

Київський національний торговельно-економічний університет
Кафедра світової економіки

ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА
на тему:

ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В МІЖНАРОДНОМУ БІЗНЕСІ

(на матеріалах ТОВ «КПМГ Україна», м. Київ)

Студента 2 курсу, 10М групи,
факультету міжнародної торгівлі
і права
спеціальності 292 «Міжнародні
економічні відносини»
спеціалізації «Міжнародний
бізнес»

Кустовського Олексія
Олеговича

підпис студента

Науковий керівник
д. е. н., проф.

Мельник Тетяна
Миколаївна

підпис керівника

Керівник освітньої програми
д. е. н., проф.

Онищенко Володимир
Пилипович

підпис керівника

Київ 2019

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. Фінансовий аналіз діяльності компанії.....	6
1.1. Аналіз показників фінансово-господарської діяльності компанії	6
1.2. Аналіз міжнародної економічної діяльності компанії	10
Висновки до розділу 1	12
РОЗДІЛ 2. Оцінка середовища міжнародного бізнесу компанії	14
2.1. Дослідження сприятливості середовища міжнародного бізнесу для здійснення злиття (поглинання) в Україні.....	14
2.2. Оцінка механізму злиття (поглинання) у контексті підвищення конкурентоспроможності компанії	19
Висновки до розділу 2	28
РОЗДІЛ 3. Удосконалення процесу здійснення злиття (поглинання).....	29
3.1. Обґрунтування справедливої вартості компанії при здійсненні угоди злиття (поглинання)	29
3.2. Розробка алгоритму процесу здійснення злиття (поглинання).....	36
Висновки до розділу 3	40
ВИСНОВКИ	41
Список використаної літератури.....	44
Додатки.....	47

ВСТУП

Актуальність. Сучасний глобалізований світ характеризується швидкими економічними та технологічними змінами, які в свою чергу зумовлюють значні корпоративні реорганізації. Кожен учасник господарських відносин прагне підвищити ефективність виробничих процесів і виходити на нові ринки. В свою чергу злиття та поглинання виступає дієвим механізмом, який дозволяє адаптуватися до швидких змін кон'юнктури ринку та залишатися конкурентоспроможним. Термін «злиття і поглинання», відомий також як M&A (аббревіатура з англійської від mergers and acquisitions), став одним з найбільш уживаних в економічній літературі за останнє десятиліття і дедалі частіше викликає дискусії у різних колах економічних та політичних суб'єктів. Процеси злиття та поглинання є невід'ємною складовою розвитку як світової, так і української економіки. M&A угоди є дієвим механізмом підвищення конкурентоспроможності на ринку, що підтверджується значною кількістю здійснених угод. Добре сплановані і вдало здійснені угоди дозволяють значно збільшити ринкову вартість компанії. На сьогодні угоди зі злиття та поглинання міцно закріпилися в якості основного стратегічного інструменту розвитку бізнесу. Раніше даний механізм в більшості випадків використовувався як потужний інструмент міжнародних корпорацій, однак на сучасному етапі угоди зі злиття та поглинання використовуються як ефективний спосіб стимулювання зростання підприємства для величезного кола компаній. Міжнародний ринок з роками стає більш досяжним для великої кількості компаній, розуміючи це власники компаній намагаються максимально використовувати всі можливості ринку. В процесі реалізації угод зі злиття та поглинання інтеграція є надзвичайно важливим етапом, адже якщо навіть дана угода і може відкрити ряд нових переваг для даної фірми, разом з тим вона може принести несумісність корпоративних культур, що зрештою негативно позначиться на результатах діяльності об'єднаної компанії. Таким чином, дослідження сучасних особливостей і тенденцій на ринку злиття та поглинання та їх вплив на бізнес-середовище України є надзвичайно актуальним питанням, особливо в умовах наявних дезінтеграційних соціально-економічних

процесів у національній економіці і суттєвого погіршення інвестиційного клімату країни.

Аналіз рівня розробленості теми. Сучасна економічна наукова галузь характеризується досить значними теоретичними й прикладними напрацюваннями у сфері функціонування ринку злиття та поглинання. Проаналізувавши наявні у відкритому доступі ресурси, ми визначили що значна кількість компаній займається дослідженням тенденцій М&А ринку та перспективами його зростання в найближчому майбутньому. Серед найбільших компаній можна виокремити групу корпоративних фінансів KPMG [31], аудиторсько-консалтингові компанії Pricewaterhouse Coopers, Ernst&Young та ін. Необхідно зауважити той факт, що більшість досліджень ринку злиття та поглинання присвячені саме закордонним ринкам, в першу чергу європейським. Наприклад, у дослідженнях П. Гохана [5], А. Лажу [8], М. Дженсена [32] та ін. приділяється детальна увага питання тактики і стратегії здійснення реорганізації підприємств, визначенню справедливої вартості компаній, що об'єднуються, шляхи фінансування угод злиття та поглинання, проблеми корпоративного управління при проведенні інтеграційних процесів компаніями та інше. Дослідження українського ринку М&А характеризується фрагментарністю і відсутністю чіткої методичної системності процесів, у зв'язку з тим, що явище злиття та поглинання є відносно новим для національної економіки. Серед визначних наукових здобутків вітчизняних учених та фахівців у цій сфері необхідно відмітити напрацювання З. Васильченко [1], А. Гальчинського, В. Гейця, А. Кредісова, Т. Фролової, які займалися дослідженням особливостей функціонування національного ринку злиття та поглинання та проблем з якими економічні суб'єкти при здійсненні М&А угод. Враховуючи вище зазначений аналіз розробленості вибраної тематики ми бачимо, що організаційно-економічні процедури М&А і ситуація на ринку потребують подальшого системного аналізу й вивчення з метою використання позитивного закордонного досвіду у національному корпоративному управлінні й подальшого удосконалення як самих

процедур здійснення угод злиття та поглинання, так і практики їх використання в національній економіці.

Мета дипломної роботи – дослідити ринок M&A в Україні, визначити ключові мотиви здійснення угод злиття та поглинання, проаналізувати методи оцінки їх ефективності, визначити справедливую вартість компанії та кількісно оцінити вплив здійснення угоди поглинання на її ринкову вартість.

Для досягнення поставленої мети необхідно вирішити наступні *завдання*:

- провести аналіз фінансово-господарської діяльності компанії;
- проаналізувати міжнародну економічну діяльність компанії;
- дослідити середовище M&A в Україні;
- визначити основні мотиви та методи оцінки ефективності M&A угод;
- визначити та проаналізувати зміну вартості компанії внаслідок угоди поглинання;
- дослідити особливості процесу здійснення угод злиття та поглинання.

Об'єктом дипломної роботи є процеси корпоративного M&A в умовах глобалізації бізнесу й пошуку компаніями нових економічних можливостей і конкурентних переваг на міжнародних ринках.

Предмет дослідження – теоретичні, методологічні та практичні аспекти економічних відносин, що виникають у процесі злиття та поглинань з приводу посилення конкурентоспроможності компанії.

Для вирішення поставлених завдань були використані загальнонаукові *методи* наукового пізнання: логіко-діалектичний метод; методи аналізу, синтезу та порівняльного аналізу; графічний та побудови аналітичних таблиць.

Науково-практична новизна отриманих результатів полягає в наданні практичних рекомендації щодо здійснення угод злиття та поглинання на українському ринку, з урахуванням процесів глобалізації та зміною бізнес середовища в середині країни.

РОЗДІЛ 1. Фінансовий аналіз діяльності компанії

1.1. Аналіз показників фінансово-господарської діяльності компанії

КПМГ Україна здійснює свою діяльність починаючи з 1992 року надаючи аудиторські та консультаційні послуги з податкових та фінансових питань. Основними клієнтами є найбільші українські та міжнародні компанії, а також цілий ряд неурядових організацій та фінансових інститутів.

За останні роки КПМГ в Україна демонструє значний ріст фінансових результатів, так чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) виріс на 32% за 2017 рік [18], та близько 10% в 2018 році. Сукупний дохід компанії в 2018 році склав 473 млн грн [22].

Нами було проаналізовано фінансово-господарську діяльність компанії (табл. 1.1) у відповідності з наступними групами показників:

- 1) показники результативності діяльності підприємства;
- 2) показники ліквідності та платоспроможності підприємства;
- 3) показники ділової активності (оборотності)
- 4) показники фінансової стійкості підприємства.

Таблиця 1.1.

Показники результативності діяльності підприємства

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	Абсолютне відхилення			
						2015/ 2014	2016/ 2015	2017/ 2016	2018/ 2017
Прибутковість інвестицій в компанію	594,8	644,8	814,2	1117,7	1120,9	8,4%	26,3%	37,3%	0,3%
Рентабельність активів	0,6%	2,6%	20,3%	29,9%	6,2%	2,0%	9,6%	17,7%	-14,6%
Рентабельність за чистим прибутком	1,1%	3,1%	162,6%	107,8%	29,9%	2,0%	43,7%	61,0%	-77,9%
Рентабельність матеріальних активів	28,5%	30,5%	70,7%	62,5%	15,7%	2,0%	-5,0%	37,1%	-46,8%
Рентабельність продажів за операційним прибутком	1,1%	1,2%	7,3%	13,0%	3,3%	0,1%	6,1%	5,7%	-9,7%
Рентабельність продукції	0,2%	0,3%	15,2%	22,2%	5,9%	0,1%	15,0%	7,0%	-16,4%
Чистий прибуток на акцію	0,07	0,12	6,33	14,57	3,50	70,2%	-	130,0%	-76,0%

Розраховано автором на основі Ф. №1, №2

З наведених вище результатів ми бачимо, що на протязі останніх 2 років прибутковість інвестицій в компанію зростала, особливо в 2016 та 2017 роках (на

26,3% та 37,3% відповідно). Це свідчить про інвестиційну привабливість компанії в цілому. Рентабельність активів в 2018 році демонструє незначне зниження, що напряму пов'язано зі зростанням балансової вартості активів. Протягом 2016 – 2017 років ми бачимо постійне зниження рентабельності за чистим прибутком, що насамперед пов'язано зі значним збільшенням адміністративних витрат у зв'язку зі стрімким розширенням компанії. Решта показників рентабельності знаходиться на нормальному рівні, що свідчить про ефективну діяльність компанії.

Наступна група показників націлена на аналіз ліквідності та платоспроможності підприємства. Результати представлено в Табл. 1.2.

Таблиця 1.2.

Показники ліквідності та платоспроможності

Показник	На 31.12 .2014	На 31.12 .2015	На 31.12 .2016	На 31.12 .2017	На 31.12 .2018	Абсолютне відхилення			
						2015/ 2014	2016/ 2015	2017/ 2016	2018/ 2017
Коеф. абсолютної ліквідності	0,08	0,1	0,29	0,29	0,6	23,9%	182,8%	0,0%	106,3%
Проміжний коеф. ліквідності	0,68	0,7	0,55	0,55	0,87	3,0%	-21,0%	0,0%	58,8%
Коефіцієнт покриття (платоспроможності)	0,86	0,88	0,93	1,35	1,16	2,3%	5,7%	44,7%	-13,9%
Коефіцієнт загальної платоспроможності	21,7	21,8	14,4	14,4	10,9	0,1%	-33,9%	0,0%	-24,4%
Коефіцієнт поточної ліквідності	0,8	0,9	0,8	0,8	1,1	2,4%	-6,5%	0,0	37,6%

Розраховано автором на основі Ф. №1, №2

Показники ліквідності та платоспроможності характеризують фінансовий стан суб'єкта господарювання та безпосередньо відображають його здатність успішно виконувати свої грошові зобов'язання перед іншими суб'єктами ринку [21]. Ми бачимо що в 2016 році компанія мала досить невеликий коефіцієнт абсолютної ліквідності, однак вже починаючи з 2017 року за рахунок збільшення обсягів грошових коштів, даний показник перевищив нормативне значення (0,2) і продовжив ріст у 2018 році. Необхідно звернути увагу на коефіцієнт загальної платоспроможності. Його зниження сигналізує про негативну тенденцію зі

зростанням обсягів запозичень компанією, однак екстремальним його значенням є відношення у розмірі менше 2, отже станом на 2018 рік, зниження рівня загальної платоспроможності не є критичним. На додачу, ми бачимо, що коефіцієнт поточної ліквідності знаходиться на середньому рівні - 0,9 (за період 2016 -2018 років), що свідчить про нормальний рівень платоспроможності компанії.

