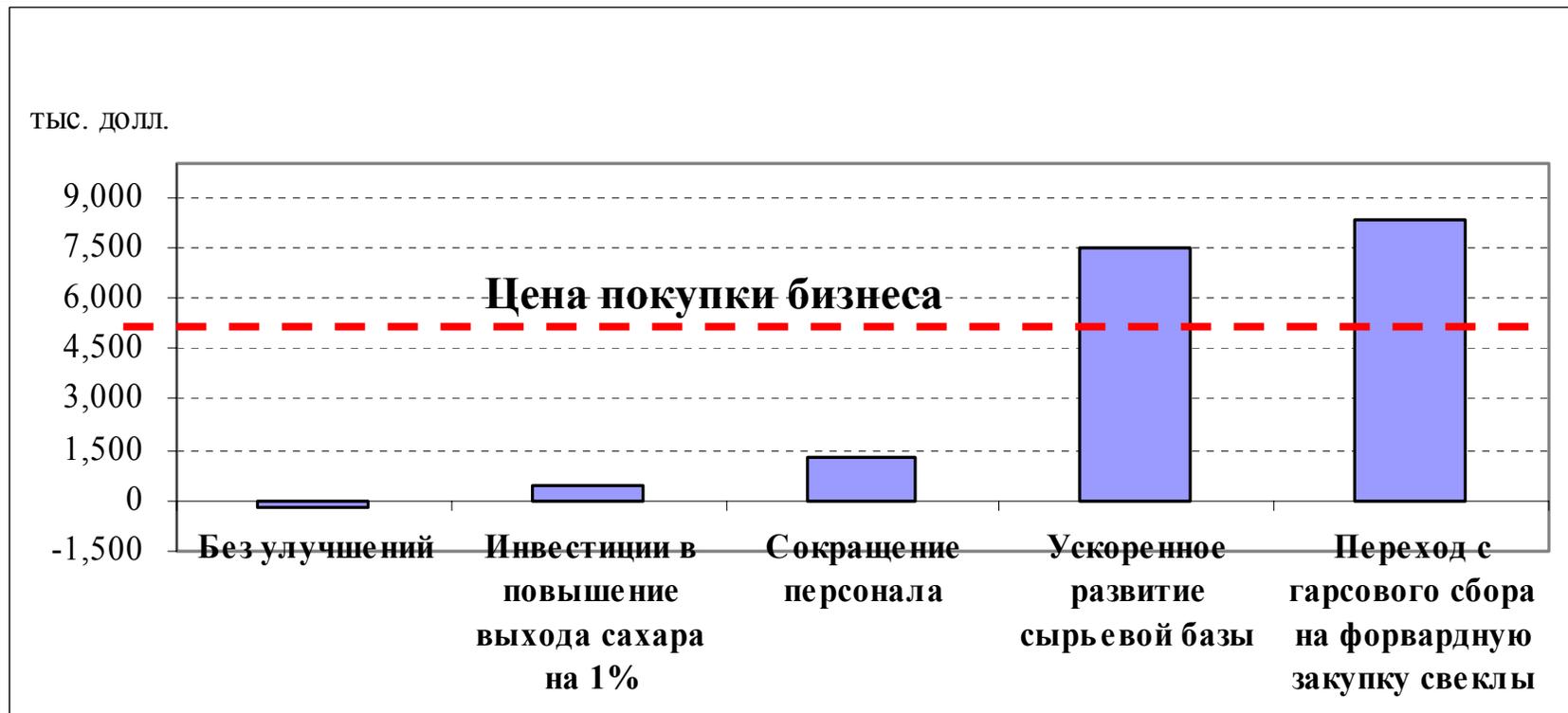
Ожидаемая величина

100\$

Фиксированная величина,  
уплачиваемая сейчас



## Пример сделки по покупке сахарных заводов: синергии поделены между сторонами



**Убыточный бизнес был продан с прибылью за счет его высокой потенциальной инвестиционной стоимости для покупателя. Покупатель при этом в выигрыше – он отдал продавцу только часть своих синергий**

