

**Київський національний торговельно-економічний університет**

**Кафедра міжнародних економічних відносин**

**ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**

на тему:

**«Стратегії злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємств»**

(на матеріалах ТОВ «Юнілевер Україна»)

Студентки II курсу, 2м групи,  
спеціальності 051 «Економіка»  
спеціалізації «Міжнародна економіка»

Тісногуз Анни  
Володимирівни

\_\_\_\_\_

*підпис  
студента*

Науковий керівник  
Кандидат економічних наук, професор

Будзьяк Василь  
Миронович

\_\_\_\_\_

*підпис  
керівника*

Гарант освітньої програми  
Кандидат економічних наук  
Професор

Кудирко Людмила  
Петрівна

\_\_\_\_\_

*підпис  
керівника*

**Київ 2018**

## Анотація

**Тісногуз А.** «Стратегії злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємств» (на матеріалах ТОВ «Паллада Україна», м. Київ).

Випускна кваліфікаційна робота на здобуття ступеня магістра за спеціальністю 030503 «Економіка», спеціалізацією «Міжнародна економіка». Київський національний торговельно-економічний університет, 2018

У першому розділі роботи здійснено систематизацію принципів формування ефективних міжнародних угод ЗіП, проведено аналіз методів оцінки синергії та досліджено організаційно-економічні особливості ЗіП в міжнародній економічній діяльності підприємства в країнах, що розвиваються та в Україні.

У другому розділі роботи здійснено оцінку фінансово-економічної діяльності ТОВ «Паллада Україна» та проведено аналіз сфери послуг підприємства. Здійснена оцінка ефекту синергії від злиття компаній.

У третьому розділі обґрунтовано напрями вдосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту, пропозиція напрямків покращення показників синергії від злиття ТОВ «Паллада Україна» та компанії Unilever.

*Ключові слова:* стратегії злиття та поглинання, , галузь товарів повсякденного попиту, ефект синергії від злиття.

## Annotation

Tisnohuz A. "M&A strategy in companies' international performance" (on the materials of LLC "Pallada Ukraina", Kherson).

Final qualification paper for a master's degree in specialty 030503 "Economics", specialization "International Economics". Kyiv National University of Trade and Economics, 2018

In the first section of the work, the principles for the formation of effective international M&A deals were systematized, an analysis of synergy evaluation methods was performed, and organizational-economical specificities of M&A in international economic activity of companies in developing countries and Ukraine were studied.

In the second part of the paper, the financial and economic activities of LLC "Pallada Ukraina" were evaluated, and the analysis of the company's services was carried out. The synergy effect was estimated.

The third section substantiates the directions for improving the M&A strategy, suggests ways to improve the estimates of synergy from the merger of LLC "Pallada Ukraina" and Unilever.

*Key words:* M&A strategy, FMCG, synergy effect from acquisition.

**Київський національний торговельно-економічний університет**

**Кафедра міжнародних економічних відносин**

**РЕФЕРАТ**

**ВИПУСКНОЇ КВАЛІФІКАЦІЙНОЇ РОБОТИ**

на тему:

**«Стратегії злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємств»**

(за матеріалами ТОВ «Юнілевер Україна»)

Студентки II курсу, 2м групи,  
спеціальності 051 «Економіка»  
спеціалізації  
економіка»

«Міжнародна

\_\_\_\_\_ *підпис  
студента*

Тісногуз Анни  
Володимирівни

Науковий керівник  
Кандидат економічних наук,  
професор

\_\_\_\_\_ *підпис  
керівника*

Будзяк Василь  
Миронович

**Київ 2018**



**Випускна кваліфікаційна робота: 101 с., 2 рис.,**

**12 табл., 4 додатки, 65 джерел.**

**Об'єкт дослідження** – процес злиття та поглинання підприємств у міжнародній економічній діяльності.

**Предмет дослідження** – е теоретико-методичні засади оцінювання синергетичних ефектів, що виникають при проведенні угоди злиття або поглинання.

**Підприємство, за матеріалами якого виконано випускну кваліфікаційну роботу** – ТОВ «Паллада Україна», м. Київ.

**Мета роботи** – оцінка синергетичних ефектів при злитті та поглинанні підприємств Unilever та ТОВу «Паллада Україна» та обґрунтування напрямів вдосконалення процесу злиття та поглинання. До завдань, виконаних для досягнення мети, належать:

- систематизація принципів формування ефективних міжнародних злиттів та поглинань;
- аналіз сутності закону синергії, причин його прояву і можливих наслідків для компаній;
- аналіз зручності та коректності використання різних способів оцінки синергетичних ефектів шляхом порівняння результатів оцінки.
- аналіз основних типів синергетичних ефектів та їх наявності при злитті компанії Unilever та ТОВ «Паллада Україна»;
- оцінка міжнародної фінансово-економічної діяльності ТОВ «Паллада Україна»;
- оцінка синергетичних ефектів від злиття компанії Unilever та ТОВ «Паллада Україна», шляхом аналізу діяльності підприємств, виявлення найбільш ймовірних синергій і їх кількісної оцінки;
- обґрунтування шляхів щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту;

- пропозиція напрямків покращення показників синергії від злиття ТОВ «Паллада Україна» та компанії Unilever;

**Методи дослідження** – порівняння, аналіз та синтез, екстраполяція.

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, виявлено ступінь її розкриття в економічній літературі вітчизняними і зарубіжними науковцями; сформульовано мету, завдання, об'єкт, предмет дослідження та окреслено практичну значущість роботи.

У першому розділі **«ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА»** здійснено систематизація принципів формування ефективних міжнародних угод ЗіП, розглянуто їх, визначені найбільш вагомими мотиви для злиття, проведено аналіз українського ринку ЗіП, вивчені тенденції ринку і його перспективи, а також виявлені найбільш привабливі галузі та визначені характерні особливості та відмінні риси українського ринку від західного.

У третьому розділі запропоновані рекомендації щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту та досліджуваного підприємства зокрема. Також визначено пріоритети при застосуванні стратегії злиття та поглинання для ТОВ «Юнілевер Україна» і надана прогнозна оцінка наслідків поглинання підприємства для ТОВ «Юнілевер Україна».

У другому розділі **«АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ПРИКЛАДІ ГАЛУЗІ ТОВАРІВ ПОВСЯКДЕННОГО ПОПИТУ»** проведено дослідження фінансово-господарської діяльності ТОВ «Паллада Україна» та здійснено аналіз сфери послуг підприємства ТОВ «Паллада Україна».

Проведена кількісна оцінка синергетичних ефектів від злиття компанії Unilever та ТОВ «Паллада Україна». Виявлено основні синергії від злиття: витрати на матеріали, транспорт та рекламу. Оцінка даного злиття проведена за

двома методами: методом індивідуальної оцінки синергетичних ефектів і методом порівняння оцінки об'єднаного бізнесу до і після злиття. Кількісна оцінка синергії склала 30,8 млрд грн.

При оцінці злиття компаній ми отримали позитивний результат, який підвищив вартість бізнесу шляхом зниження витрат та підвищенням виручки від продажу продукції.

За підсумками оцінки економія на обладнанні складе 41 млн. грн., транспортних витрат 528 млн. грн, за рахунок скорочення штату співробітників 240 млн. грн, за рахунок економії на закупівлі матеріалів 25 млн. грн. Найбільший ефект спостерігався за рахунок економії унаслідок об'єднання медіа-бюджетів компаній.

У третьому розділі **«УДОСКОНАЛЕННЯ СТРАТЕГІЙ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ У МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА»** обґрунтування шляхів щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту, пропозиція напрямків покращення показників синергії від злиття ТОВ «Паллада Україна» та компанії Unilever. Визначено, що до заходів, які мають бути реалізовані на підприємстві, належать: зміна програмного забезпечення, яке використовується для прокладання маршрутів, впровадження систем електронного документообігу та вдосконалення кадрової політики.

Запропоновано кошторис заходів з удосконалення мережевої системи постачальників, відповідно, найкращим та найефективнішим виявився пакет компанії Oracle для оптимізації менеджменту ресурсів, транспортної та виробничої логістики. Викладено кроки за допомогою яких можна досягти поставленого ефекту, що збереже компанії біля 1 млрд. грн за наступні 5 років.

У **висновках** узагальнено теоретико-методологічні підходи до оцінки міжнародних ЗіП та пропозиції щодо підвищення рівня ефективності злиття ТОВ «Паллада Україна».



## ЗМІСТ

### ВСТУП

1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА.....	6
1.1. Принципи та передумови успішного злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємства.....	6
1.2. Особливості та стимули інтернаціоналізації галузі товарів повсякденного попиту у країнах, що розвиваються.....	20
1.3. Методичні підходи щодо оцінювання ефективності злиття та поглинання в галузі товарів повсякденного попиту.....	29
Висновки до розділу 1.....	39
2. АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ПРИКЛАДІ ГАЛУЗІ ТОВАРІВ ПОВСЯКДЕННОГО ПОПИТУ.....	40
2.1. Аналіз фінансово-господарської та зовнішньоекономічної діяльності ТОВ «Юнілевер Україна» .....	40
2.2. Аналіз ефективності злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємства в країнах, що розвиваються.....	46
2.3. Оцінка синергетичних ефектів при аналізі злиття ТОВ «Юнілевер Україна» та ТОВ «Паллада Україна».....	56
Висновки до розділу 2.....	64
3. УДОСКОНАЛЕННЯ СТРАТЕГІЙ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ У МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА.....	66
3.1. Шляхи щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту.....	66
3.2. Приоритети при застосуванні стратегії злиття та поглинання для ТОВ «Юнілевер Україна».....	71
3.3. Прогнозна оцінка наслідків поглинання підприємства для ТОВ «Юнілевер Україна».....	82
Висновки до розділу 3.....	85
ВИСНОВКИ.....	86
СПИСОК ДЖЕРЕЛ .....	88



## ВСТУП

Актуальність. Одним з основних чинників успіху є зростання і підтримання конкурентоспроможності навіть в умовах нестійкої макроекономічної ситуації. В останні кілька років стратегія злиттів і поглинань стає найбільш популярним способом досягти зростання, проте в результаті не завжди виявляється досить ефективною і часто не виправдовує очікувань керівного складу, тому попередній аналіз угоди має основоположне значення в оцінці ефективності злиття.

Дане дослідження присвячене аналізу та оцінці синергетичних ефектів при угодах злиття та поглинання. Обрана тема є актуальною, так як ринок злиттів і поглинань є зростаючим ринком, а оцінка угод злиття і поглинання є одним з найбільш затребуваних видів послуг в сфері консалтингу. За підсумками 2017 року, український ринок злиттів і поглинань зріс в 2,8 рази.

Угоди злиття не втрачають популярність навіть у кризові періоди економіки, хоча їх кількість в цілому знижується і характер зміщується в бік поглинань великими компаніями більш дрібних фірм, тим самим часто не тільки посилюючи свої конкурентні переваги компанії-покупця, а й рятуючи дрібні фірми від банкрутства.

Однією з основних мотивацій для здійснення злиттів і поглинання є синергія, яка виникає при об'єднанні двох компаній, тому тема оцінки синергії є однією з найбільш важливих при вивченні даних угод.

Ключова проблема полягає в тому, що значна кількість угод злиття і поглинання виявляються економічно неефективними, так як синергія не завжди дає позитивний результат, також існує і негативна синергія, тому оцінка синергії є дуже важливим етапом при аналізі ефективності злиття компаній.

При проведенні дослідження використовувалися праці як українських, так і зарубіжних авторів. Серед найбільш значущих авторів робіт можна відзначити таких авторів як Дамодаран А., Коупленд Т., Блейлі Р., Іванов А., Іщенко С., Еванс Ф., Ferrer R. Однак варто зазначити, що, незважаючи на те, що закон синергізму досить поширений в світі, методи оцінки не повністю вивчені, особливо це стосується оцінки якісних синергетичних ефектів.

Метою даної роботи є визначення та оцінка синергетичних ефектів при злитті та поглинанні підприємств Unilever та ТОВу «Паллада Україна».

Для досягнення поставленої мети були поставлені наступні завдання:

- систематизація принципів формування ефективних міжнародних злиттів та поглинань;
- аналіз сутності закону синергії, причин його прояву і можливих наслідків для компаній;
- аналіз зручності та коректності використання різних способів оцінки синергетичних ефектів шляхом порівняння результатів оцінки.
- аналіз основних типів синергетичних ефектів та їх наявності при злитті компанії Unilever та ТОВ «Паллада Україна»;
- оцінка міжнародної фінансово-економічної діяльності ТОВ «Паллада Україна»;
- оцінка синергетичних ефектів від злиття компанії Unilever та ТОВ «Паллада Україна», шляхом аналізу діяльності підприємств, виявлення найбільш ймовірних синергій і їх кількісної оцінки;
- обґрунтування шляхів щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту;
- пропозиція напрямків покращення показників синергії від злиття ТОВ «Паллада Україна» та компанії Unilever;

**Об'єкт дослідження** - процес злиття та поглинання підприємств у міжнародній економічній діяльності.

**Предмет дослідження** - теоретико-методичні засади оцінювання синергетичних ефектів, що виникають при проведенні угоди злиття або поглинання.

До джерельної бази було залучено монографії, наукові статті, аналітичні збірники вітчизняних та зарубіжних авторів. Серед міжнародних компаній, які систематично проводять дослідження в інноваційній сфері і публікують результати цих досліджень, варто відмітити «Bain&Company», "McKinsey", KPMG.

У дослідженні використовуються методи теоретичного аналізу літератури з досліджуваної теми та методи вивчення, узагальнення та аналізу досвіду існуючих результатів практики, а також застосовуються статистичні методи і методи фінансового аналізу для перевірки отриманих результатів на практиці.

У першому розділі даного дослідження розглядаються основні положення по злиттю компаній: розглянуто класифікацію злиттів і поглинань, визначені найбільш популярні мотиви для злиття, проведено аналіз українського ринку злиттів і поглинань, вивчені тенденції ринку і його перспективи, а також виявлені найбільш привабливі галузі та визначені характерні особливості та відмінні риси українського ринку від західного.

У другому розділі представлена практична частина дослідження, в якій проводиться кількісна оцінка синергетичних ефектів від злиття компанії Unilever та ТОВ «Паллада Україна». У розділі представлена коротка характеристика обох компаній, виявлено основні синергії від злиття і проведена оцінка даного злиття двома методами: методом індивідуальної оцінки синергетичних ефектів і методом порівняння оцінки об'єднаного бізнесу до і після злиття. Потім зроблені порівняння і аналіз отриманих результатів і зроблено висновок про зручність і коректності використання кожного з методів.

У третьому розділі запропоновані рекомендації щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту та досліджуваного підприємства зокрема. Також визначено пріоритети при застосуванні стратегії злиття та поглинання для ТОВ «Юнілевер Україна» іа



надана прогнозна оцінка наслідків поглинання підприємства для ТОВ «Юнілевер Україна».

## **1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

### **1.1. Принципи та передумови успішного злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємства**

Злиття і поглинання (Mergers & Acquisitions, M & As) представляють собою угоди, які крім переходу прав власності втілюють в собі, перш за все, зміну контролю над підприємством (CorporateControl). Поняття поглинання (Acquisition) охоплює придбання всього підприємства, окремих його частин, а також стратегічна участь у капіталі (прямі інвестиції). Злиття (Mergers) в свою чергу представляє особливу форму поглинання, при якій компанія, яку поглинають позбавляється юридичної самостійності. Часто поглинання позначається як придбання (Takeover), яке може проводитися за підтримки менеджменту цільової компанії (FriendlyTakeover) або всупереч його бажанням (HostileTakeover).

Численні науковці надають визначення даних понять (табл. 1.1). Так, під злиттям ми пропонуємо розуміти інтеграцію двох або більше компаній, як правило, подібних на розмір, на основі добровільної згоди керівництва кожної з компаній об'єднати активи та продовжувати діяльність як нова юридична особа або в складі нині існуючої з пропорційним або договірним правом управління та прийняття рішень із метою розширення сфери впливу та

господарської влади компанії, досягнення конкурентних переваг, збільшення ринкової вартості компанії та отримання синергетичного ефекту.

Під поглинанням ми розуміємо інтеграцію двох або більше компаній на основі встановлення абсолютного контролю компанії-покупця над іншими компаніями внаслідок повного або часткового права власності на її активи або купівлі контрольного пакету акцій із метою розширення сфери впливу та господарської влади компанії, досягнення конкурентних переваг, збільшення ринкової вартості компанії та отримання синергетичного ефекту.

Нерозривну дефініцію «злиття/поглинання компаній» доцільно застосовувати в процесі розкриття сутності процесів, що відбуваються на ринку злиттів та поглинань, надання характеристики його розвитку, як еквівалент поняттю Merger and Acquisitions у зарубіжній літературі.

Таблиця 1.1

#### **Підходи до визначення понять злиття та поглинання**

Автор	Злиття	Поглинання
Кириченко О., Ваганова О. [17, с. 48]	Будь-яке об'єднання господарюючих суб'єктів, у результаті якого утвориться єдина економічна одиниця з двох або більше раніше існуючих структур	Об'єднання двох або декількох самостійних економічних одиниць, за якого поглинаюча структура зберігається і до неї переходять активи і зобов'язання юридичних осіб, що поглинаються
Гордєєва Т. [7, с. 20].	Особлива форма поглинання, при якій компанія, що продається, позбавляється юридичної самостійності	Придбання всього підприємства, окремих його частин, а також стратегічна участь у капіталі
Табахарнюк М. [23, с. 14–15]	Процес купівлі компанії, усі активи та зобов'язання якої поглинаються покупцем	Позначення процедури передачі власності. Термін використовується з метою підкреслити домінуючу роль компанії-ініціатора, яка володіє могутнішим економічним потенціалом
Баюра Д. [1, с. 63–64]	Спосіб реорганізації, при якому два або декілька підприємств зливаються в одне, з подальшим припиненням самостійного існування як юридичних осіб	Спосіб реорганізації, коли одне підприємство приєднується до іншого і останньому переходять усі майнові права та обов'язки приєднаного підприємства
Ігнатюк А. [13, с. 191]	Поєднання двох або декількох підприємств, унаслідок чого виникає нове підприємство	Купівля одним підприємством значної частини акцій другого підприємства

Джерело: побудовано автором за даними [17, 7, 23, 1, 13]

Перший спосіб злиття, який виділяє Г.Уманців, передбачає об'єднання двох товариств і створення на їх основі третього підприємства. У такому випадку реорганізовані підприємства припиняють своє існування, а все їх майно, майнові права і зобов'язання переходять до підприємства- правонаступника [17]. Наведена характеристика повністю відповідає п. 2 ст. 59 Господарського кодексу України та описує таку форму реорганізації, як злиття.

Перший спосіб злиття, який виділяє Г.Уманців, передбачає об'єднання двох товариств і створення на їх основі третього підприємства. У такому випадку реорганізовані підприємства припиняють своє існування, а все їх майно, майнові права і зобов'язання переходять до підприємства- правонаступника [17].



## Способи злиття підприємств

Способи злиття за Г. Уманців [17]			Коментар
До злиття	На момент злиття	Після злиття	
Підприємство А Підприємство Б	Підприємство А Підприємство Б   → Підприємство В ←	Підприємство В	Є формою реорганізації – злиття
Підприємство А Підприємство Б	Підприємство А ← Підприємство Б	Підприємство А	Є формою реорганізації – приєднання
Підприємство А Підприємство Б	Підприємство А ← → Підприємство Б	Підприємство А Підприємство Б	Є поглинанням

Джерело: побудовано автором за даними [17]

Наведена характеристика повністю відповідає п. 2 ст. 59 Господарського кодексу України та описує таку форму реорганізації, як злиття.

Другий спосіб злиття передбачає об'єднання товариств у результаті приєднання одного товариства до іншого. При цьому відбувається ліквідація першого та передача майна і зобов'язань правонаступнику [17]. Відповідно до п. 3 ст. 59 ГКУ наведена характеристика відповідає одній з форм реорганізації, а саме – приєднанню.

Третій спосіб злиття, який наводить Г. Уманців, передбачає об'єднання товариств на основі економіко-правової залежності одного від іншого. Таке злиття відбувається в результаті придбання контрольного пакета акцій товариства шляхом обміну власних акцій інвестора на акції підприємства, контрольний пакет якого купується. За таких умов має місце злиття інтересів акціонерів товариств, між якими встановлюються відносини типу “материнське – дочірнє” [17]. Чинним законодавством для описаних відносин може вживатися термін “придбання підприємств”. Ми ж вважаємо, що більш конкретніше буде характеризувати зазначену ситуацію, прийнятій в закордонній практиці терміном “поглинання”.

У широкому сенсі під злиттям і поглинанням мають на увазі також створення стратегічних союзів з іншими товариствами і відокремлення активів

(Divestitures). Найбільш часто стратегічні союзи створюються на основі взаємної участі в капіталі, або з повним правом спільних підприємств (Joint Ventures). Найбільш поширеною формою відділення активів є продаж існуючого дочірнього товариства іншій компанії. Іноді частина підприємства виділяється окремо в якості самостійної компанії і частки участі в ній пропорційно розподіляються між акціонерами материнської компанії (Spin-Off). Якщо при цьому мова йде про ліквідацію всього материнського підприємства, кажуть про дроблення (Split-Up). Також можливо юридичне виділення частини підприємства шляхом обміну акціонерами материнської компанії своїх акцій на акції нової компанії (Split-Off). При цьому материнська компанія може продавати акції виділеної компанії третій стороні і тим самим отримати додатковий капітал (EquityCarve-Out).

Купівля компанії зазвичай здійснюється шляхом придбання акцій (ShareDeal), які пропонуються або в біржовий, або в позабіржовий торгівлі.

У англосаксонських країнах вже тривалий час ключовим елементом процесу придбання є Due Diligence, який дозволяє потенційним покупцям провести якісний аналіз компанії, що купується.

Всі зацікавлені в покупці під час Due Diligence отримують доступ до стандартизованого набору даних. Зокрема, в рамках Due Diligence, як правило, надаються:

загальні відомості про компанію: виписка про реєстрацію, статут, відомості про керівників, структура компанії, залежні компанії і т.д.

відомості про майновий стан і зобов'язання компанії: перелік всіх матеріальних і нематеріальних активів, інформація про наявні коротко-, середньо- та довгострокових зобов'язаннях (із зазначенням боржників і кредиторів, процентної ставки, терміни платежу), Взаємні зобов'язання в рамках компанії і т.д.

бухгалтерська звітність: річні та квартальні баланси, звіт про прибутки і збитки, Аудиторський висновок і т.д.

існуючі угоди з колективом і профспілками в рамках трудового законодавства, пенсійного забезпечення і т.д.

інші договірні зобов'язання і права: договори в рамках компанії, орендні договори, угоди з клієнтами і постачальниками і т.д.

відомості про можливі юридичні процеси.

Перевірка достовірності наданих в рамках Due Diligence відомостей, а також обґрунтованості передбачуваної ціни купівлі проводиться покупцем часто з залученням різних консультантів. Беруть участь в придбанні компанії аудитори та адвокати, які займаються, як правило, оптимізацією юридичних і податкових аспектів угоди.

