ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Инновации и инвестиции

ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПРИ ВЫБОРЕ КОМПАНИИ-ЦЕЛИ В СДЕЛКАХ M&A В ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ СФЕРЕ

Бахтияр Тахирович ДЖАФАРОВ

аспирант кафедры инвестиций и инноваций, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
bdzhafarov@gmail.com

История статьи:
Принята 18.11.2015
Одобрена 25.11.2015

УДК 330.332
JEL: D24, G32, G34

Ключевые слова:
финансирование, слияние, поглощение, телекоммуникация, инвестиция

Аннотация

Предмет. Любая сделка M&A является инвестицией, и рациональный инвестор стремится максимизировать доходность. Поэтому соотношение цены покупки и инвестиционной стоимости актива всегда являлось актуальной темой. Кроме того, цена покупки и инвестиционная стоимость – ключевые моменты при дальнейшем структурировании любой сделки, в том числе при формировании структуры источников ее финансирования, что также подтверждает актуальность исследования.

Цели. Определение финансово-экономических показателей, на которые могут ориентироваться покупатели, выбирая при слияниях и поглощениях компанию-цель в телекоммуникационной сфере, чтобы оценить ее инвестиционную стоимость и потенциальные эффекты при совместном функционировании.

Методология. Основа работы – анализ финансово-экономических показателей на примере сделки в рамках американского телекоммуникационного рынка. Обоснование предполагаемых целей сделки, определяющих релевантные показатели, на которые следует ориентироваться.

Результаты. Выявлены параметры, которые характеризуют операционную составляющую бизнеса в телекоммуникационной сфере. На конкретном примере установлены цель сделки и мотивация ее участников, что позволило ориентировочно оценить потенциальные эффекты при совместном функционировании.

Выводы. Инвесторы, основываясь на приведенных показателях, могут оценить потенциальные эффекты от осуществления сделки. Причем вкладчики могут ориентироваться на различные параметры в зависимости от целей покупателя. Результаты и методология проведенного анализа могут распространяться на различные сделки в телекоммуникационной сфере.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Стратегия слияний и поглощений (M&A) является одним из инструментов обеспечения роста стоимости фирмы и благосостояния ее акционеров наравне с такими стратегиями, как органический рост, создание международных и локальных альянсов и совместных предприятий[1]. Соответственно слияния и поглощения являются инвестициями, где покупающая сторона, как и любой рациональный инвестор, стремится максимизировать доходность.

Базовое правило для ее обеспечения при проведении сделки M&A: цена покупки не должна превышать стоимости актива, под которой подразумевается инвестиционная стоимость для каждого конкретного инвестора. Именно от цены покупки выстраивается вся дальнейшая структура сделки, то есть цена покупки является одной из важнейших детерминант соотношения долгового и собственного капиталов, метода платежа и других параметров сделки.

В современных условиях инвесторы и компании должны определить для себя, на какие показатели необходимо ориентироваться, и эти показатели будут факторами, влияющими на инвестиционную стоимость актива.

Рост – непременное условие достижения более высокой добавленной стоимости [1]. Для создания дополнительной стоимости в сделках M&A необходимо, чтобы генерируемые объединенной компанией денежные потоки (особенно свободные для распределения среди всех инвесторов компании) превышали сумму двух денежных потоков компаний, функционировавших ранее независимо друг от друга [2]. Тем самым вкладчикам будет обеспечена необходимая доходность, которую рациональный инвестор пытается максимизировать.

[1] *Лако М.* Преимущества и недостатки различных стратегий роста // Юридический бизнес, 2008. № 2.

Другими словами, в результате сделки должен быть достигнут суммирующий эффект взаимодействия – синергия, которая может быть как финансовой, так и операционной. Последняя может проявляться в двух формах: в увеличении выручки и сокращении издержек [3]. В целом операционная синергия формируется за счет улучшений в распределении ресурсов [4].