Наступна група показників націлена на оцінку ефективності використання оборотних коштів компанії. Результати представлено в Табл. 1.3.

Таблиця 1.3.

Показники ділової активності (оборотності)

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	Абсолютне відхилення			
						2015/ 2014	2016/ 2015	2017/ 2016	2018/ 2017
Коефіцієнт оборотності оборотних активів	1,0	1,0	1,3	1,6	1,3	2,0%	27,2%	23,3%	-19,0%
Час обороту оборотних активів (днів)	369	362	285	231	285	1,2%	-47,6%	27,4%	-56,0%
Коефіцієнт оборотності запасів	8,6	8,7	4,5	5,8	2,5	0,2%	90,9%	-21,5%	127,4%
Час обороту запасів (днів)	42	42	80	63	143	1,3%	-25,4%	57,0%	8,2%
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	7,7	7,8	5,8	9,2	9,9	0,2%	34,1%	-36,3%	-7,6%
Час обороту дебіторської заборгованості (днів)	46	46	62	40	37	24,3%	-8,6%	130,3%	-72,2%
Коефіцієнт оборотності необоротних активів	0,4	0,5	0,5	1,1	0,3	0,0%	21,3%	-10,8%	260,2%
Час обороту необ. активів	313	313	380	339	1219	1,7%	-29,0%	-63,0%	7,2%
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	5,8	5,9	4,2	1,5	1,6	0,2%	40,9%	170,5%	-6,7%
Час обороту кредиторської заборгованості (днів)	62	62	88	237	221	0,1%	61,1%	-28,0	75,2%

Розраховано автором на основі Ф. №1, №2

В результаті розрахунків ми бачимо, що період обороту оборотних активів в 2014-2015 роках складав в середньому 366 днів, впродовж наступних 3 років, компанія значно скоротила цей показник до середнього значення в 267 днів. Це є позитивним явищем, оскільки сигналізує про підвищення ефективності використання активів компанії. За останні роки компанія значно підвищила коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості на 150 днів у 2017 році та

134 дні у 2018 році, у порівнянні з 2016 роком. Це є позитивним явищем, оскільки значне перевищення кредиторської заборгованості над дебіторською дозволяє використовувати ці кошти для фінансування як своїх дебіторів, так і своїх операцій. Негативним є значне підвищення коефіцієнту оборотності запасів починаючи з кінця 2016 року, що сигналізує про зниження ефективності їх управління та зростання витрат компанії.

Важливим показником стійкості та надійності компанії – є її структура капіталу. Умовою й гарантією виживання й розвитку будь-якого підприємства, як бізнес-процесу, є його фінансова стабільність. Якщо підприємство фінансово стійке, то воно в стані «витримати» несподівані зміни ринкової кон'юнктури, і не опинитися на межі банкрутства. Більш того, чим вище його стабільність, тим більше переваг перед іншими підприємствами того ж сектора економіки в одержанні кредитів і залученні інвестицій. Розрахунок показників фінансової стійкості відображено в Табл. 1.4.

Таблиця 1.4.

Показники фінансової стійкості підприємства

Показник	На 31.12 .2014	На 31.12 .2015	На 31.12 .2016	На 31.12 .2017	На 31.12 .2018	Абсолютне відхилення			
						2015/ 2014	2016/ 2015	2017/ 2016	2018/ 2017
Коеф. фінансової автономії	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	-	77,0%	54,2%	-9,0%
Коефіцієнт покриття боргу	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	-	58,7%	122,9%	-12,5%
Коефіцієнт довгострокових зобов'язань	0,7	0,7	0,3	0,2	0,1	-	-52,0%	-38,1%	-38,7%

Розраховано автором на основі Ф. №1, №2

Відповідно до результатів розрахунку, ми бачимо, що коефіцієнт фінансової автономії знаходиться на низькому рівні на протязі 2014-2016 років, однак починаючи з 2017 року, компанія виходить на значно вищий показник. Нормативним вважається значення 0,5, але враховуючи той факт що основою операційної діяльності є надання консультаційних послуг і компанія відповідно має низьку питому вагу необоротних активів у структурі балансу, отримане нами значення знаходиться в межах норми. Коефіцієнт покриття боргу починаючи з 2017 року відображає значний ріст частки власного капіталу у загальній

структурі, за рахунок ефективної діяльності компанії через значне збільшення нерозподіленого прибутку за період. З наведених результатів ми також бачимо, що починаючи з 2015 року частка довгострокових зобов'язань у загальній структурі джерел фінансування зменшується і вже починаючи з 2017 року досягає нормативного рівня ($<0,2$).

Відповідно до аналізу структури доходів KPMG ми виявили, що в загальній структурі доходів, частка консалтингових послуг становить більше 35%. В свою чергу, частка угод пов'язаних зі здійсненням угод злиття та поглинання становить значну частину в розрізі консалтингових послуг. У зв'язку з цим, в дипломній роботі найбільшу увагу ми приділяємо процесам злиття та поглинання компаній.

1.2. Аналіз міжнародної економічної діяльності компанії

Компанія “KPMG” – є міжнародною транснаціональною мережею незалежних фірм, що надають професійні консультаційні, аудиторські та податкові послуги по всьому світу. Компанія є однією з 4 світових лідерів у сфері аудиторських та консалтингових послуг. Ця група компаній є своєрідною олігополією на ринку, оскільки саме ці 4 компанії обслуговують переважну більшість публічних компаній.

Діяльність КПМГ можна розділити на наступні сфери:

- консультаційні послуги (в т. ч. угоди M&A);
- аудит;
- податкове та юридичне консультування;
- галузева спеціалізація [20].

Компанії-учасниці KPMG Global співпрацюють по всьому світу. Валову частку послуг компанія надає в Європейських країнах, країнах Близького Сходу та Африки (44,8%), далі ідуть країни Північної та Латинської Америки (38,3%) та Азійсько-Тихоокеанський регіон (16,9%).

2018 рік для компанії KPMG Global став роком значного зростання. За допомогою залучення стратегічних інвестицій в операційні моделі компанії та покращення якості обслуговування клієнтів, компанії вдалося досягти вагомих результатів в аудиторському, податковому та консультаційному бізнесі та

показати зростання у розмірі 7,1% на протязі 2018 фінансового року. Річні показники чистого доходу та % щорічного зростання зображено на Рис. 1.1



Рис. 1.1. Чистий дохід KPMG Global та щорічні темпи приросту [21]

Компанія надає послуги у різноманітних сферах економіки та бізнесу по всьому світу. На рис. 1.2 ми бачимо частку загального чистого доходу в розрізі найбільших галузей.

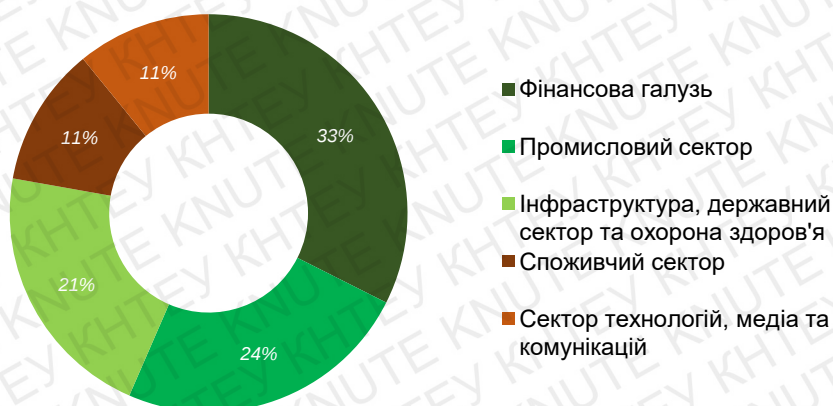


Рис. 1.2. Розподіл чистого доходу компанії за галузями в 2018 році [21]

З наведеної діаграми ми бачимо, що валова частка чистого доходу припадає на фінансову галузь та промисловий сектор, у розмірі 33% та 24% відповідно.

КПМГ залишається одним із провідних роботодавців у світі, в 2018 році відповідно до більш ніж тисячі респондентів компанія посіла 5 місце в рейтингу найкращих роботодавців світу за рейтингом «Universe» [29]. Рейтинг відображає середовище, яке компанія створює для залучення талановитих особистостей у власну діяльність, задля покращення якості надання консалтингових послуг по всьому світу. За останній рік компанія збільшила свій

штат більш ніж на 55 тис. осіб, включаючи 39 тис. випускників університетів. Зміна кількості працівників з 2014 – 2018 років представлена на Рис. 1.3

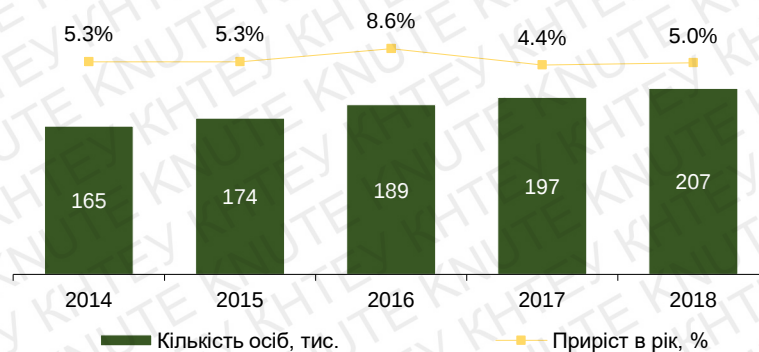


Рис. 1.3. Чисельність працівників компанії KPMG Global 2014-2018 роки та темп їх приросту [21]

КПМГ Україна здійснює свою діяльність як на території України, так і за кордоном. Головними напрямками міжнародної діяльності компанії – є країни Східної Європи та країни СНД. КПМГ Україна являється дочірнім підприємством материнської компанії KPMG Global.

КПМГ в Україні надає аудиторські послуги, які передбачають експертизи, консультації з питань бухгалтерського обліку, звітності, аналізу фінансово-господарської діяльності.

Податкове та юридичне консультування спрямоване на встановлення балансу між дотриманням вимог законодавства і підвищенням вартості бізнесу.

Консультаційні послуги передбачають діяльність у фінансовій та технічній сферах функціонування бізнесу і включає в себе управлінське консультування, консультування з питань ризиків, а також послуги із супроводу корпоративних транзакцій та реструктуризації. До галузевої специфікації відноситься вирішення різноманітних викликів, через використання значного досвіду в різних сферах діяльності бізнесу.

Висновки до розділу 1

Проаналізувавши отримані результати, можна зробити наступні висновки:

1) Компанія на протязі останніх 3 років, демонструє значний фінансовий розвиток і як наслідок стабільне зростання. За умов стабільного росту економіки –

це дозволяє збільшувати власну частку на ринку консалтингових та аудиторських послуг в Україні.

2) Компанія має досить високі показники рентабельності. Незважаючи на їх зниження в 2018 році, компанія все ще залишається прибутковою і зворотної тенденції не спостерігається.

3) Беручи до уваги той факт, що компанія має хороші показники ліквідності та платоспроможності, ми з впевненістю можемо стверджувати, що наявні короткострокові запозичення з легкістю обслуговуються компанією.

4) Компанії необхідно приділити увагу управлінню своїми запасами, оскільки за останній рік ми побачили значне підвищення періоду обороту запасів, що може негативно відобразитися на діяльності компанії в майбутні періоди.

Показники фінансової стійкості компанії знаходяться в нормативному діапазоні.

На додачу, компанія здійснює міжнародну економічну діяльність по всьому світу включаючи в себе офіси в 153 країнах світу. Основною перевагою перед іншими компаніями у сфері надання консалтингових послуг – є наявність надзвичайно великого досвіду, значна історія та репутація компанії. Географія діяльності функціонального підрозділу в Україні займається наданням професійних послуг компаніям на території держави, а також країнам Східної Європи та країнам СНД.