Важливе принципове рішення в зв'язку з цим є вибір між Share Deal і Asset Deal. При придбанні акцій податкове оточення об'єкта придбання, як правило, зберігається і тому існує менше можливостей для оптимізації, ніж безпосередня купівля частини майна. При Asset Deal можливо, наприклад, виключити з угоди певне майно і зобов'язання, зменшуючи тим самим податкові виплати.

Одним з переваг Share Deals є те, що менеджмент цільового підприємства може бути виключений з безпосереднього впливу на оформлення та проведення угоди і разом з тим можливо уникнути впливу існуючих конфліктів інтересів між власником і менеджментом компанії. Так, ворожі поглинання відбуваються, як правило, у вигляді Share Deal, оскільки вони спрямовані безпосередньо проти інтересів менеджменту.

У США фінансування придбань (зокрема, ворожих) нерідко здійснюється шляхом розміщення (продажу) високоприбуткових цінних паперів (Quasi-Equity, JunkBonds), при цьому ступінь заборгованості підприємства істотно підвищується. Так, один з відомих методів фінансування - Leveraged Buy Out (LBO) примушує керівництво до радикальної програми реструктуризації компанії (Restructuring), необхідної для забезпечення можливості виконання зобов'язань за високими відсотковими платежами за рахунок підвищення прибутковості бізнесу, що тим самим запобігає можливе банкрутство компанії.



При цьому інтереси співробітників, клієнтів і постачальників часто враховуються в меншій мірі.

Шляхом залучення консультантів сторони прагнуть уникнути зайвого зволікання при здійсненні угод, несприятливих умов договору, що укладається, можливих ризиків відповідальності, а також проблем інтеграції після укладення договору, що в кінцевому підсумку сприяє максимізації / мінімізації продажної ціни / ціни придбання. Крім того, об'єкт придбання часто повертає консультантів з метою здійснення захисних заходів (AntiRaid), або для перевірки обґрунтованості запропонованої ціни.

Спеціалізовані компанії в області надання послуг зі злиттів і поглинань, як правило, успішно діють на ринку за рахунок певної галузевої або регіональної спеціалізації, а також при здійсненні середніх за розміром угод. У свою чергу, спеціалізовані відділи універсальних комерційних банків часто надають подібні послуги корпоративним клієнтам в якості одного з елементів комплексного обслуговування.

Також важливе значення має так звана Closing-компетенція, тобто здатність у вирішальний момент підштовхнути клієнта до фактичного проведення операції. Успішне виконання злиття і поглинання вимагає поряд із стратегічною компетенцією і технічним знанням деталей процесу, також здатність залучати різних фахівців (юристів, аудиторів і ін.) Для оптимізації юридичних та податкових аспектів угоди.

Винагорода консультанта, як правило, складається з гонорару, розмір якого залежить від успіху проведення операції. Так, наприклад, можна придбати компаніями він встановлюється у вигляді певного відсотка доходу від продажу. У разі, якщо угода має відносно невелику вартість, як правило, обмовляється мінімальний розмір гонорару за її успішне здійснення (MinimumSuccessFee). Слід зазначити, що раніше широке використання при визначенні розміру виплачується гонорар отримала шкала Лемана (Lehman), що встановлює правило 5-4-3-2-1. Так, розмір винагороди становить 5% за перший мільйон, 4% за другий мільйон, 3% за третій мільйон, 2% за четвертий мільйон

і 1% за залишок покупної ціни. В даний час, це правило як мінімум використовується в якості вихідного пункту в переговорах про розмір гонорару. При цьому гонорар за великим угодам на ринках, що розвиваються (Emerging Markets) часто супроводжується більш високими винагородами, в той час як, більш дрібні угоди на сформованих ринках можуть бути оцінені нижче.

Поряд з величиною угоди на розмір гонорару певний вплив має ряд інших факторів, таких як, складність операції, передбачуваний термін об'єднання, репутація консультанта і загальна прибутковість проекту.

Крім гонорару обмовляється розмір авансового платежу (Retainer Fee), який зараховується при успішному завершенні операції в рахунок гонорару, а також відшкодовуються додаткові витрати (витрати на відрядження, витрати на інформаційне забезпечення та ін.). У ряді випадків обмовляється розмір відшкодування (комісії) в разі (дострокового) відмови від завершення проекту клієнтом або іншим боком (зазвичай погодинна компенсація).

Зростання вартості компанії в значній мірі передбачає наявність орієнтованого на вартість менеджменту корпоративного інвестиційного портфеля, в т.ч. при придбанні та продажу, як з матеріальних, так і нематеріальних активів. У зв'язку з цим злиття і поглинання не є самі по собі кінцевою метою перетворень, вони завжди лише засіб для досягнення мети.

Оцінка передбачуваного злиття і поглинання починається з докладного аналізу конкурентного середовища. Вона проводиться або власної проектною групою, або з залученням консультанта.

При цьому збільшення вартості компанії, а також потенційні загрози її скорочення, знаходяться як на активній, так і на пасивній стороні балансу підприємства.

В активі балансу підприємства найбільшу важливість мають, зокрема, такі моменти і чинники:

Географічна і пов'язана з продукцією величина ринків (визначається крім усього іншого можливістю появи або наявності продуктів-субститутів і ступінь заміняємості, тобто цінова і перехресна еластичність попиту);

Зрілість асортименту продукції, що випускається і переваги клієнтів;

Потенціали розширення продуктивності і асортименту продукції конкурентами (короткострокова і довгострокова цінова еластичність пропозиції), а також інші сильні і слабкі сторони конкурентів;

Наявність вхідних бар'єрів на відповідному ринку;

Конкурентні умови і умови поставки на ринках факторів виробництва, а також витрати, пов'язані з бар'єрами виходу з ринку;

Законодавчі та інші (в т.ч. політичні) обмеження ринкової діяльності підприємства (конкурентна політика, адміністративне втручання і т.д.).

На пасивній стороні балансу підприємства необхідно враховувати, зокрема, такі фактори:

Вплив витрат капіталу і можливості зміни структури капіталу;

Прибутковість компанії і ризик її банкрутства;

Майбутні податкові зобов'язання;

Переваги і недоліки використовуваних способів фінансування;

Доступ до фінансових ринків.

Придбання в цілому можуть базуватися як на економічних, так і на фінансових мотивах. Фінансові переваги опосередковано можуть сприяти зниженню витрат на залучення капіталу, підвищенню майбутнього чистого грошового потоку (Netto-Cash Flows) і зростання вартості компанії. Серед економічних стимулів основним є ефект синергії, а також ряд інших потенційних можливостей, в т.ч.:

Досягнення ефекту масштабу і відповідно зниження постійних витрат (Economies of Scale);

Зниження витрат за рахунок розширення асортименту продукції, що випускається (Economies of Scope) або інтеграція діяльності виробництва уздовж ланцюга створення доданої вартості (Economies of Vertical Integration).

Переваги спеціалізації і ефекти зниження витрат в оперативній або адміністративній сфері;



Отримання нових каналів збуту продукції і забезпечення доступу до неосвоєних (новим) ринків і технологій;

Підвищення контролю за ринком, збільшення частки на ринку - з урахуванням можливих негативних політичних і законодавчих наслідків, які обмежують використання ринкової влади (наприклад, обмеження конкуренції);

Підвищення ринкових бар'єрів вступу для потенційних конкурентів за рахунок створення зайвих потужностей, додаткової диференціації продукції і т.д.;

Поліпшення якості менеджменту в об'єкті придбання (цільовому) підприємстві.

Слід зазначити, що економічні переваги придбання часто поєднуються з втратами ефективності діяльності в зв'язку зі складнощами інтеграції різних корпоративних культур. Крім того, з ускладненням об'єднаної структури відбувається збільшення адміністративного апарату, бюрократизація і зниження ділової активності окремих підрозділів.

Основною передумовою для здійснення злиттів і поглинань в кінцевому підсумку є різна вартісна оцінка об'єкта покупцем і продавцем. Іноді це пов'язано виключно з помилковою оцінкою. У більш довгостроковому періоді обґрунтованість угоди пов'язана з припущенням, що покупець може краще реалізувати економічні і фінансові потенціали зростання вартості компанії. При цьому різні емпіричні дослідження показують, що акціонери придбаних підприємств, як правило, мають більше вигод від угоди, в той час як покупець в тривалому періоді часто не може значно поліпшити свою прибутковність. Це може пояснюватися, наприклад, за допомогою того, що продавець часто може привласнювати собі можливі прирости вартості в рамках цінових переговорів.

Почувець і об'єкт придбання можуть діяти на одному ринку (горизонтальне злиття), на різних етапах створення доданої вартості (вертикальне) або на незв'язаних між собою ринках (конгломератное).

Безпосередньо економічні переваги переважають при горизонтальних і вертикальних злиттях, в той час як при конгломератних угодах часто

обґрунтовуються фінансовими перевагами. Міжнародні угоди (іноземні прямі інвестиції) відрізняються порівняно більш високими поточними витратами і часто призводять до загострення конкуренції, реструктуризації розташованих на місцевому ринку підприємств.

Потенціали зростання вартості компанії можуть бути пов'язані або з органічним розвитком за рахунок інвестицій (внутрішнє зростання), або за допомогою придбань (зовнішній ріст). Привабливість придбання збільшується з ускладненням у компанії конкурентних переваг.

Придбання часто вимагають меншого періоду часу для освоєння нових продуктів і відповідно вступу в нові ринки, а також часто пов'язані з більш низьким ризиком здійснення діяльності. Однак, як уже зазначалося, проблеми інтеграції можуть привести в порівнянні з органічним зростанням в середньо- і довгостроковому періоді до більш незначним приростам вартості.

Розглянемо окремі найбільш важливі етапи угод зі злиттів і поглинань.

Продавець зацікавлений в максимізації виручки від продажу бізнесу і, отже, має стимул встановлювати майбутній Cash Flows занадто високо. У зв'язку з цим роль консультанта при підготовці угоди полягає в перевірці на достовірність (Due Diligence) різних даних підприємства (баланс, звіт про прибутки і збитки, планований Cash Flow) і приведення їх у відповідність з реальністю. Крім того, консультант займається забезпеченням доступності інформації про пропозицію продажу бізнесу для третіх осіб. Важливо, щоб надані дані про майно, що продається підприємстві не суперечили іншим відомостями про ринкову позиції і стратегії компанії. Потім консультант визначає вартість компанії, яка враховується клієнтом при розрахунку потенційної синергії (Synergy) і служить основою майбутніх переговорів про загальну вартість угоди.

На практиці консультант оформляє з клієнтом угоду таким чином, що ризик відповідальності за помилки або незадовільні результати підготовки угоди в багатьох випадках перекладається на плечі продавця. Це, безумовно, сприяє підвищенню якості послуг клієнтом відомостей.

Потім консультант становить у співпраці з клієнтом інформаційний меморандум (на галузевому жаргоні Equity Story), який містить ключові статті балансу і опис ринкової позиції підприємства, його стратегічні переваги, а також можливі напрямки розвитку бізнесу для потенційних покупців. Центральні якісні критерії - достовірність, повнота і переконливість відомостей, в т.ч. уявлення можливих сценаріїв розвитку компанії.

Метою клієнта є виявити і оповістити групу потенційних покупців найбільш повно. Тому при визначенні можливих зацікавлених у купівлі консультант користується широким спектром професійних джерел інформації, в тому числі різні бази даних, галузеві видання, виставок, довідкових агентств та інтернету.

Консультант готує початковий перелік потенційних покупців (так званий Long List), в т.ч. складається їх профіль, оцінюються фінансові можливості для інвестування капіталу, стратегічна сумісність, а також для кожної конкретної угоди враховуються інші важливі критерії в залежності від обсягу даного переліку компаній. Потім спільно з клієнтом здійснюється їх класифікація за групами з використанням певних обраних критеріїв, найбільш привабливі компанії заносяться в окремий перелік (Short List). При цьому доцільно орієнтуватися на потенціал реалізації синергії, оскільки це в рамках наступних переговорах сприятиме досягненню більш високої ціни продажу бізнесу.

Відібраним потенційним покупцям висилається пропозицію з знеособленими ключовими даними продається підприємства (так званий короткий профіль) для визначення їх можливого інтересу до придбання компанії.

При позитивній відповіді зацікавлені в покупці компанії отримують інформаційний меморандум. Попередньо вони підписують угоду про конфіденційність, в якому обмовляється зобов'язання сторін про нерозголошення відомостей, отриманих в рамках переговорного процесу. Так, наприклад, обмовляється, що в разі дострокового припинення переговорів необхідно повернути або знищити всі отримані документи.



Потенційним покупцям після отримання інформаційного меморандуму пропонують протягом певного терміну представити свої пропозиції (без зобов'язань) щодо вчинення правочину, на підставі яких продавець попередньо визначає найбільш привабливих кандидатів. При цьому продавець повинен стежити за тим, щоб не знижувалася конкуренція між потенційними покупцями та, відповідно, пропонована ціна покупки компанії.

На наступному етапі потенційні покупці отримують можливість більш детального вивчення компанії (Due Diligence), в т.ч. проводиться огляд підприємства, організовується зустріч з менеджментом, а також їм надається приміщення (Data Room) з доступом до фактичної (юридичної, фінансової та іншої) інформації про підприємство.

Обсяг і якість наданих продавцем відомостей на даному етапі, безумовно, має істотне значення, оскільки приховування ним важливої інформації, як правило, сприймається негативно і знижує зацікавленість покупців в угоді. З іншого боку, висока прозорість може привести до доступності важливих відомостей конкурентам.

Після закінчення Due Diligence потенційні покупці уточнюють і знову представляють свої пропозиції по угоді, які служать вихідною базою для подальших переговорів. Як правило, організовується закритий аукціон (Sealed Bid Auction), при цьому заявки публічно не розголошуються, кількість покупців і ступінь конкуренції між ними в кінці торгів продавцем теж не оголошується. Продавець повідомляє про найвищу пропозицію, потім проводиться новий торг. Як правило, подібна форма торгів сприяє поліпшенню колишньої пропозиції покупців, відповідним поданням продавця про рівень (або вище) мінімальної ціни угоди.

В результаті торгів продавець вибирає найкращу пропозицію і зобов'язується припинити переговори з іншими покупцями. Крім того, можливо, що потенційний покупець встановлює привабливу пропозицію вже в ході торгів (Preferred Bidder). Якщо ж з самого початку виключена можливість

конкуренції з іншими покупцями за більш кращу пропозицію (Preemptive Bid), продавець безпосередньо переходить до заключного етапу операції.

Потенційний продавець на заключному етапі операції, як правило, доручає своїм аудиторам і юристам проведення подальшого Due Diligence з метою перевірки отриманих раніше відомостей, які становлять основу для остаточного договору купівлі-продажу. При цьому аналізується актуальна інформація в порівнянні з даними першого Due Diligence, дається характеристика фінансово-економічного становища об'єкта придбання. Потенційний покупець в цей період зберігає вільний доступ до всієї внутрішньофірмової інформації.

Остаточна ціна може значно відрізнитися від обумовленої в попередньому договорі в разі, якщо повторний Due Diligence виявив нові суттєві дані про об'єкт продажу.

Завершення операції (Closing M & A Deals) пов'язано з оплатою передбаченої ціни. При цьому сторони можуть підписувати при укладенні договору ряд додаткових угод, в яких, наприклад, передбачається обмеження конкуренції між компаніями, зокрема, забороняється продавцеві протягом певного терміну здійснювати діяльність в тій же галузі або не допускається переманювання співробітників проданого підприємства.

Успішно завершити поглинання або злиття нелегко, адже це не просто угода про створення нової компанії шляхом об'єднання двох або більше існуючих підприємств з метою досягнення бажаних (чи хоча б очікуваних) показників прибутковості та реалізації стратегічної мети.

До передумов неуспішного злиття або поглинання відносять [4, 11, 12]:

проведення невірної оцінки стану ринку та конкурентоспроможності компанії, що поглинається чи приєднується.

нестача необхідних ресурсів, інвестицій для подальшого зростання та укрупнення бізнесу

недостатня спланованість діяльності, нестача необхідної інформації тощо.

недосконалість законодавства в даній сфері.

відсутність достатнього досвіду у власників бізнесу та менеджерів щодо проведення заходів із злиття та поглинання, необізнаність із діяльністю в даній сфері.

постійний відтік капіталу за кордон, що становить серйозну загрозу для фінансової міцності країни.

закритість інформації, обмежений доступ до великої кількості малих і середніх операцій, що не завжди є публічними, надання недостовірних даних щодо діяльності компанії.

Транскордонні злиття і поглинання стали одним із проявів глобалізації. Головними передумовами розвитку цього явища вважаються швидкі технологічні зміни, фінансова дерегуляція та глобальна конкуренція. Враховуючи те, що основними покупцями виступають розвинуті країни, до передумов слід віднести також досягнення граничної концентрації в межах їх національних ринків. Потрібно згадати і про відкриття доступу до своїх ринків колишніх соціалістичних країн та початку там процесу приватизації. Як відомо, транскордонні злиття і поглинання є одним із двох основних способів виходу на іноземні ринки. Для країн із перехідною економікою та країн, що розвиваються, здійснення транскордонного злиття і поглинання має специфічні риси. Іноземні компанії купують місцеві фірми переважно через механізм приватизації. Маючи змогу на рівні з національними претендентами брати участь у конкурсі, вони пропонують кращу ціну і більш ефективну стратегію розвитку підприємств. Зрозуміло, що таке поглинання можливе лише з погодження держави, оскільки приватизаційні процеси перебувають під жорстким контролем державних органів.

З досвіду Угорщини та інших країн Центральної Європи, можна виділити два етапи процесу транскордонного злиття і поглинання в країнах із перехідною економікою. На першому етапі переважало транскордонне злиття і поглинання колишніх державних підприємств через механізми приватизації (1994-1999 рр.). На другому етапі з'явилися «справжні» М&А (від англ. merger and acquisition злиття та поглинання), коли ТНК почали купувати місцеві



компанії, створені 5-10 років тому, тобто вже після початку процесів економічної трансформації (після 1999-го). Об'єктами поглинання стали ті компанії, що мали найкращі результати діяльності.

На наш погляд, змусити чи спонукати компанію піти на укладання угоди з конкурентом можуть три групи чинників:

- внутрішня потреба компанії, зумовлена необхідністю пошуку нового напрямку чи способу свого розвитку;
- зовнішні умови, спричинені зміною бізнес-середовища, що загрожує зниженням ефективності діяльності компанії та змушує її шукати нові шляхи розвитку;
- власні бажання, плани та амбіції менеджменту компанії.

Дія внутрішніх мотиваційних чинників проявляється у прагненні компанії-ініціатора злиття чи поглинання отримати нові навички (наприклад, технологічні досягнення, кращі способи організації бізнес-процесів чи досвід персоналу компанії-конкурента). Найчастіше внутрішніми мотивами компанії створення альянсу з конкурентом шляхом злиття є бажання отримати доступ до нових продуктів, ринків, каналів дистрибуції та фінансових ресурсів іншої компанії.

Злиття і поглинання викликані, в основному, більш жорсткими вимогами до капіталізації, вже призводять до укрупнення компаній і поступовому зменшенню їх кількості.

Підсумовуючи, слід зазначити, що розподіл ризиків при злиттях і поглинаннях може коригуватися включенням в договір різних зобов'язань, в т.ч. надання гарантій на користь покупця. Внаслідок цього кінцевий результат угоди може значно погіршити позиції продавця та в зв'язку з цим розрізняють ціну продажу, зазначену в договорі і *de facto* сплачену покупцем.

## **1.2. Особливості та стимули інтернаціоналізації галузі товарів повсякденного попиту у країнах, що розвиваються**

Ринок FMCG (від англ. товари повсякденного споживання) - один з найбільш конкурентних і давно сформованих, як по рівню конкуренції, так і за способами, інструментам просування і розвиненості технологій продажів.

Товари FMCG - це товари повсякденного попиту: продукти харчування, побутова хімія, пиво і сигарети.

Швидка оборотність товарних запасів, широкий асортимент товарів, постійна потреба в товарах FMCG в ритейлі вимагає ефективної дистрибуції, такої, щоб бажання купити забезпечувалося максимальною доступністю.

В умовах жорсткої конкуренції з метою росту компаній даного сегменту, лідери індустрії часто поглинають місцевих виробників задля збільшення ринкової частини у окремих країнах.

Пропозиція Kraft-Heinz, можливо, була відхилена Unilever, але 3G Capital була готова запропонувати 143 мільярди доларів США, що зробило б цю угоду другою за величиною в історії лише після 202 мільярдів доларів угоди Vodafone-Mannesmann у 1999 році.

І мова йде не тільки про 3G Capital. Холдингові компанії JAB (Coty з P & G Beauty, GHD, Younique / JDE з Keurig, Super Group / RB з Mead-Johnson), Danone / Whitewave, Unilever з Dollar Shave Club та Seventh Generation, Henkel / Sun, PepsiCo / KeVita, J & J / Vogue Hair Care та багато інших. Темпи M & A у просторі FMCG прискорюються.

M & A було стратегічним важелем для досягнення конкурентних переваг. Різне збільшення кількості транзакцій та їх вартості не буде дивним і деякі фактори слугують тому підтвердженням.

#### 1. Дешевий капітал

Подібна ситуація пояснюється поєднанням експансивної монетарної політики, зростанням фінансових ринків на ринках, що розвиваються, та зростаючою часткою "пікових вкладників" у світовому населенні.

У 2017 році світові фінансові активи складуть понад 700 трильйонів (еквівалент ~ 10 разів світового ВВП). Тим часом середньозважена вартість капіталу (WACC) ніколи не була настільки низькою. Вони оцінюють, що у 2015

році WACC становитиме 5% у США (у порівнянні з 8% у 2010 році та 9% у 2000 році).

## 2. Тиск на доходи та прибутковість для посилення консолідації

Промисловість, як правило, консолідується, коли існує велика напруга щодо зростання та прибутку. І це саме те, що відбувається в галузі FMCG:

Уповільнення темпів зростання: зростання стає важким (з 5% CAGR протягом 2000-2010 рр. До 3% CAGR протягом 2010-2015 років при постійній ставці FX і навіть -1% CAGR при реальному курсі FX)

Помірне поліпшення прибутковості: з 17,6% до 18,7% у період з 2010 по 2015 рр., Тоді як за 2000-10 рр. Вона збільшилась з 13,7% до 17,6%.

Причини добре відомі: роздрібна дефляція та зростаюча конкуренція (роздрібна торгівля цінова війна, рекламна війна для захисту акцій, підвищення приватних етикетів та дискаунтерів, посилення конкуренції з боку нових учасників, таких як прямі споживачі чистих споживачів та гнучкі місцеві конкуренти на ринках, що розвиваються), уповільнення зростання та роздрібна дефляція на ринках, що розвиваються, полегшення споживачам порівняння цін по каналах.

FMCG компанії скористаються можливостями отримати масштаб, щоб протистояти вищезгаданій динаміці.

## 3. Значення структури витрат окремих компаній в FMCG

Існує значна різниця у показниках рентабельності компаній. Розглядаючи ЕВІТ% найкращих у своєму класі та найбільші компанії FMCG, існує розрив. Провідний пакет: Ab-Inbev ЕВІТ становить 32%, RB становить 27%, Kraft-Heinz - 23%. Тоді як Nestle 15-16%, Unilever 14-16%, P & G - 18-20%.