Финансовая синергия относится к возможности ситуации, когда стоимость капитала объединенной компании может быть ниже суммы начальных стоимостей компаний. Причем сделка M&A имеет экономический смысл с точки зрения покупателя, если данный эффект превышает оплаченную им премию к стоимости актива.

Соответственно для расчета инвестиционной стоимости, включающей в себя синергетический эффект, который инвестор ожидает получить, осуществляя управление данным активом, вкладчику необходимо проанализировать операционные и финансовые показатели объекта инвестиций, включая параметры, учитывающие отраслевую специфику, в данном случае – специфику телекоммуникационной сферы. Данные показатели, особенно операционные, являются индикатором потенциальной синергии.

В ходе любой сделки проводят такие стандартные процедуры, как общий финансово-экономический анализ и предынвестиционная проверка, в рамках которых анализируются финансовые результаты и положение, долговые и условные обязательства, оборотный капитал, основные средства, качество финансовой информации и другие аспекты, чтобы оценить инвестиционную привлекательность актива, его коммерческую состоятельность и будущие перспективы[2].

Ключевым моментом является также оценка актива для принятия решения о его справедливой стоимости как со стороны покупателя, так и со стороны продавца, поскольку одним инвесторам необходимо предложить разумную цену, а другим (владельцам и менеджменту) – принять или отклонить предложение.

Однако в первую очередь покупателя интересует, какие потенциальные дополнительные преимущества на рынке он сможет получить в результате сделки. Что касается телекоммуникационной сферы, то среди показателей, на которые можно ориентироваться при реализации сделки M&A, следует обратить внимание на следующие моменты.

Во-первых, участники могут преследовать неодинаковые цели и в зависимости от этого ориентироваться на различные показатели. Очевидно, что хозяйственные ситуации, в которых могут иметь место сделки M&A, чрезвычайно разнообразны. Это обстоятельство, вероятно, и породило множество вопросов и различных теоретических интерпретаций данных процессов [5, с. 67–91].

Если компании необходимо увеличить и (или) стабилизировать приток ресурсов, в центре внимания будут такие показатели, как операционный доход до вычета начисленной амортизации (Operating Income Before Depreciation And Amortization, OIBDA), средний доход компании в расчете на одного абонента (Average Revenue Per User, ARPU), средний доход компании в расчете на один клиентский счет (Average Revenue Per Account, ARPA) и количество абонентов. Если же основная цель – уменьшение оттока ресурсов, то приоритетными окажутся такие показатели, как операционный свободный денежный поток, уровень оттока абонентов и стоимость привлечения нового абонента.

Во-вторых, среди ориентировочных показателей находятся как общепринятые показатели выручки и прибыли до начисления процентов, налогов и амортизации (Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization – EBITDA), мультипликаторы стоимости бизнеса к годовой выручке компании, стоимости бизнеса к показателю EBITDA, рыночной капитализации к балансовой стоимости акционерного капитала (P/B), рыночной капитализации к чистой прибыли компании за год (P/E) [6], так и специализированные параметры, такие как OIBDA, операционный свободный денежный поток (Operating Free Cash Flow, OpFCF), количество абонентов (Subscribers), стоимость привлечение нового абонента (Subscriber Acquisition Costs), уровень оттока абонентов (Churn Rate), APRU или APRA, а также связанные

[2] *Тихомиров Д.В.* Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях. СПб.: СпбГУЭФ, 2009.

с ними мультипликаторы, такие как отношение стоимости бизнеса к количеству абонентов (EV/Subscribers).

Операционный доход до вычета начисленной амортизации является аналитическим показателем, который характеризует непосредственно операционную деятельность компании[3], то есть насколько эффективно компания создает и реализует свою продукцию, а также подвержена влиянию структуры капитала, метода амортизации внеоборотных активов, налогообложения, стратегии капитальных расходов, доходов, не связанных с операционной деятельностью, и т.д.