РОЗДІЛ 2. Оцінка середовища міжнародного бізнесу компанії

2.1. Дослідження сприятливості середовища міжнародного бізнесу для здійснення злиття (поглинання) в Україні

Протягом усього періоду становлення України як самостійної держави одночасно відбувалося становлення ринку злиття та поглинання, на якому укладалися угоди, що за правовою структурою можуть бути віднесені саме до процесів злиття-поглинання (конгломератних, горизонтальних, вертикальних, як дружнього, так і ворожого характеру). За цей період можна виокремити щонайменше 8 етапів його становлення [10]:

- 1) 1993 – 1998 масова приватизація державного майна, поява специфічного типу рейдерства (купівля акцій у трудового колективу за заниженими цінами), створення бази для подальших угод злиття та поглинання.
- 2) 1998 – 2003 перерозподіл власності після кризи 1998 р., зародження ринку злиття та поглинання, зростання уваги інвесторів до найбільш динамічних галузей.
- 3) 2003 – 2005 економічне зростання, висока частка участі держави в процесах злиття та поглинання.
- 4) 2006 – 2007 максимальна активність у сфері злиття та поглинання, значне зростання впливу іноземних інвесторів на роботу банківської системи.
- 5) 2008 – 2010 період стагнації ринку, внаслідок світової економічної кризи. Наслідком стало скорочення обсягів операцій на ринку та різке зниження інтересу іноземних інвесторів.
- 6) 2010 – 2013 відновлення ринку злиття та поглинання з урахуванням кризових явищ та їх наслідків, зміна пріоритетів інвесторів.
- 7) 2014 -2016 чергова стагнація на ринку злиття та поглинання у зв'язку зі значною політичною нестабільністю в країні. Як наслідок, підвищення загального рівня недовіри іноземних інвесторів до фінансового сектору країни.
- 8) 2017 – сьогодення. Етап характеризується відносно стабільним економічним зростанням країни, покращенням середовища здійснення угод злиття та поглинання.

На сьогодні ринок злиття та поглинання України знаходиться на стадії фундаментальної трансформації. Вже другий рік поспіль ринок демонструє позитивну динаміку зростання, з річним темпом росту в понад 10%. Відповідно до щорічного M&A огляду, підготовленого компанією КПМГ в Україні, в 2018 році активність ринку зросла на 19%, тоді як кількість укладених угод досягла значення 80. Їх вартість на протязі 2018 року зросла на 78% до 1,8 млрд. дол. США. Незважаючи на позитивну динаміку, загальна вартість ринку та кількість завершених угод є нижчою за пікові показники 2013 року. Динаміка ринкових угод злиття та поглинання 2013 – 2018 років наведена на графіку (Рис. 2.1)

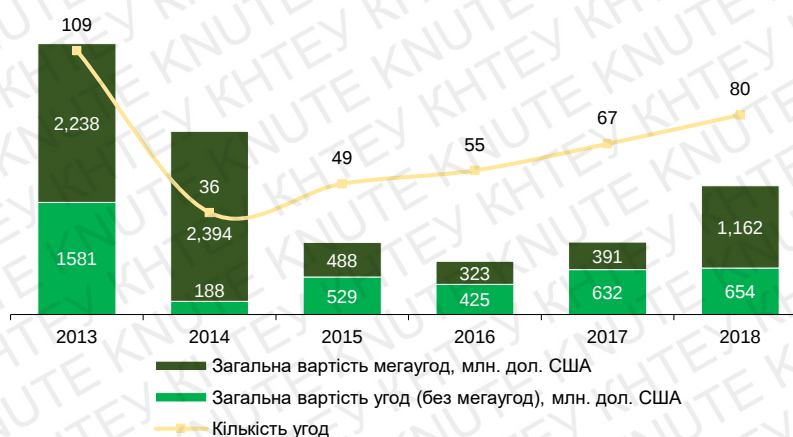


Рис 2.1. Динаміка загальної вартості та кількості здійснених угод злиття та поглинання за 2013 – 2018 роки [21]

У 2018 році було здійснено 4 угоди вартістю понад 100 млн дол. США, тоді як за аналогічний період 2013 року було здійснено 14 таких угод. Необхідно звернути увагу на те, що у 2013 році більшість з них було пов'язано з придбанням українських активів іноземними інвесторами, тоді як в 2018 році угоди були внутрішніми. Це пов'язано насамперед зі зменшенням прозорості ринку України.

На протязі останніх років можна помітити суттєву активізацію українських інвесторів. Так в 2018 році їх частка в сукупному обсязі склала 62%, або 1,1 млрд. дол. США. Найбільшою угодою українських інвесторів 2018 року стало придбання активів «Донецьксталі» компанією Industrial Coal Holding LLC, котра перебуває у спільній власності групи «Метінвест».

Загалом у 2018 році на ринку було здійснено 10 найбільших угод, сумарна вартість яких склала 1,5 млрд. дол. США і становить 82% їх загальної вартості. Перелік та деталі найбільших угод представлені в Табл. 2.1.

Таблиця 2.1.

10 найбільших M&A угод України за 2018 рік

№	Об'єкт придбання	Сектор	Покупець	Продавець	% акцій	Вартість, млн дол. США
1	Група «Донецькстал ь»	Металургія	Метінвест; Misandycy Holdings	Fintest Trading	100%	714
2	Мрія Агро Холдинг	Сільське господарство	SALIC	Mriya Farming PLC	100%	242
3	Євраз ДМЗ	Металургія	Development Construction Holding LLC	EVRAZ Plc	98%	106
4	Perutnina Ptuj	Сільське господарство	МХП	Slovenian Steel Group	91%	100
5	Burger King Russia	Споживчі ринки	ICU Group;	БТБ Банк	17%	82
6	Kernel Holding SA	Сільське господарство	Julius Baer Group Ltd	-	6%	73
7	Агроцентр Єврохім	Хімічна промисловість	-	EuroChem Group AG	100%	53
8	ТОВ Укррос Лізинг	Транспорт	ODELUS-Construkt Kft	Cypriot Vrakas Stilianos	100%	50
9	ТОВ Спектр-Агро і Спектр-Агротехніка	Сільське господарство	Sumitomo Corporation	-	51%	45
10	Агрофірма Трипілля,	Сільське господарство	Вітагро	Агропромгруп а «Пан Курчак»	100%	28

Підготовлено автором на основі джерела [21]

На ринку злиття та поглинання України найбільшу частку займають наступні сектори економіки:

- металургійний сектор;
- сектор сільського господарства;
- сектор споживчих товарів;
- сектор нерухомості та будівництва;
- фінансовий сектор та ін.

У 2018 в металургійному та аграрному секторах було здійснено майже три чверті усього обсягу угод. Секторальна структура угод злиття та поглинання представлена на графіку (Рис. 2.2)

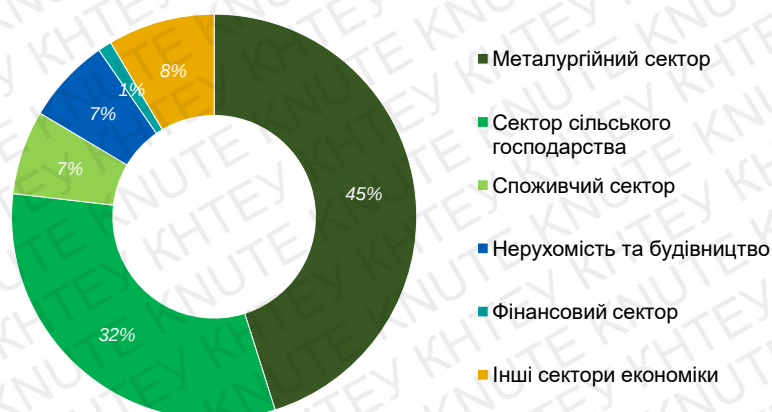


Рис. 2.2. Структура угод злиття та поглинання по секторах, 2018 рік [21]

Розглянемо більш детально М&А активність в цих секторах.

В металургійному секторі інвестиційна активність зростала щороку починаючи з 2014 року. Насамперед це пов'язано зі світовим зростанням цін на сталь в останні роки (приріст у розмірі 9,7% у 2018 році). Ще однією причиною зростання кількості угод в металургійному секторі є зупинка виробництва в зоні військового конфлікту на сході України, оскільки власники цих активів покидали ринок України. Таким чином, в 2018 році цей сектор займає найбільшу частку М&А ринку України з часткою 45%.

Значні інвестиції у розвиток технологій сільського господарства за останні декілька років підвищили привабливість українських компаній в секторі. Підвищення ефективності діяльності сільськогосподарських компаній сприяло майже подвійному збільшенню врожаю зернових та олійних культур у порівнянні з показником 2001 року. Підвищення інвестиційної привабливості сектору посприяло здійсненню 21 угоди злиття та поглинання у 2018 році, загальною

вартість 576 млрд дол. США. Найбільш успішною угодою в секторі стало придбання АК «Мрія Агро Холдинг» інвестиційною компанією з Саудівської Аравії Saudi Agricultural & Livestock Investment Company (SALIC) за 242 млн дол. США. За результатом угоди компанія розширила власний земельний фонд на 165 000 гектарів орної землі. Ця угода також стала найдорожчим придбанням українських активів іноземними інвесторами в 2018 році.

Сектор нерухомості та будівництва став найактивнішим за 2018 рік за кількістю оголошених угод. Так на кінець 2018 року було оголошено 23 угоди, що становить майже третину від загальної кількості. Значне зростання сектору насамперед пов'язано зі збільшенням прибутковості та показників зайнятості. Основними об'єктами угод переважно виступали торгові та офісні приміщення, оскільки через бум будівництва 2015 – 2018 років призвів до накопичення значних обсягів нереалізованих об'єктів. Загальна вартість угод сектору оцінюється в 124 млн дол. США у 2018 році, при цьому валову частку угод (близько половини) припадає на український інвестиційний фонд Dragon Capital. За останні роки, компанія збільшила власні площі офісних приміщень класу «преміум» до 160 000 м².

Фінансовий сектор характеризується найменшим ступенем прозорості здійснення угод злиття та поглинання, в 2018 році було здійснено 6 угод, вартість п'яти з яких не було розкрито.

В секторі споживчих товарів в 2018 році було здійснено 7 угод загальною вартістю 122 млн дол. США. Найбільшими серед них було придбання 17% акцій Burger King Russia за 82 млн дол. США інвестиційною компанією ICU та придбання українського дистриб'ютора побутових товарів «Ергопак» грецькою компанією Sarantis за 18 млн дол. США.

Окрім угод злиття та поглинання з українськими активами, в 2018 році також було здійснено придбання іноземних активів українськими інвесторами. На протязі останніх 5 років кількість таких угод в рік не перевищує 5 год. В 2018 році тенденції географічної експансії українськими інвесторами не спостерігалось, тому кількість угод залишилася незмінною. Угоди були здійснені у секторі

сільського господарства, споживчих ринків, інновацій, технологій та нерухомості. Вартість більшості угод так і не було розкрито. Український агроіндустріальний холдинг «Миронівський хлібопродукт» придбав 91% акцій компанії Perutnina Ptuj, яка є виробником пташиного м'яса в Словенії.

Ключовим чинником зростання активності на ринку злиття та поглинання в Україні – є стаке економічне відновлення упродовж останніх 2 років. Досягненню цього посприяло отримання кредитних коштів з боку Європейського Союзу та МВФ. У 2018 році економіка країни вже третій рік поспіль демонструє економічне зростання, та річне зростання ВВП на 3,3%. Відновленню економіки посприяло збільшення споживання домашніх господарств, внаслідок пожвавлення ринку праці та зростання реальної заробітної платні у поєднанні з рекордним врожаєм зернових та олійних культур і великими надходженнями від експорту сільськогосподарської продукції та із стабілізацією гривні на рівні 27 гривень за 1 долар США в 2018 році. Інфляція за рік склала менш ніж 10% зі збереженням тенденції до зниження у 2019 році. Станом на кінець 2 кварталу 2019 року курс національної валюти за останні декілька місяців демонструє значне його зміцнення, а також зниження темпу інфляції. Внаслідок чого, Національний банк України вже втретє за 2019 рік знижує облікову ставку, до 17,5% з квітня, до 17% з липня та до 16,5% з вересня 2019 року.

