

Оценка синергетического эффекта при слияниях и поглощениях компаний

Аннотация: В данной работе анализируется сделка слияния между ПАО «Ростелеком» и ООО «Tele2 Россия» на предмет наличия синергетического эффекта в ходе объединения 002я компаний. При оценке рыночной стоимости компаний используется метод дисконтированного денежного потока в рамках доходного подхода. В результате проведенного исследования сделка оценивается как эффективная, синергия равна 38 003 млн. руб.

Ключевые слова: синергия, метод дисконтированных денежных потоков, слияния и поглощения, телекоммуникационный сектор.

V. K. Bataeva

Student,

victoria_bataeva@mail.ru

*Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russian Federation*

Synergy evaluation in mergers and acquisitions

Annotation: This paper analyzes the M&A deal of Rostelecom and Tele2 Russia in order to evaluate the synergy effect as a result of consolidation. Discounted cash flow method is applied to determine the companies' enterprise values. As a result of the research, synergy is equal 38 003 million rubles and the M&A deal is recognized as an effective one.

Keywords: synergy, discounted cash flow method (DCF), M&A, telecommunications

В современных экономических условиях компании ищут эффективные стратегии развития, повышения конкурентоспособности и увеличения стоимости. Ответом на изменения внешней среды в эпоху глобализации является осуществление сделок на динамично развивающемся рынке слияний и поглощений. Критерием эффективности сделок M&A является достижение синергетического эффекта, который заключается в превышении стоимости объединенных компаний в результате сделки над их стоимостью до совершения сделки. Несмотря на популярность стратегии слияний, далеко не все сделки окупают вложенные средства,

поэтому проблема анализа эффективности сделок М&А является актуальной и перспективной.

Основной целью работы является анализ эффективности реструктуризации компаний с помощью слияний и поглощений в сфере телекоммуникаций.

Объект исследования — сделка по интеграции компаний ПАО «Ростелеком» и ООО «Теле2 Россия».

В 2020 году ПАО «Ростелеком», крупный интернет-провайдер и поставщик услуг связи в России, объявил о консолидации 100% акций ООО «Теле2 Россия». В рамках слияния двух компаний, ПАО «Ростелеком» стал единственным игроком в стране, предлагающим конвергентные услуги в области фиксированной и мобильной связи, а также сервисы на базе оптической сети. В виду предстоящего развертывания сети 5G, сделка поможет объединить технологически дополняющие друг друга инфраструктуры ПАО «Ростелеком» (магистральные линии связи, последнюю милю) и ООО «Теле2 Россия».

Анализ экономической эффективности сделки М&А ПАО «Ростелеком» и ООО «Теле2 Россия» состоит из следующих этапов:

1. Вычисление фундаментальной стоимости компании ПАО «Ростелеком» без учета поглощения компании ООО «Теле2 Россия».

2. Вычисление фундаментальной стоимости компании ООО «Теле2 Россия» без учета совершенной сделки М&А.

3. Нахождение стоимости объединенной компании.

4. Анализ эффекта синергии путем разности стоимости объединенной компании в результате сделки и суммы стоимостей компаний отдельно без учета совершенной сделки за вычетом суммы самой сделки.

Для оценки рыночной стоимости ПАО «Ростелеком» был выбран метод дисконтированных денежных в рамках доходного подхода оценки. Прогнозные значения амортизации, прибыли, капитальных вложений и налоговой ставки основаны на ретроспективных значениях и их темпов прироста, полученных из бухгалтерской отчетности ПАО «Ростелеком» за 2013–2019 гг.

Прогнозные значения CAPEX рассчитаны исходя из значений CAPEX/Выручка, приведенных Ассоциацией GSMA¹. Аналитики про-

¹ https://www.gsma.com/mobileeconomy/wp-content/uploads/2020/03/GSMA_MobileEconomy2020_RussiaCIS_Rus.pdf.

