

**Строганова А. А.**

*магистрант кафедры «Финансовый менеджмент»,  
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации  
e-mail: stroganova-angelina@rambler.ru*

## **Особенности сделок М&А в телекоммуникационной отрасли**

*В настоящей работе выявлены основные мотивы слияний и поглощений в целом и их особенности в телекоммуникационной отрасли, проанализированы различные методы оценки стоимости компаний, проведен анализ роли российских сетевых операторов по отношению к мировому рынку мобильной связи. Проведен расчет стоимости возможной компании-цели сравнительным методом на основе мультипликаторов P/S и EV/EBITDA и коэффициента ARPU.*

**Ключевые слова:** *мотивы слияний и поглощений, синергетический эффект, оценка эффективности, М&А, метод дисконтирования денежных потоков, ARPU*

**Stroganova A. A.**

*postgraduate of Financial management department,  
Financial University under the Government of the Russian Federation*

## **Features of transactions of M&A of telecommunication branch**

*In the real present the main motives of merges and acquisitions as a whole and their features in telecommunication branch are revealed, various methods of estimation of cost of the companies are analysed, the analysis of a role of the Russian mobile network operators in relation to the world market of mobile communication is carried out. Calculation of cost of the possible company purpose by a comparative method on the basis of multiplier of P/S and EV/EBITDA and ARPU coefficient is carried out.*

**Keywords:** *assessment of efficiency, synergetic effect, M&A, method of discounting of cash flows, ARPU.*

В зарубежной экономической литературе понятия слияния (merger) и приобретения (acquisition) используются совместно как совокупность (mergers&acquisitions или сокращенно М&А), которая характеризует особые экономические отношения. Однако отечественные экономисты трактуют понятие mergers&acquisitions как слияния и поглощения, как так основной формой приобретения компании служит ее поглощение.

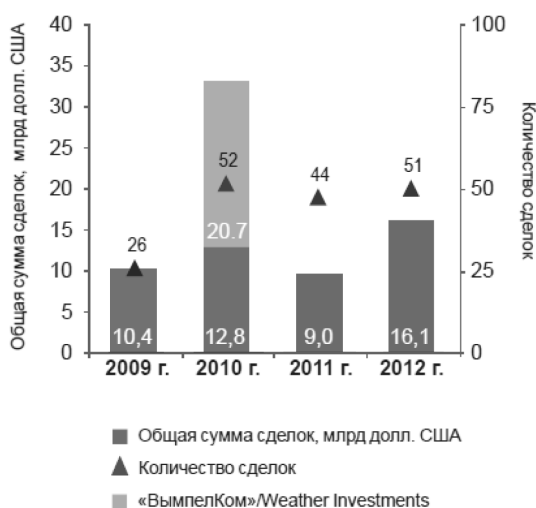
---

Актуальность изучения следок M&A обусловлена тем, что основа концепции управления стоимостью компании заключается в росте благосостояния ее акционеров. Слияния и поглощения, в свою очередь, являются одной из стратегий неорганического роста компании, наряду с совместными предприятиями, стратегическими альянсами, миноритарными инвестициями, франшизами и лицензионными соглашениями, к недостаткам которых относят неполный контроль, необходимость раздела прибыли между всеми участниками, риск разглашения коммерческой тайны [2, с. 14–16, 729].

Обратимся к статистике сделок M&A в России за 2009–2012 гг. На рис. 1 представлен масштаб сделок слияний и поглощений в телекоммуникационном секторе за период с 2009 по 2012 гг. по данным KMPG, по сравнению с 2009 г. наблюдается рост количества сделок почти в двое. Причем, внутренние сделки преобладают в этом секторе в количестве 30 над покупкой иностранными компаниями российских активов – 15 шт. и покупкой российскими компаниями иностранных активов 9 шт. соответственно на 2012 г. Телекоммуникационная отрасль входит в число лидеров на протяжении последних лет по количеству и сумме сделок M&A наряду с нефтегазовым, горнодобывающим секторами и сектором финансовых услуг.

