



Deloitte.



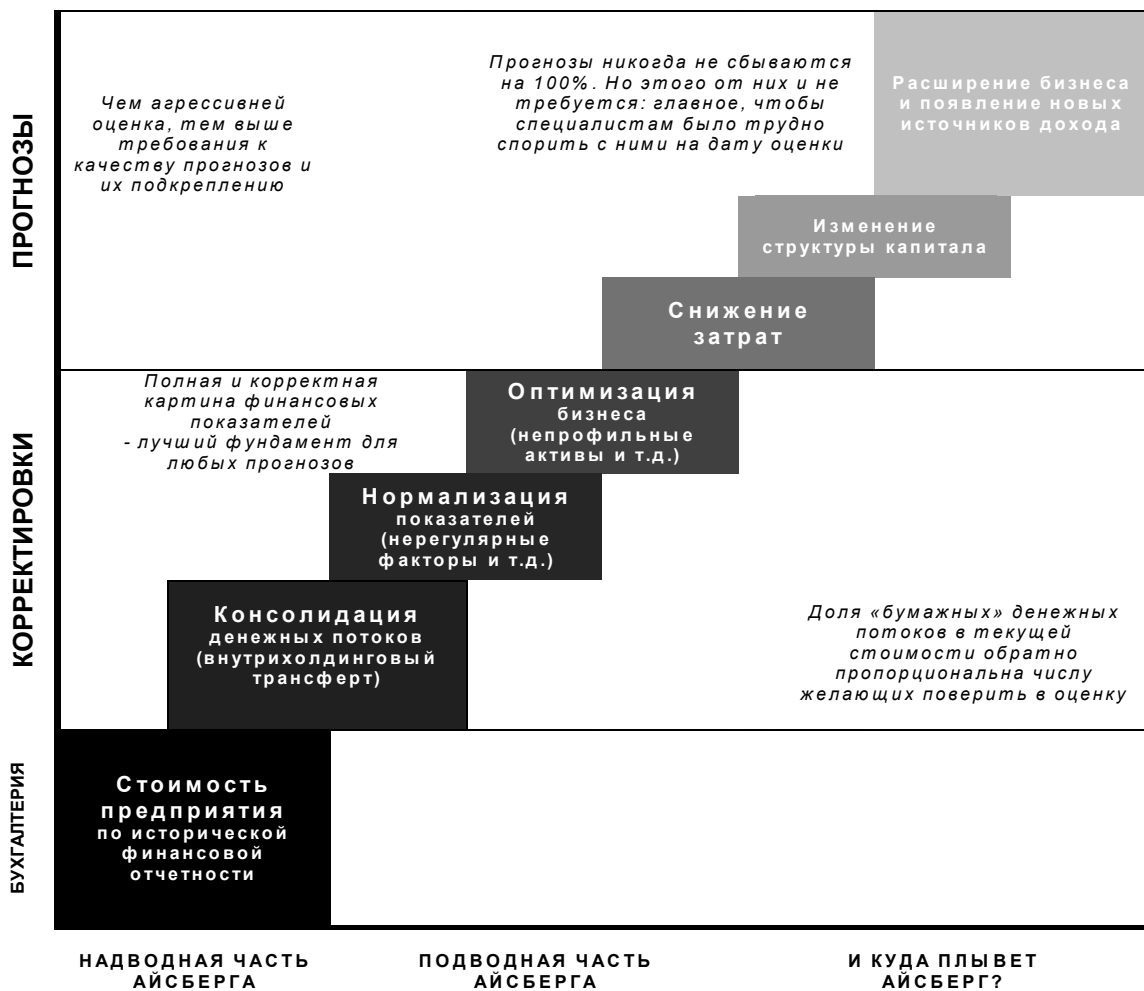
**Стоимостной анализ российских
компаний для целей слияний
и поглощений**

**Егор Попов
Партнер**

*Искусство и наука
российских слияний и поглощений*

4-5 ноября 2003 г.