гнозируют рост капитальных затрат в телекоммуникационной отрасли до 2025 года, что связано в первую очередь с инвестированием в проекты по запуску 5G сетей (более 70% средств). Также рост связан с затратами на хранение данных и трафика, на программное обеспечение и средства безопасного хранения, что является требованием законодательства. Согласно «закону Яровой», операторы обязаны хранить записи голосового трафика, SMS и трафика данных в течение шести месяцев.

В качестве нормы величины оборотного капитала была принята среднеотраслевое значение, равное 11,67% чистого оборотного капитала от выручки, рассчитанное по компаниям-аналогам телекоммуникационной отрасли с сопоставимыми объемами выручки². Ставка дисконтирования по модели средневзвешенной стоимости капитала WACC равна 9,09%.

Исходя из найденных прогнозных значений FCFF и ставки дисконтирования, была найдена рыночная и остаточная стоимости компании в постпрогнозный период. Таким образом, по итогам проведенного исследования стоимость компании ПАО «Ростелеком» без учета сделки M&A с компанией ОО «Tele2 Россия» составит 282 144 млн. руб.

Таблица 1

Расчет рыночной стоимости ПАО «Ростелеком»³

Год	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П
Выручка (млн. руб.)	343 157	348 991	356 669	363 802	371 806
EBIT (млн. руб.)	38 841	39 660	40 495	41 348	42 219
tax, %	23,88%	23,88%	23,88%	23,88%	23,88%
EBIT(1-t) (млн., руб.)	29 568	30 190	30 826	31 476	32 139
D&A (млн. руб.)	68 918	70 562	72 245	73 968	75 732
Capex (млн., руб.)	77 210	78 872	82 390	84 766	87 374
NWC	40 046	40 727	41 623	42 456	43 390
Δ NWC (млн. руб.)	669	681	896	832	934
FCFF (млн. руб.)	20 606	21 200	19 785	19 845	19 563
WACC, %	9,09%	9,09%	9,09%	9,09%	9,09%
Kd	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65

² Руднева Н. С. Реализация методики управления стоимостью бизнеса на примере ПАО «МТС». 25 лет оценочной деятельности в Российской Федерации: траектория развития. — М.: Университет «Синергия», 2019.

³ Рассчитано автором на основе данных финансовой отчетности ПАО «Ростелеком».

Продолжение таблицы 1

Год	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П
Приведенная стоимость FCF	18 889	17 814	15 240	14 013	12 662
Стоимость прогнозного периода	78 619				
Терминальная стоимость	203 525				
Итоговая стоимость (А)	282 144				

Аналогично была найдена стоимость компании ООО «Tele2 Россия» без учета совершенной сделки с ПАО «Ростелеком» с помощью метода дисконтированных потоков. Прогнозные значения для расчетов были рассчитаны на основании финансовой отчетности компании ООО «Tele2 Россия».

Таблица 2

Расчет рыночной стоимости ООО «Tele2 Россия»⁴

Год	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П
Выручка (млн. руб.)	166 076	168 899	172 615	176 067	179 941
EBITDA (млн. руб.)	67 371	69 190	71 058	72 977	74 947
tax (млн. руб.)	13 474	13 838	14 212	14 595	149 89
Capex (млн. руб.)	37 367	38 171	39 874	41 024	42 286
NWC	19 381	19 711	20 144	20 547	20 999
Δ NWC (млн. руб.)	324	329	434	403	452
FCFF (млн. руб.)	16 206	16 851	16 539	16 955	17 220
WACC, %	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%
Kd	0,92	0,84	0,77	0,70	1,00
Приведенная стоимость FCF	14 836	14 122	12 688	11 908	17 220
Стоимость прогнозного периода	70 773				
Терминальная стоимость	270 546				
Итоговая стоимость (В)	341 319				

Далее была найдена стоимость объединенной компании ПАО «Ростелеком» и ООО «Tele2 Россия» в результате сделки M&A. В качестве долгосрочного темпа роста используется значение $g = 5\%$, соответствующее среднегодовому темпу роста с ускорением по данным Стратегических целей ПАО «Ростелеком»⁵. Итоговая стоимость объединенной компании после совершения сделки равна 739 466 млн. руб.