Оценим роль российских компаний данного сектора в мировом масштабе. Доходы от мобильного сегмента телекоммуникационных компаний в среднем растут в полтора раза быстрее доходов от всех услуг компаний. По данным ТАСС-ТЕЛЕКОМ две российские компании вошли в 20 крупнейших мобильных операторов мира по абонентской базе в 2012 г. VimpelCom (бренды Beeline, Kyivstar, djuice, Wind, Infostrada, Mobilink, Leo, banglalink, Telecel, Djezzy) на 8 месте с количеством абонентов в 213,7 млн. чел. и МТС на 18 месте с количеством абонентов в 110 млн.чел. Лидирующие позиции занимают компании China Mobile с 710,3 млн. абонентов – 1-е место, Группа Компаний Vodafone 403,9 млн. абонентов – 2 место. Для сравнения выручка от мобильного сегмента China Mobile составила 88 907,9 млн. долл., а VimpelCom и МТС соответственно 18 888 млн. долл. и 10 641,3 млн.долл.. На долю российских операторов связи — МТС, ВымпелКом и Мегафон приходится только 3,9% доходов 75 крупнейших операторов мобильной связи, что составляет 38,793 млрд. долл., причем прирост их общей выручки равен 8,92% , что в два раза выше среднемировой.

Обращаясь к мировому опыту M&A в телекоммуникационной отрасли, можно выделить следующие крупные сделки, которые при-  
шлись на 2000г.: слияние американских компаний GTE и Bell Atlantic



Источник: <http://www.kpmg.com>

**Рис. 1. Объемы российского рынка слияний и поглощений в сфере телекоммуникаций и медиа в 2009–2012 гг.**

и образование компании Verizon Communications, одной из крупнейших в США и мире; приобретение англо-американской компанией Vodafone AirTouch (образованной в 1999 г. в результате сделки в 60 млрд. долл. между британской компанией Vodafone и американской AirTouch Communications) многопрофильного концерна Mannesmann, сумма сделки составила 200 млрд. долл., с учетом долга Mannesmann в 17,8 млрд. долл. (крупнейшая сделка на 2000 г.) для завоевания первого места в Европе; а также слияние трех крупных японских операторов – DDI Corp., KDD Corp., и IDO Corp в единую корпорацию KDDI.

Таким образом, видно, что сделки слияния и поглощения тесно вошли в телекоммуникационную отрасль. Получение синергетического эффекта (операционная, финансовая, инвестиционная) является одним из главных мотивов совершения M&A сделок, т.е. стоимость объединенной фирмы больше суммы стоимостей обеих отдельно взятых независимых фирм [1, с. 20–24]. Операционная синергия достигается двумя способами: сокращением издержек на единицу выпускаемой продукции и увеличением выручки от реализации продукции, выпускаемой объединенной фирмы. Финансовая синергия проявляется в снижении цены заимствования на рынках капитала; сокращении затрат на эмиссию ценных бумаг; увеличении эффективности капиталовложений.

Инвестиционная синергия возникает как оптимизация фонда основных средств на предприятии.

Рассмотрим специфику мотивов телекоммуникационных компаний при заключении сделок М&А. Среди них выделяют экспансию/совмещение услуг (увеличение спектра услуг, предоставление их в совокупности, расширение географии проникновения), нематериальные активы (торговая марка, клиентская база), исследования и разработки, сетевой эффект (значимость товара увеличивается с ростом числа его пользователей, создается «эффект потребления»), эффект технологии и стандартизации.

По данным исследования, проведенного компанией J'son & Partners Consulting, существенным фактором использования телекоммуникационных услуг является расширение географического присутствия компаний. Российские телекоммуникационные компании активно расширяют территорию своего присутствия, примерами служит покупка Weather Investments ОАО «ВымпелКом», сделка по объединению активов ОАО «Вымпелком» и ЗАО «Киевстар G.S.M.» и образованием Vimpelcom Ltd. (2010 г.).