## 4. Виявлення споживчих мега тенденцій

Великі компанії FMCG в минулому році витратили найбільше, щоб наздогнати тенденції здорового / органічного споживання (Danone з Whitewave за 10 мільярдів доларів, PepsiCo з пробіотиками KeVita) і не збираються зупинятися. Наприклад, в 2016 році в Європі та Північній Америці 80% приросту продуктів харчування та напоїв набувають з органічних / біологічних



/ здорових продуктів, а більша частина продуктів, що знаходяться за цим зростанням, не вироблялася великими компаніями FMCG. Кілька прикладів: "Kind Bars" витратило 5 років, щоб завоювати 10% ринку на ринку снєк-барів в Північній Америці, і фіксує продажі в розмірі 120 млн. Дол. США щорічно. "ШінніПоп" зі своєю здоровою поп-кукурудзою, що становить лише 39 калорій на чашку, перевищує \$ 200 млн. споживачі швидко переносять свої витрати на здорові продукти, а традиційні категорії, такі як безалкогольні напої та чіпси, - це страждання, великим компаніям FMCG не буде іншого вибору, ніж прискорити темпи придбання в цьому просторі.

5. Прискорюючись присутність на ринках, що розвиваються

2016-й може виявитися жорстким роком для розвитку ринків (ситуація в Росії, сповільнення росту в Китаї, демонетизація в Індії, рецесія в Бразилії); Ринки, що розвиваються, залишаються стратегічним боєм для компаній FMCG, і час прискорити процес злиття і поглинання для швидкого присутності.

Кілька причин для цього:

75% зростання в цій галузі протягом наступних 15 років буде відбуватися в ринках, що розвиваються, в основному внаслідок посилення проникнення та демографічного зростання.

Багато компаній FMCG все ще не масштабовані на повну на ринках, що розвиваються. Консолідоване зростання CAGR протягом 2012-2015 років всіх іноземних компаній FMCG склав лише 3% порівняно з 9% для місцевих / китайських компаній FMCG.

Незважаючи на великі проблеми, що залишаються на ринках, що розвиваються: дефляція валют, виклик 3As (Цінова доступність, канална доступність, наявність), катастрофічна ситуація в країні, така як у Венесуелі; Більшість керівників FMCG компаній вважають, що настав час покращити присутність. Необхідно пам'ятати, що одним із сильних аргументів, які викликали пропозиції Ab-Inbev / SAB-Miller, так і Kraft-Heinz / Unilever, було швидке спостереження за розвитком ринків.

6. Спіймати хвилю прямого постачання споживачу (DTC), освоєння нових бізнес-моделей

Dollar Shave Club і Younique, можливо, були б придбані як Unilever та Coty, багато хто з DTC-компаній та цифрові гравці залишаються привабливими для поглинання: Beauty Counter, Honest, Harry's, Lola.

7. Отримати нові стратегічні навички (бути роздрібним продавцем, медіа-агенцією, платформою керування даними, виробником додатків).

Якщо майбутнє галузі FMCG стане універсальним каналом та підтримуватиме безпосередні відносини з споживачами через цілісну екологічну систему споживачів (продукти, послуги, об'єднані об'єкти, додатки, спільноти споживачів), компаніям FMCG доведеться навчитися придбати нові стратегічні навички.

8. Корпоративна стратегія деяких найбільших компаній FMCG

Kraft-Heinz: це очевидно. 3G і Уоррен Баффет більше, ніж коли-небудь, дивляться на трансформаційну угоду.

Unilever: Пол Полман оголосив це. В даний час компанія переглядає ряд сценаріїв створення вартості. Розподіл її підрозділу з харчової промисловості за чутками, а також послідовне реінвестування в твін особистий / косметологічний простір.

P&G: з часу його призначення Дейв Тейлор зайнятий продажем непрофільних активів (Durasell) і переорієнтує компанію на десятку найвищих категорій. Якщо вся його увага зосереджена на активізації основного бізнесу, то, якщо настане така можливість, він, безумовно, зосередиться на придбанні компаній в DTC, де P & G втрачає позиції щодо менших конкурентів.

Nestle: новий генеральний директор Ulf Mark Schneider як очікується, прискорить перехід до харчування та здоров'я споживачів, щоб покращити низький рівень прибутку компанії Nestle.

Різні автори зробили свій внесок у міжнародні бізнес-дослідження, зосереджуючи увагу на таких факторах, як ресурси, доступні в теорії життєвого циклу продукту [33,34]; поступовий процес від експорту до прямих інвестицій в

теорії інтернаціоналізації [16, 25]; ресурсна перевага в парадигмі OLI [17] та еkleктична теорія, поглинання невизначеності тощо.

Дж. Боуера [38] виділив 5 основних стратегій, яких притримуються міжнародні компанії, ініціюючи укладання угод ЗіП, і цілу низку викликів, які супроводжують їх реалізацію:

1. Стратегія надлишкових потужностей.
2. Географічно-конкурентна стратегія (пов'язана із поглинанням/злиттям із конкурентами в галузях, яким притаманне нелокалізоване географічне представлення).
3. Стратегія диференціації (пов'язана із розширенням продуктового портфолію чи його географічної представленості).
4. Інноваційна стратегія (пов'язана із придбанням, у першу чергу, розробок, технологій та інновацій компанії-цілі / компанії-партнера).
5. Стратегія міжгалузевої конвергенції (пов'язана з використанням ситуації «розмиття» кордонів різних галузей шляхом створення нової галузі, джерелом існування якої є ресурси інших сфер господарювання).

Автор згадує шостий вид М&А стратегій – «інвестиційний» – притаманний здебільшого фінансовим компаніям, інвестиційним банкірам та фондам, які скуповують акції інших фірм з метою вдалого вкладення коштів і подальшого перепродажу активів із більшою премією.

Найбільш поширеною у посткризових умовах стратегією міжнародних М&А є інвестиційна, яка поєднується із використанням 3 основних тактик: кризова купівля з перспективою прибуткового перепродажу ("Joh. A. Benckiser GmbH"), придбання успішної компанії вузького сегменту з метою посилення її конкурентоспроможності ("Berkshire Hathaway Inc."), створення світової вузькоспеціалізованої компанії-лідера, здатної започаткувати нові правила ведення глобального бізнесу ("Triam Fund Management L.P.").

Відродження транскордонних М&А у 80-ті роки висвітлив вибір між green field та придбаннями [39]. Крім того, спільні підприємства також розглядалися



як альтернатива M&A, залежно від транзакційних та культурних обмежень [7, 23].

Ці та інші стратегії відображають можливі шляхи досягнення стратегічних цілей фірми при інтернаціоналізації.

Наводячи нашу увагу на питання про мотиви та детермінанти вибору стратегії інтернаціоналізації проаналізували наступну літературу. Серед них дослідження, що охоплюють ресурси та можливості [65], мінімізацію транзакційних витрат [12, 8].

Фактори, що визначають вибір місця розташування прямих іноземних інвестицій, можуть бути пов'язані з оточенням країни «закордон»: економічні показники та легкість ведення бізнесу, розмір ринку та зростання [19], політичні ризики [40], тенденції розвитку інвестицій, визначення географічних та культурних факторів [27, 38]; обмеження уряду [19]; інституційна інфраструктура [37, 17].

З іншого боку, макроекономічні фактори відіграють важливу роль, особливо для зарубіжних філій транснаціональних корпорацій, які часто стикаються з коливаннями в приймаючих країнах: зміни в місцевій валюті, попит, інституційний вплив на виробничі витрати та цінову конкурентоспроможність, продуктивність та довговічність [41].

У літературі з фокусом на багатонаціональній гнучкості ми можемо виявити, що коли МНК стикається із різними видами витрат або доходами між країнами, її здатність переміщати діяльність у ланцюжку вартості або передавати ресурси між дочірніми компаніями надає значні переваги [9, 14, 24, 26, 28]. Ця спроможність зменшує розміщення іноземного дочірнього підприємства навіть коли дочірні підприємства стикаються з недружними макроекономічними умовами [14, 20].

У дослідженнях Андерсона та Гатігнона (1986) виявлено зв'язок між вартістю транзакції та вибором режиму. Іншими дослідниками, серед яких, Когут та Синдх (1988), стверджують, що культурні відмінності є важливим фактором.

Деліос і Бейміш (1999) зосереджують увагу на трьох аспектах інституційного середовища, а також на досвіді і транзакційних витратах та зв'язку з рівнем володіння часткою акцій. У свою чергу Луо (2002) розкриває вплив інституційного ізоморфізму на модель вартості транзакцій, що забезпечує можливі шляхи пристосування фірм до екологічного тиску шляхом копіювання режиму вибору інших. Мейер і Нгуєн (2005) оцінюють вплив субнаціональних інститутів.

Вивчаючи мотивацію здійснення процесів злиття та поглинання [7; 8; 14; 18; 23; 29; 61], можна виділити умовно три основні групи мотивів:

- внутрішні, зумовлені необхідністю пошуку нового напрямку свого подальшого розвитку;
- зовнішні, спричинені зміною бізнес-середовища;
- особисті інтереси менеджменту компаній. Основними внутрішніми мотивами є прагнення отримати нові навички, вихід на нові ринки, доступ до нових продуктів та каналів дистрибуції, отримання синергетичного ефекту. Під синергетичним ефектом ми розуміємо збільшення показників ефективності діяльності підприємства або додану вартість активів унаслідок об'єднання підприємств в єдину систему, де ефект від їх взаємодії перевищує суму ефектів діяльності кожного підприємства окремо.

Синергетичний ефект може набувати різних видів залежно від цілей менеджменту компанії-покупця в процесі злиття-поглинання.

До зовнішніх мотивів укладання угод злиття-поглинання ми відносимо прагнення компанії максимально ефективно використати свої виробничі потужності, управлінські та інвестиційні ресурси в умовах змін зовнішнього середовища компанії, а саме: скорочення ринку, втрата ринкових позицій унаслідок зростання кількості конкурентів, зміцнення ринкових позицій стратегічних конкурентів, посилення конкуренції з боку іноземних виробників, розвиток та активне впровадження інноваційних технологій.

Історично країни, що розвиваються спеціалізуються на ресурсоохоронних заходах. Де фірми користуються перевагами своєї рідної країни, такими як

природні ресурси чи робоча сила. Проте тимчасовий характер таких переваг ставить під сумнів довготривалий успіх нових транснаціональних корпорацій [58].

Злиття та поглинання 50 провідних світових компаній-виробників товарів народного споживання склали 226 мільярдів доларів у 2016 році - більше, ніж попередні чотири роки разом - за даними нових даних консалтингової компанії OC & C.

Але, незважаючи на збільшення активності, зростання доходів серед 50-ти найкращих компаній знизився на п'ятий рік, оскільки уповільнення темпів зростання на ринках, що розвиваються, коливання валюти та конкуренція місцевих гнучких конкурентів ставлять додатковий тиск на гігантів світових споживчих товарів. Злиття і придбання стали основним джерелом зростання доходів, оскільки зростання продажів у секторі скоротилося до 3,4% - майже наполовину, що було всього п'ять років тому.

Загальна вартість придбань збільшилася в чотири рази з 56 мільярдів доларів у 2015 році до 226 мільярдів доларів у 2016 році, що стане найбільшим ростом ринку M&A в цьому секторі з 2009 року.

Два "мега-злиття" - ABInbev-SABMiller і Kraft-Heinz - склали 175 мільярдів доларів, або три чверті від цієї суми.

Will Hayllar, партнер OC & C Strategy Consultants, сказав: "Глобальні 50 гігантів споживчих товарів знайдуть свою бізнес-модель під облогою з усіх сторін. Менші місцеві конкуренти продовжують отримувати частку не лише в [Бразилії, Росії, Індії та Китаї], а й на західних ринках, а приватні інвестиційні компанії, такі як 3G Capital, демонструють інший, більш ефективний спосіб поведінки FMCG гіганта.

Проведене дослідження процесів злиття та поглинання в FMCG секторі свідчить про те, що активізація даних процесів викликана останніми видозмінами в світових економічних процесах. Мотивуючими факторами для компаній з країн, що розвиваються у FMCG галузі, базуються на пошуку ринку, стратегічних активів, розмірі ринку, попередньому веденні бізнесу у країні



перебування та підвищення міжнародної конкурентоспроможності. Злиття і придбання стали основним джерелом зростання їх доходів.

### **1.3. Методичні підходи щодо оцінювання ефективності злиття та поглинання в галузі товарів повсякденного попиту**

Проведений нами аналіз сучасних теоретичних і емпіричних робіт з проблематики злиттів і поглинань виявив ряд концептуальних підходів до мотивації компаній, які беруть участь в консолідаційних угодах: теорія синергії, теорія «гордині» і теорія агентських витрат. В якості основної теоретичної концепції нами прийнята теорія синергії.

З безлічі визначень синергетичного ефекту для цілей нашого дослідження найбільш прийнятно визначення, дане М. Сіроуером: «Синергія є збільшення ефективності об'єднаної компанії понад те, що дві фірми вже можуть виконувати як незалежні» [5, с. 101].

У практиці підприємницької діяльності висувається безліч економічних мотивів угод злиття і поглинання. Як правило, вони складаються в очікуванні економічних результатів діяльності за рахунок зростання стратегічних конкурентних переваг (синергетичних ефектів злиття і поглинання). Економічний результат синергії проявляється в більшій прибутковості і, як наслідок, більшою вартості об'єднаної компанії в порівнянні з простою сумою відповідних показників об'єднуються компаній. Мотиви синергії визначають до 70-80% злиттів і поглинань.

За основу подальших розрахунків нами було прийнято таку класифікацію складових корпоративної синергії [3; 5]: операційна синергія; фінансова синергія; синергія об'єднання оптимально керованих компаній. Джерелами економічних ефектів виступають зниження витрат, зростання обсягу продажів, підвищення ефективності інвестицій, зниження податкових витрат. При цьому ми відзначаємо обмеження даної класифікації для цілей цього дослідження, складаються, по-перше, в способі обліку синергії об'єднання (відсутність

зв'язку складових ефекту синергії з інструментарієм системи збалансованих показників і принципами ризик-менеджменту), по-друге, у відсутності аналізу ефекту інтеграції нематеріальних активів об'єднуються компаній, взаємозв'язку нематеріальних і матеріальних активів.

Мотиви, викликані особистими інтересами менеджерів компанії, як правило, проявляються в їх прагненні отримати певні фінансові або конкурентні вигоди від придбання компаній-конкурентів та встановлення контролю над ними. У більшості випадків злиття-поглинання, що зумовлені таким мотивом, є ворожими і рідко мають на меті досягнення економічної та фінансової ефективності.

Проаналізувавши праці вітчизняних та зарубіжних науковців [6; 8; 10; 14; 21; 29; 61], погоджуємось із тим, що мотиви процесів злиття і поглинання суттєво видозмінюються залежно від історичного проміжку часу, в якому вони відбуваються.

Основою для подальшого розвитку ринку злиттів і поглинань у XXI ст. є глобалізація, яка характеризується значним економічним, технологічним та інформаційним розвитком та орієнтацією компаній на світові ринки.

Більшість угод злиття і поглинань здійснюється для отримання синергетичного ефекту, тому основним елементом оцінки економічних передумов і ефективності угоди є розрахунок синергії.

Таблиця 1.3

### Характеристика видів синергетичних ефектів

Види синергетичних ефектів	Характеристика
Операційна синергія	
Операційна економія	Підвищення ефективності за рахунок нівелювання дублювання функцій
Економія на масштабах	Зниження середньої величини витрат на одиницю виготовленої продукції при збільшенні обсягів випуску
Економія за рахунок вертикальної інтеграції	Зниження витрат за рахунок об'єднання в єдиний технологічний процес усіх або основних ланок виробництва
Комбінування взаємодоповнюючих ресурсів	Зміцнення або створення конкурентних переваг компанії-покупця внаслідок отримання унікальних технік, інноваційних технологій та



	потенціалу компанії-цілі
Фінансова синергія	
Оптимізація податкового навантаження	Використання трансфертного ціноутворення з метою мінімізації податкових платежів
Зміцнення фінансового стану	Зміцнення фінансового становища за рахунок спільної фінансової діяльності, оптимізації податково-вого навантаження, зниження ступеню фінансового ризику та підвищення кредитоспроможності
Управлінська синергія	
Підвищення ефективності управління	Зростання економічної ефективності діяльності компанії, її вартості та добробуту акціонерів за рахунок перерозподілу власності на користь більш ефективного менеджменту
Інвестиційна синергія	
Підвищення інвестиційної привабливості	Підвищення ефективності використання активів та їх ліквідності, зміцнення фінансового стану за рахунок спільного використання капітальних і фінансових інвестицій

Джерело: побудовано автором за даними [15]

Оцінка ефекту синергії є дуже важливим елементом на етапі прийняття рішення про здійснення угоди, без якої не можна однозначно сказати чи виправдана операція, а також на постінтеграційному етапі, дозволяючи зробити висновки про ефективність чи неефективність інтеграції. Проведені дослідження щодо угод злиття і поглинань свідчать про те, що лише половина всіх угод такого роду успішні. Причиною, перш за все, виступає неправильна оцінка вартості бізнесу, а також синергетичного ефекту. Найчастіше компанія недооцінює свій внесок у збільшення ефективності об'єднаної організації, відносячи практично всі ефекти синергії на компанію-ціль, тим самим переплачуючи за неї.

Таким чином, більшу вигоду в таких угодах отримує компанія, яку купують а саме її акціонери. Багато компаній платять занадто велику премію за угоду, яка поглинає всі позитивні ефекти, які приносить об'єднана фірма. Отже, дуже важливо провести якісну оцінку купованого бізнесу і додаткової вартості, яка утворюється після здійснення угоди, що ускладнюється відсутністю чітких постулатів для проведення такого аналізу. Моделі, що використовуються для



оцінювання справедливої вартості фінансових установ проаналізовано у таблиці 1.4.

Всі угоди зі злиття / поглинання є унікальними, а значить і підхід до кожної з них повинен бути унікальним.

В рамках цього дослідження узагальнено наявні методики оцінки ефективності угод по злиттю і поглинанню. Існує два основні підходи до оцінки угод злиття / поглинання: перспективний і ретроспективний. Перспективний підхід застосовується до угоди, ретроспективний - після. Перспективний підхід призначений для оцінки угоди на стадії прийняття рішення і являє собою співвідношення витрат з оцінкою вартості компанії, що купується, з урахуванням її майбутніх грошових потоків. Даний метод пов'язаний з якоюсь суб'єктивністю, так як різні експерти можуть по-різному оцінити угоду, що може привести до недооцінки гарної угоди і переоцінки поганий.

Отже, ретроспективний підхід, з точки зору об'єктивності, надійний, так як ґрунтується на вже існуючі факти, хоча він теж має свої недоліки, так як не розглядає співвідношення витрат і результатів. В рамках перспективного підходу виділяють: дохідний, ринковий і витратний підходи. В основі дохідного підходу лежить метод дисконтованих грошових потоків, ринкового - прогнозований курсової приріст акцій об'єднаної компанії, в основі витратного - оцінка вартості чистих активів.

Таблиця 1.4

#### Аналіз моделей оцінювання справедливої вартості фінансових установ

№ з/п	Модель оцінки	Можливість застосування в Україні	Особливості застосування
1	САРМ, модель ціноутворення активів	Обмежене	визначення премії за ризик країни; відсутність репрезентативної вибірки для розрахунку показника бета
2	DDM модель дивідендного дисконтування	Так	необхідність додаткового припущення про дивідендні виплати; визначення вартості власного капіталу ще САРМ
3	Р/Е, Ціна/Надходження	Обмежене	- незначна присутність компаній на фондовому ринку

4	P/S, Ціна/Продажі	Обмежене	- незначна присутність компаній на фондовому ринку
5	P/BV, Ціна/Балансова варт. активів	Обмежене	незначна присутність компаній на фондовому ринку представлені компанії належать до найефективніших підприємств
6	ROE-P/BV, рентабельність вл. кап - №5	Ні	- відсутність суттєвого функціонального зв'язку між наявними показниками на фондовому ринку України
7	Аналіз цінової ціни брокерів	Так	- обмежена кількість публічної інформації щодо очікувань брокерів
8	Аналіз премій	Так	- необхідність врахування фаз економічного циклу при аналізі сплачених премій
9	Метод максимальної створенної вартості	Так	- вимагає Due Diligence
10	EVA, ек. додана вартість	Так	визначення вартості власного капіталу за CAPM рентабельність власного капіталу підприємства має перевищувати його вартість

Джерело: розроблено автором на основі [36].

Найоб'єктивнішим і надійним вважається дохідний підхід, так як за допомогою нього можна оцінити всі джерела синергії, а також завдяки тому, що в його основі лежить концепція про те, що кожен актив, придбаний для отримання доходів, коштує стільки, скільки прибутку він принесе в майбутньому.

Реалізація ринкового підходу представляється скрутною в рамках українського ринку злиттів і поглинань, так як досить складно правильно спрогнозувати, як поведе себе ринок, не всі компанії представлені на біржі і не за всіма угодами вдається знайти докладну інформацію, а також за допомогою даного підходу можна оцінити всі джерела синергії.

За допомогою витратного підходу вдається оцінити лише операційну синергію, при цьому, через те що такий підхід не враховує нематеріальні активи, розрахований ефект синергії буде заниженим. Допускається комбінувати дані підходи для отримання більш коректної оцінки, таким чином, якщо за допомогою дохідного методу розрахований ефект синергії виявляється

завищений, а за допомогою витратного - занижений, то в комбінованому варіанті може вийти більш скоригований прогноз.

За допомогою перспективного підходу оцінимо ефект синергії. При оцінці операційної синергії, необхідно звернути увагу на два основні питання:

в якій формі буде проявлятися синергетичний ефект - чи буде збільшення грошових потоків від існуючих активів або варто очікувати більш високі темпи зростання компанії, або станеться збільшення періоду зростання компанії, а також, наскільки вірогідне зниження вартості капіталу?

коли саме почне діяти синергетичний ефект?

Для появи ефекту синергії потрібно певний період часу і чим більше даний період, тим менше буде значення синергетичного ефекту. Перейдемо до оцінки ефекту відповідно до певними етапами. На першому етапі виділимо ті компанії, які пішли на укладання угод злиття і поглинання добровільно. Визначимо вартість цих компаній методом дисконтування очікуваних вільних грошових потоків фірми (FCFF) за середньозваженою вартістю капіталу.

Другий етап характеризується визначенням вартості об'єднаної компанії без синергетичного ефекту. Вартість нової компанії визначимо як суму вартостей організацій, обчислених на першому етапі.

На третьому етапі знаходимо вартість об'єднаннями ної компанії з урахуванням ефекту синергії. Для початку визначивши з яким темпом буде рости нова компанія і якими будуть її нові грошові потоки, і далі, на основі цих даних визначимо вартість цієї компанії методом дисконтування грошових потоків. Різниця між вартістю об'єднаної компанії, знайденої на даному етапі і вартістю, обчисленої на другому етапі, і буде представляти собою операційну синергію.