⁴ Рассчитано автором на основе данных финансовой отчетности ООО «Tele2 Россия».

⁵ https://www.company.rt.ru/ir/disclosure/annual_reports/.

Сумма синергетического эффекта равна стоимости объединенной компании (AB) за вычетом стоимости компаний по отдельности до совершения сделки (A+B) и суммы сделки, равной 132 000 млн. руб.

Таблица 3

Расчет рыночной стоимости и определение синергетического эффекта объединенной компании ООО «Tele2 Россия» и ПАО «Ростелеком»⁶

Год	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П
Выручка (млн. руб.)	509 233	517 890	529 284	539 869	551 747
FCFF (млн. руб.)	36 812	38 051	36 324	36 800	36 782
WACC, %	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%	9,41%
Kd	0,91	0,84	0,76	0,70	0,64
Приведенная стоимость FCF	33 647	31 790	27 738	25 686	23 466
Стоимость прогнозного периода	142 327				
Терминальная стоимость	651 139				
Итоговая стоимость АВ	793 466				
Стоимость А (ПАО «Ростелеком»)	282 144				
Стоимость В (ООО «Tele2 Россия»)	341 319				
Сумма сделки	132 000				
Синергия (NPV)	38 003				

Таким образом, по результатам проведенного исследования синергетический эффект объединенной компании ПАО «Ростелеком» и ООО «Tele2 Россия» равен 38 003 млн. руб. Чистая приведенная стоимость сделки ПАО «Ростелеком» и ООО «Tele2 Россия» — положительная величина, а значит сделка М&А эффективна.

В связи с все более активным проникновением технологий в современную жизнь, сделки М&А в телекоммуникационном секторе продолжают активно развиваться в ближайшие годы. Этому способствуют существующие программы национальных проектов российского правительства, посвященные технологиям и цифровой трансформации экономики. Активность на рынке М&А может быть обусловлена эпидемиологической обстановкой в связи с пандемией коронавируса, при

⁶ Рассчитано автором на основе данных финансовых отчетностей ООО «Tele2 Россия» и ПАО «Ростелеком».

которой многие российские компании для обеспечения конкурентоспособности и сохранения устойчивого финансового положения стремятся улучшить свои онлайн-сервисы, тем самым повышая спрос на высокоскоростные технологии и ускоряя переход на 5G стандарты.

Стратегическое значение данной M&A сделки для ПАО «Ростелеком» заключается в прямом участие в рынке мобильной связи и конкуренции с лидерами рынка, присутствие на критически важном рынке услуг 5G и занятии места оператора-лидера в сфере мобильно-фиксированной связи и цифровых услуг в Российской Федерации.

Список литературы

1. Батаева В.К. Влияние трансграничных сделок по слиянию и поглощению на экономический рост России. Путеводитель предпринимателя. 2020; 3(2): 61–68. — Режим доступа: <https://doi.org/10.24182/2073-9885-2020-13-2-61-68>.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. — М.: Олимп-Бизнес, 1997. 1120 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. — М.: Альпина Паблишер, 2011. 1324 с.
4. Эванс Ф., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях; пер. с англ. — 2-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

References

1. Bataeva V.K. Vliyanie transgranichnykh sdelok po sliyaniyu i pogloshcheniyu na ekonomicheskii rost Rossii. Putevoditel' predprinimatel'ya. 2020;13(2): 61–68. — Rezhim dostupa: <https://doi.org/10.24182/2073-9885-2020-13-2-61-68>.
2. Breili R., Maiers S. Printsipy korporativnykh finansov. — M.: Olimp-Biznes, 1997. 1120 s.
3. Damodaran A. Investitsionnaya otsenka: instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov. — M.: Al'pina Pablisher, 2011. 1324 s.
4. Evans F., Bishop Devid M. Otsenka kompanii pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh: Sozdanie stoimosti v chastnykh kompaniyakh; per. s angl. — 2-e izd. — M.: Al'pina Biznes Buks, 2007.