

УДК 334.758

ПЕРСПЕКТИВНАЯ ОЦЕНКА СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА СДЕЛКИ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИЙ ВЫМПЕЛКОМ И НТК

Шведова С.В.

Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Россия (199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7/9), e-mail: sveta_shvedova@inbox.ru

В условиях развития рыночных отношений многие крупные компании рассматривают сделки по слиянию и поглощению как средство повышения прибыльности и устойчивости, укрепления позиции на рынке либо занятия доминирующей позиции. Такие сделки могут улучшить положение компании, сделать бизнес более конкурентоспособным и рентабельным. В данной статье рассматривается сделка слияния и поглощения компаний ОАО «Вымпелком» и ОАО «НТК». Анализируются качественные и количественные показатели: тенденции в отрасли, краткие характеристики компаний и сделки, непосредственно монетарный эффект от поглощения. Для оценки последнего выбран перспективный метод, а именно доходный подход. В его основе лежит метод дисконтированных денежных потоков, так как он является единственным методом, позволяющим учитывать будущие изменения денежных потоков предприятия. Для расчета денежного потока на собственный капитал были использованы открытые данные отчетности компании Вымпелком. Главным результатом исследования, представленного в статье, является количественная оценка стоимости компании до и после сделки, сопоставление эффекта от синергии со стоимостью сделки, выдвинуты предположения, какую роль сделка могла сыграть в сокращении стоимости Вымпелкома.

Ключевые слова: сделка слияния и поглощения, M&A, отрасль телекоммуникаций, перспективная оценка, синергетический эффект сделки.

UDC 334.758

PERSPECTIVE EVALUATION OF THE SYNERGETIC EFFECT OF THE MERGERS AND ABSORPTION TRANSACTIONS OF VIMPELKOM AND NTK

Shvedova S.

Saint Petersburg State University, Saint Petersburg, Russia (199034, Saint Petersburg, Universitetskaya nab., 7/9), e-mail: sveta_shvedova@inbox.ru

With the development of market relations, many large companies consider mergers and acquisitions as a means of increasing profitability and sustainability, strengthening their position in the market or occupying a dominant position. Such transactions can improve the company's position, make the business more competitive and profitable. This article discusses the mergers and acquisitions of companies of OJSC VimpelCom and OJSC NTK. Qualitative and quantitative indicators are analyzed: industry trends, company characteristics, and directly the monetary effect of acquisition. To evaluate the latter, a promising method was chosen, namely, the income approach. It is based on the method of discounted cash flows, as it is the only method that allows to take into account future changes in the company's cash flows. The main result of the study presented in the article is a quantitative assessment of the company's value before and after the transaction, a comparison of the synergy effect with the transaction value, and the role the transaction could play in reducing the cost of VimpelCom.

Keywords: mergers and acquisitions, M&A, the telecommunications industry, prospective assessment, a synergistic effect of the transaction.

Характеристика рынка M&A в отрасли телекоммуникаций в 2011 г.

2011 г. оказался не самым удачным с точки зрения слияний и поглощений как на мировом рынке, так и в России. Сумма сделок на мировом рынке уменьшилась на 6%, снижение на российском рынке оказалось гораздо более значительным – около 28%. Тем не менее, «анализ мирового и российского рынков слияний и поглощений позволяет выявить их современные тенденции, динамику и структуру, определить наиболее перспективные направления их дальнейшего развития» [2, с.164]. Стимулами для слияний и поглощений на рынке телекоммуникаций были и остаются меняющиеся предпочтения потребителей (увеличение числа потребителей, заинтересованных в использовании Интернетом) и поиск возможностей для получения дополнительной стоимости. В 2011 г. было объявлено 46 сделок на общую сумму 9,6 млрд долл.

Основные тенденции на рынке телекоммуникаций: 1) небольшие региональные телекоммуникационные компании усиливают свои позиции за счет объединения, а затем их поглощают наиболее крупные операторы в отрасли; 2) за счет развития российского сектора электронной торговли компании получают возможность для создания и объединения более специализированных нишевых позиций на рынках, это способствует увеличению количества сделок в сегменте интернет-услуг.