В первую очередь данный показатель обеспечивает сравнимость различных телекоммуникационных компаний. Помимо этого он дает представление о способности компании обслуживать свои долговые обязательства и финансировать капитальные расходы. OIBDA может давать схожие значения со значениями EBITDA, так как данные показатели очень похожи. Единственным отличием является то, что показатель расчета значения OIBDA начинается с операционной прибыли, а расчет EBITDA начинается с чистой прибыли.

Поскольку показатель OIBDA исключает влияние капитальных расходов компании, следует учитывать, что интенсивность капитальных расходов в телекоммуникационной отрасли очень высока. В среднем в 2014 г. среди крупнейших телекоммуникационных компаний мира капитальные расходы составляли около 18% от выручки, а среди российских компаний – около 23%[4]. Одним из источников финансирования данных расходов являются собственные финансовые ресурсы компании, одним из источников которых, в свою очередь, является прибыль от операционной деятельности компании (OIBDA или EBITDA).

Таким образом, чтобы получить лучшее представление о компании, инвесторы могут предпочесть использовать показатели EBITDA или OIBDA за вычетом капитальных затрат (*EBITDA – Capex* или *OIBDA – Capex*), которые также называют операционным свободным денежным потоком OpFCF.

Важным моментом также является анализ основных драйверов роста компании. В общем виде бизнес телекоммуникационной фирмы по своей сути является произведением среднего дохода компании в расчете на одного клиента (ARPU) и общего количество клиентов, абонентской базы.

Показатель ARPU является очень распространенным в телекоммуникационной сфере и обычно используется как самими компаниями для оценки собственной эффективности, так и регулирующими органами в различных странах для оценки уровня конкуренции на рынке.

Систематическими драйверами роста данного показателя могут быть качество услуг, рыночная среда, регулирование, широта линейки предоставляемых услуг и др. [7, с. 521–532]. Рост компании непосредственно зависит от способности привлекать новых клиентов, обеспечивая рост собственной абонентской базы. Помимо самого показателя количества абонентов абонентскую базу характеризуют стоимость привлечения нового абонента и уровень оттока абонентов, отражающий динамику клиентской базы.

Что же касается показателей среднего дохода компании в расчете на одного клиента или счета (соответственно ARPU или ARPA), то они позволяют компании отслеживать источники своих доходов и роста.

Как уже было замечено, если для инвестора (покупающей стороны) важно увеличить или стабилизировать поток ресурсов, то следует сравнить показатели среднего дохода компаний в расчете на одного клиента или счет (ARPU или ARPA).

Во-первых, сделка может позволить увеличить данный показатель при консолидации результатов, если с точки зрения повышения операционной эффективности ничего не изменится.

Во-вторых, данная операционная эффективность может повыситься в результате взаимодополняемости продукции, усиления

[3] *Шестаков А.В., Шинелин Н.В.* Оценка состояния бизнеса телекоммуникационной компании на основе показателя OIBDA // Вестник Академии. 2014. № 2. С. 19–22.

[4] Данные были рассчитаны на основе финансовой отчетности компаний и данных в терминале «Блумберг».

конкурентных позиций на рынке и т.п. Но если для инвестора (покупающей стороны) важно сократить отток ресурсов, то следует обратить внимание на такие показатели, как стоимость привлечения нового абонента и уровень оттока абонентов.

Последний является аналитическим параметром, который равен проценту абонентов (клиентов), отказавшихся от услуг компании, от общего числа абонентов (клиентов) на начало отчетного периода.

Телекоммуникационный рынок во многих странах характеризуется сильной конкуренцией. Это вызывает необходимость эффективного управления оттоком клиентов, что становится в компании одним из основных направлений общего менеджмента [8, с. 515–524].

Стоимость привлечения нового абонента является аналитическим показателем, который равен сумме расходов на продвижение продукции в расчете на одного нового абонента (клиента), то есть затраты компании на то, чтобы потребитель принял решение стать ее клиентом.

Необходимо также отметить взаимосвязь данных показателей, так как обычно у организаций с возрастающим уровнем оттока абонентов стоимость привлечения нового абонента также растет.