Значним поштовхом для розвитку ринку є зростання позицій країни у міжнародних рейтингах. В 2018 році Україна піднялась на 5 позицій в рейтингу Doing Business [28], міжнародне рейтингове агентство Moody's підняло рейтинг суверенного боргу України до Саа1[27], а також зростання індексу інвестиційної привабливості України за рейтингом Європейської бізнес асоціації [24].

2.2. Оцінка механізму злиття (поглинання) у контексті підвищення конкурентоспроможності компанії

Теорія та практика сучасного корпоративного менеджменту висуває достатньо причин для здійснення злиття і поглинання компаній. Виявлення мотивів дуже важливе, саме вони виявляють причини, згідно з якими дві або

кілька компаній, об'єднавшись, коштують дорожче, ніж окремо. А зростання капіталізованої вартості об'єднаної компанії є кінцевою метою угоди злиття та поглинання.

До основних причин здійснення злиття та поглинання можна віднести наступне:

- зміцнення (посилення) ринкових позицій компанії;
- складова стратегії майбутнього розвитку;
- відсутність доступу до кредитних ресурсів;
- з метою виживання в умовах посилення конкуренції;
- проблеми через світову економічну кризу;
- реструктуризація в умовах неплатоспроможності;
- оптимізація корпоративних структурних груп компанії;
- знецінення активів у зв'язку з фінансовою нестабільністю [4].

Злиття та поглинання компаній є радикальною формою створення нових господарюючих суб'єктів. Одним із основних мотивів - є реструктуризація підприємств з метою підвищення економічної ефективності. Багато дослідників, серед яких Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін [6], вивчаючи мотивацію здійснення процесів злиття та поглинання, виділяють три основні групи: внутрішні, зовнішні й особисті інтереси менеджменту компанії.

Основою внутрішніх причин є отримання синергетичного ефекту, тобто збільшення показників ефективності діяльності підприємства в результаті об'єднання, злиття окремих частин в єдину систему, де ефект від взаємодії елементів системи підприємства перевищує суму ефектів діяльності кожного елемента окремо. Синергетичний ефект може виникнути за рахунок економії, що обумовлено масштабами діяльності, комбінації взаємодоповнюючих ресурсів, збільшенням конкурентоспроможності виготовленої продукції (за рахунок монополізації ринку) тощо. Синергетичний ефект за своєю суттю може бути різним, що пов'язано з основною метою менеджменту підприємства-покупця при проведенні злиття чи поглинання.

Для більш глибокого розуміння внутрішніх причин нам необхідно більш детально розглянути види синергетичного ефекту.

Операційна економія – передбачає підвищення ефективності за рахунок ліквідації дублюючих функцій в об'єднаній компанії. Ефект масштабу дозволяє знизити середню величину витрат на одиницю випущеної продукції при збільшенні обсягів виробництва. Така економія найбільш притаманна при здійсненні горизонтального злиття.

Зниження витрат за рахунок вертикальної інтеграції досягається за допомогою підвищення рівня управління та координації всього технологічного ланцюга, зростанню контролю якості і захисту власних технологій [16]. Здійснення процесу злиття та поглинання допомагає комбінувати взаємодоповнюючі ресурси, що призводить до зростання вартості компанії. Здебільшого великі компанії об'єктом поглинання обирають малі підприємства, так як вони можуть забезпечувати відсутні компоненти для їх успішного функціонування. Менші підприємства створюють часом унікальні товари, але недостатня забезпеченість виробничими, технічними і збутовими структурами не дозволяє організувати великомасштабне виробництво та реалізацію цих продуктів.

При здійсненні злиття та поглинання здійснюється перерозподіл від неефективного менеджменту на користь більш ефективного, що призводить до підвищення ефективності управління. При цьому класичним критерієм ефективності менеджменту, що базується на вартості (value-based management), вважається максимальне підвищення добробуту акціонерів (shareholders value).

Надзвичайно важливим синергетичним ефектом – є оптимізація податкового навантаження. Використання трансфертного ціноутворення з метою мінімізації податкових платежів, у західних країнах – можливість застосування принципу перенесення на майбутні періоди збитки однієї компанії для зменшення прибутку до оподаткування іншої (зниження майбутніх податкових платежів) [11].

Зовнішніми причинами угод злиття та поглинання є зміна зовнішнього середовища, яке зменшує ефективність діяльності підприємства та впливає на пошук додаткових векторів діяльності компанії.

Серед зовнішніх чинників можна виділити:

- зміна політичної ситуації в країні;
- перегляд законодавчої бази щодо регулювання підприємницької діяльності;
- темпи розвитку економічної активності певної галузі;
- зміни в державному регулюванні;
- глобалізація тощо.

До зовнішніх чинників, на думку І.А. Малюти та І. А. Лаповця [15], також можна віднести наступне:

- зовнішні організаційні причини (поява нових конкурентів, нових товарів/послуг – субститутів);
- зовнішні економічні причини (стан економіки і галузі в цілому);
- зовнішні технічні причини (поява принципово нових технологій).

Особисті мотиви менеджерів – бажання зміцнити та збільшити політичну вагу керівництва компанії. Безсумнівно, що угоди щодо злиття та поглинання компаній базуються на економічній доцільності. Проте є випадки, коли такі рішення базуються не на економічному аналізі, а на особистих мотивах керівників. Це пов'язано з тим, що керівникам підприємств до вподоби влада і вони претендують на велику оплату праці, а межі влади і заробітна плата перебувають у певному зв'язку з розмірами корпорації.

Поряд з вищезазначеними мотивами угод злиття та поглинання, додатково можна виділити наступні:

- вигоди від злиття можуть бути отримані у зв'язку з економією на дорогих роботах з розробки нових технологій і створення нових видів продукції, а також на інвестиціях у нові технології та нові продукти. Одне підприємство має у своєму складі видатних науковців, дослідників, інженерів, програмістів і т.д., але

не має відповідних виробничих потужностей, мережі реалізації, необхідних для одержання вигоди від новостворених продуктів, які були розроблені ними. Інше підприємство має вигідні ринки збуту, але її робітники не наділені необхідним творчим потенціалом. Проте об'єднавши зусилля можлива створити ефективну співпрацю. Шляхом злиття можуть бути створені передові наукові ідеї та отримано необхідне фінансування для їх реалізації.

– Податкові мотиви, які пов'язані з оптимізацією та мінімізацією податкової політики на підприємстві. Наприклад, підприємство-покупець, що є високоприбутковою компанією, несе великий податковий тягар і для зменшення навантаження може придбати підприємство з пільговим оподаткуванням. В даному випадку податкові пільги будуть використовуватись для новоствореної корпорації.

– Диверсифікація бізнесу, що може слугувати для розподілу ризиковості ведення того чи іншого бізнесу. Найкращим прикладом використання цього мотиву для реалізації процесів злиття та поглинання є створення холдингів або консорціумів, до складу яких входять банки, страхові компанії, виробничі підприємства.

– Диверсифікація виробництва – яка передбачає можливість спрямування ресурсів, що залишаються у надлишку, на інші види виробництва. Причиною такого злиття може стати поява у підприємства тимчасово вільних ресурсів. Припустимо, компанія має великі грошові потоки, але водночас володіє незначним вибором привабливих інвестиційних можливостей. Тому часто схожі компанії направляють надлишкові кошти для злиття з іншою компанією з метою диверсифікації виробництва.

– Мотив створення монополії на ринку. Досить часто головну роль здійснення злиття відіграє бажання одержати або підсилити свій монопольний стан. Злиття в такому випадку дає змогу компаніям подолати цінову конкуренцію: ціни через конкуренцію можуть бути занижені так, що кожен з виробників одержує мінімальний прибуток. Однак антимонопольне законодавство обмежує

злиття з намірами підвищити ціни. Деколи конкуруюче підприємство може бути придбане і згодом закрито через те, що вигідніше викупити його і знищити конкуренцію, аніж знизити ціни нижче середніх змінних витрат, примушуючи всіх виробників нести вагомі втрати.

– Виведення капіталу за кордон. У світовій практиці міра забезпечення безпеки капіталу часто виступає мотивом виведення грошей за кордон, прикриттям для якого використовують угоди злиття та поглинання [14].

При оцінці результату інтеграції фірм оцінюється синергетичний ефект, який в контексті угоди злиття та поглинання пов'язаний з ростом чистого доходу або зниженням витрат об'єднаної компанії в порівнянні з тими ж показниками аналізованих компаній без об'єднання. Іванов Ю.Б. [10] до перерахованих видів додає фінансову синергію, виражену в зниженні витрат на капітал в результаті приєднання одного і більше компаній.

Оцінці вартості синергії в результаті злиття та поглинання присвячена маса вітчизняних і зарубіжних досліджень. В.А. Павлова, О.В. Кузьменко [3] в колективній монографії виділяють витратний, дохідний і порівняльний підходи до оцінки синергетичного ефекту в результаті злиття і поглинань.

Витратний підхід ґрунтується на визначенні нарощування вартості активів фірми в процесі доукомплектування майнового комплексу в результаті угоди. Іншими словами, в вартість синергії включається приріст вартості активів за рахунок балансової вартості фірми-цілі. Обмеженість цього підходу полягає в тому, що приріст майнового комплексу відбувається механічно за рахунок приєднання активів фірми-цілі. В даному випадку балансова вартість активів об'єднаної фірми буде дорівнювати сумі активів фірм до об'єднання, і синергетичний ефект в контексті вартості активів не виникає.

Розвиваючи витратний підхід до оцінки синергії, Іванов Ю.Б. [2] пропонує оцінювати синергетичний ефект як перевищення вартості угоди над вартістю активів компанії - цілі. Іншими словами, скільки покупець готовий переплатити за компанію-ціль в порівнянні з вартістю її активів в очікуванні отримання майбутнього синергетичного ефекту. Різниця між вартістю угоди і вартістю

активів компанії у фінансовій звітності об'єднаної компанії відображається вартістю гудвілу. Іванов О.Є. в своїх статтях показує, що саме ця вартість гудвілу є проекцією очікувань покупця щодо синергії.

Дохідний підхід виражається в тому, що синергетичний ефект проявляється в прирості дисконтованих грошових потоків для акціонерів в результаті операції за рахунок приросту чистого доходу, економії на витратах, капіталовкладеннях і т.д. На першому етапі проводиться оцінка вартості підприємства на основі прогнозованих грошових потоків до реорганізації, на другому - оцінка вартості об'єднаної компанії на основі прогнозованих грошових потоків після реорганізації, на третьому - розраховується додана вартість об'єднання, яка представляє собою перевищення вартості об'єднаних компаній після злиття в порівнянні з сумарною вартістю компаній до злиття [5]. Даний підхід показує, що синергетичний ефект буде проявлятися в прирості прогнозованих грошових потоків в результаті об'єднання компаній. Однак досить складно виділити при цьому, чи пов'язаний приріст грошових потоків саме з синергією, або мова йде про кон'юнктурне зростання ринку.

Порівняльний підхід полягає в прирості курсової вартості акцій об'єднаної компанії в порівнянні з аналогічними угодами або компанією-зразком. Обмеження у використанні цього підходу, по-перше, пов'язані зі складністю підбору об'єкта для порівняння. По-друге, при оцінці приросту курсу акцій досить складно визначити, за рахунок чого це сталося: безпосередньо в результаті інтеграції або за рахунок впливу загальної кон'юнктури ринку.