У разі застосування для оцінки вартості об'єднаної компанії методу дисконтування грошових потоків через існування різних типів операційної синергії грошові потоки нової компанії можуть бути схильні до різних модифікацій: в результаті злиття можуть бути знижені витрати об'єднаної компанії, що призведе до збільшення її грошових потоків, а також загальної



вартості як в короткостроковому періоді, так і в довгостроковому; нова компанія може отримувати більш високу віддачу від інвестицій, здійснити більшу кількість інвестицій, а також знаходиться в стадії росту більш тривалий проміжок часу.

На думку експертів, використання методу дисконтування грошових потоків при оцінці синергетичних ефектів має багато негативних аспектів в силу наявності у даного методу великого числа обмежень. Тому була розроблена методика оцінки, яка ґрунтується на реальних опціонах [57].

Доцільність даної методики можна оцінити на прикладі. Одна компанія купує маленьку фірму на ринку, що розвивається з великим потенціалом зростання. У цьому випадку компанія-покупець отримує реальну можливість розширити свою діяльність на ринку, що формується, а не набір очікуваних грошових потоків. Що стосується оцінки фінансової синергії, то тут слід зазначити, що спеціальних методик для цього не розроблено. Розглянемо методику оцінки ефекту синергії, запропоновану Іщенко С. М. [42]

Автор методики вважає за доцільне використовувати в якості моделі оцінки ефекту синергії від злиття (поглинання) компаній модель дисконтування грошових потоків, з урахуванням введення запропонованих в статті додаткових змінних. Це, на думку автора, дозволить більш точно і об'єктивно врахувати і оцінити весь спектр прояву форм ефекту синергії. Запропоновану методику можна представити у формулі 1.1:

$$NPVS = - P - E; \quad (1.1)$$

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

де NPVS - чистий приведений ефект синергії;

$\Delta FCFE$  - потік грошових коштів для акціонерів;

$\Delta S$  - приріст виручки;

$\Delta C$  - економія на витратах;

$\Delta T$  - економія на податок на прибуток;

$\Delta NWC$  - економія на інвестиціях в оборотний капітал;

$\Delta Capex$  - економія на капіталовкладеннях;

$\pm \Delta L$  - приріст доходів,

(+) / (-) економія на витратах внаслідок об'єднання управлінських здібностей команди;

$\Delta Debt$  - зміна чистого боргу (з урахуванням фінансової синергії);

$\Delta I$  - додаткові інвестиції на реструктурування;  $re$  - прибутковість акціонерного капіталу (бар'єрна ставка);

$P$  - премія, що виплачується при поглинанні компанією-покупцем акціонерам компанії-мети;

$E$  - витрати покупця в ході процесу поглинання.

Новими змінними в даній моделі є премія, що виплачується при поглинанні ( $P$ ), витрати покупця при поглинанні ( $E$ ), додаткові інвестиції ( $\Delta I$ ), приріст або економія на витратах ( $\Delta L$ ), а також приріст виручки ( $\Delta S$ ) і економія на витратах ( $\Delta C$ ). Методика угод дозволяє більш точно і об'єктивно врахувати і оцінити весь спектр прояву форм ефекту синергії (як кількісних, так і якісних) від злиттів і поглинань компаній і дасть можливість відбирати і укладати тільки ті угоди злиття і поглинання, які будуть перспективними з точки зору розвитку підприємства .

Пропонована послідовність дій дозволяє оцінити розмір грошових потоків до угоди ( $FCFE$ ,  $FCFF$ ), визначити ставку дисконтування ( $WACC$ ), знайти швидкість росту в прогностному періоді ( $g$ ), виявити кінцеву вартість ( $CV$ ), розрахувати вартість компанії ( $PV$ ), встановити прибутковість акцій компанії ( $R_i$ ), отримати прибутковість ринкового значення ( $R_{mi}$ ), вирахувати аномальну кумулятивну прибутковість ( $CAR$ ), зробити висновки по всім розрахункам. Чистий грошовий потік для компанії визначається за формулою 1.2:

$$FCFF = EBIT (1 - T) - (CE - D) - \Delta NCWC, \quad (1.2)$$

де  $EBIT$  (Earnings Before Interest an Taxes) - прибуток до виплати відсотків за зобов'язаннями і податків;

$T$  - ставка податку;

$CE$  (Capital Expenitres) - капітальні витрати;

$D$  - амортизація;

ΔNCWC (Non-Cash Working Capital) - зміни величини негрошової частини оборотного капіталу.

Для знаходження поточної і кінцевої вартостей (PV, CV) нам знадобилося знайти середньозважену вартість капіталу WACC за формулою 1.3:

$$WACC = E / V \times Re + D / V \times (1 - Tax) Rd, \quad (1.3)$$

де E - ринкова вартість акціонерного капіталу компанії, що купується, виміряна ринковою капіталізацією;

D - ринкова вартість позикового капіталу компанії, що купується, значення якої еквівалентно ринковій вартості випущених компанією боргових інструментів;

V - сумарна вартість акціонерного і позикового капіталу ( $V = E + D$ );

E / V - частка акціонерного капіталу в загальному капіталі;

D / V - частка позикового капіталу в загальному капіталі; Tax - ставка оподаткування компанії, що купується;

Re - вартість акціонерного капіталу;

Rd - поточна вартість боргового фінансування.

Продовжена вартість CV (Continuing Value) розрахована за формулою 1.4:

$$CV_t = FCF_{t-1} / (WACC - g) = FCF_t (1 + g) / WACC - g, \quad (1.4)$$

де t - розрахунковий період.

При використанні методу зростання FCF в розрахунку CV передбачається, що чисті грошові потоки компанії будуть збільшуватися з постійною швидкістю

g протягом нескінченного періоду.

Швидкість зростання g можна екстраполювати за даними зростання попередніх періодів або прийняти за довгострокові темпи приросту ВВП держави (при припущенні про поступальний розвиток економіки), якщо компанія працює на місцевому рівні, або темпи зростання світової економіки, якщо вона працює на міжнародному рівні.



Точність отриманого розрахунку перевірена через модель грошових потоків для акціонерного капіталу за формулою 1.5:

$$FCFE = NI - (CE - D) - \Delta NCWC - (PR - NDI) \quad (1.5)$$

$$NI = (EBIT - I) \times (1 - T) \quad (1.6)$$

де NI - чистий прибуток;

PR - виплати за зобов'язаннями;

NDI - нові позики;

I - виплати відсотків за зобов'язаннями (твір ставки за зобов'язаннями і величини зобов'язань).

Дивіденди за привілейованими акціями теж включаються до розрахунку при їх наявності.

Поточна вартість акціонерного капіталу визначена за формулою 1.7:

$$PV = \sum FCFE_t / (1 + WACC) \quad (1.7)$$

Ретроспективний аналіз.

При аналізі значень CAR ми порівнювали прибутковості акцій і біржовий індекс РТС через 6 місяців після офіційного оголошення про угоду.

Ціна акції компанії в момент t-1 і в момент t, Прибутковість акції компанії в момент t, %, Прибутковість ринкового індексу в момент t, %, Значення ринкового індексу в момент часу t-1 і в момент t.

Отже, ми ознайомилися з методиками оцінки M&A та визначили їх переваги та недоліки, навівши методологію розрахунків у представлених формулах.

## **Висновки до розділу 1**

Злиття, під яким ми пропонуємо розуміти інтеграцію двох або більше компаній на основі добровільної згоди об'єднати активи та продовжувати діяльність як нова юридична особа або в складі нині існуючої з пропорційним або договірним правом управління та прийняття рішень із метою розширення

сфери впливу та господарської влади компанії, досягнення конкурентних переваг, збільшення ринкової вартості компанії та отримання синергетичного ефекту.

Поглинання - інтеграція двох або більше компаній на основі встановлення абсолютного контролю компанії-покупця над іншими компаніями внаслідок повного або часткового права власності на її активи або купівлі контрольного пакету акцій із метою розширення сфери впливу та господарської влади компанії, досягнення конкурентних переваг, збільшення ринкової вартості компанії та отримання синергетичного ефекту.

Транскордонні злиття і поглинання є проявом глобалізації. Ми дійшли висновку. Головними передумовами розвитку цього явища вважаються швидкі технологічні зміни, фінансова дерегуляція та глобальна конкуренція.

Аналізу ринку FMCG засвідчив, що він є одним з найбільш конкурентних і давно сформованих, як по рівню конкуренції, так і за способами, інструментам просування і розвиненості технологій продажів. В умовах жорсткої конкуренції з метою росту компаній даного сегменту, лідери індустрії часто поглинають місцевих виробників задля збільшення ринкової частки у окремих країнах.

Більшість угод злиття і поглинань у галузі товарів повсякденного споживання здійснюється для отримання синергетичного ефекту, тому основним елементом оцінки економічних передумов і ефективності угоди є розрахунок синергії.

Модель дисконтування грошових потоків, з урахуванням введення додаткових змінних дозволяє більш точно і об'єктивно врахувати і оцінити весь спектр прояву форм ефекту синергії.

## **2. АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА НА ПРИКЛАДІ ГАЛУЗІ ТОВАРІВ ПОВСЯКДЕННОГО ПОПИТУ**

### **2.1. Аналіз фінансово-господарської та зовнішньоекономічної діяльності ТОВ «Юнілевер Україна»**

Розглянемо організацію Unilever. Компанія Unilever була створена в 1930 році шляхом злиття Маргаринового союзу Голландії (Margarine Uni) і миловарної компанії Lever Brothers з Британії. Мотивом для цього злиття була можливість отримання економії від закупівлі сировини, яка в рамках даної роботи є синергетичним ефектом. Таким чином, історія компанії почалася з масштабного злиття, а, потім, угоди злиття і поглинання на протязі всієї діяльності компанії були основним інструментом для зростання і розширення компанії. За час свого існування Unilever уклала 250 угод злиття з різними компаніями, але 210 компаній були в подальшому перепродані.

Зараз бізнес компанії поділений на 4 сегменти: засоби по догляду за будинком - 18% (Home Care), освіжаючі напої - 19% (Refreshment), продукти харчування - 30% (Foods) засоби по догляду за собою - 33% (Personal Care) . Також в компанії розділене операційне управління за географічним принципом (Америка, Західна Європа і всі інші регіони: Азія, Африка, Центральна та Східна Європа), що дає компанії здійснювати злиття і поглинання локальних виробництв успішних на тому чи іншому ринку, тому на різних географічних ринках найчастіше представлені різні бренди. Варто зазначити, що така стратегія не часто зустрічається в FMCG секторі, для якого характерна покупка тільки глобальних гравців, представлених на більшості географічних ринків відразу.

Особливу увагу компанія приділяє діяльності у країнах, що розвиваються географічних ринках, зараз їх частка в діяльності Unilever становить 40%. У 13 країнах, що розвиваються продажі компанії перевищують 0,5 млрд. Євро, і зростання продажів тут перевищує загальне зростання в компанії.

На даний момент Unilever є одним з найбільших виробників споживчих товарів. Щодня близько 160 мільйонів людей використовують продукцію компанії. У портфель компанії входить більше 400 брендів, представлених більш ніж в 190 країнах. Бренди компанії представлені в різних цінових категоріях, що дозволяє компанії охопити велику цільову аудиторію і не



здійснювати конкуренцію між брендами всередині портфеля. Найбільш популярні бренди, такі як Heartbrand, Knorr, Dove і ще 8 інших, які оцінюються більш ніж в 1 млрд. євро кожен, ще 17 компаній коштують від 0,5 млрд. євро., а вартість 34 перевищує 250 млн. євро.

Діяльність на українському ринку компанія почала з імпорту товарів по догляду за собою в 1991 році, а потім почала розвивати власне виробництво. Першою М & А угодою Unilever в Росії, сталася в 1998 році, стало придбання Московського маргаринового заводу (ММЗ). Потім в 2000 році компанія придбала Bestfoods, якій належали торгові марки Knorr і Hellmann's, результатом даного об'єднання стало відкриття нового заводу в м Тулі.

Далі в 2002 році відбулося офіційне відкриття фабрики з розфасування чаю, збудованої в м.Санкт-Петербурзі. У 2008 році Unilever виходить на український ринок морозива за допомогою придбання компанії Инмарко. Останньою операцією М & А до злиття з ТОВом «Паллада Україна» стає придбання компанії Балтімор в 2009 році. Таким чином, за станом на 2011 рік компанія Unilever є власником 7 українських підприємств, а інвестиції в українську економіку перевищують 1 млрд. Євро.

Однією з причин для вчинення злиття з ТОВом Паллада було зростання сегмента засобів по догляду за собою (4,2% в 2010 році, в той час як інші сегменти росли 1,2% -2,2%).

ТОВ «Паллада Україна» почав свою діяльність в 1942 році з запуску фабрики в Єкатеринбурзі «Уральські самоцвіти», а свою нинішню назву придбав лише в 1999 році під час проведення національного ребрендингу. У 2004 році компанія стає публічною, здійснивши розміщення своїх акцій на ММВБ і лістинг на РТС, а так же, зробивши запуск програм АДР (American Depositary Receipt) першого рівня.

ТОВ здійснює свою діяльність, як у східній, так і в західній Європі, однак переважна більшість продукції продається на українському ринку (80%), на Україні (9%) і в Казахстані (5%), а також в інших країнах СНД. Також до складу ТОВ крім головної компанії в Єкатеринбурзі, входять підприємства:

«Паллада-Україна», «Глав-казка Інтернешнл», «Dr. Scheller Beauty Center» (Німеччина), Kalina International SA (Швейцарія), Kalina Overseas Holding B.V. (Нідерланди), DSN Cosmetics GmbH (Німеччина) і Rychkon Limited (Кіпр).

Таблиця 2.1

**Показники ефективності компанії Unilever, тис. грн.**

Показник \ Рік	2013	2014	2015	2016	2017
Операційний прибуток, EBIT	315703	378844	454613	545535	654642
Амортизація, D&A	49863	54850	60335	66368	76324
Податки, Taxes	94753	115599	141030	172057	209910
Капітальні витрати, CAPEX	106177	124227	145345	170054	198963
Чистий оборотний капітал, NWC	93890	133323	189319	268833	381743
Вільний грошовий потік, FCA	136867	154435	172576	190278	209183
Дисконтований грошовий потік, DFCF	124549	127888	130049	130484	130538
Кінцева вартість, Vterm	-	-	-	-	2704268
Вартість, EV	-	-	-	-	3347774

Джерело : побудовано автором за даними [36].

Основні бренди, що приносять компанії 80% сукупних продажів і 85% виручки: «Чиста лінія», «100 рецептів краси», «Оksamитові ручки», «Чорна перлина», «Лісовий бальзам». У портфелі також представлені такі відомі бренди як «Маленька фея», «32», «Дракоша».

У період з 2008-2010 рік бізнес ТОВ «Паллада Україна» показував стабільне зростання із середньорічним темпом 13%. Високі показники можна пояснити сегментацією продукції за ціноюю ознакою і виділення цільової аудиторії (старше 30 років), яка дозволяє уникнути основної конкуренції з провідними брендами L'Oreal і P & G.

На підприємстві спостерігається зростання результативних показників діяльності. Так, обсяг виробництва в діючих цінах зріс у 2017 р. порівняно з

2016 р. на 15,1 %, що зумовлено в основному зростанням цін на готову продукцію. Проте спостерігається зростання обсягу виробництва, обчисленого і за продукцією в порівняних цінах, темп зростання 7,03 %. Динаміка реалізованої продукції теж позитивна, тільки на 2,8 відсоткових пункти зростання обсягу реалізації відстає від темпу зростання виробленої продукції.

Незважаючи на стрімке підвищення собівартості реалізованої продукції (на 32,8 %), прибуток від операційної діяльності збільшився на 10,5 %, що пояснюється зростанням у 2017 р. доходів від іншої операційної діяльності. Величина прибутку від звичайної діяльності має від'ємний приріст (-5,5 %), зумовлений збитками від фінансової діяльності.

У зв'язку зі зменшенням бази оподаткування (податкового прибутку) в 2017 р. порівняно з 2016 р. кінцевий фінансовий результат - чистий прибуток - збільшився на 9,8 %.

Таким чином, оцінюючи діяльність підприємства ТОВ «Паллада Україна» за результативними абсолютними показниками, можна зробити висновок про його поліпшення в 2017 р. порівняно з 2016 р.

Незважаючи на позитивну тенденцію абсолютних результативних показників діяльності підприємства, ефективність роботи підприємства в 2017 р. порівняно з 2016 р. знизилась. Спостерігається зменшення загальної рентабельності підприємства: на 4,4 відсоткового пункта рентабельність, обчислена на основі прибутку до оподаткування, і на 1,2 пункта - за прибутком після оподаткування. Майже на третину зменшилась

Аналізуючи показники, можна зробити висновок, що падіння ефективності роботи підприємства зумовлене насамперед зниженням ефективності використання основних засобів - спостерігається зниження фондівіддачі й суттєве зменшення фондорентабельності. Зазначені зміни відбулися, незважаючи на позитивну тенденцію показників ефективності використання персоналу, - зростання рівня продуктивності праці, зменшення витрат на персонал (за показником зарплатомісткості продукції), а також прискорення обертання обігових коштів.



Традиційний підхід до оцінювання роботи підприємства не завжди відображає об'єктивну картину його діяльності. Деякі західні компанії використовують як узагальнюючий показник ефективності альтернативний критерій, відомий як додана економічна вартість (EVA - economic value added).

Економічна додана вартість (EVA):

$$EVA = \text{Операційний прибуток} - (\text{Середньозважена вартість капіталу} \times \text{Загальний задіяний (інвестований) капітал}).$$

Вихід на зовнішній ринок самостійних суб'єктів господарської діяльності повинен сприяти пристосуванню економіки до системи світогосподарських відносин, формуванню економіки відкритого типу. Прагнення отримати прибуток більший, ніж усередині країни, спонукає підприємства виходити на міжнародний ринок. Згідно з чинним законодавством, підприємство має право самостійно визначати форми, методи та обсяги праці на зовнішньому ринку.

Для ефективного керівництва ЗЕД на рівні підприємства необхідна адекватна умовам його роботи структура управління. Розрізняють:

- організаційно-виробничу структуру;
- структуру управління;
- організаційну структуру підприємства.

На будь-якому підприємстві є система, яка управляє, і система, якою управляють. До першої належать органи, служби, апарат управління. До другої-виробничі підрозділи (цехи, участки, відділи).

Організаційно-виробнича структура відображає побудову системи, якою управляють, структура управління - системи, яка управляє, а організаційна структура підприємства - побудову і взаємозв'язок обох систем.

На підприємствах за останні 15 років набуто значного досвіду здійснення зовнішньоекономічної діяльності. Як приклад проаналізуємо організацію зовнішньоекономічної діяльності підприємства ТОВ „Паллада Україна”.

Діюча у ТОВ «Паллада Україна» система якості цілком відповідає міжнародному стандарту ISO 9001, що підтверджено сертифікатом схвалення, виданим міжнародним сертифікаційним органом Bureau Veritas Quality

International. Найбільш стабільними є зовнішньоекономічні відносини з Білорусією, Туркменістаном, Узбекистаном, Казахстаном.

Зовнішньоекономічна діяльність підприємства є одним із найважливіших напрямів розвитку, адже воно імпортує близько 85 % продукції.

Основними завданнями та функціями Дирекції із зовнішньоекономічної діяльності та маркетингу (далі - Дирекції) є:

- організація зовнішньоекономічної діяльності підприємства за номенклатурою, встановленою і погодженою із правлінням підприємства;

- вивчення ринку, участь у розробці товарної, науково-технічної, цінової, збутової, рекламної та іншої стратегії підприємства. Виробництво та поширення рекламних і демонстраційних матеріалів, розрахованих безпосередньо на споживачів продукції підприємства, а також організація і проведення виставок, експозицій, аукціонів та інших заходів, пов'язаних з підвищенням реалізації і просуванням продукції підприємства на ринку збуту;

- організація експорту та імпорту продукції за номенклатурою, встановленою директором з маркетингу і погодженою з правлінням підприємства, а також зовнішньоекономічних та інших операцій, побудованих на формах зустрічної торгівлі між підприємством та іноземними суб'єктами господарської діяльності;

- визначення методів досягнення поставлених цілей, розробка тактики зовнішньоекономічної діяльності підприємства;

- вибір засобів для досягнення поставлених цілей на окремих етапах, напрямах зовнішньоекономічної діяльності підприємства;

- забезпечення надання іноземним суб'єктам господарської діяльності виробничих, транспортно-експедиційних, страхових, консультаційних, маркетингових, експортних, посередницьких, брокерських, агентських, консигнаційних, рекламних послуг підприємства;

- участь у рекламній діяльності, проведення виставок, аукціонів, торгів, конференцій, симпозіумів, семінарів та інших заходів, пов'язаних з підвищенням реалізації і просування продукції підприємства на ринку збуту;

сприяння розвитку взаємовигідного співробітництва і забезпечення спільної підприємницької діяльності між підприємством та іноземними суб'єктами господарської діяльності.

Таблиця 2.2

**Гергафічна та товарна структура імпорту ТОВ «Паллада Україна», тис. грн.**

Країна	Група, код групи за УКТЗЕД	Обсяг, тис. грн.	Частка
Німеччина	28 продукти неорганічної хімії	8439	54,5
Польща	28 продукти неорганічної хімії	4698	30,3
Угорщина	29 органічні хімічні сполуки	1587	10,2
Словаччина	34 мило, поверхнево-активні органічні речовини	517	3,3
Франція	38 різноманітна хімічна продукція	245	1,6
Разом	VI. Продукція хімічної та пов'язаних з нею галузей промисловості	15486	100

Джерело: побудовано автором за даними компанії.

Взаємодії з іншими підрозділами здійснюються на основі положень про кожен структурний підрозділ, посадових обов'язків та стандартів підприємства.

Кадровий склад Дирекції із зовнішньоекономічної діяльності та маркетингу становить близько 60 спеціалістів різних кваліфікацій. Реалізація продукції тісно пов'язана з аналізом виконання договірних зобов'язань щодо поставок продукції. Невиконання договірних зобов'язань спричиняє зменшення виручки, прибутку, штрафні санкції. Крім того, за умов конкуренції підприємство може втратити ринки збуту продукції, що призведе до спаду виробництва.

Особливо важливе значення для підприємства має виконання міжнародних угод та державних контрактів. Це гарантує підприємству збут продукції, своєчасну її оплату, податкові та кредитні пільги.



## **2.2. Аналіз ефективності злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємства в країнах, що розвиваються**

Міжнародні угоди злиття і поглинання стали реальністю для всіх типів компаній. Власники приватного бізнесу визнали той факт, що в умовах постійно мінливого ринку, зростання конкуренції та добре продумані і вдало здійснені транзакції з міжнародних злиттів і поглинань можуть значно збільшити вартість їхніх компаній.

Нині міжнародні злиття і поглинання займають міцне місце в політиці приватних компаній в якості основного стратегічного інструменту для розвитку бізнесу. Міжнародні угоди по ЗіП колись належали до сфери інтересів великих міжнародних компаній, але в даний час вони є потужним інструментом у руках величезного кола компаній, що прагнуть до зростання. Міжнародні можливості стають більш очевидними і досяжними, і власники приватного бізнесу активно їх використовують.