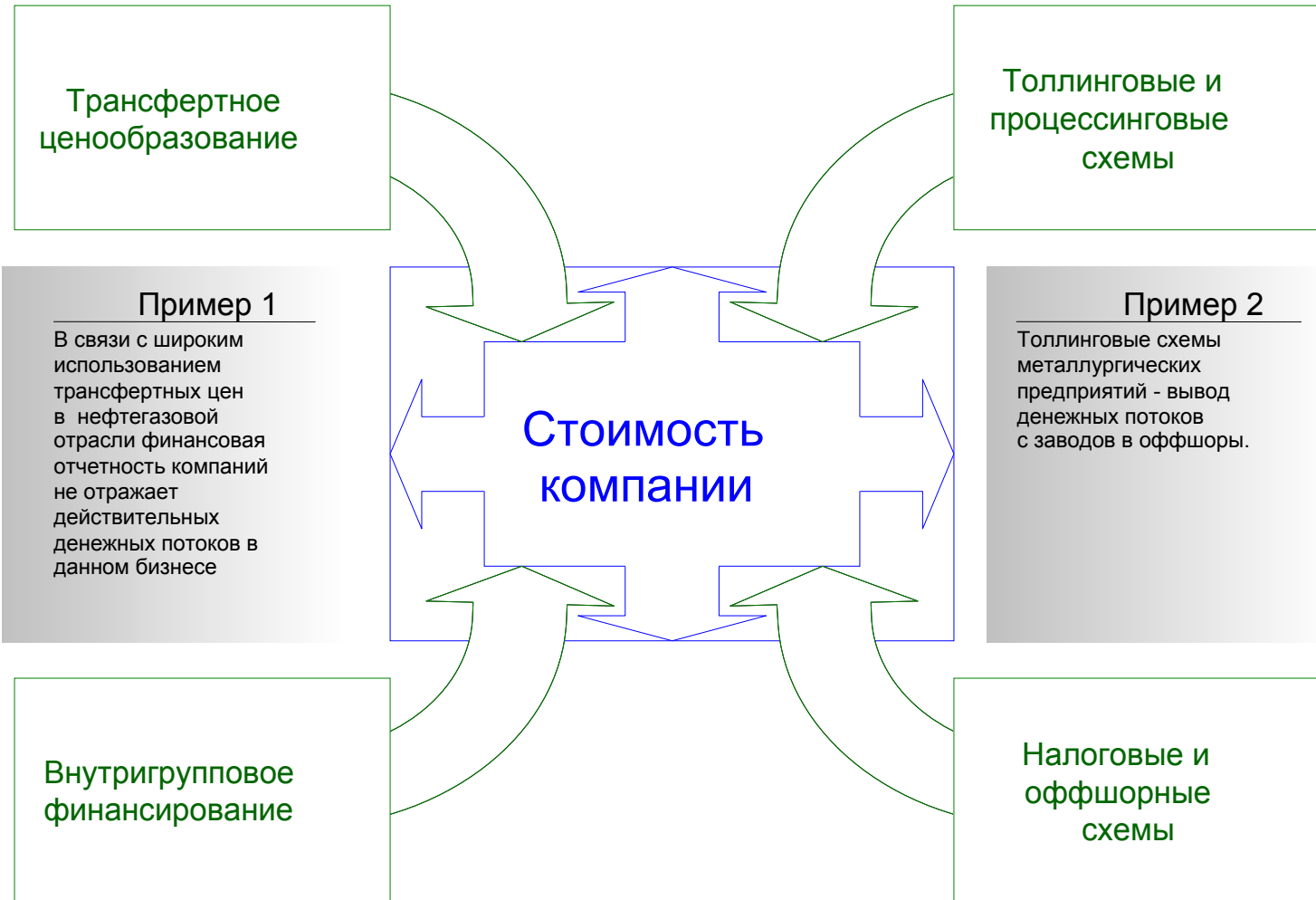


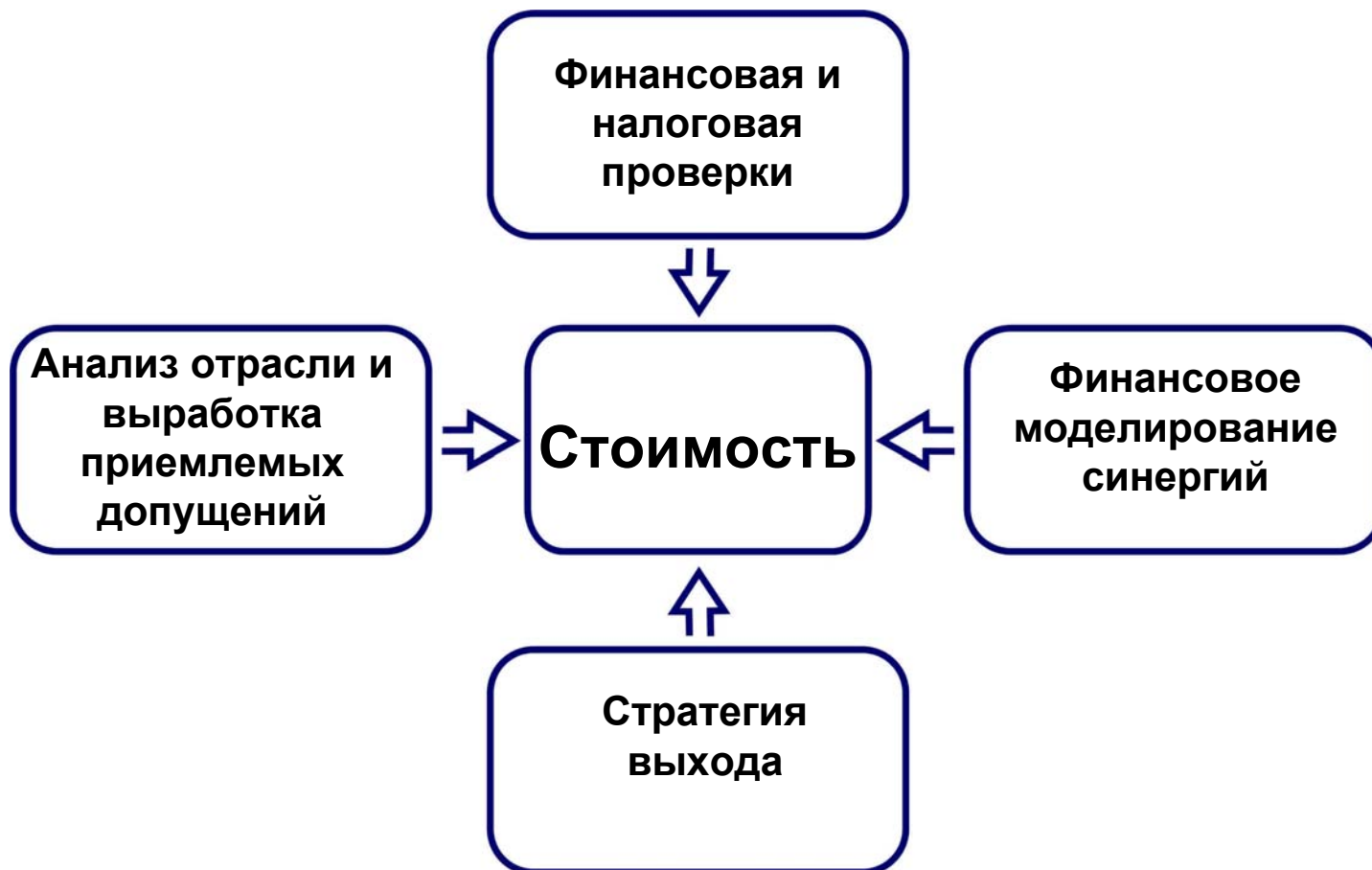


***“Once you eliminate the impossible,
whatever remains, no matter how
improbable, must be the truth.”***

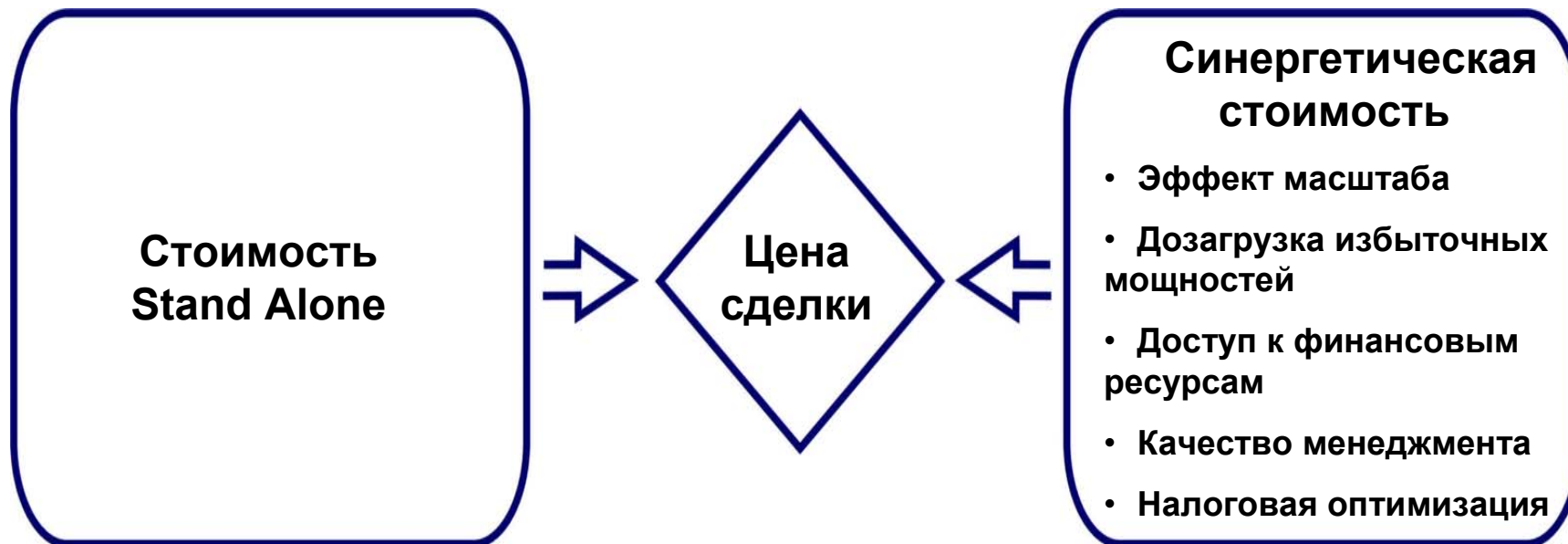