Таким образом, компания является привлекательным объектом покупки, если данные показатели минимальны и если у компании есть определенные стратегия и технологии, которые позволяют ей минимизировать данные параметры.

Рассмотрим конкретную сделку M&A в телекоммуникационной сфере с применением в ходе анализа приведенных ранее финансово-экономических показателей для определения целей участников сделки и ее эффективности.

Американская телекоммуникационная компания AT&T Inc., одна из крупнейших в мире, в мае 2014 г. объявила о покупке 100% акций DIRECTV, компании, оказывающей услуги спутникового телевидения и прямого телерадиовещания в США. Сделка была полностью завершена в июле 2015 г. Общая информация о структуре сделки представлена в табл. 1.

По результатам сделки акционеры компании DIRECTV получили 95 долл. за одну акцию, которые были выплачены в виде денежных средств (28,5 долл.) и акций компании AT&T Inc. (66,5 долл.), 1,892 акции AT&T Inc. за одну акцию DIRECTV). В результате акционеры компании DIRECTV получили около 15,7% активов в компании AT&T Inc.

С помощью разных методов платежа организации пытаются разделить риски с владельцами приобретаемого актива [9, с. 147–158], так как чисто денежные сделки в итоге нередко разрушают акционерную стоимость в силу различных причин, особенно в периоды, когда стоимость приобретаемого актива растет ввиду успешности бизнеса [10, с. 633–679].

Таким образом, акционерный капитал компании DIRECTV был приобретен за 48,5 млрд долл., а с учетом чистого долга общая стоимость сделки составила 67,1 млрд долл. Данная цена была предложена на основе мультипликатора стоимости бизнеса к прогнозному показателю EBITDA за 2014 г. (EV/EBITDA), равного 7,7. В итоге премия к рыночной цене акции компании DIRECTV в структуре сделки составила около 18,26%, что дало около 7,3 млрд долл. общей суммы премии.

Целями сделки были диверсификация портфеля продукции и увеличение доли фирмы на рынке платного телевидения. Это можно определить как увеличение и (или) стабилизацию притока ресурсов.

Многочисленные исследования показывают, что сделки для диверсификации чаще всего не могут обеспечить роста стоимости фирмы [11, с. 107–138; 12, с. 344–361; 13, с. 431–446]. Однако в отраслях, где технологии являются основным драйвером роста, включая телекоммуникационную сферу, расширение продуктовой линейки является одним из немногих инструментов успешного конкурирования на рынке, и поэтому количество слияний и поглощений в смежных сегментах с целью диверсификации в последнее время неуклонно растет [14].

Компания AT&T Inc. не раз совершала такие сделки. Например, одной из крупнейших сделок в мире в 1991 г. было поглощение компании NCR,

разработчика компьютерной техники и программного обеспечения. Это обернулось потерями для акционеров AT&T Inc. от 3,9 до 6,5 млрд долл. в рыночной стоимости компании [15, с. 353–378], после чего любые сделки этой фирмы стали объектом пристального внимания со стороны акционеров на предмет соотношения цены покупки и инвестиционной стоимости актива.

До сделки собственный бизнес компании AT&T Inc. в сегменте спутникового телевидения был представлен брендом U-verse с небольшой долей рынка (5,7 млн абонентов в 22 штатах США), и ввиду этого компания DIRECTV с аудиторией в 20 млн абонентов по всей территории США и 18 млн – в Латинской Америке являлась привлекательным объектом для поглощения, позволяющим завладеть лидирующей позицией на внутреннем рынке и выйти на международный уровень.

Также AT&T Inc. ожидала, что сделка приведет к росту свободного денежного потока на акцию и прибыли на акцию в течение 12 мес. после закрытия сделки. Кроме того, согласно расчетам AT&T Inc., объединенная компания позволила бы увеличить операционную эффективность бизнеса, что выражалось ожидаемой синергией производственных затрат в размере около 1,6 млрд долл. в течение трех лет после закрытия сделки.