За даними різних компаній, які відстежують світовий ринок злиттів і поглинань (Mergers and acquisitions, скорочено M&A) в 2013 році обсяг угод M&A в грошовому вираженні склав від \$2,3 трлн. до \$2,68 трлн. Так, за даними міжнародної компанії Dealogic глобальний ринок M&A зріс на 9% до \$2,68 трлн. При цьому було здійснено більше 37 тис. угод M&A.

У той же час за даними дослідження Ernst&Young «Огляд ринку M&A за 2013» активність на світовому ринку M&A скоротилася на 6,2% порівняно з 2012 роком і склала \$2,3 трлн. За даними Ernst&Young в 2013 році було оголошено про 37257 угод. Активність на глобальному ринку M&A в більшості галузей знизилася в порівнянні з 2012 роком, але все ж таки спостерігалася збільшення кількості угод тільки в електроенергетиці та ПЕК, а також у сфері нерухомості. Найбільший спад відбувся в гірничодобувній, металургійній галузях (на 27%) та нафтогазовому секторі (на 21 %).



Беручи до уваги зростаюче значення ринків, що розвиваються, в розділі аналізуються регіони, де здійснюється більшість угод M&A – Північна Америка і, зокрема, країни БРІК, в яких 48 і 59% відповідно респондентів – власників приватного бізнесу планують подібні угоди в найближчі роки.

І тільки 8% приватних підприємців допускають можливість продажу бізнесу протягом наступних років. Проте, ця цифра говорить скоріше не про дисбаланс попиту та пропозиції в майбутньому, а про те, що завжди існуватиме значна кількість підприємці, готових продати свій бізнес за власною ініціативою або у зв'язку з непередбаченими обставинами.

Також, наприклад, в таких країнах, як Канада, Австралія, Великобританія відмічено високу кількість респондентів, які прагнуть продати свій бізнес в наступні три роки, порівняно з власниками приватного бізнесу в Індії та Китаю, які, в основному, націлені на можливі придбання. Це пов'язано з тим, що протягом 2007-2008 рр., в період загострення світової фінансової кризи і незважаючи на нестабільність фінансових ринків Китай та Індія пережили бурхливий розвиток, і починаючи з 2007 року зросло прагнення багатьох власників бізнесу в цих країнах стати учасниками ринку цінних паперів.

На даному етапі підприємці з країн БРІК більше сконцентровані на збільшенні вартості бізнесу, ніж на її реалізації та зацікавлені в дотриманні власної стратегії зростання через поглинання як усередині країни, так і за кордоном. Дану тенденцію можна простежити на прикладі Китаю (67%) і Бразилії (64%), де число підприємців, плануючих злиття, значно перевищує показники решти країн, залишаючи далеко позаду США (48%).

Приватні підприємці Китаю прагнуть придбати брендові компанії в Північній Америці і Європі, а також канали збуту продукції. Це особливо важливо для вихідних виробників, які в умовах жорсткої конкуренції прагнуть скоротити ланцюжок «виробник – кінцевий споживач». Завдяки зміцненню національної валюти Китаю вони стають більш впевненими гравцями на ринку злиттів і поглинань. Зростання економіки країни також істотно вплинуло на ринок угод по ЗіП в Китаї. Ринок злиттів і поглинань всередині країни



підживлюється фінансуванням з боку інвестиційних ринків, і це дозволяє провідним компаніям зміцнювати промисловість країни.

Зважаючи на багатий досвід в області злиття і поглинань, не дивно, що більше 40% респондентів в Північній Америці допускають можливість розширення свого бізнесу через поглинання навіть в умовах нестабільної економіки.

Аналіз глобального ринку злиттів і поглинань в умовах світової економічної кризи дозволив виявити специфічні особливості розвитку ринку злиттів і поглинань:

- зниження кількісного і вартісного обсягу угод;
- зміна галузевої структури і мотивації угод; зростання числа скасованих угод унаслідок відсутності достатнього обсягу власних коштів і важко доступність позикових коштів;
- зниження частки транскордонних злиттів і поглинань; активна участь держави в якості суб'єкта ринку корпоративного контролю;

збільшення в загальній структурі операцій M&A саме злиттів, а не поглинань.

Значимість країн, що розвиваються та нових країн з ринковою економікою на сучасному ринку M&A в умовах кризи ринку значно зросла. У данному контексті країнами, що розвиваються вважаються ті, що відповідають класифікації МВФ.

На тлі прискорення темпів ділової активності на глобальному ринку M&A ринки, що розвиваються залишаються основним центром злиття і поглинань. Згідно нового звіту The Boston Consulting Group (BCG) можна припустити, що найближчим часом ця ситуація залишиться незмінною. Бразилія, Росія, Індія і Китай (БРІК) є лідерами за кількістю злиттів і поглинань – на них припадає 60% угод M&A. Швидко зростаючий споживчий сектор цих країн привертає найвідоміших покупців. Кожна четверта угода M&A відбувається з компанією з ринків в якості продавця або покупця. Компанії – покупці з країн БРІК



знаходяться в пошуках активів, які можуть служити платформою для глобальної експансії.

Компанії слідує трьом основним інвестиційним принципам:

- 1) доступ до енергетичних і природних ресурсів з метою надання імпульсу економічному розвитку своїх країн;
- 2) прагнення задовольнити зростаючий попит на споживчі товари з боку середнього класу;
- 3) придбання ноу-хау в галузі менеджменту та високих технологій.

Прагнення до додаткових знань та навичок в області управління в поєднанні з отриманням доступу на нові ринки стає основною мотивацією вихідних M&A компаній з країн БРІК. Це особливо характерно для Китаю.

Одночасно і компанії-покупці з розвинених країн переглянули свою мотивацію щодо придбання компаній з країн БРІК і з інших ринків, що розвиваються. Тепер вхідні угоди M&A обумовлені не тільки пошуком дешевих ресурсів і робочої сили, а й прагненням забезпечити зростання в регіонах з швидко формуючим середнім класом і зростаючими доходами. Останні успішні угоди таких компаній з розвинених країн, як Cardinal Health, Disney і Unilever, які придбали активи в країнах БРІКС, можуть сприяти зростанню активності інших компаній, орієнтованих на прямий контакт із споживачем.

Успішні M&A на ринках, що розвиваються нелегко даються інвесторам. Майже всім компаніям-покупцям з ринків, що розвиваються вдається генерувати більш високий прибуток у результаті злиття і поглинань, ніж покупцям з розвинених країн. Як правило, покупці з країн, що розвиваються краще знайомі з культурою, мовою і ринком цільових компаній, і ця обізнаність перетворюється на перевагу в процесі укладання угоди. У результаті середня наднормативна прибутковість на акцію компаній із країн, що розвиваються, котрі купують активи на ринках, що розвиваються становить 2,1% порівняно з 1,0% для покупців з розвинених країн.

Однак ця перевага майже сходить нанівець, якщо компанія – покупець з розвинених ринків має великий досвід угод у країнах, що розвиваються. Згідно з дослідженням BCG, середня наднормативна прибутковість на акцію компаній з розвинених країн, які уклали шість або більше угод на ринках, становить 2%. Чим більше угод на рахунку у компанії-покупця з розвинених країн, тим більше знань вона набуває, і це значно підвищує її шанси на успіх.

У 2013 року вперше в історії корпорації з країн, що розвиваються, витратили на транскордонні поглинання більше, ніж це зробили компанії з розвинених держав. На компанії з Бразилії, Росії, Індії, Китаю та ЮАР припало 56% всіх придбань у фінансовому вираженні.

Якщо скласти частки країн, що розвиваються та країн з перехідною економікою, вийде 76%. У цілому за рік цей показник виріс на 5% до \$349 млрд. Паралельно обсяг прямих іноземних інвестицій зріс до \$100 млрд., і 39% з них припадає на інвесторів з країн, що розвиваються. За 14 років їх частка зросла більш ніж утричі. Експерти пояснюють зміну пропорцій тим, що активність інвесторів з розвинених країн на зовнішніх ринках зменшилася після кризи, – і поки що ця тенденція зберігається.

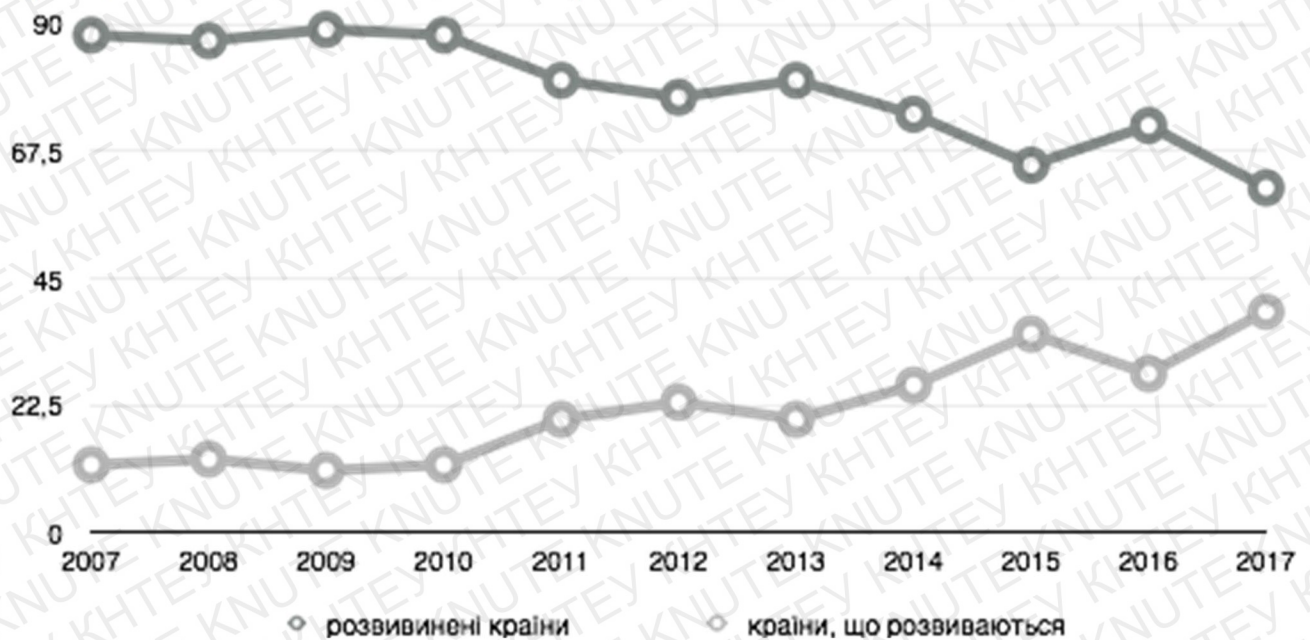


Рис. 2.1

відтоку ПІІ по групах країн, 2007- 2017 рр. (%) [35].



Головним покупцем серед ринків ЗіП залишається Китай (\$101 млрд.). Найбільшими угодами минулого року було придбання китайською нафтовою корпорацією CNOOC канадської Nexen за \$15,1 млрд., а також \$5-мільярдна угода про придбання м'ясопереробною компанією Shuanghui американського виробника Smithfield Foods. На другому місці серед країн, що розвиваються, – і на четвертому у світі – Росія, якій піднятися в списку дозволила передусім купівля «Роснефтью» холдингу ТНК-ВР.

За підтримки держави китайські компанії з кожним роком збільшують інвестиції в купівлю іноземних підприємств. Після фінансової кризи китайські компанії не упустили можливість вигідного продажу частини зарубіжних активів. З 2005 по 2010 р. в Китаї щорічне зростання інвестиційної активності перевищував 20%.

Для оцінки ефективності та її порівняння при злитті та поглинанні компаній-цілей у розвивених країнах та країн, що розвиваються, пропонуємо використати показник CARR.

Після оцінки прибутку для цінних паперів, необхідно отримати показник доходу за кожен день у вікні події. Отже, середній прибуток оцінюється для М&А з американськими компаніями-цілями та з країн, що розвиваються - окремо. ARR розраховуються наступним чином:

$$ARR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N AR_{it} \quad (1.8)$$

де  $AAR_t$  - середній дохід на день  $t$ ;

$N$  - кількість подій у вибірці.

Браун і Уорнер (1985) стверджують, що загальним є спостереження за витоком інформації стосовно відповідної події, в даному випадку М & А. Це може призвести до збільшення або зменшення прибутку акціонера навіть до оголошення намірів про М&А. Крім того, ринок не одразу реагує на зміни і може пройти якийсь час, щоб повністю відредагувати ціну акцій після дати оголошення. Отже, ААР є поганим показником загального впливу



інформаційного витоку. Кращим індикатором буде СААР, який є сумою ААР у визначеному вікні події. СААР розраховується таким чином:

$$CAAR_T = \sum_{t=1}^T AAR_t \quad (1.9)$$

де T - кількість днів у вікні події;

AAR<sub>t</sub> - середній дохід на день t.

поглинання з компаніями з США та країн, що розвиваються. СААР розраховується в 51-денному вікні подій навколо дня оголошення. СААР розраховується в 51-денному вікні подій навколо дня оголошення.

Усі результати показують негативні СААР (кумулятивний середній аномальний прибуток) для всієї вибірки (рис. 2.1).

Середній аномальний дохід у день оголошення - 0.078% для всієї вибірки, - 0.06% для цілей злиття та поглинання в США та -0.14% для компаній злиття та поглинання в ринках, що розвиваються, що є незначним як у фінансовому, так і в статистичному плані. Процес злиття та поглинання, що стосується цільових компаній у ринках, що розвиваються, показав нижчу кумулятивну середню ненормальну прибутковість для еквайрингових організацій (які беруть участь у придбанні).

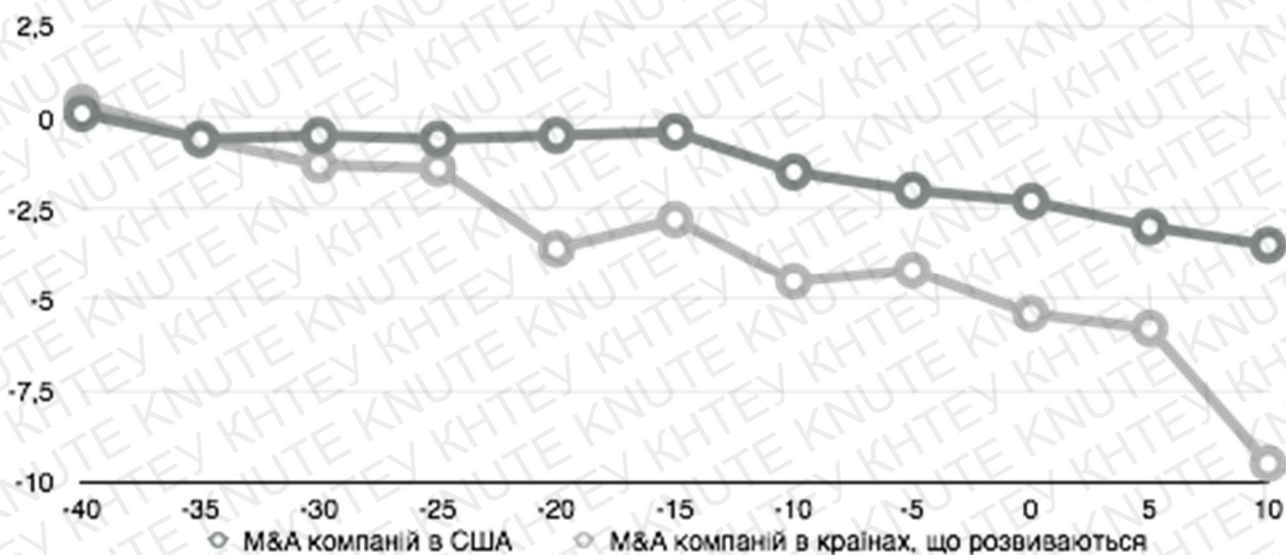


Рис. 2.2 Кумулятивний середній аномальний прибуток від злиття і поглинання з компаніями з США та країн, що розвиваються [35].

У найбільшому вікні подій (51 день), СААР для попередньої вибірки оцінюється на рівні -3,57%, тоді як для останньої вибірки - 9,6%. Таким чином, розвинені країни-еквайриери генерують більш високі прибутки своїм акціонерам, коли оголошують про придбання американської цільової фірми, ніж тоді, коли вони оголошують про придбання компанії, в країні, що розвивається.

Загальний обсяг злиттів і поглинань китайськими підприємствами за кордоном від 10,3 млрд. доларів США в 2008 році збільшився до 101 млрд. доларів США в 2013 році, таким чином за п'ять років він зріс більш ніж у 10 разів. В 2013 році частка Китаю в світовому ринку транскордонних злиттів і поглинань продемонструвала значне зростання: на другому місці за вихідними операціями, на 4 місці по вхідних операціях і на другому місці по операціях усередині країни. У 2014 році китайський ринок злиттів і поглинань стане ще більш привабливим, тому що Китай як і раніше володіє величезними валютними резервами, потужні китайські підприємства залучають ще більше уваги за кордоном.

Основна причина неухильного зростання злиттів і поглинань в Китаї протягом останніх п'яти років полягає в тому, що технологічні сили Китаю стають потужнішими, зрівнюючи з багатьма розвиненими країнами. Китай також має більш високий рівень експортного потенціалу інновацій та високих технологій.

Активність Китаю в сфері придбання зарубіжних активів пояснюється сукупністю кількох факторів, що включають в себе можливий доступ до закордонних природних ресурсів, зміцнення позицій підприємства на ринку, підтримка держави та ін. Основною тенденцією покупок зарубіжних активів саме китайськими підприємствами центрального підпорядкування пояснювалося видачею кредитів державою, так як Китай зацікавлений у



перерозподілі ресурсів на карті світу. На сьогоднішній час відбуваються зміни в тенденціях злиттів і поглинань китайськими підприємствами за кордоном. Китайські приватні компанії вже обігнали державні, перетворившись на головну силу китайських придбань і злиттів за кордоном. Цілі злиттів і поглинань китайських підприємств за кордоном також переходять від традиційних природних джерел енергії до високих технологій і брендів.

Європа вже стала найбільшим ринком для злиттів і поглинань китайськими підприємствами. Китай розглядає можливість інвестувати в Великобританію, є чимало історій успіху інфраструктурних проєктів за участю китайських інвестицій, наприклад, придбання акцій Thames Water і т. д.

Китайські інвестиції відіграють важливу роль у прискоренні розробки інфраструктури в країнах Латинської Америки. За останні 10 років, з отриманням вигоди від зростання оптових цін на сировинні товари, Бразилія, Венесуела, Перу та інші держави отримали досить швидкий економічний розвиток, однак стали ще більш помітні недоліки в таких об'єктах інфраструктури як електроенергетика, транспорт, телекомунікації і т. д.

Китайські підприємства інвестують в такі проєкти як будівництво електростанцій, залізниць, портів і т. д. В багатьох країнах Латинської Америки інвестиції Китаю зіграли велику роль у вирішенні проблеми дефіциту електроенергії в країні (наприклад будівництво гідроелектростанції в Еквадорі).

Вступаючи в 2014 рік, китайські підприємства продовжують набирати силу на глобальному ринку злиттів і поглинань.

Враховуючи ситуацію на світовому та європейському ринках злиттів і поглинань, де суми угод за аналогічний період впали на 3% і 12% відповідно, позиції українського ринку злиттів і поглинань представляються ще більш стійкими. Все це підтверджує відносну здатність українського ринку адаптуватися до впливу чинників, що визначають стан і розвиток світової економіки. Що стосовно Бразилії, то після рекордних показників зростання економіки у 2007-2008 рр. не виявлено яких-небудь ознак зниження темпів зростання. Близько 64% відсотків респондентів планують поглинання в



найближчі роки, оскільки місцеві фірми, що володіють великими грошовими коштами, прагнуть захистити і зміцнити свої позиції через перспективи економічного зростання всередині країни.

Індія трохи відстає від Китаю і Бразилії – 46% відсотків її респондентів планують зростання через поглинання. Це всього лише на 2% менше вже усталеного ринку злиттів і поглинань в Сполучених Штатах. Реформи в Індії, що проводяться з початку 90-х років, допомогли розкрити економічний потенціал країни та позиціонували її як одну з найбільш швидко зростаючих країн світу. Зростання прискорюється, чому сприяє динамічно розвинута сфера інтелектуальних послуг, а також розширюється виробнича база.

Два фактори визначають іноземні поглинання індійськими приватними компаніями.

По-перше, вони прагнуть бути конкурентоспроможними в глобальному масштабі і знаходитися ближче до своїх клієнтів; по-друге, вони прагнуть купувати технології. В даний час залучення коштів відбувається простіше, ніж 10 років тому. Зараз приватні компанії налаштовані особливо позитивно.

Таким чином, економічна криза і швидке зростання економік країн, що розвиваються змінили ринок злиттів і поглинань. БРІК зараз є одним з найбільш успішно функціонуючих об'єднань країн з перспективним потенціалом. Статистичні дані показують, що компанії з даних країн стають все більш популярними і як об'єкти купівлі, і як ініціатори міжнародних угод.

Дана тенденція обумовлена, тим, що компанії на ринках, що розвиваються встигли наростити власний капітал, тоді як у компаній з розвинених ринків спостерігається значна частка боргу у вартості, що також пов'язане зі слабкістю фінансових ринків країн, що розвиваються.

### **2.3. Оцінка синергетичних ефектів при аналізі злиття ТОВ «Юнілевер Україна» та ТОВ «Паллада Україна»**

Оцінка синергії від злиття компаній Unilever та ТОВ «Паллада Україна», відбувалась двома способами. Перший спосіб оцінки передбачає оцінку кожного синергетичного ефекту окремо і їх суму для оцінки загальної синергії.

Нагадаємо, що ТОВ «Паллада Україна» представлена в наступних сегментах: засоби по догляду за обличчям, засоби по догляду за порожниною рота, засоби по догляду за волоссям, засоби по догляду за руками і тілом і дитяча косметика. При цьому ТОВ займає лідируючі позиції на українському ринку сегменті по догляду за обличчям 30,4%, а також на ринку по догляду за шкірою тіла і рук 34%, що є додатковим мотивом для компанії Unilever при здійсненні злиття. За час свого існування Unilever уклала 250 угод злиття з різними компаніями, але 210 компаній були в подальшому перепродані.

В дослідженні синергії робимо припущення, що інтеграція компанії відбувається протягом 5 років. Для справедливої оцінки економії і додаткових доходів, які приносить кожна синергія необхідно продисконтувати отримані прогнозовані результати. При дисконтуванні синергій, для компанії Unilever, використовувалась ставка  $WACC = 9,89\%$  (за даними звітності компанії Unilever) [36]. Для дисконтування потоків ТОВ «Паллада Україна» необхідно розрахувати ставку середньозваженої вартості капіталу. Для цього додатково були проведені оцінки коефіцієнта бета, так як структура капіталу не співпадає з середньогалузевою, і ставки доходності власного капіталу. Розрахунок коефіцієнта бета для ТОВ «Паллада Україна» (таблиця 2.1) здійснювався на основі даних звітності і базового галузевого коефіцієнта бета представленого компанією Bloomberg [42].

