Сделки слияний и поглощений: анализ нефтегазового рынка, оценка эффективности

Загреба Д.Д., студент 2 курса финансового факультета РЭУ им. Г.В. Плеханова
Мальсагов А.И., студент 2 курса финансового факультета РЭУ им. Г.В. Плеханова

Аннотация

В работе рассмотрен мировой рынок слияний и поглощений - M&A. Проанализирована текущая ситуация на рынке слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли, показана его динамика, а также динамика сделок, проводимых азиатскими национальными компаниями. Выявлена специфика и особенности российского рынка слияний и поглощений. Определены основные тенденции и факторы, влияющие на сделки. Названы причины и показатели, влияющие на доходность сделок.

Ключевые слова: M&A, нефтегазовый рынок, финансовый рынок, инвестиционный портфель, энергетические ресурсы, гудвилл.

Mergers and acquisitions: an analysis of the oil and gas market, performance evaluation

Zagreba D.D., student, Plekhanov Russian University of Economics
Malsagov A.I., student, Plekhanov Russian University of Economics

Annotation

The paper examines the world market of mergers and acquisitions - M&A. The current situation in the market of mergers and acquisitions in the oil and gas industry is analyzed, its dynamics are shown, as well as the dynamics of transactions conducted by Asian national companies. The specifics and peculiarities of the Russian market of mergers and acquisitions are revealed. The main trends and factors influencing the transactions are determined. The reasons and indicators affecting the profitability of transactions are named.

Keywords: M&A, oil and gas market, financial market, investment portfolio, energy resources, goodwill.

На сегодняшний день на мировом рынке слияний и поглощений наблюдается существенный рост количества и объема проводимых сделок. Меняется структура рынка, проводятся все больше и больше интернациональных сделок, усиливаются интеграционные процессы. Для участников рынка цели проведения сделок являются довольно очевидными –

это более удобный выход на новые рынки, достижение производственной синергии, увеличение стоимости собственного капитала.

Мировой рынок слияний и поглощений за последние 15 лет пережил два бума, в которых показатели количества и объема сделок достигали рекордных значений. Например, с 1999 по 2000 годы объем сделок на рынке слияний и поглощений достиг 4 триллионов долларов, а количество сделок составило около 40 тысяч. В 2007 году объем сделок достиг уже 4,8 триллионов долларов, а количество – превысило 48 тысяч [7]. Для сравнения в 2016 году объем рынка слияний и поглощений составил 3,6 триллиона долларов, а число сделок составило 44 688 [5].

После этих бумов тема слияний и поглощений стала особенно популярной в научной среде и породила массу исследований. Но, несмотря на то, что было проведено и опубликовано достаточно много работ данная тема остается актуальной по следующим причинам. Во-первых, несмотря на то, что большинство исследований утверждают об отрицательной доходности для компаний-покупателей и размыванию акционерного капитала, активность на рынке слияний и поглощений продолжает увеличиваться, в чем наблюдается явное противоречие. Во-вторых, большинство работ, как правило, направлены на изучение сделок слияний и поглощений в банковской и финансовой сферах. Ситуация в нефтегазовом секторе требует дальнейшего изучения.

Современный рынок слияний и поглощений сформировался в результате причин, возникающих не линейно, но скорее волнообразно. Основной причиной образования крупных компаний, занимающих значительную долю сегодня, стало снижение цен на углеводороды в конце девяностых годов. В частности, можно отметить слияние таких компаний как «Exxon» и «Mobil», «Chevron» и «Amoco», «Total» и «PetroFina».

Вскоре, на фоне восстановления нефтяных котировок, на первый план вышел новый фактор для слияний и поглощений – сокращение издержек. В качестве примеров можно вспомнить слияние компаний «Texaco» и «Chevron», или компаний «Phillips» и «Conoco».

Затем наступило время увеличения доли добычи из нетрадиционных источников, так называемая «сланцевая революция». В этот период крупнейшие нефтяные компании активно поглощали своих более мелких конкурентов, обладавших новыми технологиями добычи на сланцевых месторождениях. В качестве примеров можно привести поглощение в 2006 году компанией «Conoco Phillips» компании «Burlington Resources» или приобретение гигантом «ExxonMobil» компании «XTO Energy».