Характеристика компаний

ОАО «Вымпел Коммуникации»

Компания была зарегистрирована в 1993 г. Основной ее целью являлось получение прибыли от результатов исследований, проектирования и производства радиоэлектронных систем связи, а также предоставления услуг местной и международной сотовой телефонной связи. С 2009 года входит в международную группу «Veon Ltd.», она обслуживает более 10% всего населения (на июль 2018 года).

Предоставляет услуги сотовой и фиксированной связи, проводного и беспроводного высокоскоростного доступа в Интернет, IP-телевидения. На сегодняшний день осуществляет деятельность во всех субъектах Российской Федерации (кроме республики Крым и города Севастополь). Число абонентов сотовой связи «ВымпелКома» составляет 56,4 млн человек (по состоянию на 2018 год).

ОАО «Новая телефонная компания»

Компания была создана также в 1993 г., ее цель заключалась в телефонизации полуострова Эгершельд и части центра города Владивостока.

Основные виды деятельности: строительство и эксплуатация телефонных станций; создание телекоммуникационных сетей связи; сервисное обслуживание средств связи и

передачи информации; обучение технических специалистов; разработка программного обеспечения; организация оптовой и розничной торговли ТНП, продукцией производственно-технического назначения; владение, разработка, внедрение, эксплуатация, маркетинг и развитие систем и услуг в области беспроводной связи.

Описание сделки

Рассматриваемая сделка сходит в топ 10 крупнейших сделок в секторе телекоммуникаций в 2011 г. (8 место). В сентябре 2010 года основной акционер компании Korea Telecom объявил о намерении избавиться от российского бизнеса. Среди потенциальных покупателей назывались госхолдинг «Связьинвест» и сотовый оператор «ВымпелКом», который на тот момент занимал лишь 1 % регионального рынка связи. Затем намерения о покупке высказали «МТС», «МегаФон» и «TELE2».

7 июня 2011 г. ОАО «ВымпелКом» приобрело 90% уставного капитала ОАО «Новая телефонная компания», цена сделки составила 10 835 млн руб., а 21 октября 2011 года компания приобрела еще 10% выпущенных акций «НТК», тем самым получив 100% акций. Общая цена приобретения ОАО «НТК» составила 12 350 млн руб.

Основной причиной приобретения было стремление усилить присутствие ВымпелКома на рынке телекоммуникаций в Приморском крае и расширить базу абонентов ВымпелКома. Таким образом, данное поглощение можно охарактеризовать как горизонтальное.

Сумма выплаты за покупку компании оценивалась по справедливой стоимости консолидируемых и идентифицируемых активов и обязательств НТК на дату приобретения.

Оценка монетарного эффекта от поглощения

Ввиду уникальности и неповторимости сделок слияний и поглощений практически невозможно стандартизировать процедуры интеграции компаний [4, с.209]. Так, для подсчета синергетического эффекта [1, с.10] выделяют два подхода: перспективный и ретроспективный. Перспективная оценка базируется на традиционных подходах оценки бизнеса. В основе ретроспективной оценки лежат данные компании за определенный период, считаются некоторые выборочные показатели, характеризующие финансовое положение компании. В данной статье будет рассмотрена только перспективная оценка.

Перспективная оценка

Наиболее часто из всех методов применяется **доходный подход**, потому как эффект синергии здесь виден больше всего. При доходном подходе базовой моделью расчета эффекта синергии от сделок М&А выступает метод дисконтированных денежных потоков, так как он является единственным методом, позволяющим учитывать будущие изменения денежных потоков предприятия.

Итак, оценим доходным методом «ВымпелКом» до заключения сделки и после.

До сделки: прогнозный период – 5 лет, дата оценки – 31.12.2010 г., т.к. сделка произошла в середине 2011 г.

После сделки: прогнозный период – 5 лет, дата оценки – 31.12.2017 г., оценивая компанию после сделки, возьмем в качестве даты оценки 2017 г., т.к. синергический эффект от сделки проявится не сразу, а с определенным временным лагом

Также будем использовать модель денежного потока на собственный капитал (FCFE). В рамках подхода используется метод дисконтирования денежных потоков (в прогнозном периоде) и метод капитализации доходов (для постпрогнозного).