За підсумками розрахунків коефіцієнт бета дорівнює 0,96. Безризикова ставка визначалася згідно з прогнозом прибутковості по 10-річних казначейських облігаціях США. Далі був проведений розрахунок необхідної ставки прибутковості за власним капіталом.

За моделлю CAPM необхідна ставка дорівнює 19.9%, що дає можливість оцінити середньозважену вартість капіталу для ТОВ «Паллада Україна», за якою далі здійснювалося дисконтування грошових потоків. У структура



капіталу компанії власний капітал - 69%, позиковий капітал - 31%. Вартість позикового капіталу розраховувалася як середня ставка за позиками компанії. У нашому випадку WACC 16,2%.

Перейдемо до оцінки синергетичних ефектів. На першому етапі була проведена оцінка синергії в закупівлі сировини для виробництва ТОВ «Паллада Україна». Збільшення масштабів надає можливість знижки від постачальників (5-7%). Враховуємо мінімальну знижку 5%.

Ефект дисконту розраховувався виходячи з прогносної собівартості продажів, побудованої на результатах діяльності компанії за 2009-2010 роки.

Було встановлено, що собівартість буде зростати в середньому з темпом 5% в рік. Враховуючи, що витрати на сировину і матеріали складають приблизно 45% від собівартості, загальна щорічна економія склала 1% від собівартості, 362 млн. грн. в грошовому еквіваленті.

Таблиця 2.3

**Синергія від впровадження інновацій для ТОВ «Паллада Україна»,  
тис. грн.**

Показник\Рік	2013	2014	2015	2016	2017
Вартість обладнання	-	93000	-	-	93000
Кількість установок	-	12	-	-	12
Капітальні витрати, CAPEX	-	1116000	-	-	1116000
Амортизація	-	372000	372000	372000	372000
Витрати на енергію	76477955	83360971	90863458,3	99041169,6	107954875
Економія	994213	1083693	1181225	1287535	1403413
Витрати на сировину та матеріали	2648667543	2753767811	2862732641	2991387355	3133985164
Економія	10594670	11015071	11450931	11965549	12535941
Загальна економія	11588883,6	1209873,9	12632155,5	13253084,6	13939354
Дисконтована економія	9973222	8960428	8051172	7269298	6579790
Сума	-	-	-	-	40833908

Джерело : побудовано автором за даними [36].



Наступний вид синергії - від впровадження інноваційних рішень. ТОВ «Паллада Україна» використовує технологію Micro Motion (система точного дозування і змішування), яка використовується у виробництві продукції Unilever. Дане обладнання дозволяє скоротити витрати на електроенергію на 1,3%, а також зменшити кількість використовуваної сировини на 0,4%.

Для виробництва потрібно 12 систем, вартість кожної з яких 93 000 грн. Передбачається, що ефект від системи буде отриманий в 2013 році, так як до цього періоду відбуватиметься налагодження системи.

Період експлуатації кожної з установок 3 роки, розрахунок амортизації проводився лінійним способом. За підсумками оцінки економія складе 41 млн грн (таблиця 2.3).

Далі проводилася оцінка синергії в транспортних витратах. Схожість товарів і умов їх транспортування у обох компаній дозволяє об'єднати логістичні ланцюги і скоротити витрати на транспорт на 30%. Для розрахунку синергії було встановлено, що логістичні витрати складають 15% від собівартості товару. Аналіз показав, що витрати на логістику ростуть з темпом 15%. Ефект від синергії проявляється поступово. За підсумками оцінки синергії щорічна економія з урахуванням дисконтування склала 0,9% від загальної собівартості товару, 528 мільйонів грн.

На наступному етапі оцінювалася синергія в закупівлі медіа-послуг. При розрахунку розглядався бюджет обох компаній, тому дисконтування здійснюється за ставкою WACC для компанії Unilever. У розрахунок брався тільки бюджет компаній на ATL рекламу, так як BTL реклама індивідуальна і не має постійної основи. За результатами розрахунків дана синергія дозволить скоротити собівартість продукції на 10% -15% щорічно (таблиця 2.3).

Також була проведена оцінка синергетичного ефекту при зниженні витрат за рахунок скорочення штату співробітників. Враховувалося, що при скороченні співробітників планується виплата компенсацій. Всього з 1900 співробітників (не включаючи виробничий персонал) було скорочено 250. Беручи, що витрати на персонал становлять 25% собівартості, то скорочення

штату знизило собівартість продукції 0,5% -1% щорічно, що становить 240 млн грн.

Розглянуті раніше синергії є суб-аддитивними, тобто проявляються за рахунок зниження витрат. Також необхідно врахувати і супер-аддитивний ефект за рахунок зростання продажів. Зростання виручки можна очікувати як у ТОВ «Паллада Україна», так і у компанії Unilever.

Зростання виручки очікується за рахунок приєднання до сильного бренду Unilever. Після злиття можна очікувати зростання виручки ТОВ «Паллада Україна» додатково на 9% в рік (без урахування зростання компанії без урахування синергії). Купівля ТОВ «Паллада Україна» надасть можливість компанії Unilever також збільшувати свою виручку на 2% щорічно (не враховуючи щорічне зростання компанії без синергії).

Таблиця 2.4

**Сумарний ефект синергії від злиття Unilever і ТОВ «Паллада Україна»,  
тис. грн.**

Показник\Рік	2013	2014	2015	2016	2017
Синергія від закупівлі сировини	52467,1	68508,9	80986,4	81823,2	77859,6
Синергія за рахунок інновацій	9973,2	8960,4	805,1	7269,2	6579,7
Синергія в транспортних витратах	69956,1	115938,2	133389,5	146420,5	62287,7
Синергія в закупівлі медіа-послуг	640688,8	875512,8	993553,5	958382,7	924456,8
Синергія в скороченні штату	28502,5	51546,2	59274	54301,3	46730,9
Зростання виручки Паллада Україна	1174,9	1152,6	1130,8	1109,4	1088,4
Зростання виручки Юнілевер	3755391	3895846,6	4041555,3	4192713,6	4349525,5
Сукупна річна синергія	4558153,8	5017466	5317940,9	5442020,3	5468529
Сума	-	-	-	-	25804110,1

Джерело : побудовано автором за даними [36].

При розрахунку синергії від зростання виручки для компанії Unilever використовувалися дані фінансової звітності тільки по сегменту засобів по догляду за собою, який складає 33% від усього продуктового портфеля Unilevera.

Після розрахунку всіх можливих синергетичних ефектів їх було підсумовано для розрахунку загальної синергії від об'єднання компаній. За п'ять років сумарна синергія складе 25 804,1 млн грн (таблиця 2.4).

Найбільший внесок у підсумкову оцінку синергетичних ефектів справило зростання виручки компанії Unilever, що обумовлено масштабами компанії. Також найбільший ефект серед інших синергій спостерігається від економії за рахунок об'єднання медіа-бюджетів компаній.

Другий спосіб оцінки синергії ґрунтується на розрахунку сумарної вартості компаній до і після злиття. Вартість компанії прогнозувалася в розрахунку на 5 років. Оцінка вартості компанії Unilever проводилася на основі фінансових

Таблиця 2.5

**Вартість бізнесу Unilever, тис. грн.**

Показник\Рік	2013	2014	2015	2016	2017
Операційний прибуток, EBIT	315703	378844	454613	545535	654642
Амортизація, D&A	49863	54850	60335	66368	76324
Податки, Taxes	94753	115599	141030	172057	209910
Капітальні витрати, CAPEX	106177	124227	145345	170054	198963
Чистий оборотний капітал, NWC	93890	133323	189319	268833	381743
Вільний грошовий потік, FCA	136867	154435	172576	190278	209183
Дисконтований грошовий потік, DFCF	124549	127888	130049	130484	130538
Кінцева вартість, Vterm	-	-	-	-	2704268
Вартість, EV	-	-	-	-	3347774

Джерело : побудовано автором за даними [36].



звітів компанії 2008-2010 року, для обчислення темпів зростання кожного з фінансових показників, необхідних для розрахунків. Для дисконтування потоків застосовувалася ставка WACC = 9,98%.

Для обчислення пост прогнозної вартості компанії було припущено, що темп зростання в постпрогнозному періоді складе 2%. За результатами оцінки (таблиця 2.4) вартість компанії Unilever дорівнює 3 538 881 млн грн.

Отриману вартість можна порівняти з оцінкою, проведеною Financial Times в 2011 році, яка дорівнює приблизно 3 154 000 млн грн. можна вважати, що оцінка була проведена коректно.

Далі ми оцінили вартість бізнесу ТОВ «Паллада Україна». Прогнозування потоків також проводилося на підставі фінансової звітності компанії за останні 3 роки до злиття. Для дисконтування використовувалася ставка WACC = 16,2%, розрахована раніше. Для розрахунку пост прогнозної вартості компанії використовувалося значення темпу зростання в постпрогнозному періоді, що дорівнює 4%. За підсумками прогнозування темп зростання показника ЕВІТ склав 15% в рік.

Таблиця 2.6

**Вартість бізнесу ТОВ , «Паллада Україна», тис грн.**

Показник\ Рік	2013	2014	2015	2016	2017
Операційний прибуток, ЕВІТ	1877850	2159527	2483457	2855975	3284371
Амортизація, D&A	621982	727903	843691	966377	1101670
Податки, Taxes	285300	319536	357880	400826	448925
Капітальні витрати, CAPEX	1128548	1292817	1472389	1493483	1523352
Чистий оборотний капітал, NWC	166961	183657	202023	222225	244448
Вільний грошовий потік, FCA	919897	1091420	1294855	1705819	2169316
Дисконтований грошовий потік, DFCF	790897	808313	825283	935639	1023982
Кінцева вартість, Vterm	-	-	-	-	18492532
Вартість, EV	-	-	-	-	22876646

Джерело : побудовано автором за даними [36].

Можна відзначити, що спостерігається зростання показника NWC (чистого оборотного капіталу), що означає зростання кредитоспроможності, а також ліквідності компанії, цей фактор також можна назвати позитивним показником для здійснення угоди для компанії Unilever. Вартість компанії за підсумками оцінки склала 23 мільярди грн (таблиця 2.5).

Таким чином, провівши оцінку кожного з бізнесів, ми можемо знайти вартість об'єднаної компанії без урахування синергії (в грн). Для оцінки бізнесу об'єднаної компанії після синергії необхідно зробити припущення щодо темпів зростання прибутку, зниження капітальних витрат і інших фінансових показників.

Була розрахована нова вартість об'єднаної компанії з урахуванням синергетичних ефектів (таблиця 2.7).

Таблиця 2.7

**Вартість об'єднаного бізнесу, тис. грн.**

Показник\Рік	2013	2014	2015	2016	2017
Операційний прибуток, EBIT	321823446	386090487	463196289	555706408	666699179
Амортизація, D&A	51168554	54330882	62008687	68249406	78476767
Податки, Taxes	96300485	117456920	143264211	174745117	213147357
Капітальні витрати, CAPEX	107282652	125493671	146788193	171517556	200455999
Чистий оборотний капітал, NWC	27937134	39617303	56197800	79736229	113154333
Вільний грошовий потік, FCA	141471729	159853475	17895773	197956912	218418257
Дисконтований грошовий потік, DFCF	128739402	132374927	134855532	135749418	136300695
Кінцева вартість, Vterm	-	-	-	-	3265178585
Вартість, EV					

Джерело : побудовано автором за даними [36].

На 3-му етапі знаходимо різницю між вартістю об'єднаної компанії після отримання синергії і до неї. Кількісна оцінка синергії склала 30,8 млрд грн.

При оцінці злиття компаній ми отримали позитивний результат, який підвищив вартість бізнесу шляхом зниження витрат та підвищенням виручки від продажу продукції.

За підсумками оцінки економія на обладнанні складе 41 млн грн., транспортних витрат 528 млн грн, за рахунок скорочення штату співробітників 240 млн грн, за рахунок економії на закупівлі матеріалів 25 млн грн. Найбільший ефект спостерігався за рахунок економії унаслідок об'єднання медіа-бюджетів компаній.

Найбільший вклад оцінку синергетичних ефектів вніс ріст виручки компанії Unilever, що обумовлено її масштабом. Кількісна оцінка загальної синергії склала 30,8 млрд грн. Результати оцінки були порівнянні та виявлено позитивний синергетичний ефект від злиття, що доводить доцільність процесу

## **Висновки до розділу 2**

У данному розділі випускної кваліфікаційної роботи ми проаналізували фінансово-господарську та зовнішньоекономічну діяльність ТОВ «Юнілевер Україна».

Особливу увагу компанія приділяє діяльності в країнах, що розвиваються, зараз їх частка в діяльності Unilever становить 40%, тому було проведено аналіз ефективності злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємства саме в даних країнах.

Для оцінки ефективності та її порівняння при злитті та поглинанні компаній-цілей у розвивених країнах та країн, що розвиваються, пропонуємо використати показник CARR.



Дана тенденція обумовлена, тим, що компанії на ринках, що розвиваються встигли наростити власний капітал, тоді як у компаній з розвинених ринків спостерігається значна частка боргу у вартості, що також пов'язане зі слабкістю фінансових ринків країн, що розвиваються.

Здійснення оцінки синергетичних ефектів при аналізі злиття ТОВ «Юнілевер Україна» та ТОВ «Паллада Україна».

Дозволимо дійти висновку, що найбільший ефект спостерігався за рахунок економії унаслідок об'єднання медіа-бюджетів компаній.

Таким чином, наші розрахунки показали, що оцінка загальної синергії склала 30,8 млрд грн. Результати оцінки були порівнянні та виявлено позитивний синергетичний ефект від злиття, що доводить доцільність процесу поглинання.

### **3. УДОСКОНАЛЕННЯ СТРАТЕГІЙ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ У МІЖНАРОДНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

#### **3.1. Шляхи щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту**

Компанії галузі товарів повсякденного попиту мають свої особливості, які необхідно враховувати при розгляді стратегії злиття та поглинання. Одна з них - відстань до споживача. У розділі 2 ми провели розрахунки виграшу від синергії ТОВ «Паллада Україна» та з'ясували, що транспортні та закупівельні

витрати значним чином впливають на сумму синергії, заощаджуючи компанії-екваєру значні кошти.

Таким чином, нами пропонується оптимізація ланцюгів поставок як особливому драйверу стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту.

Злиття та поглинання представляють незрівнянну кількість варіантів конструювання ланцюгів поставок нової організації; приголомшливий відсоток ініціатив не відповідає очікуванням виконавчої влади та акціонерів. Технологія дизайну ланцюга постачання дозволяє компаніям моделювати свої ланцюги постачання, оцінювати альтернативи, оптимізувати структуру та моделювати кілька сценаріїв, щоб передбачити отриману операційну ефективність об'єднаних організацій.

Незважаючи на збільшення кількості, інтенсивність відмов для ініціатив М&А надзвичайно висока. Залежно від того, який звіт ви проконсультуєте, ініціативи злиття та поглинання мають рівень відхилення від 50 до 85 відсотків. Неможливість розглянути синергію та звільнення від кінцевого ланцюга поставок обох компаній ТОВ «Паллада Україна» та Unilever, безумовно, є головним чинником дефіциту. Надмірні об'єкти, активи, постачальники, споживачі та продукти можуть значно вплинути на рентабельність та ефективність. Крім того, багато пропозицій не можуть вийти за рамки вартості, яка б виправдовувала транзакцію для пошуку нових джерел синергії та вартості. При проведенні ретельної перевірки в більшості операцій можна не помітити до 50 відсотків потенційної вартості злиття.

Не дивно, що, хоча багато керівників з великим ентузіазмом ставляться до потенціалу угоди зі злиття і поглинання, їхні колеги не наважуються діяти через відсутність чіткості в тому, як компанія зможе успішно керувати амбіційною угодою. Як компанії можуть поліпшити свої шанси на успіх М & А та зменшити ризик, який властивий їм?

Технологія дизайну ланцюга постачання дозволяє ТОВ «Паллада Україна» моделювати свої ланцюжки постачання, оцінювати альтернативи, оптимізувати

структуру мережі та моделювати кілька сценаріїв, щоб передбачити отриману операційну ефективність об'єднаних організацій. Є можливості використовувати моделі для всіх етапів та видів діяльності з злиття та поглинання, зокрема:

- до злиття;
- пост-злиття;
- відокремлення.

Технологія дизайну ланцюга постачання дозволяє ТОВ «Паллада Україна» створювати моделі, що включають всі потенційні взаємопов'язані операції, і включати час і мінливість, щоб визначити найкращі можливості для злиття та поглинання та отриману стратегію об'єднання організацій. Розглянемо кожен з трьох моделей аналізу М & А та рекомендовані рішення для моделювання поставок, а також приклади випадків, які можуть бути застосовані, щоб допомогти підприємствам візуалізувати, аналізувати та оптимізувати поточні та майбутні ланцюги поставок.

Аналіз до процесу злиття. Фаза перед злиттям є складністю у тому, що доступ до даних для потенційних ринків та часто важко отримати доступ до цілей придбання / злиття. Створення стратегії та прийняття рішень залежать в значній мірі від припущень, що базуються на наявних даних. Компанії можуть використовувати моделі мережі ланцюгів постачання для візуалізації та аналізу стратегій злиття і поглинання та аналізу критичної чутливості на ключові припущення.

Використання моделювання та розробки ланцюга поставок на цій критичній фазі дає компаніям розуміння та підтримку прийняття рішень, необхідних для:

- уникнення дорогих помилок, таких як переоцінка потенційної синергії;
- порівняння альтернативних цільових показників М & А;
- аналізу найбільш ефективної стратегії виходу на новий ринок.

Припущення керівників та фінансових аналітиків щодо операційної ефективності часто не враховують властивих обмежень, пов'язаних з двома



корпоративними ланцюгами постачання. Моделюючи потоки продуктів, включаючи обмеження, такі як обмеження пропускної спроможності, обробку продуктів, політику джерел постачання та оренду обладнання, куратор ланцюга поставок може більш точно визначити справжню можливість отримання операційної ефективності - інформація, яка може бути надзвичайно цінною в оцінках до злиття.

Часто придбання компанії відбувається з ціллю виходу на новий ринок, включаючи нову категорію продуктів, нову клієнтську базу або абсолютно нову географію. Створюючи модель існуючого корпоративного ланцюга постачання, який потім накладається на послідовність ланцюгів постачання потенційних об'єктів M&A, керівники можуть оцінити компроміси, включаючи покриття ринку, операційні звільнення та загальні сукупні витрати. Ця інформація може стати пріоритетом для придбання кандидатів та вести до більш обґрунтованих переговорів з обраною компанією.

Аналіз після злиття. Як тільки придбання відбулося, часто керівники ланцюгів постачання та їхні команди допомагають досягти обіцяної ефективності роботи в залі засідань. Завдяки двом унікальним, складним операціям, що часто включає перекриття активів, продуктів, клієнтів та постачальників, це нелегке завдання. Моделювання та дизайн ланцюгів постачання має важливе значення, щоб допомогти зрозуміти цей масив можливостей. Переваги моделювання та дизайну ланцюга постачання на даному етапі включають:

- пошук коротких термінових заходів з обмеженою деструкцією;
- одночасно аналізуючи великі вигоди, але потенційно більше руйнівні зміни;
- створення більш точної прогнозування економії коштів та операційної ефективності, про які можна повідомити керівникам, правлінню та інвесторам.

Після злиття керівники хочуть показати деякий швидкий ефект, щоб довести доцільність придбання, і купити час, щоб вони могли досягти високих

цілей повної операційної ефективності. Дизайнери ланцюга постачання можуть моделювати та оптимізувати мережі постачання кожної окремої компанії, щоб визначити швидкі перемоги або незначні та довгострокові поліпшення та знайти можливості розподілу активів без суттєвих структурних змін або капітальних вкладень та з мінімальними порушеннями в новозбудованих ланцюжках постачань.

Після початкової оптимізації окремих ланцюгів постачання компанія може визначити найкращий спосіб їх об'єднання. Моделювання та проектування ланцюгів постачання можуть допомогти компаніям визначити оптимальний хід (тобто кількість та місце розташування об'єктів, виробничих потужностей, постачальників, транспортних активів тощо), оцінюючи всі можливі варіанти та необхідну потужність протягом трьох, п'яти або навіть десяти років. Це дозволяє компаніям створити структурований довгостроковий план для успішного об'єднання операцій з постачанням двох компаній для досягнення оптимального рівня ефективності.

Аналіз розподілу. У випадку звільнення або відпливу, попередньо розподілені ресурси повинні бути розділені, виробнича та розподільча здатність зменшується, а спільні клієнти та постачальники можуть потребувати переходу до однієї з організацій.

Моделювання ланцюга постачання може бути застосоване в таких ситуаціях, з тим щоб дати рішення про те, які сайти, продукти, клієнти та постачальники повинні залишитися і які необхідно ліквідувати.

Переваги використання детального моделювання ланцюгів постачання під час відчуження чи відокремлення включають:

- визначення вимог до ємності та обсягу потоку продукції для результату бізнесу;

- дані для ведення переговорів про нові умови роботи з постачальниками транспортних послуг та постачальниками сировини;

- хронологія впровадження для переходу від загальних ресурсів до незалежного статусу.

Новий ланцюжок поставок буде реагувати на інший набір сигналів попиту з різними обсягами та шаблонами замовлень. Дизайнери ланцюга постачання можуть створити модель нової мережі та керувати іншими замовленнями за допомогою симуляції, щоб спрогнозувати, як ця нова мережа буде працювати в реальних умовах. Симуляційний аналіз може забезпечити детальні показники щодо вимог до потужності, обсягів відправлення, своєчасних поставок та інвентаризації для підтвердження дизайну нової мережі постачання.

Необхідно, також звернути увагу на розробку ефективної для оподаткування мережі поставок. Під час проведення заходів з М & А обов'язково слід розглянути податкові наслідки альтернативних територій та міст для потенційних місць розташування об'єктів як найбільш оподатковане місце для штаб-квартири компанії.

Таким чином, для компаній галузі товарів повсякденного попиту необхідно приділити особливу увагу питанням синергії ланцюгів поставок та заздалегідь розробити можливі моделі для оптимізації операційної діяльності новоутвореного підприємства за допомогою програмного забезпечення, що мінімізує ризики угоди злиття або поглинання та надає більш точні показники очікуваної синергії.

### **3.2. Приоритети при застосуванні стратегії злиття та поглинання для ТОВ «Юнілевер Україна»**

Приоритети при проведенні стратегії злиття та поглинання пов'язані з видом компанії-цілі та мотивами, що їй відповідають. В данній роботі ми розглядаємо кейс злиття з компанією ТОВ «Паллада Україна», яка належить до тієї ж галузі, що і компанія-покупець. ТОВ «Паллада Україна» також підходить під поняття аналогічної фірми або компанії одного виробничо-збутового ланцюжка. Компанія працює більш як три роки на ринку, оскільки для досягнення синергічного ефекту від об'єднання з нею її операційні процеси мають бути налагоджені.