В течение последних лет операторы «большой тройки» приобрели большое количество региональных операторов. Лидирующую позицию по общему количеству абонентов в России и странах СНГ занимает ОАО «Вымпелком» занимает за счет большего присутствия в странах СНГ, однако уступает МТС и Мегафону по сегменту Россия, а по Москве — МТС на основе рейтинга по количеству абонентов российских телекоммуникационных компаний за 1-й и 2-й квартал 2013 г. (табл. 1). Главным конкурентом большой тройки на сегодняшний день является компания Теле2 Россия (дочерняя компания шведской телекоммуникационной компании Tele2 AB).

Таким образом, приобретение Tele2 Россия позволило бы ОАО «Вымпелком» занять лидирующую позицию по сегменту Россия. Для оценки эффективности поглощения той или иной компании для начала нужно провести перспективную оценку стоимости компании. Анализ достоинств и недостатков основных методов оценки стоимости компаний, представлен в табл. 2.

Для учета временного фактора и упрощения расчетов оценку эффективности слияний и поглощений предпочтительно проводить на основе метода дисконтирования потоков денежных средств (доходного подхода) DCF (discount cash flow) [3, с. 89–105]. Применение сравнительного метода на основе мультипликаторов осложнено нахождением компаний-аналогов, которые большей частью являются закрытыми

Таблица 1

**Рейтинг по количеству абонентов российских телекоммуникационных компаний за 1-й и 2-й квартал 2013 г.**

| Операторы                   | 1 кв. 2013  | 2 кв. 2013  |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| Вымпелком                   | 107 153 605 | 106 928 427 |
| в том числе:                |             |             |
| РОССИЯ                      | 55 665 904  | 57 097 753  |
| Москва                      | 12 933 491  | 13 543 913  |
| Казахстан (KaR-Tel)         | 8 512 492   | 8 795 860   |
| Украина (Kyivstar, URS)     | 27 538 334  | 25 622 000  |
| Таджикистан (Tacom)         | 1 161 476   | 1 205 600   |
| Узбекистан (Unitel, Buztel) | 10 302 874  | 10 202 000  |
| Армения (Armentel)          | 756 436     | 690 100     |
| Грузия                      | 971 349     | 1 009 679   |
| Киргизия                    | 2 244 740   | 2 305 435   |
| МТС                         | 101 842 233 | 102 774 184 |
| в том числе:                |             |             |
| РОССИЯ                      | 71 330 834  | 71 687 898  |
| Москва                      | 14 047 782  | 14 130 889  |
| Украина (UMC)               | 21 004 781  | 21 586 465  |
| Армения (Viva Cell)         | 2 379 204   | 2 356 420   |
| Туркменистан                | 1 888 150   | 1 882 615   |
| Беларусь (MTS)              | 5 239 264   | 5 260 786   |
| Мегафон                     | 64 847 856  | 66 039 040  |
| в том числе:                |             |             |
| РОССИЯ                      | 62 674 812  | 64 072 887  |
| Москва                      | 9 983 532   | 10 501 962  |
| Таджикистан                 | 1 968 823   | 1 743 055   |
| Абхазия                     | 142 098     | 160 970     |
| Осетия                      | 62 123      | 62 128      |
| Tele2 Russia                | 22 882 000  | 23 236 000  |
| Ростелеком                  | 13 595 701  | 13 768 000  |
| МОТИВ (Екатеринбург-2000)   | 2 358 155   | 2 382 794   |
| ГК СМАРТС                   | 1 855 673   | 1 829 018   |

Источник: составлено автором на основе данных AC&M-Consulting компаниями. Рыночная стоимость оцениваемой компании рассчитывается по формуле на основе сравнительного метода (1).

$$MV_T = \frac{MV_C}{I_C} \cdot I_T, \quad (1)$$

где  $MV_T$  — рыночная стоимость сопоставимой компании  $C$ ,  
 $I_C$  — стоимостный показатель сопоставимой компании  $C$ ,