Расчет чистого денежного потока на собственный капитал производится по следующей формуле:

$FCFE = \text{Чистая прибыль} + A + (-) \text{ уменьшение (прирост) СОК} + (-) \text{ продажа активов (капитал. вложения)} + (-) \text{ прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности}$

Расчет стоимости компании ОАО «ВымпелКом» до сделки

тыс руб.	2011	2012	2013	2014	2015	2016 и далее
Налог на прибыль	13056531	13970488	14948422	15994812	17114449	17970171
ЧП	52226124	55881953	59793689	63979248	68457795	71880685
A	49289678	49289678	49289678	49289678	49289678	49289678
Кап. вложения	49289678	49289678	49289678	49289678	49289678	49289678
Изменение СОК	4670395	-203522	-217768	-233012	-249323	-15600820
Изменение д/ср долга	-31337188	-31337188	-31337188	-31337188	-31337188	0
Ставка дисконтиров.	0,165					
FCFE	16218540	24748286	28674269	32875071	37369929	87481505
Дисконтированные FCFE	13916395	18221122	18114959	17820779	17381901	
Дисконтированная реверсия FCFE						352520649
V FCFE	437975805					

Расчет стоимости компании ОАО «ВымпелКом» после сделки

тыс руб.	2018	2019	2020	2021	2022	2023 и далее
Налог на прибыль	5572007	5683447	5797116	5913058	6031320	6151946
ЧП	22288028	22733789	23188464	23652234	24125278	24607784
А	16908700	16908700	16908700	16908700	16908700	16908700
Кап. вложения	16908700	16908700	16908700	16908700	16908700	16908700
Изменение СОК	3868887	-418022	-426383	-434910	-443609	-452481
Изменение д/ср долга	-	-	-	-	-	-
FCFE	18419142	23151811	23614847	24087144	24568887	25060265
Ставка дисконтир.	0,226					
дисконтир FCFE	15021740	15398792	12809662	10655864	8864203	
дисконт реверсия FCFE						48566885
V FCFE	111317146					

Прогноз выручки до сделки основан на ретроспективных данных – использовался средний темп роста за 2009 г. и 2010 г. как темп роста выручки в прогнозные года (рост на 7%). Далее считали средние (за 2009 – 2010 гг.) доли себестоимости и прибыли до налогообложения в выручке, которые оставили фиксированными. Долгосрочный темп прироста равен 5% из предположений, что в долгосрочной перспективе фирма будет расти, однако медленнее, чем на 7% (долгосрочный темп роста использовался при расчете постпрогнозной выручки). Предполагая, что налог на прибыль равен 20%, получили прогнозные значения чистой прибыли.

	2009	2010	СРЗНАЧ
доля с/с в выручке	70,3%	72,3%	71,3%
доля прибыли до н.о. в выручке	18,2%	23,6%	20,9%
темп роста выручки		107,0%	107,0%
долгосрочный темп прироста g	5,0%		

В прогноз выручки после сделки был заложен рост выручки на 2% экспертным путем, т.к. за анализируемый ретроспективный период (с 2015 по 2017 г.) выручка компании падала на 5% в среднем, однако в прогнозных годах предполагаем, что компания будет потихоньку наращивать свою деятельность. Долгосрочный темп роста установлен на уровне инфляции (4%). Расчет прогнозных себестоимости, прибыли до налогообложения и чистой прибыли производился аналогично оцениванию компании до сделки.

Относительно величины **амортизационных отчислений и капитальных вложений** необходимо отметить, что в связи с отсутствием внутренней информации по величине двух

данных факторов, а также исходя из того, что основные фонды предприятия в любом случае изнашиваются, и предприятие вкладывает средства в их модернизацию и ремонт, предположим равенство амортизации и капитальных вложений. Следовательно, данные факторы не повлияют на величину денежного потока на собственный капитал. В реальности же, в зависимости от их величины, значение FCFE будет корректироваться.