*Прим. На примере реальной сделки*

---

***“Price is what you pay. Value is  
what you get.”***

**Warren Buffet**

# Анализ факторов, стратегически влияющих на стоимость компании: энергетика в контексте реформы РАО «ЕЭС»

ВЫРУЧКА	СЕБЕСТОИМОСТЬ	КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>ГРЭС:</b> региональная конкуренция с ГЭС и АЭС на будущем оптовом рынке э/э, наличие крупных потребителей в регионе</li> <li>• <b>ТЭЦ и тепловые сети:</b> платежеспособность населения, наличие крупных платежеспособных потребителей тепла</li> <li>• <b>ГЭС и региональные сетевые компании:</b> регулируемые энерготарифы, политика в организации оптового рынка</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>ГРЭС и ТЭЦ:</b> опережающий рост внутренних цен на газ, фактическая монополизация производства угля</li> <li>• <b>ГЭС:</b> неопределенность с «водным» налогом, риск роста арендной платы на гидротехнические сооружения (гос. собственность)</li> <li>• <b>Региональные сетевые компании:</b> схемы энергоперетоков по ФСК</li> <li>• <b>Теплосети:</b> динамика цен на стальной прокат</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>ГРЭС, ТЭЦ и тепловые сети:</b> существенные вложения в основные фонды в 2008-2010 гг. из-за высокого износа</li> <li>• <b>ТЭЦ:</b> необходимость перехода газа на уголь ввиду удорожания газа, затраты на перехода сопоставимы с уровнем текущей капитализации бизнеса</li> <li>• <b>Тепловые сети:</b> затраты на энергосбережение</li> </ul>

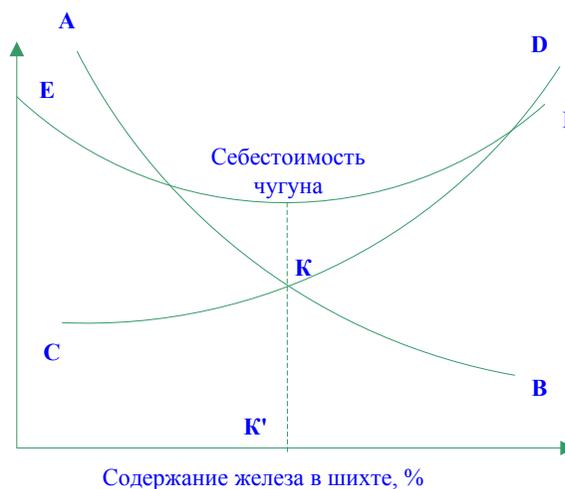
# Анализ факторов, стратегически влияющих на стоимость компании: металлургия

ВЫРУЧКА	СЕБЕСТОИМОСТЬ	КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Центры прибыли на непроизводственных активах (процессинговая схема)</li> <li>• Выручка зависит от мировой конъюнктуры (экспорт – до 80-85% производства, загрузка мощностей – до 100%)</li> <li>• Негативный прогноз цен на «легкие» металлы (высокие темпы роста цв. металлургии в Китае и Австралии)</li> <li>• Мировая монополия Норильского Никеля по никелю и платиноидам (возможность влияния на мировые цены)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отсутствие железной руды и кокса на свободном рынке и угроза их дефицита для неинтегрированных бизнесов</li> <li>• Высокая доля транспортных затрат в себестоимости алюминия из-за длинных «транспортных плеч»</li> <li>• Возможность «управлять» себестоимостью Норильского Никеля из-за собственной энергетической базы и изолированности территории</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Инвестиции в очистные сооружения ввиду экологических требований</li> <li>• Отсутствие необходимости существенных инвестиций в основные отрасли в среднесрочной перспективе (кроме производства меди)</li> </ul>

# Стоимостной анализ в российской металлургии

## Приобретение ГОКа металлургическим комбинатом

- Эффект от приобретения ГОКа заключается в экономии на издержках
- Зависимость себестоимости чугуна от качества ЖРС является одним из ключевых факторов стоимости
- Если выручка мет. комбината завистит от мировой конъюнктуры, то себестоимость – управляемая величина



AB - Затраты в доменном цехе (мет. комбинат)

CF - Затраты на обогащение руды (ГОК)

# Анализ факторов, стратегически влияющих на стоимость компании: нефтегазовая промышленность

ВЫРУЧКА	СЕБЕСТОИМОСТЬ	КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прогноз мировой цены на нефть в долгосрочном периоде не должен превышать \$18-20/b Brent</li> <li>• Внутренние цены: избыток нефти на внутреннем рынке из-за «узкого горла» по экспорту в ближайшие годы</li> <li>• Трансфертное ценообразование в рамках вертикально-интегрированных компаний</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Манипуляции с отнесением затрат на операционные расходы и капитальные затраты в целях налоговой оптимизации и необходимость выявления фактических издержек по центрам затрат</li> <li>• Существенные различия в эксплуатационных затратах по скважинам одного месторождения из-за различных технологий добычи</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Необходимость консервации скважин в случае падения цен на нефть, затраты на которую сопоставимы с затратами на бурение новых</li> <li>• Создание «банка качества» нефти потребует от ряда компаний инвестиций в подготовку нефти (очистные мощности)</li> </ul>