Однако, как уже было отмечено, абонентская база (subscribers) не является единственным показателем, на основе которого инвесторы принимают решение о проведении сделки. Другие основные финансово-экономические показатели по состоянию на конец I квартала 2014 г. и на сентябрь 2015 г. (до объявления сделки) по обеим компаниям рассчитаны в табл. 2.

Анализируя данную сделку, необходимо отметить несколько моментов.

Во-первых, AT&T Inc. является одной из крупнейших телекоммуникационных компаний не только США, но и всего мира. Ее рыночная капитализация, стоимость бизнеса, выручка, показатель EBITDA и капитальные расходы на порядок превышали аналогичные показатели компании DIRECTV до объявления сделки. Сегмент спутникового телевидения является лишь одним из дополнительных направлений бизнеса компании AT&T Inc.

Во-вторых, несмотря на это, в сегменте спутникового телевидения компания DIRECTV является лидером рынка и международным игроком. Ее абонентская база составляет 20,27 млн клиентов, что значительно превышает показатель компании AT&T Inc. (5,66 млн) в этом сегменте.

В-третьих, помимо того что у компании DIRECTV больше абонентская база, показатель ARPU также значительно выше – соответственно 132 и 52 долл. Принимая во внимание то, что средний доход компании в расчете на одного клиента или абонента характеризует успешность бизнеса, дает компании информацию о клиентской базе и тем самым позволяет отслеживать источники своих доходов и роста, а также то, что задача телекоммуникационных компаний – максимизировать данный показатель, можно сделать вывод: компания DIRECTV является более эффективной, чем собственный бизнес в данном сегменте компании AT&T Inc.

Таким образом, изучаемая сделка имеет потенциальную синергию доходов, так как компания AT&T Inc. может использовать линейку продуктов DIRECTV для своих текущих абонентов и тем самым получать дополнительную выгоду.

В-четвертых, уровень оттока абонентов у компании DIRECTV выше, что подтверждает утверждение о том, что данный показатель, как и параметр стоимости привлечения нового абонента, сильно зависит от стадии жизненного цикла компании, поскольку на стадии зрелости компании становится все сложнее и сложнее привлекать новых клиентов, что вызывает бóльшие издержки, чем на ранних стадиях жизненного цикла.

В-пятых, компания AT&T Inc. пока не начала консолидировать финансовые результаты деятельности компании DIRECTV, потому что сделка была закрыта в июне 2015 г. Однако финансовые рынки реагируют на информацию моментально. Рыночная капитализация компании выросла на 9,9%, стоимость бизнеса – на 13,4%, с 12,73 до 14,10 поднялся мультипликатор P/E, а мультипликатор P/B – с 1,91 до 2,05.

Мультипликаторы EV/Выручка, EV/EBITDA, EV/OpFCF также поднялись.

Необходимо проанализировать и премию к рыночной стоимости актива. Как мы уже отмечали, сделка M&A имеет экономический смысл с точки зрения покупателя, если общий синергетический эффект превышает уплаченную премию к стоимости актива. Информация о ней и об ожидаемых результатах сделки представлена в табл. 3.

Значит, если премия к рыночной стоимости акционерного капитала в структуре сделки составила около 7,3 млрд долл., а также если компания AT&T Inc. ожидает синергию производственных затрат в размере около 1,6 млрд долл. в течение трех лет после закрытия сделки, то для того, чтобы сделка была эффективной, минимальная требуемая синергия доходов составляет около 5,7 млрд долл.

Потенциальная синергия доходов была выявлена автором в результате анализа показателя ARPU, который у компании DIRECTV значительно выше, чем у AT&T Inc. (132 и 52 долл. соответственно). Таким образом, синергия может быть реализована при использовании для своих текущих абонентов компанией AT&T Inc. линейки продуктов DIRECTV. Простые арифметические действия, результат которых представлен в табл. 4, показывают, что дополнительный доход может составить около 5,4 млрд долл. в год. Таким образом, требуемая минимальная синергия доходов может быть практически достигнута уже в первый год совместного функционирования.