Описані вище методичні проблеми оцінки синергетичного ефекту інтеграції компаній призводять до того, що набагато більша увага приділяється якісним оцінками його прояву. Г. Я. Киперман проаналізував та виокремив найбільш характерні для вітчизняного ринку прояви синергетичного ефекту при здійсненні злиття та поглинання [9], до них належать:

- Економія на гнучкості руху товару досягається в 80% всіх угод злиття і поглинання;

- Розширення спектру послуг, що надаються (номенклатури продукції, що випускається) має місце в 40% випадків;
- Зростання займаної частки ринку і чистого доходу досягається в 40% угод;
- Фінансова синергія і підвищення інвестиційної привабливості нової структури - 30%;
- Розширення сировинної бази - 30%;
- Обхід квот і масштабів і вихід на світовий ринок - 30%;
- Підвищення ефективності роботи з постачальниками (зниження закупівельних цін, забезпечення регулярності поставок) - 30%.

При здійсненні угоди злиття та поглинання на перший план виходить не вартість синергетичного ефекту, а ймовірність його отримання. У зв'язку з цим при аналізі угоди на перший план виходить завдання прогнозування ефективності об'єднаного бізнесу, оцінки результатів злиття та поглинання, а витрати на операцію, що включають в себе як вартість покупки, так і витрати на проведення операції, мають менше значення.

Серед значних досліджень в сфері оцінки ефекту угод злиття та поглинання слід виділити В.Є. Хаустова [17], який систематизував великий масив європейських і американських досліджень результативності угод за певний період і виявив такі закономірності:

- 1) В результаті злиття і поглинання ефективність бізнесу автоматично не збільшується. За різними оцінками, не більше 40% угод призводить до зростання прибутку і зниження витрат.
- 2) В результаті узагальнення різних досліджень виділено такі умови, при яких цілі угоди, як правило, стають більш досяжними:
 - а. горизонтальні угоди за рахунок зростаючої ринкової влади і зростання цін показують більш високу ефективність;
 - б. фінансування угоди за рахунок коштів знижує фінансові ризики і вартість капіталу, що позитивно впливає на ефективність угоди;

- с. стратегічні злиття при інших рівних умовах більш ефективні за рахунок реалізації синергетичного ефекту в процесі інтеграції;
- д. «гламурні фірми-покупці», чия ринкова вартість більшою мірою сформована іміджем, ніж реальними активами, характеризуються більш низькою ефективністю інтеграції, ніж реально оцінені фірми-покупці.

3) Фондовий ринок, так само як і менеджери фірми-покупця, схильні переоцінювати майбутню ефективність угоди.

Висновки В.Є. Хаустова підтверджують думку про те, що мотиви прийняття рішень про угоду багато в чому ширше уявлень про майбутню ефективність інтеграції бізнесу. Такий оптимізм осіб, які приймають рішення, можливо, пов'язаний не тільки з особистими амбіціями, як в свою чергу стверджував В.М. Левківський [13], а й з більш широким розумінням успішності угоди, що зводиться і до зростання прибутку, і до виникаючих перспективам розвитку, які досить складно оцінити матеріально.

Результативність інтеграції угоди можливо оцінити об'єктивними та суб'єктивними показниками ефективності. Показники представлені в Табл. 2.2

Таблиця 2.2

Показники ефективності угоди злиття та поглинання

Об'єктивні показники			Суб'єктивні показники
Фондові показники	Фінансові показники	інше	
1. надприбуток акцій в довгостроковому періоді після операції при порівнянні оціночної компанії з зразком (buy-and-hold abnormal return); 2. сума понад доходу в короткостроковому періоді в порівнянні зі зразком (cumulative abnormal return); 3. сума щорічних дивідендів на одну акцію;	1. динаміка активів протягом періоду, який визначено стратегією інтеграції; 2. динаміка чистого прибутку; 3. оборненість активів; 4. рентабельність продажів; 5. рентабельність власного капіталу; 6. рентабельність інвестицій.	1. вартість угоди; 2. частка ринку; 3. частка експорту у чистому доході; 4. приріст чисельності працівників; 5. кількість патентів, зареєстрованих протягом 4 років після операції; 6. частка витрат на дослідження і розробки в ЧД; 7. CAPM; 8. коефіцієнт Тобіна;	1. опитування менеджерів щодо виправданих очікувань від угоди; 2. змодельована довгострокова ефективність корпорації в результаті угоди; 3. оцінка типів і динаміки інновацій в післядоговірний період; 4. оцінка ефективності злиття на основі опитувань аналітиків з використанням шкали Лайкерта.

Підготовлено автором на основі джерела [5]

Використання суб'єктивних показників, заснованих на результатах опитувань як працівників всередині компанії, так і зовнішніх експертів надає додаткову інформацію для аналізу, пов'язану з нематеріальними результатами інтеграції.

Наведені вище підходи і показники оцінки ефективності угоди злиття і поглинання дозволяють виділити три основні тлумачення самого поняття ефективності інтеграції:

1) Ефективність злиття / поглинання як співвідношення між ефектом угоди, вираженим у вартісних одиницях, і витратами на угоду, що включають в себе вартість угоди, а також витрати на реалізацію угоди.

2) Ефективність злиття / поглинання в сенсі результативності, що представляє собою ступінь досягнення цілей і завдань інтеграції;

3) Ефективність злиття / поглинання в сенсі ефективності розвитку бізнесу після угоди, вираженої в позитивній динаміці фінансових показників.

Наведений вище аналіз дає можливість більш глибоко проаналізувати ефективність здійснення угоди.

Висновки до розділу 2

Отже, нами було проаналізовано сприятливість середовища на українському ринку злиття та поглинання, внаслідок чого ми можемо зробити висновок, що на ринку є значний потенціал. Ми визначили, що ринок є динамічним і за останні роки демонструє тільки позитивні зміни, що сприяє зростанню кількості та об'єму здійснених угод.

Також ми проаналізували основні підходи до визначення ефективності здійснення M&A угоди, які в наступному розділі будуть використовуватися для обґрунтування справедливої вартості компанії, на прикладі реального кейсу проведення угоди поглинання консалтинговою компанією.

РОЗДІЛ 3. Удосконалення процесу здійснення злиття (поглинання)

3.1. Обґрунтування справедливої вартості компанії при здійсненні угоди злиття (поглинання)

Відповідно до аналізу механізму злиття та поглинання та оцінки ефективності здійснення угоди зі злиття та поглинання наведених у 2 розділі, нам необхідно більш детально розглянути зміни у ринковій вартості підприємства, як наслідок отримання синергетичного ефекту від здійснення угоди злиття та поглинання. В рамках оцінки ефективності нами було застосовано один з найбільш ефективних методів визначення справедливої вартості компанії – а саме дохідний підхід, який передбачає дисконтування майбутніх грошових потоків.

Враховуючи той факт, що KPMG є консалтинговою компанією, аналіз ефективності угоди злиття та поглинання ми будемо здійснювати на базі отриманих при проходженні практичного навчання ринкових даних підприємства-суб'єкта угоди M&A. Інформація що використовується в розрахунках відображає справжню угоду поглинання на ринку готових металевих виробів та важкого машинобудування.

Для визначення впливу ефекту синергії, на першому етапі нам необхідно визначити справедливую вартість підприємства-суб'єкта здійснення угоди злиття та поглинання. Основною діяльністю суб'єкта являється виробництво чавуну та сталі, готових металевих виробів та важке машинобудування. В Табл. 3.1 зазначимо ключові показники діяльності підприємства.

Таблиця 3.1.

Ключові показники діяльності Компанії

	2015	2016	2017	2018
Чистий дохід, тис. грн.	919 977	813 440	777 361	792 595
EBITDA, тис. грн.	37 263	86 330	77 566	104 323
Чистий прибуток, тис. грн.	8 057	37 789	(7 292)	58 195
Середньорічна чисельність персоналу, чол	854	823	815	847
Основні засоби в структурі активів, %	12,8%	10,2%	11,5%	11,4%

Розраховано автором на основі джерела [17]

Підприємство є значним гравцем на ринку, з великим операційним прибутком та значними виробничими потужностями.

В рамках методу Дисконтування грошових потоків майбутні грошові потоки підприємства дисконтуються до поточної дати, задля отримання чистої приведеної вартості прогнозних грошових потоків бізнесу. Залишкова вартість на кінець прогнозного періоду прогнозування визначається як вартість, що дисконтуються до теперішньої дати та додається до чистої приведеної вартості прогнозних грошових потоків задля отримання усієї вартості бізнесу.

Алгоритм оцінки вартості підприємства з використанням методу дисконтованих грошових потоків та порядок дій відображено на схемі (Рис. 3.1.)

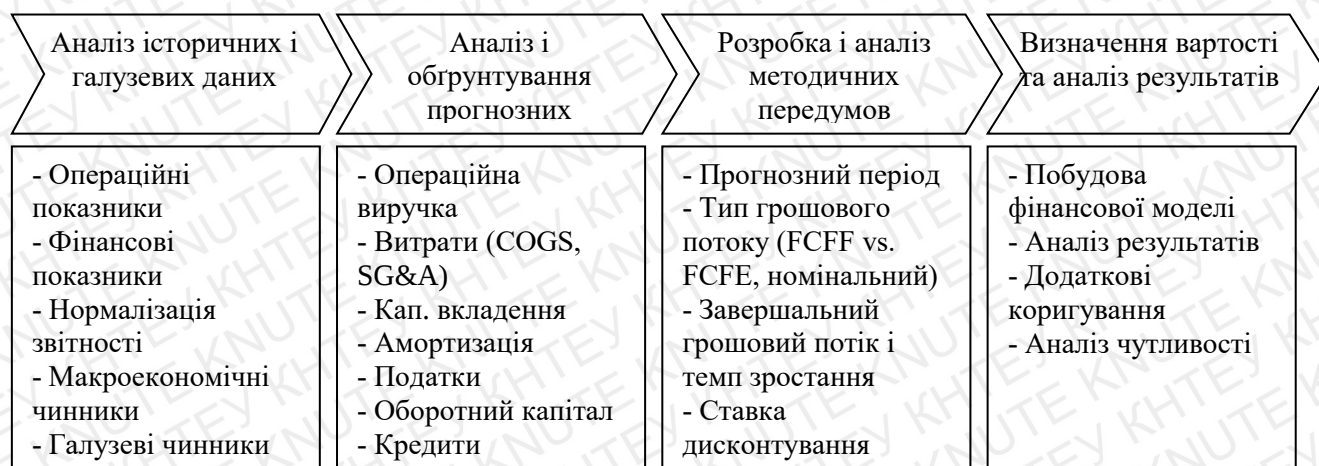


Рисунок 3.1. Алгоритм оцінки вартості підприємства [21]

Далі розглянемо методику прогнозування ключових показників підприємства.

Прогноз ЧД Компанії за період 2019-2023 рр. ґрунтується на темпах зростання ринку (за обсягами виробництва), темпах зростання цін на продукцію підприємства, в залежності від ринку збуту. Обсяг реалізації продукції було скориговано на зміну попиту на чавун, сталь та металеві вироби, з урахуванням напрямку реалізації в 2019-2023 рр. за даними EIU. Прогноз цін на продукцію - середньозважені ціни продажів по кожному типу продукції, скориговані на індекс зростання цін на сталь з урахуванням зміни курсу валют для валютних контрактів.

Прогноз виробничих витрат за період з 2019-2023 рр. ґрунтується на темпах зростання цін на сировину, що використовується у виробництві продукції, а саме

сталі та темпах росту індексу цін виробників. Індеси використовувані в розрахунках та ціни реалізації сталі представлені в Табл. 3.2, 3.3.

Таблиця 3.2.

Прогноз індексів використаних у розрахунках

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Індекс споживчих цін України	14,5%	11,2%	8,2%	7,8%	7,4%	6,8%
Індекс цін виробників	26,4%	16,1%	13,3%	10,9%	9,4%	8,1%
Індекс цін праці	37,0%	20,1%	15,1%	14,1%	13,1%	12,1%
Індекс індустріального виробництва	0,5%	0,9%	3,1%	2,7%	2,8%	2,9%
Індекс росту продуктивності праці	1,7%	1,6%	2,1%	1,5%	1,6%	2,1%
Індекс споживчих цін США	2,1%	2,3%	2,2%	1,4%	1,7%	1,8%
Валютний курс грн./дол. (середній)	26,6	28,5	30,3	31,1	31,8	32,3
Валютний курс грн./дол. (на к.п.)	24,0	27,3	26,9	30,2	30,4	31,7

Розраховано автором на основі джерела [19]

Таблиця 3.3.