Изменение собственного оборотного капитала производилось на основании ретроспективных данных о запасах, дебиторской и кредиторской задолженностях. Во-первых, посчитали оборачиваемость каждого элемента СОК в днях ($365 / (\text{выручка} / \text{среднее значение ДЗ})$) и средние из них. Для КЗ и запасов использовался показатель себестоимости. Данные средние показатели были взяты за основу оборачиваемости для прогнозных периодов. Используя уже спрогнозированные выше выручку и себестоимость, посчитали прогнозные запасы, ДЗ и КЗ а на их основе и СОК ($\text{запасы} + \text{ДЗ} - \text{КЗ}$). Прирост СОК должен вычитаться из чистой прибыли, уменьшение – прибавляться.

Для расчета **изменения долгосрочного долга до сделки** рассчитаем средний срок погашения для всех обязательств компании свыше 3х лет (медианное значение). У тех обязательств, срок погашения по которым представлен в виде диапазона, также брали медианный год. Таким образом, срок погашения долгосрочных обязательств – 2015 г., т.е. 5 лет.

Предполагаем, что долгосрочный долг после сделки не будет погашаться какое-то время, т.к. компания на данный момент явно испытывает финансовые трудности (падение чистой прибыли до 8 млрд в 2017 г. по сравнению с 54 млрд. в 2010 г.).

Ставка дисконтирования была взята по модели CAPM (т.к. потоки на собственный капитал). Однако необходимо отметить, что так как ставка доходности рассчитывается для российской компании, то необходима валютная корректировка, которая осуществляется путем умножения на коэффициент, отражающий соотношение доходности облигаций федерально займа (ОФЗ) к доходности евробондов:

$$i_{\text{скрубл}} = i_{\text{скдолл}} * \text{Доходность ОФЗ} / \text{Доходность еврооблигаций}$$

Расчет ставки дисконтирования для оценки компании до сделки

Показатель	2010	2017
R30 еврооблигации [5]	7,64%	7,65%
R ОФЗ [6]	5,19%	7,37%
b (unlev) [8]	0,69	0,59
ERP US [8]	6,65%	4,67%
R Tr10 [7]	0,033	0,024
b (lev)	1,270	1,260
i СК (долл.)	24,35%	23,47%
i СК (руб.)	16,5%	22,6%

Необходимо также отметить, что при расчете ставки доходности на собственный капитал используется β -levered, формула перехода к которой выглядит следующим образом:

$$\beta_{lev} = \beta_{unlev} * (1 + (1 - T) * DE)$$

Таким образом, стоимость компании до сделки составила 437 млрд руб. Стоимость компании после сделки – 111 млрд руб. То есть компания потеряла в стоимости на 326 658 659 тыс руб. «ВымпелКом» получил отрицательный эффект от синергии с «НТК», однако если учесть, что стоимость сделки составила всего 12 350 866 тыс руб., то оценка не совсем сопоставима с ценой сделки. А потому существует большая вероятность того, что на снижение стоимости «Вымпелкома» повлияли во многом другие факторы.

Список используемых источников

1. Галпин Т.Д. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний / Т.Д. Галпин, М. Хэндон. – М.: Вильямс, 2012. – 276 с.
2. Загребельная Н.С. Мировой и российский рынки слияний и поглощений // Вестник МГИМО университета. – 2015. – с.163-170.
3. Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе // Вопросы экономики. – 2013. - №12. – с.85-109.
4. Сергеева И.Г. Слияния и поглощения как инструмент управления промышленной корпорацией / И.Г. Сергеева, Д.Г. Цыплухина // Научный журнал НИО ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». – 2015. - №2. – с.208-214.
5. Rusbons, Россия-2030-11т со сроком погашения 2030 г.
6. Rusbons, ОФЗ-46012-АД со сроком погашения 2029 г.
7. Официальный сайт U.S. Department of the Treasury [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2010> (дата обращения: 15.10.2018)
8. Сайт А. Дамодарана [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 18.10.2018)