Після того, як ми з'ясували від ТОВ «Паллада Україна», ми можемо наділити досліджувану транзакцію наступними мотивами, що відповідають природі злиття данного виду:

- економія на масштабі;
- мотив усунення дублюючих функцій;
- мотив зниження закупівельних цін;
- мотив монополії;
- мотив придбання компліментарних ресурсів;
- мотив отримання великих контрактів;
- мотив «too big to fail».
- Пріоритетними об'єктами управління синергією мають стати:
  - емерджентність (стимулювання нових можливостей вищої якості);
  - ендогенність (акцент на внутрішні фактори ділової активності);
  - прогнозування флуктуацій (уникнення надмірних відхилень від стану рівноваги);
  - збільшення джерельних точок біфуркації (стимулювання якісних стрибкоподібних змін у самому процесі праці).

Згідно з розрахунками ефекту синергії від злиття, які було проведено у розділі 2 данної роботи ми помітили основні чинники, що вплинули на позитивний прогноз угоди. Саме дотримання ключових показників, які спричинили синергійний ефект та за рахунок яких угода визнана доцільною є пріоритетом досліджуваної компанії при застосуванні стратегії злиття та поглинання.

За підсумками оцінки від поглинання ТОВ «Паллада Україна» значною виявилася економія за рахунок транспортних витрат, закупівель та обладнання. Даний чинник - реінжиніринг ланцюгів поставок, ми вже розглянули в підрозділі 3.1, де було вказано про його характерність для всієї галузі товарів повсякденного попиту.

Як було зазначено вище, необхідно брати до уваги, що ланцюги поставок ТОВ «Паллада Україна» представляють складну мережеву структуру з

розподіленими на великій території виробничими, складськими і транспортними потужностями, що включає велику кількість постачальників і точок роздрібних продажів. При управлінні ланцюгами поставок часто потрібно, особливо для стратегічних рішень, перепроєктувати мережу.

Зазначимо п'ять основних способів, за допомогою яких це можна оптимізувати мережу ТОВ «Паллада Україна» [76]:

- 1) скорочення всіх видів втрат і діяльності, що не додають цінності, наприклад зайвої вантажопереробки, зберігання або надлишкових запасів;
- 2) поліпшення обслуговування споживачів, наприклад скорочення часу виконання замовлення;
- 3) поліпшення комунікацій в ланцюзі постачань, особливо пов'язаних з прогнозуванням діяльності її контрагентів і інтегрованим плануванням;
- 4) скорочення часу на розробку нової продукції;
- 5) більш повна координація зусиль зі стикування один з одним всіх ланок ланцюга поставок.

Для цілей проектування та реінжинірингу мережевої структури ланцюгів поставок ТОВ «Паллада Україна» розроблено досить велика кількість методів, моделей і алгоритмів, які підтримуються корпоративними системами ERP-класу (наприклад, компаній "Oracle" і SAP), а також окремі програмні додатки. Великий клас таких моделей отримав назву NOM (network optimization models). З відомих програмних продуктів підтримки задач планування і оптимізації структурних рішень в ланцюгах поставок слід виділити пакети SCOR, SNP компаній "Oracle" і SAP, i2 Strategist, QPR, DRP і ін.

Для цілей графічного представлення структури ланцюга поставок в даний час застосовується безліч інструментів, включаючи теорію графів, пакети Visio, ARIS, QPR, SND (SNP), пакети компаній "Oracle", SAP, "Infor", "Microsoft" і ін.

Оптимізатори конфігурації ланцюга поставок SNP (supply network planner), що застосовуються при стратегічному плануванні інформаційними системними інтеграторами "Oracle" і SAP в процесі знаходження оптимального рішення, використовують набори вихідних даних, критерії та обмеження, що

задаються менеджерами фокусної компанії ланцюга поставок або залучаються консультантами.

Таблиця 3.1

**Кошторис заходів по забезпеченню підвищення ефективності злиття для  
ТОВ «Паллада Україна», тис. грн.**

Пакети	Ціна, грн	Економія, грн/рік	Ефект за 5 років, грн
Oracle	1255000	450000	995000
SAP	494000	130000	156000
i2 Strategist	331000	125000	294000
QPR	1945000	400000	55000
DRP	1727000	485000	69800

Джерело: [33]

NOM дозволяють визначити реальні витрати і елементи виробничих і логістичних потужностей, зокрема мінливі витрати, постійні витрати і економію на масштабах діяльності. Більш того, багато пакети дозволяють оптимізувати прибуток, використовуючи апроксимацію кривих еластичності попиту, а також мінімізувати витрати і допомагати оптимізувати моделі, які можуть враховувати нарощування запасів або, навпаки, їх зниження.

Витрати на придбання та експлуатацію пакетів NOM (мається на увазі тотальна вартість володіння - придбання ліцензії, інсталяція пакета, дослідна експлуатація, доопрацювання і оновлення) варіюються в межах від 5000 до більш ніж 500 000 дол. [33].

З огляду на широке розмаїття можливостей пакетів NOM COTS, при виборі інструментів програмного забезпечення доцільно скористатися наступним чотирьохетапну процесом [33].

Крок 1. Слід підготувати документ з функціональними вимогами, в якому повинні бути розглянуті як конкретні, так і загальні можливості, що вимагаються для моделі NOM, щоб вона відповідала унікальним вимогам фокусної компанії ланцюга поставок. Сюди входять моделювання



функціональності, легкість використання і результати на виході (звіти, карти, графіки, бази даних по порівнюваним сценаріями і т.д.).

Крок 2. Skorиставшись інтернет-джерелами, можна вийти на потенційних провайдерів моделей NOM. Продавцям, обраним в якості потенційних джерел пакетів NOM, слід відправити запит з перерахуванням функціональних вимог.

Крок 3. Грунтуючись на отриманих відповідях на поставлені запитання, невелика частина продавців NOM, які, якщо судити за представленими ними описами, можуть промодельовати ваші особливості ланцюга поставок, необхідно відправити вибірку сценаріїв моделювання. Ці моделі можуть бути невеликими, однак повинні враховувати всі основні аспекти моделювання ланцюга поставок.

Крок 4. Перших в списку двох або трьох продавців слід попросити продемонструвати свої моделі, щоб зробити остаточний вибір (грунтуючись на потенційних можливостях NOM і їх здібностях вирішити типову задачу, рівні необхідного обслуговування індивідуальних запитів, рівні підтримки і інших перерахованих вище чинниках). Завдяки цьому можна в повній мірі оцінити, наскільки на практиці дійсно легко користуватися моделлю і які її вихідні характеристики, що з'ясувати тільки на основі застосування анкет важко.

В даний час багато консалтингових компанії (зокрема, що входять до "Великої четвірки") застосовують для планування раціональної конфігурації мережевої структури ланцюгів поставок пов'язану з сукупністю інструментів моделювання та оптимізації. Наприклад, компанія "Deloitte" використовує ідеологію моделювання та оптимізації структури мережі поставок, представлену блоками, в якій відображені цілі, переваги і недоліки відповідних інструментів.

Блок Viewlocity в структурі моделювання, сфокусований на виробничих потужностях (зокрема на їх дислокації), причому кожна виробничий майданчик і (або) склад змодельовані як послідовність виробничих (складських) операцій та об'єднані в загальний ланцюг поставок. Витрати і потужності повинні бути раціонально розподілені по виробничих майданчиків або складах.

Інструмент LogicTools комбінує можливості моделювання виробництва і дистрибуції в ланцюзі постачань.

Блок Oracle SNO (strategic network optimization ) - це бізнес-додаток, призначений для оптимізації ланцюжків постачань і дозволяє здійснювати планування в декількох періодах з урахуванням заданих обмежень. Виходячи з кінцевого попиту, воно формує оптимальні плани виробництва, поставок і закупівель з точки зору мінімізації витрат або максимізації прибутку компанії. Блок дозволяє моделювати ланцюга постачань за допомогою графічного інструментарію, основними складовими якого є джерела сировини і матеріалів, транспортні мережі, виробництво, склади і точки виникнення попиту. Однією із переваг системи є простий у використанні графічний інтерфейс, що дозволяє формувати моделі поставок без участі ІТ-фахівців, що, в свою чергу, сприяє скороченню тривалості процесу планування. Oracle SNO легко інтегрується з будь-якими обліковими системами.

Для кожного контрагента ланцюга поставок система показників необхідна тому, що вона дозволяє контролювати власні процеси, стежити за поточними операціями і реагувати на можливі збої або зміни навколишнього середовища бізнесу. Нарешті, грамотно складена система показників ТОВ «Паллада Україна» полегшує завдання побудови системи мотивації персоналу як фокусної компанії, так і її контрагентів, що вкрай важливо для реалізації концепції УЛП, так як ця сфера діяльності дуже чутлива до особистої віддачі і ентузіазму SC-менеджерів.

В даний час в системі контролінгу як окремої компанії, так і ланцюга поставок в цілому активно використовується концепція balanced score card - збалансована система показників (ЗСП).

Для довгострокової реалізації стратегії ТОВ «Паллада Україна», сформульованої в ЗСП ланцюга поставок, і гарантування відповідних компетенцій всередині ланцюга поставок необхідно інтегрувати ЗСП в систему SC-менеджменту. Для інтеграції ЗСП потрібні контролінг стратегічних заходів,

інтеграція системи в стратегічне і оперативне планування, інтеграція з системами звітності контрагентів, інтеграція в систему УЛП верхнього рівня.

Основні кроки етапи:

- інтеграція ЗСП в систему планування діяльності ланцюга постачань;
- управління та мотивація персоналу за допомогою набору KPI;
- інтеграція ЗСП в єдину систему звітності;
- з'єднання ЗСП з системою ризик-менеджменту ланцюга поставок (SCEM);
- IT-підтримка ЗСП в рамках єдиного інформаційного простору ланцюга поставок.

Важливим аспектом в даній проблематиці ланцюгів поставок з використанням ЗСП є взаємопов'язаність KPI, які повинні повністю задовольняти стратегії ланцюга поставок, тобто всебічно відповідати інтересам досягнення мети кожного контрагента та мати прямий причинно-наслідковий зв'язок зі стратегічною метою ланцюга поставок.

Розглянемо загальні умови, необхідні для успішного впровадження ЗСП в ланцюзі постачань ТОВ «Паллада Україна» [33].

1. Наявність єдиної думки серед топ-менеджменту компаній - контрагентів ланцюга про подальше стратегічний розвиток бізнесу.
2. Наявність досить гнучкої стратегії, яка відповідає сучасній динаміці бізнесу.
3. Відповідність організаційної структури управління фокусної компанії встановленим бізнес-процесів ланцюга поставок.
4. Безпосередню участь топ-менеджменту фокусної компанії в проекті побудови системи KPI. Для забезпечення підтримки і зацікавленості з боку керівництва на етапі проектування системи KPI доцільно використовувати різні методи для ознайомлення керівництва компанії з результатами впровадження системи в інших компаніях: аналітичні огляди, участь в семінарах, зустрічі з консультантами.



5. Статус проекту і повноваження проектної команди (група співробітників компанії, які здійснюють розробку та впровадження системи КРІ) повинні бути дуже високими, щоб ефективно спілкуватися з генеральним директором і топ-менеджерами, враховуючи, що система в першу чергу орієнтована на використання першими особами компанії.

6. Розробляються КРІ повинні відповідати стратегічним цілям компанії.

7. Необхідно пов'язати систему КРІ з існуючими підсистемами управління, такими як бізнес-планування, бюджетування, система управлінського обліку, системи документообігу, системи аналізу діяльності та прийняття рішень, система мотивації персоналу і т.п.

8. Необхідно використання передових інформаційних технологій і систем SCM-підтримки, за допомогою яких буде забезпечуватися отримання всієї необхідної інформації для розрахунку значень показників і прийняття управлінських рішень, а також автоматизація процесів і автоматичний облік виконання операцій в ланцюгах поставок.

9. Необхідно наявність висококваліфікованих фахівців для виконання функцій УЛП: моніторингу показників, надання укрупненої звітності по КРІ відповідного департаменту.

При розробці і впровадженні системи КРІ ланцюга поставок ТОВ «Паллада Україна» можливі наступні ризики.

1. Ризик змін у зовнішньому середовищі, які можуть спричинити за собою:

- зміни в нормативному значенні КРІ;
- неактуальність показника в цілому.

Якщо вчасно не переглянути розроблені показники, то це може привести до відходження від планових значень (нормативів, стандартів).

2. Ризик вибору показників, що не відображають цілей ланцюга поставок, це може привести до того, що:

- в систему КРІ ланцюга (фокусної компанії) будуть включені показники, які легко розрахувати і які зрозумілі співробітникам, але мало сприяють досягненню стратегічних цілей;

- співробітники фокусної компанії будуть орієнтуватися на кількісне виконання показників і ігнорувати обов'язки, які в них відображені.

3. Ризик встановлення завищених нормативів, викликаний відсутністю даних для бенчмаркінгу внаслідок інформаційної закритості компаній-конкурентів порівнюваних ланцюгів поставок.

4. Ризик демотівованості співробітників внаслідок закріплення за одним співробітником занадто великої кількості показників, за які він буде нести відповідальність (оптимальною кількістю показників на одного співробітника вважається 1-3 KPI).

5. Ризик опору з боку персоналу новій системі мотивації, заснованої на досягненні KPI, може привести до несприятливого клімату в колективі.

Впроваджувана система KPI ланцюга поставок повинна будуватися по цілком певним принципам: в фінансовому розділі повинні бути показники зростання прибутку і скорочення витрат на виконання ключових бізнес-процесів; в розділі відносин з клієнтами - показники, що відображають як реальні результати, так і особливості обслуговування клієнтів з доданою вартістю.

Отже, перевага розробки ЗСП ланцюга поставок ТОВ «Паллада Україна» полягає в тому, що можна "виміряти" спроможність стратегії ланцюга, побачити недоліки своїх вихідних гіпотез. Що стосується переваг від використання ЗСП, то вони насамперед проявляються в відношенні персоналу компаній до своєї справи. За зворотного зв'язку в системі моніторингу KPI в ідеалі повинні формуватися дані про те, що мотивація працівників підвищується, оскільки всі вони знають, що з себе являє собою низку поставок і чого вона хоче досягти. При правильному впровадженні ЗСП фінансові показники ланцюга поставок ТОВ «Паллада Україна» повинні поліпшуватися.

### **3.3. Прогнозна оцінка наслідків поглинання підприємства для ТОВ «Юнілевер Україна»**

Потенціал приросту вартості від угоди з ТОВ «Паллада Україна» в результаті укрупнення визначається ефектом синергії. Вплив цього ефекту на приріст вартості компанії проявляється в зростанні чистих грошових потоків, що є наслідком збільшення доходів та зменшення витрат (і, відповідно, грошових видатків), та в зниженні ризиків інвестування коштів, що знаходить свій вираз у зменшенні ставки дисконтування.

З економічної точки зору, максимально допустима ціна придбання підприємства ТОВ «Паллада Україна» відповідає його індивідуальній ринковій ціні, збільшеній на приріст вартості в результаті синергії. Потенціал приросту вартості для покупця відповідає різниці між максимально допустимою ціною придбання та фактично сплаченою ціною, включаючи накладні витрати, пов'язані з реструктуризацією.

Компенсацією для покупця Unilever мають стати вигоди від реалізації потенціалу синергії. Зі зростанням реорганізаційної премії збільшується частка доданої вартості, що передається продавцю, та зменшується додана вартість, котра залишається інвестору після використання потенціалу синергії. Для того щоб угода мала економічний сенс, теперішня вартість синергетичних переваг повинна перевищувати премію за придбання й відповідні накладні витрати:

Успішність реорганізації забезпечується не лише наявністю потенційних можливостей отримання ефекту синергії, а й умінням менеджменту реалізувати синергетичний потенціал на практиці. У цьому контексті велике значення має так званий контролінг синергії, завданням якого є ідентифікація, кількісна оцінка та планування реалізації потенціалу синергії. Процес її реалізації починається зі стратегічного планування. Після поглинання чи злиття важливо правильно інтегрувати дві компанії.

Згідно з розрахунками синергії для ТОВ «Паллада Україна» у розділі 2 ефект від злиття очікується позитивний, зробленні наступні прогнози щодо наслідків поглинання досліджуваної компанії:



1. Придбання збільшить частку ринку по догляду за собою (33% бізнесу компанії) Unilever, що дозволить об'єднаній компанії збільшувати виручку на 4% щорічно і на 3% в постпрогнозованому періоді.

2. Інноваційні рішення дозволять скоротити капітальні витрати на 2% щорічно.

3. Середньозважена вартість капіталу залишиться на рівні 9,89%.

Виходячи з цих припущень, була розрахована нова вартість об'єднаної компанії з урахуванням синергетичних ефектів (таблиця 2.6).

На третьому етапі знаходимо різницю між вартістю об'єднаної компанії після отримання синергії і до неї. Кількісна оцінка синергії склала 30,8 мільярда грн.

При оцінці злиття компаній ТОВ «Паллада Україна» та Unilever ми отримали позитивний результат, який підвищив вартість бізнесу шляхом зниження витрат та підвищенням виручки від продажу продукції. За підсумками оцінки економія на обладнанні складе 41 млн грн., транспортних витрат 528 млн грн, за рахунок скорочення штату співробітників 240 млн грн, за рахунок економії на закупівлі матеріалів 25 млн грн. Найбільший ефект спостерігався за рахунок економії унаслідок об'єднання медіа-бюджетів компаній.

Найбільший вклад оцінку синергетичних ефектів вніс ріст виручки компанії Unilever, що обумовлено її масштабом. Кількісна оцінка загальної синергії склала 30,8 мільярда грн.

Таблиця 3.2

**Прогнозна оцінка вартості бізнесу ТОВ «Паллада Україна», тис грн.**

	ЕВІТ, операційний прибуток (y)	t	yt	t*t	y у розр.
2014	321823446	-2	-643646892	4	212023491
2015	386090487	-1	-386090487	1	345363326
2016	463196289	0	0	0	478703161
2017	555706408	1	555706408	1	612042996

2018	666699179	2	1333398358	4	745382831
а коєф,	478703161,8	б коєф,	133339835,8	10	878722666

Джерело: побудовано автором за даними [36].

Розрахуємо прогнозні значення ЕВІТ як основного показника ефективності від злиття та поглинання для ТОВ «Паллада Україна», використовуючи метод найменших квадратів (табл. 3.2.).

Згідно з рівнянням тренду розрахункове значення ЕВІТ на 2017 рік становить 878722666 тис. грн.

Лінія тренду має вигляд:  $y = 478703161 + 133339835 t$ .

Результати оцінки були порівнянні та виявлено позитивний синергетичний ефект від злиття, що доводить доцільність процесу.

За підсумками прогнозування темп зростання показника ЕВІТ склав 15% в рік. Можна відзначити, що спостерігається зростання показника NWC (чистого оборотного капіталу), що означає зростання кредитоспроможності, а також ліквідності компанії, цей фактор також можна назвати позитивним показником для здійснення угоди для компанії Unilever. Вартість компанії за підсумками оцінки склала 23 мільярди грн.

### Висновки до розділу 3

У данному розділі нами було розроблено шляхи щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту.

Було визначено, що особливу увагу для компаній галузі товарів повсякденного попиту необхідно приділити питанням синергії ланцюгів поставок та заздалегідь розробити можливі моделі для оптимізації операційної діяльності новоутвореного підприємства за допомогою програмного забезпечення, що мінімізує ризики угоди злиття або поглинання та надає більш точні показники очікуваної синергії.

У другому підрозділі було запропоновано пріоритети при застосуванні стратегії злиття та поглинання для ТОВ «Юнілевер Україна», а саме - акцент

на реінжиніринг ланцюгів поставок за допомогою економіко-математичних моделей і програмних продуктів, що дозволяють оптимізувати проектні рішення (пакети SCOR, SNP компаній "Oracle" і SAP, i2 Strategist, QPR, DRP і ін).

Також було запропоновано користатися чотирьохетапним процесом вибору пакетів NOM COTS, враховуючи складність при виборі інструментів програмного забезпечення.

Окрему увагу було приділено концепції збалансованої системи показників для системи контролінгу як окремої компанії, так і ланцюга поставок в цілому та визначено етапи її побудови.

Було запропоновано алгоритм розробки і впровадження системи КРІ ланцюга поставок, а також розглянуто ризики, що можуть вплинути на фінансові показники, і як результат, на синергетичний ефект від злиття.

Нарешті, була проведена прогнозна оцінка наслідків поглинання підприємства для ТОВ «Юнілевер Україна» - загальна синергія склала 30,8 млрд грн.

Збільшення частки ринку по догляду за собою (33% бізнесу компанії) Unilever, що збільшить виручку на 4% щорічно і на 3% в постпрогнозному періоді. Інноваційні рішення дозволять скоротити капітальні витрати на 2% щорічно. Середньозважена вартість капіталу залишиться на рівні 9,89%.

Визначений темп зростання показника ЕВІТ - 15% в рік, зростання показника NWC (чистого оборотного капіталу), що означає зростання кредитоспроможності, а також ліквідності компанії, цей фактор також можна назвати позитивним показником для здійснення угоди для компанії Unilever.



## Висновки

Отже, в даній роботі уявлення про принципи та передумови успішного злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємства, виявлено сутність закону синергії, причини його прояви і можливі наслідки для компаній.

Досліджено мотиви процесів злиття і поглинання та критерії їх вибору в умовах національної моделі розвитку економіки. Розроблено типологію компаній для цілей злиття і поглинання, визначено види компаній-цілей залежно від мотивів угоди.

Проведено аналіз ефективності злиття та поглинання в міжнародній економічній діяльності підприємства в країнах, що розвиваються.

Проаналізовано фінансово-господарську та зовнішньоекономічну діяльність ТОВ «Юнілевер Україна», особливу увагу компанія приділяє діяльності в країнах, що розвиваються. Здійснено оцінку синергетичних ефектів при аналізі злиття ТОВ «Юнілевер Україна» та ТОВ «Паллада Україна».

Визначено, що оцінка загальної синергії склала 30,8 млрд грн. Результати оцінки були порівнянні та виявлено позитивний синергетичний ефект від злиття, що доводить доцільність процесу поглинання.

Розроблено методику розрахунку потенційного синергічного ефекту, яка дає змогу визначити максимальну і мінімальну ціну угоди та встановити межі її економічної ефективності.

Обґрунтовано доцільність використання збалансованої системи показників для цілей оцінки ефективності інтеграції, що дає змогу більш точно спрогнозувати синергічні ефекти і ризики, які супроводжують процес формування вартості за угоди M&A.

Розроблено шляхи щодо удосконалення стратегії злиття та поглинання у галузі товарів повсякденного попиту, а саме синергії ланцюгів поставок та задалегідь розробити можливі моделі для оптимізації операційної діяльності новоутвореного підприємства за допомогою програмного забезпечення, що мінімізує ризики угоди злиття або поглинання та надає більш точні показники очікуваної синергії.

Запропоновано визначити пріоритом при застосуванні стратегії злиття та поглинання для ТОВ «Юнілевер Україна» використання програмних продуктів підтримки задач планування і оптимізації структурних рішень в ланцюгах поставок таких як пакети SCOR, SNP компаній "Oracle" і SAP, i2 Strategist, QPR, DRP і ін. Окрему увагу було приділено концепції збалансованої системи показників для системи контролінгу як окремої компанії, так і ланцюга поставок в цілому та визначено етапи її побудови., а також алгоритму розробки і впровадження системи КРІ ланцюга поставок та розглянуто ризики, що пов'язані з їх впровадженням.