Sherlock Holmes

Выявление центров прибыльности

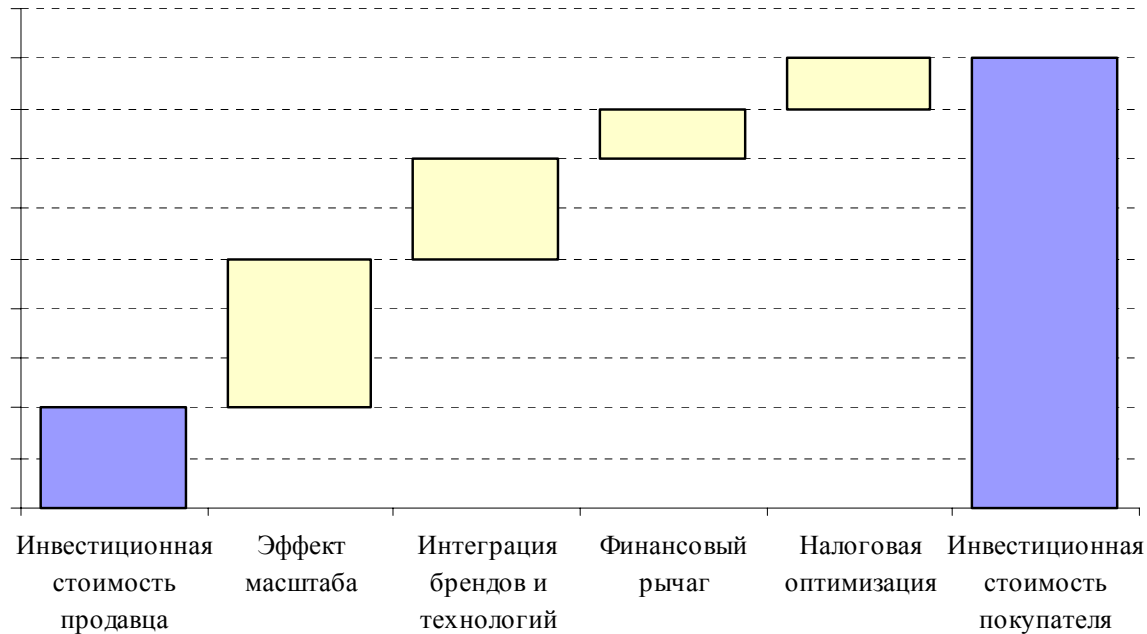




Различные стоимости vs. Цена сделки



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



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

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

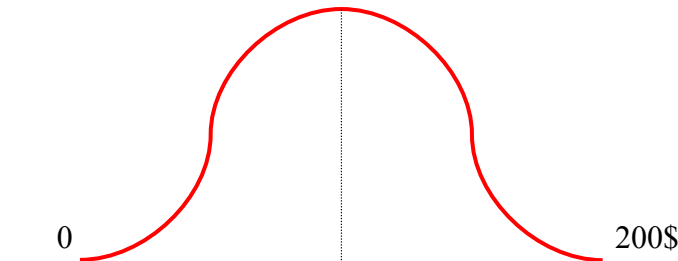
$$\text{NPV поглотения} = \text{Синергия} - \text{Премия к рыночной цене поглотяемой компании} > 0$$