# Анализ факторов, стратегически влияющих на стоимость компании: телекоммуникации

ВЫРУЧКА	СЕБЕСТОИМОСТЬ	КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 100% выручки в рублях, прогноз валютного курса является определяющим для оценки бизнеса</li> <li>• Рост тарифов на услуги проводной связи ограничен тарифами сотовой связи и IT-телефонии, снижающихся в долгосрочной перспективе</li> <li>• Рост числа и выручки с 1 абонента зависит от темпов роста реальных доходов населения</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Существенная доля валютных затрат ставит доходность бизнеса в зависимость от курса рубля</li> <li>• Угроза роста арендной платы каналов дальней связи для сотовых компаний и IT-телефонии из-за неурегулированности отношений с Ростелекомом</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Значительный объем «обязательных» ежегодных затрат в модернизацию оборудования для операторов сотовой и оптоволоконной связи, сравнимый с операционными затратами</li> <li>• Высокий уровень износа основных фондов к большинству региональных операторов проводной связи и необходимость инвестиций в модернизацию</li> </ul>

# Инвестиционная стоимость vs. Рыночная стоимость

## Пример: поглощение МТС башкирского оператора «БМ-Телеком»



Скачок в капитализации МТС отражает превышение инвестиционной стоимости над рыночной стоимостью купленного оператора (ценой сделки)

- После приобретения местной сотовой компании за \$41 млн., капитализация национального оператора возросла на \$209 млн. В результате, рынок оценил инвестиционную стоимость в \$250 млн.
- Значительный синергетический эффект в секторе сотовой связи обуславливается переходом на использование национального брэнда, получением скидок от поставщиков оборудования, а также дешевого финансирования

# Анализ факторов, стратегически влияющих на стоимость компании: **финансовый сектор**

ВЫРУЧКА	СЕБЕСТОИМОСТЬ	КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ
<ul style="list-style-type: none"><li>Горизонт реалистичного прогнозирования выручки зависит от сроков размещения активов, которые, в свою очередь, зависят от срочности пассивов и степени диверсификации клиентской базы</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Необходимость учета расходов на привлечение ресурсов и покрытия невозвращенных или «сомнительных» кредитов</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Необходимость замещения дополнительно привлеченными средствами финансируемых капитальных вложений в промышленные предприятия</li></ul>

# Отраслевая применимость различных методов оценки (на примере энергетики)

## НЕДОСТАТКИ ЗАТРАТНОГО МЕТОДА

- Не учитывает особенности функционирования имущества как единого технологического комплекса (оценка которого не равна сумме оценок его элементов)
- Отсутствие достоверных данных о физическом износе (не совпадает с бухгалтерской амортизацией)
- Не принимает во внимание экономический износ, то есть обесценение из-за внешних факторов, в том числе, образование избыточных мощностей из-за сокращения платежеспособного спроса
- В результате создаются предпосылки для завышения стоимости

## НЕДОСТАТКИ ДОХОДНОГО МЕТОДА

- Слишком широкое поле для манипуляций, угадывания и волюнтаризма в силу недостаточной надежности ценовых (тарифных) прогнозов и будущих объемов потребления

## Отраслевая применимость различных методов оценки (на примере энергетики)

---

- Таким образом, ни затратный и доходный подходы, взятые по отдельности, не дают надежных результатов
- В силу уникальности российской энергетики, а значит отсутствия прямых зарубежных аналогов, и в условиях реформ сравнительный подход имеет еще более ограниченную применимость
- Таким образом, лучшим разумным решением является использование комбинации затратного и доходного подходов с тщательным анализом причин расхождения результатов, получаемых каждым из методов

## Контактная информация

---

**Егор Попов**

Партнер

Руководитель департамента

Корпоративных финансов

Deloitte.

Эл. почта: [urorov@deloitte.ru](mailto:urorov@deloitte.ru)

Тел. 7 (095) 787 0632

Факс 7 (095) 787 0636

Делойт и Туш

Деловой центр «Моховая»

ул. Воздвиженка, д. 4/7, стр. 2

Москва 125009

Россия