В 2015 году ряд факторов, таких как, неопределенность на финансовых рынках, падение нефтяных и газовых котировок, сыграли значительную роль для дальнейшего

развития рынка слияний и поглощений. Сильное колебание нефтяных котировок было вызвано, прежде всего, замедлением темпов роста экономики Китая, снятием санкций с Ирана, увеличением доли добычи энергии из нетрадиционных источников, а также опасений относительно общего падения спроса не энергетические ресурсы. Все это кардинально изменило представления участников нефтегазового рынка об отрасли в целом: если раньше все исходили из предпосылки о том, что ресурсы ограничены, то в настоящий момент участники столкнулись с избытком нефтяных и газовых ресурсов.

Общая стоимость мирового нефтегазового рынка сократилась на 17% относительно 2014 года (приблизительно на 380 миллиардов долларов). В то время как количество сделок слияний и поглощений сократилось на треть (33% относительно 2014 года).

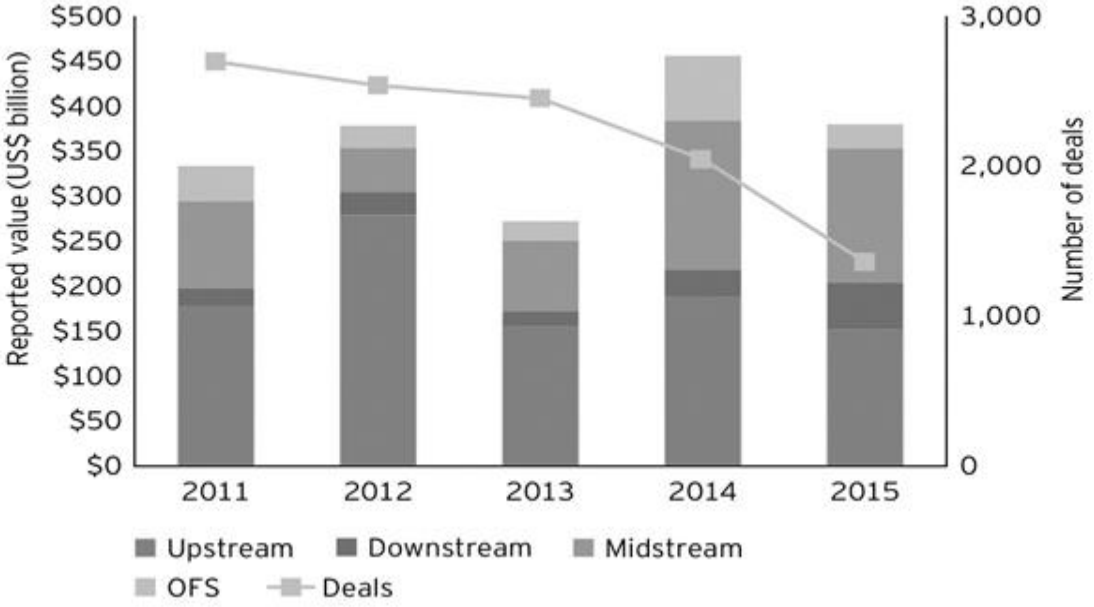

Рис. 1. Динамика сделок слияний и поглощений в нефтегазовом секторе [9]

Подобная статистика наблюдалась во всех секторах нефтегазовой отрасли. Так в сфере нефтегазовых услуг количество сделок сократилось на 40%, а их стоимость на 63%, в разведке и добыче на 38% и на 19% в количественном и стоимостном выражениях соответственно. Кроме того, начиная с 2014 года, снижается стоимость сделок национальных компаний, которая в 2015 году достигла 6,1 миллиарда долларов по сравнению с 21 миллиардом годом ранее.

По данным компании Ernst&Young нефтяные компании с азиатских рынков должны были воспользоваться ситуацией низкой цены на нефть и потерявших в стоимости активов, и прокалибровать свой портфель в сторону расширения, так как он мог бы существенно вырасти во время восстановительного периода. Однако они этого не сделали, сфокусировавшись на текущей стоимости портфелей.