Прогноз цін на сталь

	2018	2019	2020	2021	2022
Ціни на сталь, дол. / тонн	508	511	511	518	523
Ціни на сталь, тис. грн./тонн	13	15	15	16	17
Темпи росту цін на сталь	1,8%	6,1%	4,2%	4,1%	5,7%

Розраховано автором на основі джерела [18]

Матеріальні витрати прогнозуються на базі питомих витрат на тонну продукції в вартісному вираженні без урахування амортизаційних витрат, а також з урахуванням прогнозу зростання цін на сталь за даними Consensus Economics і зміни курсу (грн. до дол.). Для інших витрат прогнозується ріст, що відповідає індексу споживчих цін (ІСЦ). Витрати на персонал прогнозуються на базі питомої кількості людей на тонну виробництва готової продукції та з урахуванням індексу зростання продуктивності праці та ІСЦ. Витрати на збут прогнозуються на базі питомих витрат на тонну в вартісному вираженні та з урахуванням ІСЦ країни збуту.

Прогноз капітальних вкладень базується на мінімальному рівні капітальних інвестицій на базі компаній аналогів – 1,2 % від чистого доходу. Таке припущення

засноване на тому, що капітальні інвестиції для підприємства не мають великого значення, оскільки виробничі потужності працюють не в повній мірі.

Норма амортизації була прийнята на рівні 2018 р. по групам основних засобів. Амортизація, була розрахована як добуток норм амортизації і середньорічної первісної балансової вартості основних засобів за кожний прогнозний період. Результати розрахунків відображено в Табл. 3.4

Таблиця 3.4.

Прогноз капітальних вкладень та амортизації підприємства, млн грн

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Капітальні вкладення	1,7	9,2	10,0	10,8	11,5	12,5
Амортизація	15,8	15,7	15,4	15,2	14,9	14,7

Підготовлено автором на основі власних розрахунків та даних підприємства

Прогноз адміністративних і комерційних витрат за період з 2019-2023 рр. ґрунтується на темпах зростання ІСЦ і зростання обсягів виробництва.

Прогноз чистого оборотного капіталу заснований на коефіцієнтах оборотності дебіторської заборгованості, запасів та кредиторської заборгованості. Оборотність статей ЧОК прийнята на історичному рівні за період з 2017-2018 рр. Розрахунок ЧОК представлений в Додатку В.

Прогнозний звіт про фінансові результати для цілей оцінки та результати дисконтування грошових потоків представлені в Додатку Г.

Алгоритм розрахунку вартості підприємства методом DCF можна подати у вигляді такої формули: $PV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n} + A_1 + A_2$, де: (3.1) [20]

n – період прогнозування;

r – ставка дисконтування;

CF – чистий грошовий потік t періоду;

TV – terminal value (залишкова вартість підприємства) $= \frac{CF_{n+1}}{r-g}$;

A – коригування.

За результатами наведеного вище розрахунку вартість компанії склала 332 млн 77 тис. грн.

За даними менеджменту підприємства в 2019 році планується викуп активів іншого підприємства в межах угоди злиття та поглинання. Запланована сума угоди становитиме 50 млн гривень.

Для визначення ефективності реалізації угоди, необхідно провести інтеграцію об'єкта поглинання, оцінити синергетичний ефект та визначити справедливу вартість новоствореного підприємства. Об'єктом поглинання – є значно менший гравець на ринку важкого машинобудування та готових металевих виробів.

Прогноз чистого доходу та виробничих витрат ґрунтується на припущеннях, використаних при прогнозі діяльності підприємства-суб'єкта поглинання. Нами було прийнято рішення використати узгоджений підхід, у зв'язку з тим, що підприємства здійснюють споріднену господарську діяльність і функціонують в однакових ринкових умовах.

Важливим є той факт, що підприємство-суб'єкт поглинання має значні виробничі потужності, які як ми згадували раніше, не використовуються в повній мірі. Підприємство-об'єкт поглинання частково використовує орендоване обладнання для здійснення господарської діяльності. Використання власних виробничих потужностей дозволить знизити собівартості виготовлення готової продукції. За оцінками менеджменту компанії, ефект від використання власного обладнання дозволить кількісно зменшити собівартість щонайменше на 6,4 млн грн, що становить близько 13% від загальних витрат виробництва.

Для новоствореного підприємства капітальні вкладення були закладені на рівні – 1,2 % від чистого доходу з урахуванням додаткових капітальних інвестицій на здійснення операції поглинання в 2019 році.

Норма амортизації була прийнята як середньозважена величина обох підприємств по групам основних засобів, на рівні 2018 р. Амортизація нарахована за кожний прогнозний період і була розрахована як добуток норм амортизації і середньорічної первісної балансової вартості основних засобів. Результати розрахунків відображено в Табл. 3.5

Таблиця 3.5.

Прогноз капітальних вкладень та амортизації об'єднаного підприємства, млн грн

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Капітальні вкладення	1,7	59,9	10,9	11,8	12,6	13,7
Амортизація	17,4	18,6	19,5	19,1	18,7	18,4

Підготовлено автором на основі власних розрахунків та даних підприємства

У зв'язку з об'єднанням підприємств, менеджментом підприємства, було розроблено систему оптимізації діяльності адміністративного персоналу. Ці дії перш за все пов'язані з частковим заміщення адміністративного персоналу власними ресурсами. За оцінкою менеджменту підприємства, ефективне використання наявного адміністративного ресурсу дозволить зменшити витрати, щонайменше на 36%, або на 3,5 млн грн. Відповідно до цього, прогноз адміністративних витрати було здійснено враховуючи вищенаведений ефект від здійснення процесу поглинання.

В прогнозі чистого оборотного капіталу використовуються середньозважені коефіцієнти оборотності дебіторської заборгованості, запасів та кредиторської заборгованості. Оборотність розрахована на рівні за період з 2017-2018 рр. Розрахунок ЧОК представлений в Додатку Г.

За результатами розрахунків було складено звіт про фінансові результати та відображено результати дисконтування грошових потоків. Результати представлені в Додатку Д.

За результатами проведеного розрахунку ми визначили, що вартість новоствореного підприємства методом дисконтування грошових потоків становить – 402 млн 642 тис. грн. Порівняння отриманих результатів відображено в Табл. 3.6.

Таблиця 3.6.

**Порівняння результатів визначення справедливої вартості з урахуванням угоди
поглинання, тис. грн**

	2019	2020	2021	2022	2023	Термінальний період
Чистий дохід від реалізації продукції						
Без ефекту синергії	848 189	926 441	998 888	1 068 039	1 158 282	1 220 455
З урахуванням ефекту синергії	924 696	1 013 047	1 094 847	1 172 922	1 271 556	1 339 810
EBITDA						
Без ефекту синергії	94 455	99 039	97 462	87 850	92,118	97 062
З урахуванням ефекту синергії	115 068	122 830	124 275	117 529	124 339	131 014
EBITDA рентабельність						
Без ефекту синергії	11,1%	10,7%	9,8%	8,2%	8,0%	8,0%
З урахуванням ефекту синергії	12,4%	12,1%	11,4%	10,0%	9,8%	9,8%
Дисконтований грошовий потік						
Без ефекту синергії	15 473	46 836	37 312	25 778	21 907	160 716
З урахуванням ефекту синергії	-28 534	59 310	49 194	36 688	31 828	227 887
Вартість Компанії						
Без ефекту синергії	332 077					
З урахуванням ефекту синергії	402 642					

Підготовлено автором на основі власних розрахунків та даних підприємства

Проаналізуємо більш детально результати представлені в таблиці вище. Перш за все ми бачимо, що інтеграція двох підприємств дозволила збільшити чистий дохід від реалізації більш ніж на 9,5%. Синергетичний ефект від здійснення угоди найбільш чітко ми бачимо проаналізувавши найбільш важливий показник рентабельності бізнесу, а саме EBITDA. Ми бачимо, що рентабельність зросла в середньому на 1,7% упродовж прогностного періоду. Як ми уже зазначали ефект синергії має найбільший вплив на зменшення собівартості товару та адміністративних витрат. Причиною зниження собівартості – є використання

власних виробничих потужностей та відмова від орендованих, що дозволить зекономити щонайменше 6,4 млн грн. Оптимізація діяльності адміністративного персоналу в свою чергу дозволить зменшити витрати на 36%, або 3,5 млн грн.

За результатами розрахунків ми встановили, що новостворене підприємство в процесі поглинання справедлива вартість підприємства зросте на 70 млн 565 тис. грн, з сукупною вартістю в 402 млн 642 тис. грн.

3.2. Розробка алгоритму процесу здійснення злиття (поглинання)

В попередніх розділах нами було детально досліджено причини та стимули здійснення угод злиття та поглинання, визначено справедливу вартість підприємства та проаналізовано вплив здійснення угоди злиття та поглинання на її зміну. За результатами розрахунків ми визначили, що позитивний синергетичний ефект від угоди поглинання призводить до зростання вартості підприємства, що в нашому випадку дозволило згенерувати додаткові 70 млн 565 тис. грн до вартості новоствореного підприємства. Незважаючи на наведені позитивні результати, M&A угоди часто можуть перетворитися з надзвичайно перспективних в збиткові. В більшості випадків така доля спіткає угоди з поганим плануванням M&A процесу. У зв'язку з цим розробка алгоритму здійснення злиття та поглинання є надзвичайно важливим.

Зазвичай для ефективного планування процесу здійснення угоди злиття та поглинання залучається консультативна фірма, яка може виступати як представник продавця, так і представник покупця. Відповідно процес M&A можна класифікувати відповідно на дві групи: процес продажу та процес купівлі.

При плануванні M&A процесу спочатку консультативною компанією формується проектна група, кількість якої залежить від розміру та складності проекту. Тривалість проекту також визначається у відповідності з зазначеними критеріями. Іноді при плануванні процесу злиття та поглинання, угода є надто специфічною, в такому разі необхідною умовою – є залучення експерта, що певною мірою призводить зростання бюджету та тривалості планування. Зазвичай розмір проектної групи може варіюватися від 2 до 15 осіб. Звичайна проектна група при плануванні угоди злиття та поглинання може бути такою:

1. 2-3 особи з консультативного відділу;
2. 2-10 осіб відділу передінвестиційного дослідження;
3. 1-2 особи податкового відділу.

Тривалість угоди злиття та поглинання залежить від значної кількості фактів: специфіки угоди, зацікавленістю сторін, необхідністю здійснення угоди та ін. За результатами досліджень серед консалтингових компаній, було визначено, що середня тривалість проекту коливається від 3 до 24 місяців.

Коли клієнт приймає рішення про здійснення M&A угоди, він звертається до консультативної фірми M&A щодо надання відповідних послуг. Зазвичай клієнт звертаючись в консультативну компанію бажає щоб ця фірма представляла інтереси компанії клієнта на ринку M&A від свого імені. На цьому кроці консультативна фірма розглядає бізнес-стратегію клієнта, обговорює з ним їх потреби, справжню мотивацію для такого типу транзакцій і надає клієнту чіткий висновок як буде проходити угода злиття та поглинання. Результатом цього етапу є підписання консультативного договору, який є фактом початку M&A проекту [26].

Нами пропонується наступний алгоритм проведення процесу злиття та поглинання, який передбачає здійснення відповідних кроків для досягнення максимальної ефективності від здійснення угоди. Розглянемо більш детально необхідні кроки при здійсненні M&A процесу.

Перший крок – *планування*.

На етапі планування в першу чергу необхідно визначити стратегічний напрям діяльності у відповідності з організаційною стратегією компанії. Разом із клієнтом необхідно провести аналіз, яку стратегічну ціль необхідно досягти, наприклад, синергії у плані отримання доходів, технологій тощо. В процесі планування розробляється стратегія придбання, критерії придбання. Як результат необхідно створити виключний перелік потенційних об'єктів придбання з урахуванням стратегії та необхідних критеріїв. Список потенційних кандидатів формується на підставі пропозицій клієнта, а також контактів, отриманих в процесі аналізу ринку.