За результатами прогнозу наслідків поглинання підприємства, отримали позитивну оцінку, що є підставою для здійснення угоди.

Проведене дослідження дає змогу зробити висновок, що транскордонні злиття і поглинання як один із проявів глобалізації, головними передумовами розвитку цього явища вважаються швидкі технологічні зміни, фінансова дерегуляція та глобальна конкуренція. В умовах жорсткої конкуренції з метою росту компаній даного сегменту, лідери індустрії часто поглинають місцевих виробників задля збільшення ринкової частини у окремих країнах.

### Список джерел

1. Баюра Д.О. Реструктуризація підприємств: [навч. посіб.] / Д.О. Баюра. – К.: Київський університет, 2005. – 209 с.
2. Великий тлумачний словник сучасної української мови / Уклад. і гол. ред. В.Т. Бусел. – К.; Ірпінь: ВТФ Перун, 2005. – 1728 с.
3. Волков В. Основы слияния и поглощений / В. Волков // Финансовый менеджер. – 2005. – № 9. – С. 90–95.
4. Галанова В.А. Акционерное дело: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2003.– 544 с.
5. Галпин Т. Дж., Хэндон М. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: Пер. с англ. – М.: Изд. дом «Вильямс», 2005. – 240с.
6. Горбатюк Л.А. Ринок злиттів і поглинань у банківському секторі України: сучасний стан і перспективи розвитку / Л.А. Горбатюк // Бізнес Інформ. – 2014. – № 5. – С. 352–357.
7. Гордеева Т.А. Злиття та поглинання як інструменти антикризового управління / Т.А. Гордеева // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – Т. 1. – № 1. – С. 20–23.



8. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / А.П. Гохан; 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 741 с.
9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М. : Альпина Бизнес Букс, 2011.
10. Доналд Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании: [учеб. пособ.] / Д. Доналд; пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 960 с.
11. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В.М. Геєця. – К.: Ін-т економ. прогнозування; Фенікс, 2003. – 1008 с.
12. Завялова Е.В. Міжнародні злиття та поглинання: досвід Заходу. – К.: Рант, 2002. – 344 с.
13. Ігнатюк А.І. Галузеві ринки: теорія, практика, напрями регулювання: [монографія] / А.І. Ігнатюк. – К.: Ін-т аграр. економіки, 2010. – 465 с.
14. Ігнатюк А.І. Процеси злиття та поглинання: світовий досвід та Україна / А.І. Ігнатюк // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2005. – Вип. 75–76. – С. 65–67.
15. Ищенко С.М. Оценка эффекта синергии при слияниях и поглощениях компании. Цит. 16.05.2018. Доступный з: <<http://www.pandia.ru/text/77/231/34972.php>>.
16. Кабиллу А.М. Рейдерство и враждебные поглощения: сущность, виды, методы защиты / А.М. Кабиллу // Вісник економічної науки України. – 2007. – No 2. – С. 53 –58.
17. Кириченко О.А. Деякі аспекти злиття та поглинання компаній у світлі побудови нової інтеграційної системи економіки / О.А. Кириченко, Е.В. Ваганова // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – No 2. – С. 45–56.
18. Коломійцева О.В. Мотиви та причини процесів злиттів і поглинань підприємств / О.В. Коломійцева // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – No 6 (132). – С. 142–149.

- 19.Офіційний сайт Unilever Group. Цит. 16.05.2018. Доступний з: <<http://unilever.com/>>.
- 20.Офіційний сайт інформаційного агентства Bloomberg. Цит. 16.05.2018. Доступний з: <<http://www.bloomberg.com/>>.
- 21.Пучко І.В. Тенденції та пріоритети розвитку злиттів та поглинань в умовах інституційних трансформацій / І.В. Пучко // Вісник Миколаївського національного університету ім. В.О. Сухомлинського. – 2015. – Вип. 3. – С. 769–773.
- 22.Искусство слияний и поглощений / Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. — 4-е изд. — М.: Альпина Паблишерз, 2009. — 957 с.
- 23.Табахарнюк М.О. Гра на мільйон: практика злиття та поглинання в Україні / М.О. Табахарнюк. – К.: Київська книжково-журнальна практика, 2012. – 304 с.
- 24.Тарасова О.В. Сутність ринку злиття-поглинання в Україні та його структурні елементи / О.В. Тарасова // Вісник Херсонського державного університету. – 2015. – Вип. 2. – Ч. 2. – С. 151–154.
- 25.Тищенко А. Понятийный аппарат в интеграционных процессах слияний и поглощений компаний / А. Тищенко, В. Хаустова // Бизнес Информ. – 2008. – No 12. – С. 21–25.
- 26.Український ринок М&А: підсумки 2016 року. Цит. 16.05.2018. Доступний з: <[https://uifuture.org/uk/post/ukrainskij-rinok-ma-pidsumki-2016-roku\\_78](https://uifuture.org/uk/post/ukrainskij-rinok-ma-pidsumki-2016-roku_78)>.
- 27.Уманцев Г. Слияние акционерных обществ: учет имущества и капитала Цит. 16.05.2018. Доступний з: <<http://www.buhgalteria.com.ua/Hit.html?id=249.17>>.
- 28.Уоллас Т., Сталь Р. Планування продажів і операцій. Практичний посібник. 3-е изд. / Пер. з англ. - СПб .: Пітер, 2010. - 272 с.
- 29.Филюк Г.М. Конкуренція і монополія в епоху глобалізації: [монографія] / Г.М. Филюк. – Житомир: ЖДУ ім. І.Франка, 2009. – 404 с.
- 30.Щербакова Н.В. Правовое регулирование слияния и присоединения хозяйственных обществ: дис. ... канд. юрид. Наук: спец. 12.00.04

«Хозяйственное право, хозяйственно-процессуальное право» / Н.В. Щербакова. – Д., 2006. – 198 с.

31. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. ; Пер. с англ. — 3-е изд. — М.: Альпина Паблишерз, 2009. — 332 с.
32. 2017 M&A Global Outlook J.P. Morgan's M&A team in January 2017 Цит. 16.05.2018. Доступный 3: <<https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320723701797.pdf>>.
33. Aaker, D., & Mascarenhas, B. The need for strategic flexibility / Aaker. D // Journal of Business Strategy. - 1984. - 5(2) - С.74-82.
34. Anand, J., & Delios, A. Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions / Anand J. // Strategic Management Journal - 2002. - 23(2).
35. Anderson, E., & Gatignon, H.. Models of foreign entry: A transaction cost analysis propositions / Anderson E. // Journal of International Business Studies. - 1986.
36. Belderbos, R., & Zou, J. Real options and foreign affiliate divestments: a portfolio perspective / Belderbos R. // Journal of International Business Studies - 2009. - 40(4) - С.600-620.
37. Blonigen, B. A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants / Blonigen // Atlantic Economic Journal - 2005. - 33, 4 - С.383-403.
38. Bower, J.L. Not All M&As Are Alike – and That Matters / Bower, J. // Harvard Business Review - 2001 - 5 - С.93–101.
39. Brouthers, K.D., Brouthers, L.E. Explaining the National Cultural Distance / Brouthers, K.D // Journal of International Business Studies - 2001.
40. Buckley P.J., Casson MC Analyzing foreign market entry strategies: extending the internalization approach / Buckley P.J. // Journal of International Business Studies - 1998. - 29 - С.539-562.
41. Busse, M., Hefeker, C. Political risk, institutions and foreign direct investment / Busse, M. // European Journal of Political Economy - 2007. - 23.



42. Chung, C. H., Lee, S. H., Beamish, P., & Isobe, T. Subsidiary expansion/contraction during times of economic crisis / Chung, C. H. // Journal of International Business Studies - 2010 - 41(3).
43. Damodaran, A., Investment valuation. Цит. 16.05.2018. Доступный з: <<http://pages.stern.ny.edu/~adamodar>>.
44. Davidson, W. H. The location of foreign direct investment activity: Country characteristics and experience effects / Davidson, W. H. // Journal of International Business Studies. - 1980.
45. Developments in Agri, Food & Beverages Industry Report, May 2017. Цит. 16.05.2018. Доступный з: <<https://m-a-worldwide.com/wp-content/uploads/2017/04/MA-WORLDWIDE-Agri-Food-Beverages-Industry-Report-May-2017.pdf>>
46. Dunning, J. H. Multinational enterprises and the global economy / Dunning, J. H. // Reading, MA: Addison-Wesley - 1993.
47. Dunning, J.H. Institutional Reform, Foreign Direct Investment and European Transition Economies / Dunning, J.H. , Grosse, R.E. (ed.) // International Business and Government relations in the 21st Century Cambridge University Press - 2005. - 49.
48. Faeth, I. Determinants of Foreign Direct Investment - A Tale of Nine Theoretical Models / Faeth, I. // Journal of Economic Surveys - 2009. - 23, 1 - C.165-196.
49. Fisch, J. H., & Zschoche, M. Do firms benefit from multi nationality through production shifting? / Fisch, J. H. // Journal of International Management - 2011. - 17(2). - C.143-149.
50. Fisch, J. H., & Zschoche, M The effect of operational flexibility on decision to withdraw from foreign production locations / Fisch, J. H. // International business review - 2012. - 21(5) - C.806-815.
51. Gorynia, M. et al. Internationalization of Polish Firms via Foreign Direct Investment: A Multiple-Case Study Approach / Gorynia, M. // Successes and Challenges of Emerging Economy Multinationals, Houndmills, New York: Palgrave Macmillan - 2014. - C.184-216.

52. Hennart, J. F., & Reddy, S. The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States / Hennart, J. F. // *Strategic Management Journal* - 1997. - 18(1), - C.1-12.
53. Huchzermeier, A., & Cohen, M. A. Valuing operational flexibility under exchange rate risk / Huchzermeier, A. // *Operations Research* - 1996. - 44(1). - C.100-113.
54. Iryna G. Ianenkova Marina Z. Solesvik M&A in Ukraine and worldwide: Analysis of recent trends. Цит. 16.05.2018. Доступний з: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2430035/Solesvik.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
55. Johanson, J., & Vahlne, J.-E. The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitments / Johanson, J. // *Journal of International Business Studies* - 1997. - 8(1), - 23-34.
56. Kogut, B., & Kulatilaka, N. Operating flexibility, global manufacturing, and the option value of a multinational network / Kogut, B. // *Management Science* - 1994. - 40(1) - C.123-139.
57. Kuo C.-L., Fang, W.-C. Psychic Distance and FDI Location Choice: Empirical litigation of Taiwanese Firms in China/ Kuo, C.-L. // *Asia Pacific Management Review* - 2009. - C.106.
58. Lee S. H., & Makhija. M. Is international flexibility valuable during an economic crisis? / Lee, S. H. // *Strategic Management Journal* - 2009. - 30(5) - C.537-555.
59. Lessard, D., Lucea, R. Mexican multinationals: Insights from Cemex / Lessard, D. // *Emerging Multinationals in Emerging Markets*, Cambridge city Press: Cambridge - 2009.
60. Luo Y. Capability exploitation and building in a foreign market: implications for multinational enterprises / Luo Y. // *Organization Science* - 2002. - 13(1) - C.48-63.
61. Meyer K.E., Nguyen H.V. Foreign investment strategies and sub-national institutions in emerging markets: evidence from Vietnam / Meyer K.E. // *Journal of Management Studies* - 2009 - 42(1) - C.63-93.

62. Stanley, Foster Reed and Alexandra, Reed Lajoux The art of M&A Merger Acquisition buy out guide. McGraw-Hill. - 1999. - 340 c.
63. Svetlicic, M., Jaklic, A. Outward FDI by Transition Economies: Basic Features, Trends and Development Implications, in: Svetlicic, M./Rojec, M. (eds.): Facilitating Transition by Internationalization: Outward Direct Investment from Central European Economies in Transition / Meyer K.E. // Aldershot: Ashgate - 2009. - 49. - C.28-34.
64. Vernon, R. International investment and international trade in the product cycle / Vernon, R. // Quarterly Journal of Economics - 1996 - 80(2) - 190 c.
65. Volker Nocke and Michael D. Whinston Merger Policy with Merger Choice / V. Nocke // The American Economic Review - 2013. - Vol. 103, No. 2 - C.1006-1033. Цит. 16.05.2018, Доступный з: <<http://www.jstor.org/stable/23469689>>.
66. Wells, L. T. Jr. A product life cycle for international trade? / Wells, L. T. // Journal of Marketing - 1968. - C.1-6.

## ДОДАТКИ

### Додаток А

#### Consolidated Cash Flow Statement for the year ended 31 December , mln EUR

	^ million	^ million	^ million
	2016	2015	2014
Net profit	5 547	5 259	5 515
Taxation	1 922	1 961	2 131
Share of net profit of joint ventures/associates and other income/(loss) from			
non-current investments and associates	(231)	(198)	(143)
Net finance costs	563	493	477
Operating profit	7 801	7 515	7 980



Depreciation, amortisation and impairment	<b>1 464</b>	1 370	1 432
Changes in working capital:	<b>51</b>	720	8
Inventories	<b>190</b>	(129)	(47)
Trade and other receivables	<b>142</b>	2	82
Trade payables and other liabilities	<b>(281)</b>	847	(27)
Pensions and similar obligations less payments	<b>(327)</b>	(385)	(364)
Provisions less payments	<b>65</b>	(94)	32
Elimination of (profits)/losses on disposals	<b>127</b>	26	(1 460)
Non-cash charge for share-based compensation	<b>198</b>	150	188
Other adjustments	<b>(81)</b>	49	38
Cash flow from operating activities	<b>9 298</b>	9 351	7 854
Income tax paid	<b>(2 251)</b>	(2 021)	(2 311)
<b>Net cash flow from operating activities</b>	<b>7 047</b>	7 330	5 543

Interest received	105	119	123
Purchase of intangible assets	(232)	(334)	(359)
Purchase of property, plant and equipment	(1 804)	(1 867)	(1 893)
Disposal of property, plant and equipment	158	127	207
Acquisition of group companies, joint ventures and associates	(1 731)	(1 897)	(313)
Disposal of group companies, joint ventures and associates	30	199	1 741
Acquisition of other non-current investments	(208)	(78)	(82)
Disposal of other non-current investments	173	127	69
Dividends from joint ventures, associates and other non-current investments	186	176	162
(Purchase)/sale of financial assets	135	(111)	4
<b>Net cash flow from investing activities</b>	<b>(3 188)</b>	<b>(3 539)</b>	<b>(341)</b>
Dividends paid on ordinary share capital	(3 609)	(3 331)	(3 189)
Interest and preference dividends paid	(472)	(579)	(521)
Purchase of Estate shares	-	-	(880)
Net change in short-term borrowings	258	245	338
Additional financial liabilities	6 761	7 566	5 174
Repayment of financial liabilities	(5 213)	(6 270)	(5 305)
Capital element of finance lease rental payments	(35)	(14)	(16)
Other movements on treasury stock	(257)	(276)	(467)
Other financing activities	(506)	(373)	(324)
<b>Net cash flow (used in)/from financing activities</b>	<b>(3 073)</b>	<b>(3 032)</b>	<b>(5 190)</b>
<b>Net increase/(decrease) in cash and cash equivalents</b>	<b>786</b>	<b>759</b>	<b>12</b>
<b>Cash and cash equivalents at the beginning of the year</b>	<b>2 128</b>	<b>1 910</b>	<b>2 044</b>
Effect of foreign exchange rate changes	284	(541)	(146)
<b>Cash and cash equivalents at the end of the year</b>	<b>3 198</b>	<b>2 128</b>	<b>1 910</b>

Додаток Б

**Consolidated Balance Sheet**  
for the year ended 31 December , mln EUR

as at 31 December	^ million	^ million
	2017	2016
<b>Assets</b>		
<b>Non-current assets</b>		
Goodwill	16 881	17 624
Intangible assets	11 520	9 809
Property, plant and equipment	10 411	11 673
Pension asset for funded schemes in surplus	2 173	694
Deferred tax assets	1 085	1 354
Financial assets	675	673
Other non-current assets	557	718
	43 302	42 545
<b>Current assets</b>		
Inventories	3 962	4 278
Trade and other current receivables	5 222	5 102
Current tax assets	488	317
Cash and cash equivalents	3 317	3 382
Other financial assets	770	599
Assets held for sale	3 224	206
	16 983	13 884
<b>Total assets</b>	<b>60 285</b>	<b>56 429</b>
<b>Liabilities</b>		
<b>Current liabilities</b>		
Financial liabilities	7 968	5 450
Trade payables and other current liabilities	13 426	13 871
Current tax liabilities	1 088	844
Provisions	525	390
Liabilities held for sale	170	1



	<b>23 177</b>	20 556
<b>Non-current liabilities</b>		
Financial liabilities	<b>16 462</b>	11 145
Non-current tax liabilities	<b>118</b>	120
Pensions and post-retirement healthcare liabilities:		
Funded schemes in deficit	<b>1 225</b>	2 163
Unfunded schemes	<b>1 509</b>	1 704
Provisions	<b>794</b>	1 033
Deferred tax liabilities	<b>1 913</b>	2 061
Other non-current liabilities	<b>700</b>	667
	<b>22 721</b>	18 893
<b>Total liabilities</b>	<b>45 898</b>	39 449
<b>Equity</b>		
<b>Shareholders' equity</b>		
Called up share capital	<b>484</b>	484
Share premium account	<b>130</b>	134
Other reserves	<b>(13 633)</b>	(7 443)
Retained profit	<b>26 648</b>	23 179
	<b>13 629</b>	16 354
Non-controlling interests	<b>758</b>	626
<b>Total equity</b>	<b>14 387</b>	16 980
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>60 285</b>	56 429

Додаток В

**Consolidated Income statement**

**for the year ended 31 December , mln EUR**

	2017	2016	2015
Turnover	53,715	52,713	53,272
Operating profit	8,857	7,801	7,515
Profit before taxation	8,153	7469	7,220
Taxation	(1,667)	(1,922)	(1,961)
Net Profit	6,486	5,547	5,259

Додаток  
до Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 25  
"Фінансовий звіт суб'єкта малого підприємництва"

**ФІНАНСОВИЙ ЗВІТ**  
**суб'єкта малого підприємства**

КОДИ

Дата (рік, місяць, число) 2017 1 1

Підприємство **ТОВ «Паддада Україна»** за ЄДРПОУ 11111111

Територія м. Київ за КОАТУУ 803860000

Організаційно-правова форма господарювання за КОПФГ

Орган державного управління за СПОДУ

Вид економічної діяльності за КВЕД 51.70.0

Середня кількість працівників **4** Контрольна сума

Одиниця виміру: тис. грн.

Адреса **03001, м.Київ, вул. Я, 56, офіс.111, т. 111-11-11**

Баланс Форма N 1-м Код за ДКУД 1801006

на **31** грудня **20 17** р.

Актив	Код рядка	На початок звітного року	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
<b>I. Необоротні активи</b>			
Незавершене будівництво	20	-	-
Основні засоби:			
залишкова вартість	30	4,3	4,3
первісна вартість	31	4,3	4,3
знос	32	( - )	( - )
Довгострокові біологічні активи:			
справедлива (залишкова) вартість	35	-	-
первісна вартість	36	-	-
накопичена амортизація	37	( - )	( - )
Довгострокові фінансові інвестиції	40	-	-
Інші необоротні активи	70	-	-
<b>Усього за розділом I</b>	80	4,3	4,3
<b>II. Оборотні активи</b>			
Виробничі запаси	100	6,1	-
Поточні біологічні активи	110	-	-
Готова продукція	130	-	-
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги:			
чиста реалізаційна вартість	160	200,9	19,2
первісна вартість	161	200,9	19,2
резерв сумнівних боргів	162	( - )	( - )
Інші звичайні доходи	50	-	-
<b>Усього за розділом II</b>	260	299,1	59,5
<b>III. Витрати майбутніх періодів</b>	270	4,7	4,3
<b>IV. Необоротні активи та групи вибуття</b>	275	-	-
<b>Баланс</b>	280	308,1	68,1

Пасив	Код	На початок звітного року	На кінець звітного періоду
-------	-----	--------------------------	----------------------------



1	рядк а		4	
	2	3	4	5
<b>I. Власний капітал</b>				
Статутний капітал	300	-	-	
Додатковий капітал	320	-	-	
Резервний капітал	340	-	-	
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	350	132,0	205,2	
Неоплачений капітал	360	( - )	( - )	
<b>Усього за розділом I</b>	380	132,0	205,2	
<b>II. Забезпечення наступних витрат і цільове фінансування</b>				
430	-		-	
<b>III. Довгострокові зобов'язання</b>				
480	-		-	
<b>IV. Поточні зобов'язання</b>				
Короткострокові кредити банків	500	-	-	
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями	510	-	-	
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	433,8	266,7	
Поточні зобов'язання за розрахунками:				
з бюджетом	550	-	-	
зі страхування	570	0,8	1,0	
з оплати праці	580	2,3	2,4	
	605	-	-	
Інші поточні зобов'язання	610	3,2	3,2	
<b>Усього за розділом IV</b>	620	440,1	273,3	
<b>V. Доходи майбутніх періодів</b>				
630	-		-	
<b>Баланс</b>	640	308,1	68,1	

**2. Звіт про фінансові результати**

за 2017

р.

Форма N 2-м

Код за ДКУД 1801007

1	Стаття	Код рядк а	За звітний період		За аналогічний період попереднього року	
			3	4	4	5
10	Дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	10	2 250,9		1 967,2	
20	Непрямі податки та інші вирахування з доходу	20	( 375,2 )		( 327,3 )	
30	<b>Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (010 - 020)</b>	30	1 875,7		1 639,9	
40	Інші операційні доходи	40	-		-	
60	Надзвичайні доходи	60	-		-	
70	<b>Разом чисті доходи (030 + 040 + 050 + 060)</b>	70	1 875,7		1 639,9	
80	Збільшення (зменшення) залишків незавершеного виробництва і готової продукції	80	-		-	
90	Матеріальні затрати	90	( - )		( - )	
100	Витрати на оплату праці	100	( 35,7 )		( 35,0 )	
110	Відрахування на соціальні заходи	110	( 13,3 )		( 13,1 )	
120	Амортизація	120	( - )		( - )	
130	Інші операційні витрати	130	( 805,1 )		( 606,7 )	
131	у тому числі:	131	( - )		( - )	
140		140	( 1 094,0 )		( 1 019,8 )	
150	Інші звичайні витрати	150	( - )		( - )	
160	Надзвичайні витрати	160	( - )		( - )	
170	Податок на прибуток	170	( 0,8 )		( 1,0 )	
180	<b>Разом витрати (090 + 100 + 110 + 120 + 130 + 140 + 150 ± 080 + 160 + 170)</b>	180	( 1 948,9 )		( 1 675,6 )	
190	<b>Чистий прибуток (збиток) (070 - 180)</b>	190	( 73,2 )		( 35,7 )	
195	Забезпечення матеріального заохочення	195	-		-	
201		201	-		-	
202		202	-		-	
<b>Керівник</b>						
<b>Головний</b>						