Таблица 2

**Достоинства и недостатки методов оценки стоимости компаний**

| Метод                                                               | Достоинства                                                                                                                                                                          | Недостатки                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Метод оценки на основе прибыли                                      |                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Учитывает различие в величине и сроках поступления денежных средств</li> <li>- Необходимо определение предпосылок для оценки</li> </ul>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Необходимость прогнозирования денежных потоков для каждого периода, продленной стоимости компании, ставки дисконтирования на основе ограниченной информации</li> </ul>                                                                                                     |
| Методы оценки на основе рыночных показателей (сравнительные методы) |                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Анализ сопоставимых компаний                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Предполагает использование рыночных коэффициентов цена/прибыль, цена/объем продаж, цена/балансовая стоимость компаний</li> </ul>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Трудность нахождения сопоставимых открытых компаний, результат нужно корректировать на премию за контроль</li> <li>- Используются прошлые данные учета</li> <li>- Результат может исказить тенденции на рынке</li> </ul>                                                   |
| Анализ сопоставимых сделок                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Используются точные рыночные показатели</li> </ul>                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Малое количество сопоставимых сделок</li> <li>- Трудность нахождения конкретных данных</li> </ul>                                                                                                                                                                          |
| Анализ той же или сопоставимой отрасли                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Дополнительная оценка для сравнения</li> </ul>                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Среднеотраслевые мультипликаторы стоимости применимы к конкретной компании, информация по отрасли зачастую отсутствует</li> </ul>                                                                                                                                          |
| Метод оценки на основе затрат на замещение                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Применим когда метод дисконтирования денежных потоков и рыночные подходы не применим из-за отсутствия информации</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Есть вероятность малой полезности в случае компаний с высокой долей нематериальных активов или высокоприбыльных компаний-мишеней</li> <li>- Требуется привлечения профессиональных оценщиков</li> <li>- Не учитывает стоимости компании в действующем состоянии</li> </ul> |
| Метод оценки на основе стоимости активов                            |                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Оценка по балансовой стоимости материальных активов                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Происходит для определения стоимости компаний по оказанию финансовых услуг и дистрибуторских фирм, активы которых высоколиквидны</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Балансовая стоимость может отличаться от рыночной</li> <li>- Ограниченная доступность требуемой информации</li> </ul>                                                                                                                                                      |
| Оценка по стоимости дробления                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Позволяет оценить реальную стоимость дочерних компаний, которую трудно определить внешним специалистам</li> </ul>                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Предположение, что компанию можно быстро продать без ущерба для ее стоимости</li> <li>- Имеющиеся рынки часто неликвидны</li> </ul>                                                                                                                                        |

Источник: [2]

Продолжение таблицы 2

|                                    |                                                    |                                                                                                        |
|------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Оценка по ликвидационной стоимости | - Позволяет оценить минимальную стоимость компании | - Метод зачастую основан на возможности упорядоченной ликвидации<br>- Имеющиеся рынки часто неликвидны |
|------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|

$I_T$  — стоимостный показатель компании  $T$ .

$MV_T / I_T$  — мультипликатор для расчета рыночной стоимости

В качестве мультипликаторов обычно используют соотношение P/E (отношение стоимости или рыночной капитализации компании к чистой прибыли), EV/EBITDA (отношение полной стоимости компании с учетом всех источников ее финансирования к прибыли до налогов, процентов и амортизационных отчислений), P/S (отношение рыночной капитализации компании к её выручке). Применительно к телекоммуникационной отрасли выделяют наиболее значимый отраслевой показатель ARPU (Average Revenue Per User — средний доход на одного абонента), который рассчитывается как отношение выручки к количеству активных абонентов.

На основе официальных данных по 2012 г. EBITDA компании Tele2 Россия составила 21,7 млрд. руб., операционная выручка 59,5 млрд. руб., ARPU составил 229 руб. Для сравнения ARPU Мегафона составил 221,5 руб. для голосового трафика и 512,1 руб. для мобильной передачи данных.

Проведем расчет стоимости компании Tele2 Россия на основании данных по компаниям-аналогам, результаты представлены в табл. 3.