Другий крок – дослідження.

Після затвердження клієнтом списку потенційних об'єктів злиття та поглинання, здійснюється первинний контакт з цими кандидатами з метою визначення їх зацікавленості у продажі компанії чи бізнес-підрозділу. Після цього проводиться відповідний аналіз та визначення справедливої вартості компанії, щоб запропонувати ціну угоди. В процесі також переглядається варіанти структурування угоди та розробляється фінансова модель, невід'ємною складовою якої є вирішення питання фінансування угоди. Досить часто при здійсненні М&А угод виникає потреба у залученні додаткового фінансування.

Третій крок – переговори.

На цьому етапі розробляється тактична схема ведення переговорів з продавцем або його зовнішніми представниками (радниками), а також деталі угоди купівлі-продажу. Крім того, на цьому етапі аналізуються джерела фінансування та визначаються найбільш доцільні джерела фінансування конкретної М&А угоди.

Четвертий крок – інтеграція.

Після підписання угоди починається найголовніший етап угоди злиття та поглинання для суб'єкта поглинання. При здійсненні інтеграції найбільш точно можна оцінити ефект від здійснення М&А угоди. На етапі інтеграції розробляється план інтеграції, механізм реалізації цього плану та методи ведення належного контролю за його виконанням. Важливим етапом – є процес інтеграції щодо організаційної структури, а також ефективного поєднання людських ресурсів.

Зазвичай підприємство що виступає суб'єктом угоди злиття та поглинання починає складати план інтеграції лише на останньому етапі, що в більшості випадків призводить до зменшення або до абсолютної відсутності ефекту М&А угоди. Хоча насправді, план інтеграції формують починаючи з першого кроку з подальшим його розвитком в процесі проведення угоди злиття та поглинання.

Загалом не всі угоди злиття та поглинання приносять позитивний ефект від їх здійснення, досить часто результатом стає отримання значно меншого ефекту

ніж оцінювалося, а іноді угоди є збитковими. Серед основних причин таких явищ можна виділити наступне [12]:

- неправильна оцінка поглинаючою компанією привабливості ринку чи конкурентної позиції компанії, яку поглинають;
- недооцінка розміру інвестицій, необхідних для здійснення операції зі злиття чи поглинання компанії;
- помилки, допущені в процесі реалізації угоди зі злиття. До помилок, допущених у процесі реалізації угоди, з-поміж іншого, належить непрофесійне проведення Due Diligence об'єкта злиття і поглинання.

Розглянемо найпоширеніші проблеми, які виникають при здійсненні угод злиття та поглинання. Найпоширенішою проблемою – є досягнення взаємної згоди щодо ціни між покупцем і продавцем. Якщо більш детально, то продавець завжди очікує виручити максимальну вартість за свій бізнес, тоді як покупець намагається виграти максимально вигідну ціну для себе.

Надзвичайно важливою проблемою є погане розуміння ринкової кон'юнктури клієнтом. При здійсненні M&A угод конгломератного типу, тобто придбання підприємства з іншої галузі, недостатній досвід клієнта завищує його очікування стосовно термінів угоди та характеристик об'єкта поглинання. Це призводить до значної різниці між очікуваним та отриманим результатом M&A угод.

Помилки при підборі проектної групи що супроводжує весь процес злиття та поглинання може призвести до значних проблем і як наслідок до неефективності M&A угоди. Такі помилки можуть проявлятися як недостатній кількості осіб в проектній групі, так і в недостатності їх професійного досвіду. Належна кількість кваліфікованих кадрів в команді – є запорукою ефективної діяльності команди та впевненість у виконанні проекту в заздалегідь визначені терміни.

Враховуючи той факт що угода зі злиття чи поглинання – це довготривалий процес, зміни ринкового середовища мають надзвичайний вплив на ефективність

угоди. Це пов'язано з проблемами, що виникають в середині ділового середовища, а саме: невизначеність щодо термінів, цінових очікувань, стратегій розвитку та інше. Нівелювати ці ризики майже неможливо, оскільки ринкові умови є динамічними і залежать від усіх учасників ринку. Однак саме діяльність консалтингової компанії направлена на визначення ринкових ризиків та розробка стратегії, що допоможе мінімізувати їх вплив на результативність M&A угоди.

Висновки до розділу 3

Отже, нами було досліджено та оцінено ефект від здійснення угоди поглинання, на прикладі підприємства, що здійснює господарську діяльність на ринку важкого машинобудування та готових металевих виробів. За результатами розрахунків ми визначили, що внаслідок угоди поглинання справедлива вартість досліджуваного підприємства значно зросла, і становить 402 млн 642 тис. грн, що на 70 млн 565 тис. грн вище попередньо визначеної вартості. Нами було доведено, що в разі ефективного проведення угоди, можливо досягнення значного ефекту при проведенні M&A угоди.

Нами було розроблено покроковий процес здійснення угоди злиття та поглинання, в процесі якого ми визначили, що найважливішою складовою ефективної угоди злиття та поглинання – є планування. Завдяки плануванню можна досягти максимальних результатів від інтеграції двох підприємств. Цей процес дозволяє визначити сильні та слабкі сторони угоди, розробити відповідну стратегію мінімізації ризиків та отримання максимального ефекту від угоди. Кінцевим результатом планування є повноцінна інтеграція об'єкта-поглинання та отримання синергетичного ефекту у відповідності з визначеними заздалегідь цілями.

ВИСНОВКИ

Отже, в результаті проведеного дослідження здійснення угод злиття та поглинання як інструмента підвищення конкурентоспроможності компанії, ми дійшли наступних висновків.

Нами було проведено аналіз середовища міжнародного бізнесу для здійснення угод злиття та поглинання в Україні, за результатами якого ми встановили, що на сучасному етапі ринок M&A знаходиться в стадії фундаментальної трансформації. Протягом останніх 2 років, на ринку спостерігається стабільне зростання, з щорічним темпом росту в понад 10%. Загальна вартість угод на ринку злиття та поглинання в 2018 році зросла на 78% до 1,8 млрд. дол. США. Ми визначили, що на українському ринку характерним є концентрація вартості проведених угод на невеликій їх кількості. Так в 2018 році сумарна вартість 10 найбільших угод становила 82% їх загальної вартості. В цілому ми визначили, що ринок M&A в Україні має значний потенціал для розвитку, а позитивні тенденції останніх років дають надію на подальше зростання обсягів здійснення угод злиття та поглинання.

Дослідивши механізм здійснення злиття та поглинання в рамках підвищення конкурентоспроможності компанії, ми визначили основні мотиви, що спонукають менеджмент використовувати цей механізм. Нами було визначено, основним мотивом угод M&A є отримання синергетичного ефекту. Окрім цього, до мотивів також належать:

- зміцнення ринкових позицій компанії;
- підвищення економічної ефективності;
- розробка нових технологій або створення нових видів продукції;
- оптимізація податкового навантаження;
- диверсифікація бізнесу та інші.

При здійсненні M&A угоди важливим є оцінка її ефективності. В рамках проведеного дослідження ми визначили найбільш вживані методи оцінки ефекту угоди злиття та поглинання. Підходи до визначення ефективності можна поділити

на витратний, дохідний та порівняльний. Кожен з цих підходів має певні переваги та недоліки один від одного, в зв'язку з цим, ми проаналізували механізм функціонування кожного з цих методів і визначили, що найбільш доцільно використовувати дохідний підхід. Цей підхід передбачає визначення зміни справедливої вартості компанії методом дисконтування грошових потоків компанії.

Визначивши найбільш доцільний метод оцінки ефективності здійснення M&A угоди, було проведено дослідження ефективності угоди злиття та поглинання, на базі отриманої інформації при проходженні практичної підготовки в компанії KPMG. Для цього було побудовано фінансову модель, що дозволила визначити справедливую вартість компанії, що склала 332 млн 77 тис. грн. Після цього було побудовано ще одну фінансову модель, яка передбачала дисконтування грошових потоків новоствореної компанії з урахуванням інтеграції. В результаті проведених розрахунків ми визначили, що в результаті синергетичного ефекту від здійснення угоди M&A, новостворена вартість компанії склала 402 млн 642 тис. грн. Отже, ми бачимо, що наслідком синергетичного ефекту угоди M&A стало зростання ринкової вартості компанії, новостворена вартість склала 70 млн 565 тис. грн.

На заключному етапі дослідження ми проаналізували особливості процесу здійснення угоди злиття та поглинання, внаслідок чого ми можемо зробити висновок, що процес планування угоди виступає ключовим чинником її ефективності. Процес передбачає виключний перелік етапів, що включає підготовку, реалізацію та інтеграцію підприємств, що знаходяться в процесі злиття та поглинання. Також було встановлено, що внаслідок неефективного планування результативність угоди M&A може бути значно знижена, або взагалі відсутня.

Отже, проведене дослідження дозволило нам визначити позитивні сторони здійснення угод злиття та поглинання, дослідити основні мотиви що спонукають для їх здійснення та виокремити методи, що дозволяють кількісно та якісно оцінити ефект від цих угод. Результатом нашого дослідження стало практичне

обґрунтування здійснення угоди M&A, на прикладі реальної ринкової угоди. Використовуючи дохідний підхід, а саме метод дисконтування грошових потоків компанії, нам вдалося визначити та відобразити кількісний ефект від інтеграції підприємства-об'єкта угоди злиття та поглинання.

Список використаної літератури

1. Васильченко З. М. Комерційні банки: реструктуризація та реорганізація : Моногр. / З. М. Васильченко. - К. : Кондор, 2004. - 526 с.
2. Іванов Ю.Б. Конкурентні переваги підприємства: оцінка, формування та розвиток: монографія / Ю.Б. Іванов, П.А. Орлов, О.Ю. Іванова. – Х.: ІНЖЕК, 2008. – 352 с.
3. Павлова В.А. Конкурентоспроможність підприємства: управління, оцінка, стратегія: монографія / В.А. Павлова, О.В. Кузьменко, В.М. Орлова, Г.А. Рижкова. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2009. – 352 с.
4. Герасимчук В. Г. Міжнародна економіка: [навч. посіб.] / Герасимчук В. Г., Войтко С.В.– К.: Знання, 2009. – 302 с.
5. Гохан П. А. Слияние, поглощение и реструктуризация компаний / Гохан П. А. // Альпина Паблишер. – 2012. - №1 – 1149 с.
6. Гіл Ч. Міжнародний бізнес: Конкуренція на глобальному ринку / пер. з англ. А. Олійника, Р. Ткачук. – К. : Вид-во Соломії Павличко «Основи», 2001. – 856 с.
7. Кір'яков Д. І. Управління процесом міжнародних злиттів та поглинань у глобальному бізнесі: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.02 / Кір'яков Д. І. ; Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. – Київ, 2015. – 22 с.
8. Лажу Р. А. Исскуство слияния и поглощения / Лажу Р. А. // Альпина Паблишер. – 2011. - №2 – 960 с.
9. Гулідов Р.В. Слияния и поглощения: для чего они происходят и что они могут означать для обычного инвестора // Враждебные поглощения в Украине . – 2008. - №4(7). - С. 56-60.
10. Єгорова Г. А. Злиття та поглинання в Україні: Проблеми визначення дефініцій та основні мотиви укладання угод. / Єгорова Г. А. / Міжнародні економічні відносини та світове господарство. – 2016. - №6. – с. 105 – 108.