Синергия > Премии к рыночной цене

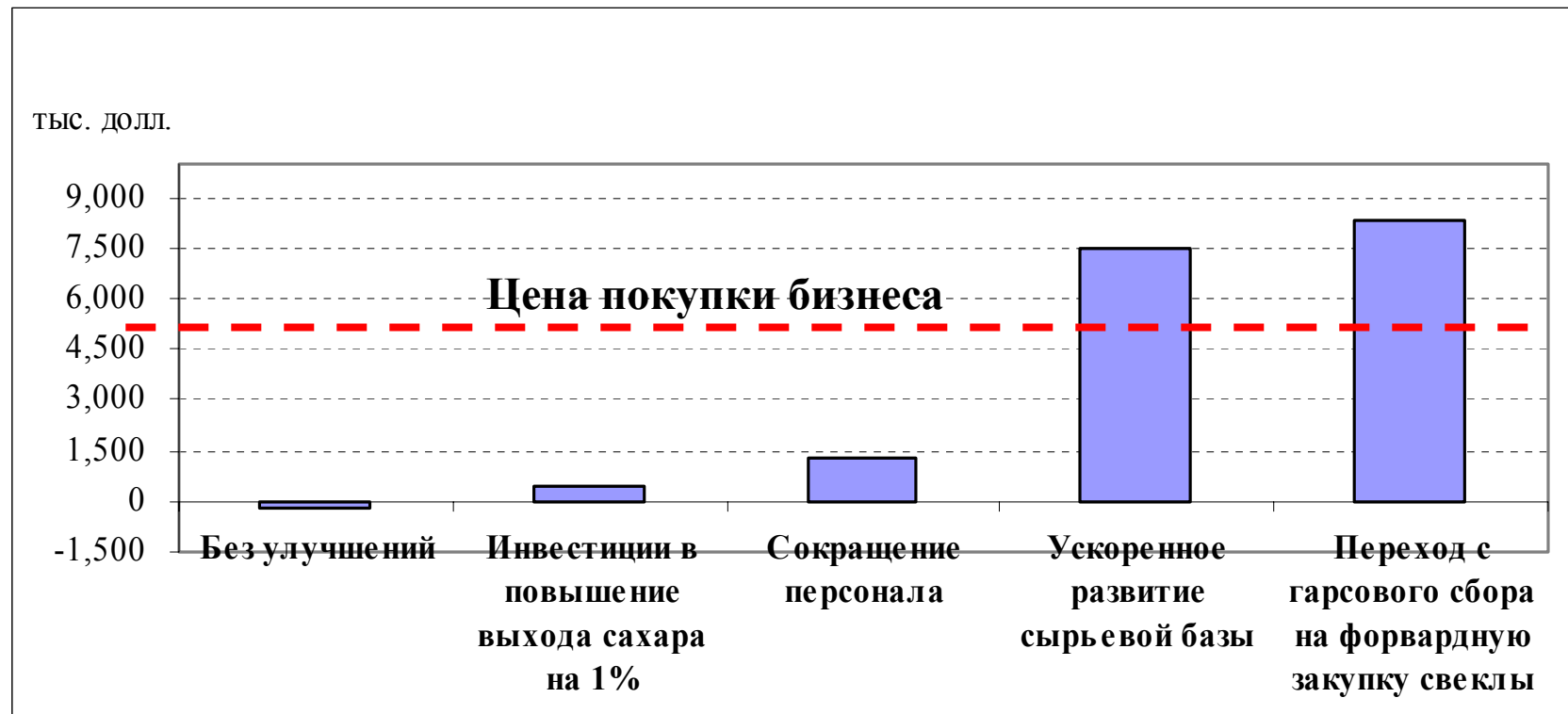
Ожидаемая величина

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

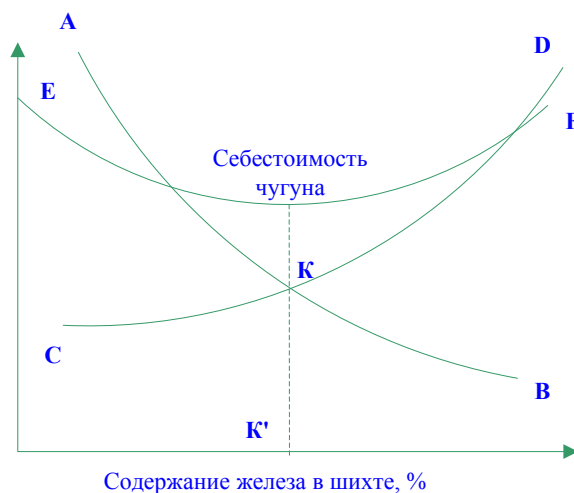
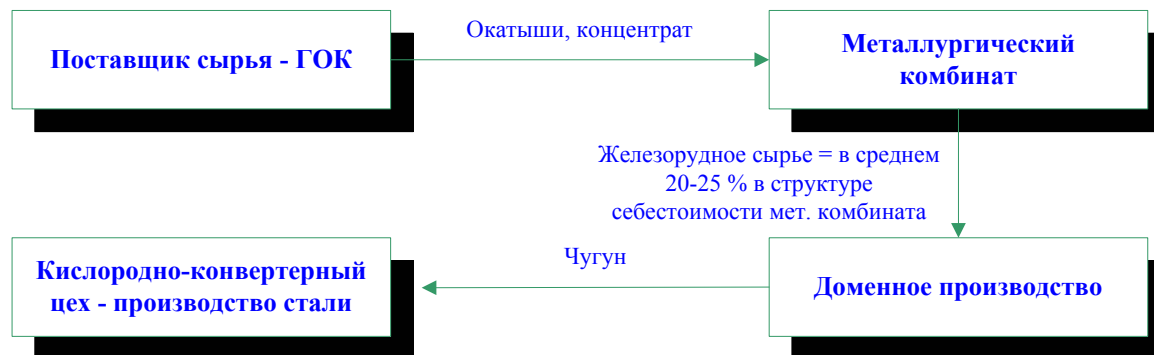
Анализ факторов, стратегически влияющих на стоимость компании: металлургия

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

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

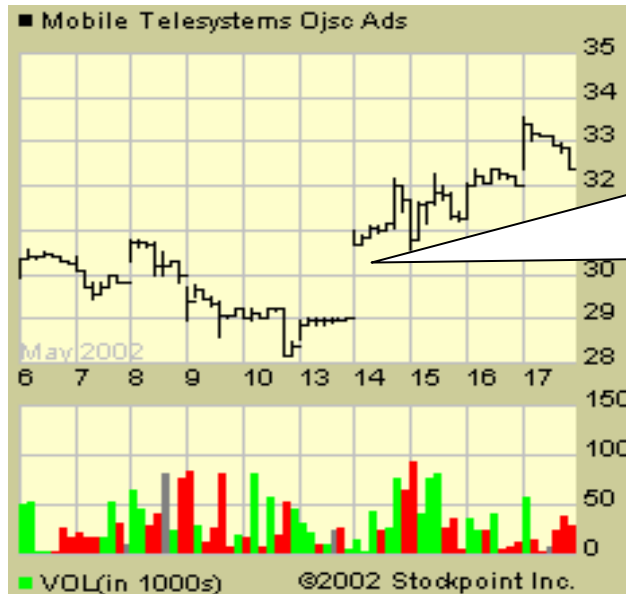
ВЫРУЧКА	СЕБЕСТОИМОСТЬ	КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ
<ul style="list-style-type: none"> • Прогноз мировой цены на нефть в долгосрочном периоде не должен превышать \$18-20/b Brent • Внутренние цены: избыток нефти на внутреннем рынке из-за «узкого горла» по экспорту в ближайшие годы • Трансфертное ценообразование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

Анализ факторов, стратегически влияющих на стоимость компании: телекоммуникации

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

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

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

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