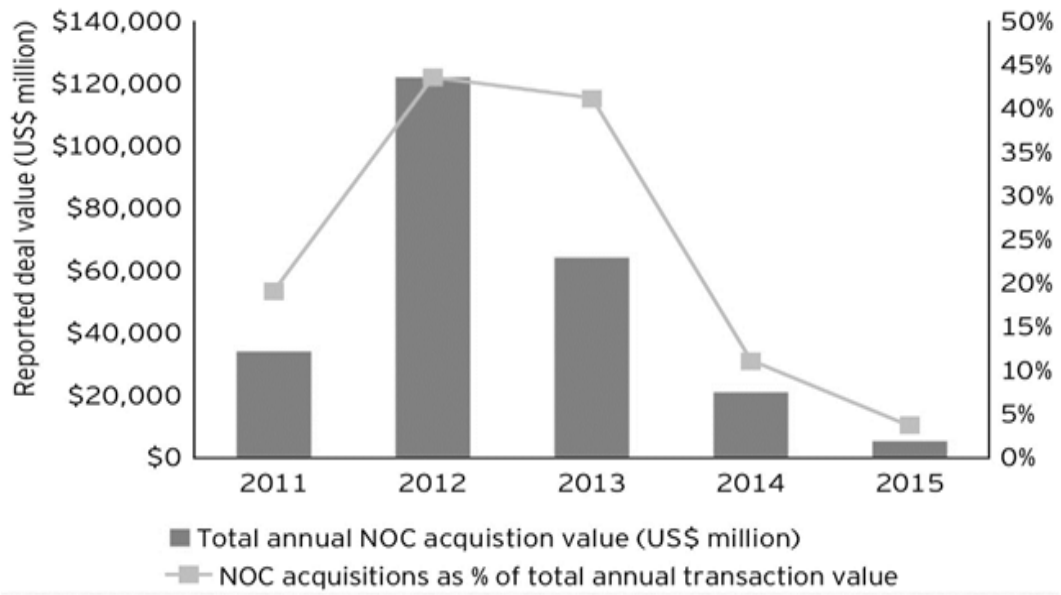

Рис. 2. Динамика сделок слияний и поглощений, проводимых китайскими и азиатскими национальными компаниями [9]

Что же касается основных особенностей на нефтегазовом рынке в 2015-2016 годах, то можно выделить следующее. Компании продолжают оптимизировать свои портфели активов. В частности, компании сегмента геологоразведки и добычи все активнее стараются оптимизировать затраты путем ужесточения контроля над капиталовложениями, а также увеличению операционной эффективности и росту прибыли.

Для компаний сектора нефтегазовых услуг и производителей оборудования возникла тенденция вертикальной интеграции. Данным компаниям очень выгодно интегрировать в свою производственную структуру компании, которые являются ключевыми звеньями при создании стоимости.

Еще одной особенностью вследствие снижения стоимости активов стали мегасделки. Такие сделки могут себе позволить компании-гиганты с большой долей денежных средств на счетах. Консолидация, продолжающаяся с 2014 года, все еще не окончена. Также стоит отметить, что появившиеся в ходе данного процесса компании могут быть вынуждены в дальнейшем продать свой бизнес вследствие более жесткой политики проводимой регулирующими органами.

Также возможностями, предоставляемыми недооцененной стоимостью многих активов и текущей конъюнктурой на рынке пользуются различные финансовые организации, такие как фонды прямых инвестиций, инфраструктурные фонды, а также фонды, инвестирующие в проблемные активы.

В каждой стране рынок слияний и поглощений имеет свои особенности, обусловленные различными факторами, такими как специфика законодательной базы, общая

развитость и диверсификация рынка и другие. Что же касается российского рынка слияний и поглощений, то ключевым фактором, определяющим его специфику, является то, что он намного моложе рынка развитых стран. На данный момент можно выделить ряд следующих черт российского рынка: последствия падения нефтяных котировок, общий экономический спад, а также затрудненный доступ к получению финансирования и высокий уровень консолидации. Последние два фактора сыграли ключевую роль в падении общего объема сделок слияний и поглощений – на 37%, чем в 2015 году. Данный объем является самым низким за последние 10 лет (36,1 миллиардов долларов). [6]