11. Іванов Ю.Б. Стратегія формування конкурентних переваг підприємства в умовах інтенсивної конкурентної боротьби / Ю.Б. Іванов, О.Ю. Іванова // Проблеми економіки. – Х. : Видавничий Дім «ІНЖЕК», 2014. – № 4. – С. 121–128.
12. Киперман Г.Я. Инновации как способ повышения конкурентоспособности// Креативная экономика. - 2014. - № 3 (87). – с. 58-74.
13. Левківський В. М. Злиття та поглинання в стратегії зарубіжної експансії ТНК / В. М. Левківський // Науковий вісник Полісся. – 2016. – № 2 (6). – С. 9–15.
14. Максименко, А. В. Тенденції та стратегічні мотиви злиття та поглинання міжнародних корпорацій / А. В. Максименко // Економічний часопис ХХІ. – 2013. – № 9–10. – С. 11–14.
15. Малюта І.А. Лаповець І.А. Злиття і поглинання як одна з інвестиційних стратегій ТНК / І.А. Малюта, І.А. Лаповець // Бізнесінформ. – 2016. – №12. – с. 59 – 65.
16. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений / С.В. Савчук // Проблемы международной экономикию – 2017 – №4 – с. 54 – 65.
17. Хаустова В. Є. Аналіз основних хвиль злиттів і поглинань у світовій економіці / В. Є. Хаустова // Проблеми економіки. – 2015. – № 1. – С. 7–16.
18. База даних Consensus Economics [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.consensuseconomics.com/>
19. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
20. Терещенко О. О. Фінансовий контролінг [Електронний ресурс] : навч. посіб. / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. — К. КНЕУ, 2013. — 407 с.
21. Інтернет-портал SMIDA [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://smida.gov.ua/>
22. Інформаційне агентство Інтерфакс Україна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/473010.html>
23. Інформаційне агентство Ліга Бізнес [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://biz.liga.net/all/all/novosti/auditorskaya-kompaniya-kpmg-uvelichila-dohody-v-ukraine>

24. Офіційна сторінка КПМГ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://home.kpmg/ua/uk/home/about/overview.html>
25. Aswath Damodaran Investment valuation / Aswath Damodaran // 1995. – p. 992
26. Thuy Vu Nga Lapumnuaaypon Critical Success Factors in Mergers & Acquisitions Projects / Thuy Vu Nga Lapumnuaaypon // Pyongyang, 2017. – p. 101
27. Credit Ranking Agency – Moody's [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.moody.com>
28. Official web-site Gemius [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://eba.com.ua/wp-content/uploads/2018/12/Invest-Index-2nd-half-2018-ENG.pdf>
29. Ranking Agency Universum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://universumglobal.com/worlds-most-attractive-employer-rankings-2018/>
30. The World Bank official web-site [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.EASE.XQ>
31. Ukrainian M&A Review Report 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://home.kpmg/ua/en/home/media/press-releases/2019/02/ukrainian-ma.html>
32. Jensen M. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence /M. Jensen, R.S. Ruback // Journal of Financial Economics, Vol. 11 № 1 (April) 1983 - pp. 5-50

Додатки

Додаток А

Баланс (Звіт про фінансовий стан) ТОВ «КПМГ Україна», млн грн

	2014	2015	2016	2017	2018
I. Необоротні активи					
Нематеріальні активи:	66	73	48	14	345
первісна вартість	115	128	130	130	901
накопичена амортизація	50	55	82	116	556
Основні засоби:	3779	4199	15576	13779	13310
первісна вартість	8766	9740	21756	23497	26853
знос	4987	5541	6180	9718	13543
Довгострокова дебіторська заборгованість	0	0	0	0	0
Відстрочені податкові активи	286	318	318	0	327
Усього за розділом I	4131	4590	15942	13793	18779
II. Оборотні активи					
Запаси	5889	6543	15055	11672	43570
Виробничі запаси	275	306	99	560	239
Незавершене виробництво	5613	6237	14956	11112	43331
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	0	0	0	0	0
Дебіторська заборгованість за розрахунками:	3978	4420	3721	6525	2748
за виданими авансами	17555	19506	11604	7076	7307
з бюджетом	184	204	12	519	16
Інша поточна дебіторська заборгованість	187	208	1537	5042	2518
Гроші та їх еквіваленти	3760	4178	17457	30521	7378
Рахунки в банках	0	0	0	0	0
Витрати майбутніх періодів	3760	4178	17457	30521	7378
Інші оборотні активи	2823	3137	6047	6490	7550
Усього за розділом II	34560	38400	55738	68328	71720
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття					
Баланс	38691	42990	71680	82121	90499

Продовження Додатку А

Баланс (Звіт про фінансовий стан) ТОВ «КІПМГ Україна», млн грн

I. Власний капітал					
Зареєстрований (пайовий) капітал	133	148	148	148	148
Резервний капітал	9	10	22	22	22
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	642	713	8018	25149	25217
Усього за розділом I	784	871	8188	25319	25387
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення					
Довгострокові забезпечення	1588	1764	3872	6282	3522
Усього за розділом II	1588	1764	3872	6282	3522
III. Поточні зобов'язання і забезпечення					
Поточна кредиторська заборгованість:	0	0	0	0	0
за товари, роботи, послуги	310	344	8138	3833	748
за розрахунками з бюджетом	2023	2248	4166	2492	2917
за розрахунками з оплати праці	8498	9442	3634	0	175
за одержаними авансами	23992	26658	39599	38638	36408
Поточні забезпечення	0	0	0	0	12954
Інші поточні зобов'язання	1497	1663	4083	5557	8388
Усього за розділом III	36320	40355	59620	50520	61590
Баланс	38691	42990	71680	82121	90499

Додаток Б

Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід) ТОВ «КПМГ Україна», млн грн

	2014	2015	2016	2017	2018
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	85889	95432	120497	165423	157757
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	-51048	-56720	-49035	-77324	-70285
Валовий: прибуток	34841	38712	71462	88099	87472
Інші операційні доходи	1230	1367	2128	1219	909
Адміністративні витрати	-31827	-35363	-61027	-65733	-76599
Витрати на збут	0	0	-2476	-3148	-2953
Інші операційні витрати	-1193	-1326	-2213	-1060	-4832
Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток	3051	3390	7874	19377	3997
Інші фінансові доходи	418	464	1998	2096	1155
Інші доходи	301	334	226	79	186
Фінансові витрати	0	0	0	0	0
Інші витрати	-2762	-3069	-1352	-125	-210
Фінансовий результат до оподаткування: прибуток	1007	1119	8746	21427	5128
Витрати (дохід) з податку на прибуток	-878	-976	-1282	-4236	-999
Чистий фінансовий результат: прибуток	129	143	7464	17191	4129

Додаток В

**Прогноз чистого оборотного капіталу підприємства до поглинання, тис.
грн**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Матеріально-виробничі запаси						
Собівартість	611303	668905	735848	803307	875448	954432
Оборотність, днів	101	105	105	105	105	105
Матеріально-виробничі запаси	169593	192542	211812	230598	251995	274731
Дебіторська заборгованість за товар та послуги						
Чистий дохід	792595	848189	926441	998888	1068039	1158282
Оборотність, днів	41	49	49	49	49	49
Дебіторська заборгованість	88346	113662	124148	133491	143123	155216
Кредиторська заборгованість						
Собівартість и АУ витрати (без з/п)	479999	519368	568062	613235	662567	718814
Оборотність, днів	72	76	76	76	76	76
Кредиторська заборгованість	95262	108604	118786	127882	138548	150309
Інші оборотні активи	164794	186371	203621	218997	235288	255187
Інші короткострокові зобов'язання	269822	272237	297532	320354	344267	373503
Чистий оборотний капітал	57649	111736	123263	134850	147592	161322
ЧОК як % чистого доходу	7,3%	13,2%	13,3%	13,5%	13,8%	13,9%
Збільшення (зменшення) ЧОК	-89269	54087	11527	11588	12741	13730

Додаток Г

Прогнозний звіт про фінансові результати підприємства до поглинання,

тис. грн

	2017Ф	2018Ф	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Чистий дохід	777361	792595	848189	926441	998888	1068039	1158282
Собівартість	-642089	-611303	-668905	-735848	-803307	-875448	-954432
Валовий прибуток	135273	181291	179284	190593	195581	192591	203850
<i>Валова рентабельність</i>	17,4%	22,9%	21,1%	20,6%	19,6%	18,0%	17,6%
Адміністративні та комерційні витрати	-81093	-77840	-82527	-88534	-93919	-99384	-105751
Інші доходи/витрати	23386	871	-2301	-3020	-4200	-5358	-5982
EBITDA	77566	104323	94455	99039	97462	87850	92118
<i>Рентабельність по EBITDA</i>	10,0%	13,2%	11,1%	10,7%	9,8%	8,2%	8,0%
Амортизація	-18547	-15807	-15703	-15414	-15177	-14936	-14681
EBIT	59019	88516	78752	83624	82285	72914	77437
<i>Рентабельність по EBIT</i>	7,6%	11,2%	9,3%	9,0%	8,2%	6,8%	6,7%
Податок на прибуток	-13962	-15933	-14175	-15052	-14811	-13124	-13939
NOPLAT	45057	72583	64577	68572	67474	59789	63498
<i>Рентабельність по NOPAT</i>	5,8%	9,2%	7,6%	7,4%	6,8%	5,6%	5,5%

Додаток Г

**Прогноз чистого оборотного капіталу підприємства, з урахуванням
угоди поглинання, тис. грн**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Матеріально-виробничі запаси						
Собівартість	611303	718371	791844	865350	943261	1027670
Оборотність днів	111	110	110	110	110	110
Матеріально-виробничі запаси	186552	216746	238914	260379	284600	310067
Дебіторська заборгованість за товар та послуги						
Чистий дохід	792595	924696	1013047	1094847	1172922	1271556
Оборотність днів	45	51	51	51	51	51
Дебіторська заборгованість	97181	129068	141400	152400	163715	177482
Кредиторська заборгованість						
Собівартість и АУ витрати (без з/п)	479999	519368	568062	613235	662567	718814
Оборотність днів	80	80	80	80	80	80
Кредиторська заборгованість	104788	113757	124423	133950	145122	157442
Інші оборотні активи	164794	196371	215651	219797	242248	248137
Інші короткострокові зобов'язання	269822	276227	301532	328324	349257	381603
Чистий оборотний капітал	63414	132528	146730	160786	176065	192154
ЧОК як % чистого доходу	8,0%	14,3%	14,5%	14,7%	15,0%	15,1%
Збільшення (зменшення) ЧОК	-83504	69114	14202	14056	15279	16088

Додаток Д

**Прогнозний звіт про фінансові результати підприємства, з урахуванням
угоди поглинання, тис. грн**

	2017Ф	2018Ф	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Чистий дохід	777361	792595	924696	1013047	1094847	1172922	1271556
Собівартість	-642089	-611303	-718371	-791844	-865350	-943261	-1027670
Валовий прибуток	135273	181291	206324	221203	229497	229661	243886
<i>Валова рентабельність</i>	<i>17.4%</i>	<i>22.9%</i>	<i>22.3%</i>	<i>21.8%</i>	<i>21.0%</i>	<i>19.6%</i>	<i>19.2%</i>
Адміністративні та комерційні витрати	-81093	-77840	-88955	-95353	-101021	-106774	-113564
Інші доходи/витрати	23386	871	-2301	-3020	-4200	-5358	-5982
EBITDA	77566	104323	115068	122830	124275	117529	124339
<i>Рентабельність по EBITDA</i>	<i>10.0%</i>	<i>13.2%</i>	<i>12.4%</i>	<i>12.1%</i>	<i>11.4%</i>	<i>10.0%</i>	<i>9.8%</i>
Амортизація	-18547	-17387	-18561	-19501	-19137	-18745	-18463
EBIT	59019	86935	96507	103329	105138	98784	105876
<i>Рентабельність по EBIT</i>	<i>7.6%</i>	<i>11.0%</i>	<i>10.4%</i>	<i>10.2%</i>	<i>9.6%</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.3%</i>
Податок на прибуток	-13962	-15648	-17371	-18599	-18925	-17781	-19058
NOPLAT	45057	71287	79135	84730	86213	81003	86818
<i>Рентабельність по NOPLAT</i>	<i>5.8%</i>	<i>9.0%</i>	<i>8.6%</i>	<i>8.4%</i>	<i>7.9%</i>	<i>6.9%</i>	<i>6.8%</i>