Таблица 3

Расчет стоимости Tele2 Россия

|                    | Сар,<br>млн.\$ | P/E   | P/S  | ROS,<br>% | EV/EBITDA | расчет<br>EV Tele2<br>Россия,<br>млрд.руб. | расчет P<br>Tele2<br>Россия,<br>млрд.руб. |
|--------------------|----------------|-------|------|-----------|-----------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|
| МегаФон            | 22 317,5       | 15,27 | 2,49 | 16,3      | 7,83      | 169,91                                     | 148,155                                   |
| Ростелеком         | 10 621,8       | 13,05 | 1,05 | 8,08      | 5,94      | 128,9                                      | 62,475                                    |
| МГТС               | 1 086,3        | 3,52  | 0,97 | 27,61     | -         |                                            |                                           |
| МТС                | 21048,70       | 8,17  | 1,74 | 21,26     | 16,6      | 360,22                                     | 103,53                                    |
| Вымпелком          | -              | -     | -    | 14,09     | -         |                                            |                                           |
| Среднее по отрасли | 55 306,9 *     | 12,51 | 1,1  | 13,57     | 8,3       | 180,11                                     | 65,45                                     |

\* сумма по отрасли

Источник: <http://quote.rbc.ru>

Таким образом, на основании средних мультипликаторов по отрасли рыночная капитализация Tele2 Россия составляет 65,45 млрд. руб., что превосходит показатель EBITDA в 3 раза, полная стоимость компании с учетом всех источников ее финансирования составляет 180,11 млрд. руб., что превосходит показатель EBITDA в 8 раз. Показатель EV/EBITDA обычно применяется для компаний, требующих существенных капиталовложений. Полная стоимость EV состоит из рыночной капитализации с учетом долговых обязательств за вычетом денежных средств и их эквивалентов. Таким образом можно сказать, что стоимость Tele2 Россия находится в интервале от 65,45 млрд. руб. до 180,11 млрд. руб.

Проведем оценку стоимости на основе показателя ARPU. В качестве рыночной стоимости сопоставимой компании будем использовать рыночную капитализацию. Расчет производим по формуле (2):

$$MV_{tele2} = \frac{MV_{megafon}}{APRU_{megafon}} \cdot APRU_{tele2}. \quad (2)$$

Расчетная рыночная капитализация составляет 6966,61 млн. долл., что эквивалентно 213,317 млрд. рублей по курсу на 31.12.12 г.

Определение стоимости компании методом средней взвешенной позволяет рассчитать среднюю взвешенную значений стоимости компании, определенных различными методами. Применим эту методику расчета для уточнения стоимости компании, рассчитанной на основе мультипликаторов P/S и EV/EBITDA, P/ARPU, присвоив веса 0,5 и 0,3 и 0,2 соответственно. Полученная таким образом стоимость компании Tele2 Россия составляет 152,35 млрд. руб. Расчет средне-взвешенной стоимости компании только на основании стоимостей, рассчитанных на основе мультипликаторов P/S и EV/EBITDA с весами 0,6 и 0,4, дает результат 134,25 млрд. руб.

Однако, стоит помнить, что обычно к стоимости компании добавляют премию акционерам компании-мишени в размере 30%. Покупка Теле2 Санкт-Петербург может сдать хорошим началом по поглощению Теле2 Россия, большая доля прибыли которой приходится на Северо-Западный регион.

В статье рассмотрены особенности мотивов слияний и поглощений в телекоммуникационной отрасли, приведены статистические данные по сделкам по отрасли, рассмотрены возможные объекты для поглощения компаниями «большой тройки» в телекоммуникационной отрасли, а также проанализирована специфика методов оценки стоимости телекоммуникационных компаний, произведен расчет сто-



имости потенциальной компании-мишени на основе сравнительного метода мультипликаторов с использованием метода средней взвешенной. В дальнейшем планируется произвести расчет стоимости потенциальной мишени по методу дисконтирования потока денежных средств DCF.

**Используемые источники**

1. Алан Грегори Стратегическая оценка компаний. — М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2004.
2. Депаμφилис Доднальд Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. — М.: Олимп-Бизнес, 2007.
3. Рид Стэнли Фостер, Рид Лажу Александра Искусство слияний и поглощений. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
4. Электронный ресурс <http://www.kpmg.com>
5. Электронный ресурс <http://tasstelecom.ru>
6. Электронный ресурс <http://quote.rbc.ru>