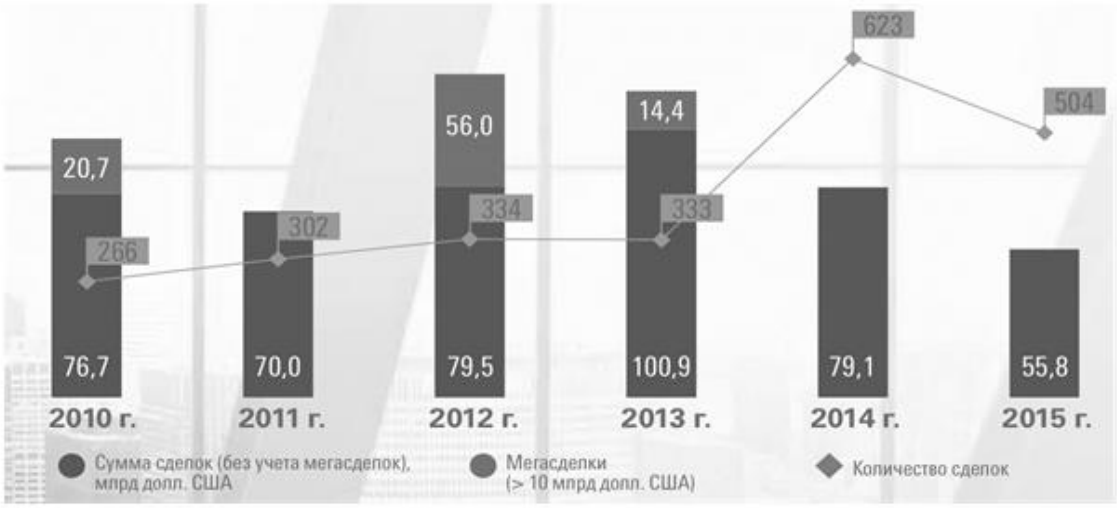

Рис. 3. Динамика российского рынка слияний и поглощений по количеству и стоимости сделок [1]

Вплоть до 2012 года на российском рынке слияний и поглощений показатели количества и стоимости сделок постоянно росли. Однако в 2012 году, достигнув максимума, показатель стоимости сделок начал снижаться. Данное изменение тенденции возникло вследствие сложившегося экономического кризиса, принятия санкций в отношении российских компаний и, следовательно, ограничением в доступе к капиталу, необходимому для проведения сделок. Не исключено, что на фоне восстановления российской экономики показатель стоимости сделок снова начнет расти. Подобные тенденции можно наблюдать уже сейчас. Так по результатам января и февраля 2017 года суммарная стоимость проведенных сделок составила 7 миллиардов долларов, что почти в 2,5 раза больше, чем за тот же период предыдущего года. [1]

Таким образом, на данный момент ситуация на российском рынке существенно отличается от того, что происходит в мире. Так на мировом рынке общая сумма сделок слияний и поглощений возросла почти на треть (до 4,3 триллионов долларов), при том, что общее количество сделок снизилось всего на 3%.

Доля России в мире по объему сделок слияний и поглощений снизилась с 4,3% (доля, которая держалась практически все последнее десятилетие) до 1,3% сегодня. Российский рынок слияний и поглощений является вторым по объему сделок среди рынков стран БРИКС, но даже это выглядит довольно несущественно на фоне, например, быстрорастущих китайских компаний, которые провели сделки на 491,4 миллиарда долларов.

Во второй половине 2016 года рынок слияний и поглощений в России вновь начал замедляться, несмотря на достаточно высокую активность в первой половине года.