Конечно, линейность расчетов и их относительная простота могут заинтересовать аналитиков, но эти расчеты необходимы для общего понимания того, каким образом компания может проанализировать операционные показатели деятельности, чтобы рассчитать инвестиционную стоимость актива. Данный расчет позволяет также понять порядок потенциальных эффектов от осуществления сделки.

С учетом того что основной целью компании AT&T Inc. было увеличение и (или) стабилизация притока ресурсов, с точки зрения таких показателей, как ARPU и абонентская база, данная сделка является привлекательной. Она имеет существенный потенциал для синергии доходов, которые могут перевесить такие аспекты, как увеличение уровня оттока абонентов и предположительное увеличение стоимости привлечения нового абонента.

Подводя итоги, целесообразно подчеркнуть: хотя компании могут иметь разную мотивацию и преследовать различные цели при проведении сделок M&A, они не оставляют без внимания операционные аспекты приобретаемого актива, так как именно они несут в себе потенциал синергии различных активов при объединении.

В результате анализа данных аспектов вкладчик получает инвестиционную стоимость актива, являющуюся одной из основных детерминант цены покупки, от которой отталкиваются при формировании структуры источников финансирования сделки.

Также на основе результатов анализа указанных аспектов покупатель (инвестор) принимает решение о премии к рыночной стоимости актива. Эту премию он готов заплатить за добавленную стоимость, которую ожидает получить, осуществляя управление данным активом. При этом соблюдается базовое правило: цена покупки не должна превышать стоимость актива, под которой подразумевается инвестиционная стоимость для каждого конкретного инвестора, поскольку рациональное поведение человека заключается в стремлении получить максимальный результат при минимальных затратах в условиях ограниченности используемых возможностей и ресурсов[5].

Премия к рыночной стоимости актива, в свою очередь, является одной из основных детерминант цены покупки в любой сделке M&A [16].

Приведенный список показателей не является полным, и каждый инвестор может концентрироваться на любом другом аналитическом показателе, однако выявление общих моментов позволяет обогатить теорию корпоративных финансов пониманием единых закономерностей.

[5] *Чепурин М.Н., Киселёва Е.А.* Курс экономической теории. 7-е изд., доп. и перераб. Киров: АСА, 2012. 880 с.

Таблица 1

Структура сделки по поглощению компании DIRECTV компанией AT&T Inc.

Показатель	Значение
Сумма сделки, млрд долл.	48,5
Общая сумма сделки с учетом чистого долга, млрд долл.	67,1
Мультипликатор EV/EBITDA (показатель EBITDA за 2014 г.)	7,7
Цена покупки, долл. за одну акцию	95
Премия к рыночной цене, %	18,26
Общая сумма премии, млрд долл.	7,3
Метод платежа:	
денежные средства, долл.	28,5
акции компании AT&T Inc., долл.	66,5
Финансирование:	
собственные капитал, млрд долл.	31,3
заемный капитал, млрд долл.	17,2

Источник: финансовая отчетность компаний, информационный терминал «Блумберг»

Таблица 2

Основные показатели участников сделки

Показатель	DIRECTV (I квартал 2014 г.)	AT&T Inc. (I квартал 2014 г.)	AT&T Inc.* (сентябрь 2015 г.)
Рыночная капитализация, млн долл.	38 791	182 174	200 215
Стоимость бизнеса EV, млн долл.	56 961	258 902	293 571
Выручка LTM**, млн долл.	32 029	129 872	–
EBITDA LTM, млн долл.	8 235	42 993	–
Capex LTM, млн долл.	–3 664	–22 408	–
Subscribers (сегмент спутникового ТВ), млн чел.	20,27	5,66	26,25
Subscriber Acquisition Costs, долл.	859	–	950
Churn Rate, %	1,45	1,39	1,56
EBITDA-Capex (OpFCF), млн долл.	4 571	20 585	–
ARPU, долл. в месяц	131,71	51,52	–
EV/Выручка	1,78	1,99	2,21
EV/EBITDA	7,17	5,25	9,99
EV/OpFCF	12,46	12,58	–
EV/Subscribers, долл. на абонента	2 811	1 801	1 992
P/B	10,93	1,91	2,05
P/E	13,76	12,73	14,10

* Компания AT&T Inc. еще не начала консолидировать финансовые результаты деятельности компании DIRECTV, так как сделка была закрыта только в июне 2015 г.