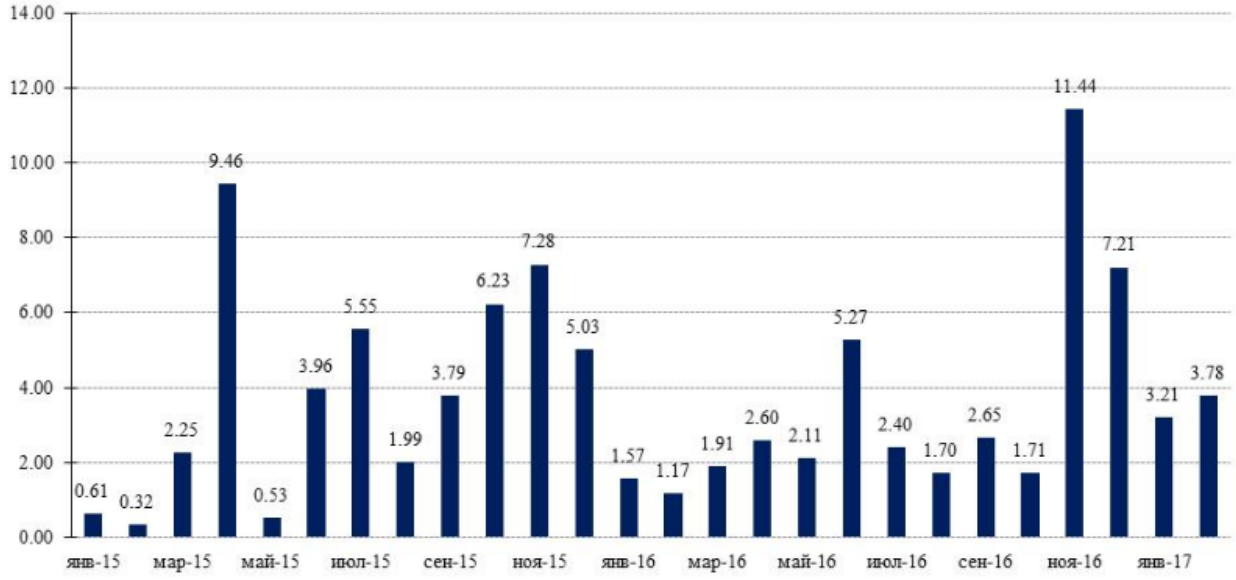

Рис. 4. Динамика сделок на российском рынке слияний и поглощений в 2015-2017 гг. [1]

В нефтегазовой отрасли рынок сделок слияний и поглощений в 2016 году сократился в три раза в сравнении с первой половиной 2015 года. Общая стоимость всех сделок составила немного больше, чем 200 миллионов долларов. Данный уровень является самым низким с 2008 года. Основным фактором такого резкого падения послужил обвал нефтяных котировок.

Анализируя российский рынок слияний и поглощений можно выделить следующие его особенности.

Происходит увеличение активов, находящихся под контролем государственных органов. В данном случае государство выполняет регулирующие функции, а также само непосредственно участвует в сделках слияний и поглощений. Кроме того, дефицит государственного бюджета привел к тому, что может произойти приватизация собственности государства. В частности, есть план по снижению доли до 50% компании «РОСНЕФТЕГАЗ» в акционерном капитале компании «Роснефть».

Еще одна особенность заключается в том, что в качестве основной причины совершения сделок слияний и поглощений является реструктуризация бизнеса, как правило, путем распродажи неприбыльных или непрофильных активов естественных монополий и

государственных компании. Это напрямую связано с тенденцией приватизации государственных активов. По данным Федеральной Антимонопольной Службы компания «Россети» реализовали активов на более, чем 500 миллионов рублей, компания «Ростелеком» на 6 миллиардов рублей, «Зарубежнефть» на 370 миллионов рублей и т.д.

Несмотря на падение нефтяных котировок, а также неблагоприятную конъюнктуру, сложившуюся на российском рынке, доля сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли занимает значительный объем. Сокращение количества сделок в данной отрасли на 43% в 2015 году не изменило сложившейся ситуации, доля сделок в нефтегазовой отрасли продолжает доминировать на российском рынке слияний и поглощений. На втором месте идет сфера строительства и недвижимости, которая также, несмотря на падение объема сделок на 55% по сравнению с 2015 годом, показала высокую активность в сфере слияний и поглощений.

Активное участие на рынке инвестиций приходится на Азиатско-Тихоокеанский регион, что отчасти обусловлено государственной политикой России. Так в 2016 году в данном регионе наблюдалось самое крупное увеличение поступающих инвестиций за последние 10 лет. Можно отметить такие сделки как, продажа компанией «Новатэк» почти 10% доли своего участия в проекте «Ямал СНГ» компании «Silk Road Fund» или покупку китайской компанией «China Petrochemical Company» 10% долю в компании «СИБУР».

Также стоит сказать и о том, что на рынке наблюдается оптимизм при оценке синергетического эффекта от проводимых сделок. Советник Генерального директора компании АФ «Авуар» доцент А.Е. Иванов исследовав гудвилл, возникший в результате сделок слияния и поглощения, рассчитал, так называемый «Индекс синергетического оптимизма» [2]. Он рассчитывается как соотношение суммы превышения цены при совершении сделки над рыночной ценой чистых активов компании, к суммарной стоимости приобретения компании.

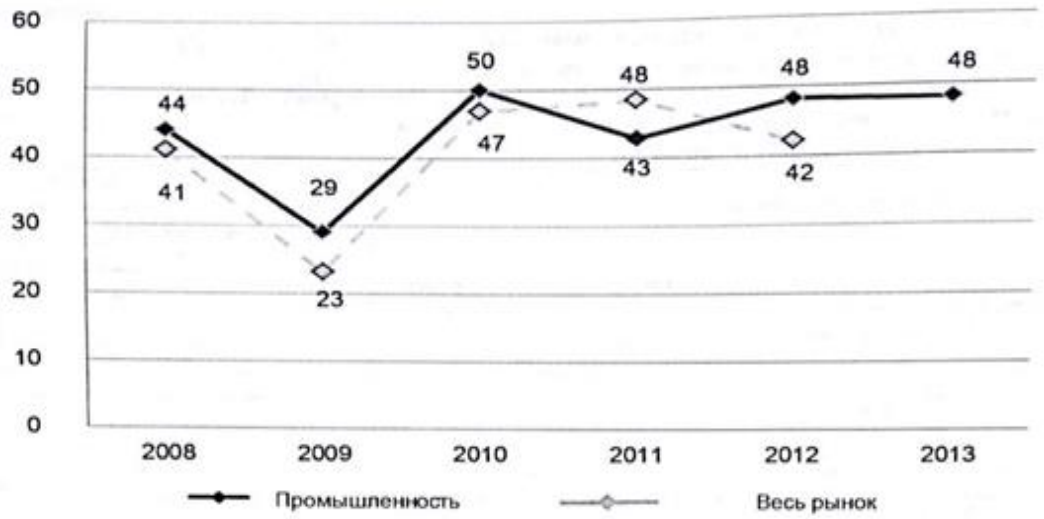

Рис. 5. Динамика изменения среднегодового индекса синтетического оптимизма в сделках с участием российских компаний [1]

В ходе данного исследования был сделан вывод о том, что происходит увеличение доли трансграничных сделок. Однако, на фоне продолжающегося падения рубля, вследствие чего такие сделки стали более дорогими, при снижении стоимости сделок на 10% их количество сократилось всего на 3%. Суммарный объем трансграничных сделок слияний и поглощений находится на уровне 19,7 миллиардов долларов. Рост доли трансграничных сделок отчасти обусловлен снижением количества внутренних сделок на 61% в 2015 год, в то время как количество трансграничных сделок сократилось всего на 15%. [7]

Еще одной особенностью можно выделить увеличение прозрачности сделок. Увеличилось число случаев обоснования гудвилла в финансовой отчетности российских компаний. Если еще в 8 лет назад обоснование переплаты в сделках слияний и поглощений содержалось в отчетностях 20% компаний, то в 2012 году их количество составило 70%.

Заключительной особенностью российского рынка сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли, о которой хотелось бы упомянуть, является то, что кумулятивная избыточная доходность при объявлении о сделке является близкой нулю. Так Е.А. Федорова в своем исследовании избыточной доходности методом событий для поглощающей компании во временном интервале за два дня до и после сделке выявила, что наибольшее значение CAR составило 11-12% для компании «Роснефть» при покупке «TNK-BP». [8]

Анализируя причины такой низкой кумулятивной доходности на российском рынке слияний и поглощений можно выделить следующие. Прежде всего, стоит отметить сложности, возникающие при реализации сделок и при интеграции компаний. Данный процесс является достаточно трудоемким и именно от его эффективности зависит конечный успех сделки.

Кроме того, ввиду особенностей сделок слияний и поглощений в большинстве случаев оплата компании-цели производится авансом до сделки. Таким образом, задержки в возникновении синергии, которая планируется от сделки, оказывают большое влияние на конечный результат.

Еще одной причиной является величина риск-премии, которую компания-поглотитель всегда выплачивает акционерам поглощаемой компании. Размер премии определяется двумя составляющими: размером премии за синергию, которая ожидается в будущем и размером премии за контроль над компанией. Как правило, общая сумма риск-премии является завышенной, вследствие чего компании-покупатели существенно переплачивают и, в итоге, получают более низкую прибыль.

Также причиной низкой эффективности сделок можно назвать игнорирование издержек, которые связаны с претворением в жизнь планируемого синергетического эффекта.

Таким образом, в исследовании были выявлены следующие тенденции на мировом рынке слияний и поглощений: увеличение количества мегасделок, вследствие снижения стоимости активов и высокой активностью компаний-гигантов, оптимизация издержек и вертикальная интеграция. Что же касается российского рынка, то здесь происходит увеличение доли хозяйственных активов, подконтрольных государству, увеличивается интеграционная активность со странами Азиатско-Тихоокеанского региона, сохраняется оптимизм участников рынка в отношении получаемого синергетического эффекта, увеличивается прозрачность заключаемых сделок, а также растет доля трансграничных сделок.