** LTM (Last Twelve Months) – показатель за предыдущие 12 мес.

Источник: финансовая отчетность компаний, информационный терминал «Блумберг»

Таблица 3

Цена покупки и рыночная стоимость актива, млрд долл. США

Показатель	Значение
Цена покупки	47,5
Рыночная капитализация*	40,2
Премия к рыночной стоимости актива	7,3
Ожидаемая синергия производственных затрат	1,6
Минимальная требуемая синергия доходов	5,7

* На момент объявления о планируемой сделке.

Источник: финансовая отчетность компаний, информационный терминал «Блумберг»

Таблица 4

Потенциальная синергия доходов

Показатель	Значение
DIRECTV ARPU, долл. в мес.	131,71
AT&T Inc. ARPU, долл. в мес.	51,52
Потенциальный дополнительный доход на абонента*, долл. в мес.	80,19
Потенциальный дополнительный доход на абонента, долл. в год	962,28
AT&T Inc. Subscribers (сегмент спутникового ТВ), млн чел.	5,66
Потенциальный дополнительный доход, млн долл. в год	5 446,50

* Потенциальный доход на одного абонента, который может быть получен компанией AT&T Inc. от предложения для ее нынешних абонентов линейки продуктов DIRECTV.

Источник: финансовая отчетность компаний, информационный терминал «Блумберг»

Список литературы

1. *Кузьмин С.С.* Механизмы и закономерности роста фирмы: монография. Роли, США: Lulu Press, 2015. 248 с.
2. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. 5-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. 1340 с.
3. *Гохан П.А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. 4-е изд. М.: Альпина Паблишерз, 2010. 741 с.
4. *Devos E., Kadapakkam P., Krishnamurthy S.* How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies // The Review of Financial Studies. 2009. № 22(3). P. 1179–1211.
5. *Радыгин А., Энтов Р.* Рынок слияний и поглощений: новые теоретические подходы // Экономическая политика. 2010. № 5. С. 67–91.
6. *Rosenbaum J., Pearl J.* Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions. John Wiley & Sons, Inc., 2013.
7. *McCloughan P., Lyons S.* Accounting for ARPU: New evidence from international panel data // Telecommunications Policy. 2006. № 30(10-11). P. 521–532.
8. *Hung S., Yen D., Wang H.* Applying data mining to telecom churn management // Expert Systems with Applications. 2006. № 31. P. 515–524.
9. *Rappaport A., Sirower M.* Stock or Cash: The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions // Harvard Business Review, November–December 1999. P. 147–158.
10. *Bouwman C., Fuller K., Nain A.* Market valuation and acquisition quality: Empirical evidence // Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22. Iss. 2. P. 633–679.

11. *Kaplan S., Weisbach M.* The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures // Journal of Finance. 1992. Vol. 47, № 1. P. 107–138.

12. *Dickerson A., Gibson H., Tsakalotos E.* The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of U.K. Firms // Oxford Economic Papers. 1997. № 3. P. 344–361.

13. *Seth A.* Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation // Strategic Management Journal. 1990. Vol. 11. Iss. 6. P. 431–446.

14. *Lebraud J.-Ch., Karlströmer P.* The future of M&A in telecom. Telecom, Media & High Tech Extranet. McKinsey & Company, Inc. 2011.

15. *Lys T., Vincent L.* An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR // Journal of Financial Economics. 1995. Vol. 39. Iss. 2-3. P. 353–378.

16. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: Олимп-Бизнес, 2008. 1008 с.

ISSN 2311-8768 (Online)
ISSN 2073-4484 (Print)

Innovation and Investment

FINANCIAL AND ECONOMIC INDICATORS FOR CHOOSING THE TARGET COMPANY AS PART OF M&A IN TELECOMMUNICATIONS

Bakhtiyar T. DZHAFAROV

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
bdzhafarov@gmail.com

Article history:
Received 18 November 2015
Accepted 25 November 2015

JEL classification: D24, G32, G34

Keywords: finance, merger, acquisition, telecommunication, investment

Abstract

Importance Any M&A deal implies investment, and any reasonable investor strives for maximizing the return on investment. That is why the ratio of the acquisition cost and the asset's investment value has been always an important aspect. Furthermore, the acquisition cost and investment value are key aspects for structuring any deal, and determining sources of finance.

Objectives The research identifies financial and economic indicators, which buyers can rely on to choose the target company for M&A in telecommunications and assess its investment value and potential effects of joint operations.

Methods The research analyzes financial and economic indicators of a deal in the U.S. telecommunications market. I substantiate presumed purposes of the deal, which further determine relevant guiding indicators.

Results I found parameters, which described an operational business component in telecommunications. Illustrating a specific example, the article indicates the purpose of the deal and its participants' motivation, thus estimating possible effects of joint operations.

Conclusions and Relevance Relying upon the indicators, investors can estimate probable effects of the deal. Stakeholders may monitor various parameters depending on the acquirer's goals. The outcome and methodology of the analysis may apply to various deals in telecommunications.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

References

1. Kuz'min S.S. *Mekhanizmy i zakonomernosti rosta firmy* [Mechanisms and patterns of growth of companies]. Raleigh, USA, Lulu Press, 2015, 248 p.
2. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2008, 1340 p.
3. Gaughan P.A. *Sliyaniya, pogloshcheniya i restrukturizatsiya kompanii* [Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings]. Moscow, Al'pina Pablisher Publ., 2010, 741 p.
4. Devos E., Kadapakkam P., Krishnamurthy S. How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *The Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, iss. 3, pp. 1179–1211.
5. Radygin A., Entov R. Rynok sliyanii i pogloshchenii: novye teoreticheskie podkhody [Mergers and acquisitions: new theoretical approaches]. *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*, 2010, no. 5, pp. 67–91.
6. Rosenbaum J., Pearl J. Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions. John Wiley & Sons, 2013, 456 p.
7. McCloughan P., Lyons S. Accounting for ARPU: New Evidence from International Panel Data. *Telecommunications Policy*, 2006, vol. 30, iss. 10-11, pp. 521–532.
8. Hung S., Yen D., Wang H. Applying Data Mining to Telecom Churn Management. *Expert Systems with Applications*, 2006, vol. 31, pp. 515–524.
9. Rappaport A., Sirower M. Stock or Cash? The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions. *Harvard Business Review*, 1999, November-December, pp. 147–158.

10. Bouwman C., Fuller K., Nain A. Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, iss. 2, pp. 633–679.

11. Kaplan S., Weisbach M. The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures. *The Journal of Finance*, 1992, vol. 47, no. 1, pp. 107–138.

12. Dickerson A., Gibson H., Tsakalotos E. The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of U.K. Firms. *Oxford Economic Papers*, 1997, vol. 47, iss. 3, pp. 344–361.

13. Seth A. Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation. *Strategic Management Journal*, 1990, vol. 11, iss. 6, pp. 431–446.

14. Lebraud J.-Ch., Karlströmer P. The Future of M&A in Telecom. McKinsey & Company, 2011.

15. Lys T., Vincent L. An Analysis of Value Destruction in AT&T's Acquisition of NCR. *Journal of Financial Economics*, 1995, vol. 39, iss. 2-3, pp. 353–378.

16. Brealey R., Myers S. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2008, 1008 p.