Среди причин неудач в сделках слияния и поглощения можно отметить завышенную величину риск-премии, выплачиваемую компании-цели, трудоемкость процесса интеграции компаний, а также неучтенные издержки, связанные с результатом запланированной синергии.

Список использованных источников

1. Бюллетень «Рынок слияний и поглощений» // Информационное агентство AK&M [Электронный ресурс] – Режим доступа. – http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2016/09.htm (дата обращения: 30.11.2017).

2. Иванов А.Е., Саломатина Е.Ю. Синергетический оптимизм в российских интеграционных сделках: промышленный аспект // Экономический анализ: теория и практика. – 2015. – № 7 (406). – С. 44–56.

3. Иванов А.Е. Синергетический оптимизм: за что и сколько переплачивают покупатели в крупнейших интеграционных сделках с участием российских компаний// Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – № 24 (375). – С. 31–40.

4. Информационно-аналитический портал «Финам» [Электронный ресурс] – Режим доступа. – https://www.finam.ru/ (дата обращения: 30.11.2017).

5. Информационнооe агентство «RNS» [Электронный ресурс] – Режим доступа. – https://rns.online/economy/Obem-sdelok-sliyaniya-i-pogloscheniya-v-2016-godu-sokratilsya-na-17-do-36-trln-2016-12-30/ (дата обращения: 30.11.2017).

6. Мозгачева Д.А., Осина Е.Ю., Цурюпа Е.О. Слияния и поглощения как элемент повышения конкурентоспособности нефтегазовой отрасли // Экономические науки. – 2016. – № 53-2.

7. Свиридов О.Ю., Некрасова И.В., Калашников В.В., Особенности и проблемы развития рынка слияний и поглощений в нефтегазовом секторе экономики России // Региональная экономика и управление: электронный научный журнал. – 2016. – №4. – С. 1-11.

8. Федорова Е.А., Изотова Е.И. Оценка слияний и поглощений в секторе энергетики Российской Федерации на основе метода кумулятивной избыточной доходности // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 34. – С. 12–21.

9. M&A market in Russia in 2015 [Электронный ресурс] – Режим доступа. – http://www.kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights/articlespublications/pages/ma-survey-report-2015.aspx (дата обращения: 30.11.2017).

References

1. Byulleten' «Rynok sliyanii i pogloshchenii» // Informatsionnoe agentstvo AK&M http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2016/09.htm

2. Ivanov A.E., Salomatina E.Yu. Sinergeticheskii optimizm v rossiiskikh integratsionnykh sdelkakh: promyshlennyi aspekt // Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika, 2015, No. 7 (406), pp. 44–56.

3. Ivanov A.E. Sinergeticheskii optimizm: za chto i skol'ko pereplachivayut pokupateli v krupneishikh integratsionnykh sdelkakh s uchastiem rossiiskikh kompanii// Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika, 2014, No. 24 (375), pp. 31–40.

4. Informatsionno-analiticheskii portal «Finam» https://www.finam.ru/

5. Informatsionnooe agentstvo «RNS»

https://rns.online/economy/Obem-sdelok-sliyaniya-i-pogloscheniya-v-2016-godu-sokratilsya-na-17-do-36-trln-2016-12-30/

6. Mozgacheva D.A., Osina E.Yu., Tsuryupa E.O. Sliyaniya i pogloshcheniya kak element povysheniya konkurentosposobnosti neftegazovoi otrasli // Ekonomicheskie nauki, 2016, No. 53-2.

7. Sviridov O.Yu., Nekrasova I.V., Kalashnikov V.V., Osobennosti i problemy razvitiya rynka sliyanii i pogloshchenii v neftegazovom sektore ekonomiki Rossii // Regional'naya ekonomika i upravlenie: elektronnyi nauchnyi zhurnal, 2016, No. 4, pp. 1-11.

8. Fedorova E.A., Izotova E.I. Otsenka sliyanii i pogloshchenii v sektore energetiki Rossiiskoi Federatsii na osnove metoda kumulyativnoi izbytochnoi dokhodnosti // Finansovaya analitika: problemy i resheniya, 2014, No. 34, pp. 12–21.

9. M&A market in Russia in 2015

http://www.kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights/articlespublications/pages/ma-survey-report-2015.aspx