

Сливайся или поглощай

Откуда ноги?

Век бурного строительства сетей ШПД если еще не прошел, то близится к финалу. Телекоммуникационная отрасль, как и большинство других активно развивавшихся в 90-е и 2000-е годы, консолидируется. Время "подгона" УАЗика за быстрое подключение удаленного офиса уже в анналах истории. Об этом свидетельствуют и мудреные показатели IHN и CR3, и количество сделок. В общем, пора задуматься либо о продаже, либо о новых инструментах развития.

Так что же делать, покупать или строить?

В рамках этой статьи разберем плюсы и минусы покупки при реализации стратегии ~~все еще~~ развития компании, но без затягивания поясов или ухода в другие направления. Что, в общем-то, конечно, можно смешивать, но лучше не взбалтывать. Об общих принципах стратегического планирования и о видах стратегий поумничаю в отдельной статье, если сие будет интересным уважаемой публике.

Итак, посидели на очередном совете директоров, посчитали бабло. Тут нарисовались ребята с мешком, не знающие, куда этот "мешок" сегодня пристроить и ... решили "дуть до горы" (продолжаем выходить в новые географии, усиливаем позиции на существующем, развиваем продукт). Вот тут-то менеджеры по старой памяти начинают чесать репу и заявлять невероятные бюджеты на стройку с непонятными прогнозами по оттоку и по подключению новых клиентов.

В топку.

Ну да, это про стройку. Можно же еще развивать продукт, повышая VASами ARPU, а также бороться с оттоком, привязывая клиента как "пряниками", так и "кнутиками" вроде одного офиса для расторжения договора, работающего с 5 до 6 утра в субботу, и расположенного в мухосранске с условиями на выход в виде уплаты стоимости устаревшего оборудования, впаренного при подключении за 0 рублей с приложением из звездочек на отдельном листе.

Покупать TimeWarner, конечно же, не наш выбор ~~нюка~~, оставим эту возможность AT&T и Трампу. Тем не менее, можно прикупить собственную платежную систему для минимизации издержек на прием платежей или какой-нибудь Мотив. Считаю, в аудитории читателей есть компании, способные потянуть и такой вариант.

Трибуна "За покупку"

- Купить абонента с сетью, по конечному результату сегодня уже то же самое, что построить сеть и заманить в нее нового клиента, оставаясь в зоне влияния множества рисков - Бакс, Юань, Минфин со своей протянутой рукой, недоразвитость импортозамещения и т.д., особенно если такой проект считать правильно и в периоде порядка двух лет.
- Сроки. Предположим, построили все уже сегодня, и даже наполнили сеть избалованным клиентом – выход на операционную окупаемость случится только через год. А если купили сегодня, завтра на вашем счете, пусть и с утруской, но все-таки кэш. Через квартал после интеграции и перевода основных расходов в свои контракты, получили плюс. Я уже не говорю про варианты рассрочки и отсрочки, когда покупатель рассчитывается с продавцом купленной прибылью.
- Покупаем готовый кусок общего пирога, а не тырим у каждого игрока на рынке усыхающие крохи. Зачастую, этих крох становится мало не то, что новому игроку, но даже и действующему держателю сохнувшего куска.
- Синергии. Два плюс два ~~в натуре~~ больше четырех. Расстреливаем купленный штат почти полностью (кто бы и что вам не пел на стадии предпродажных переговоров). Эффект масштаба, кросс-продажи, два бренда, дополнительные услуги, новая география. Плюс еще парни со своим наработками и связями, которые просто не давали бы согласовать размещение и стройку новому игроку.
- Стоимость компании. $2+2>4$ и это уже про стоимость компании.

Добавленная стоимость в результате сделки – ключевой аргумент в пользу M&A. Вообще, мало кто считает и управляет стоимостью компании. Да и зачем, пока кэш валился, и выручка росла?! А сегодня уровень дохода на капитал/акцию сравнялись с показателями недвижимости. При этом, с недвижкой вроде как все чуть понятней, нежели со стоимостью телеком-актива. А уж сравнение ликвидности и рисков таких активов - отдельная тема.

Для недвижки линейка градуирована стоимостью "квадрата" с оглядкой на ренту, в бизнесе - любимая EBITDA с оглядкой на CapEx, которым топится локомотив под названием "бизнес".

Я не буду пока грузить дополнительными показателями и их производными (WACC, ROACE, EVA и т.д.), если будет интересно - разберём в отдельной теме.

Все или большинство операторов, задумывающихся о судьбе своей компании, даже ведут переговоры с потенциальными покупателями и явно отслеживают предлагаемые сегодня на рынке мультипликаторы за компанию: EV/EBITDA, EV/Revenue.

Немного своего инсайда по сегодняшним мультипликаторам EV/EBITDA: по отслеживаемым сделкам и сделкам, которые сопровождаю, находится в диапазоне 3,5-4,5.

Расчет эффективности сделки M&A и ее привлекательности, рассмотрим на примере.

Компания с оценкой EBITDA 4,2х задумывается побывать в шкуре Уорена Баффета. Прикупаем, либо объединяем пару активов, запаковываем их и перепродаем дороже.

Причинами "дороже" будут следующие:

1. Повышение мультипликатора с 4,2 до 4,4 (например). Компания крупнее, доля выросла, успешно реализован проект, а значит, риски по активу снизились, потенциал роста EBITDA за счет извлечения синергий, имеется. Вполне обоснованная и принимаемая позиция.
2. Показатель EBITDA объединенной компании и EBITDA margin также в результате синергий и эффекта масштаба, растет.
3. Разница между ценой приобретения и ценой выхода. Покупаем компанию, как правило, за EBITDA 3,5х. Сами рассчитываем на выход по 4,4х.

Примерный расклад по проекту такой:

	компания А	Компания Б	Компания А+Б
Выручка	500 000	100 000	600 000
EBITDA	150 000	27 000	186 000
EBITDA margin	30%	27%	31%
EBITDA x	4,2	3,5	4,4
EV/EBITDA	630 000	94 500	818 400

Как видно, валовый результат проекта составляет 93 900, что составляет 15% от начальной стоимости компании А.

В примере не указываю результат проекта для инвесторов (IRR, ROI), т.к. подобная сделка может быть совершена вообще в безденежной форме - в форме слияния активов, либо с условием о рассрочке, либо отсрочке платежа и т.д.

Практика показывает, что в отдельных случаях реализация подобного проекта перед собственной продажей, либо новым витком привлечения дополнительных инвестиций может принести до 30% дополнительной премии к стоимости акции.

"Против"

- Увеличение долга. Залогов нет, кредитной истории нет. Процент дорогой. Необходимо быстро собрать большой "мешок" в короткий период, что в условиях привычной деятельности по финансированию органического роста из генерируемой прибыли компании, довольно трудно.
- Если структура владения и схемы ведения бизнеса компании непонятны, в том числе потенциальному инвестору, это только удорожает стоимость привлекаемого капитала и снижает эффективность проекта.
- Моральная и физическая неготовность компаний к покупкам. Многие компании, пробуящие инструменты M&A, обожглись на первых попытках и вычеркнули из возможных вариантов развития такие инструменты. Насмотрелись на эффективных менеджеров, скупающих лет пять назад все и вся по непонятным (рынку) мультипликаторам. Отсутствие компетенций (да и откуда им взяться внутри компании?), организационный бардак. Есть крупные известные региональные игроки где, например, функции технического директора и маркетолога (!) выполняет один человек, в то время как функции строительного подразделения и коммерческой службы - "висят" на другом.
- Антисинергии, проблемы интеграции, и другие риски сделки и проекта. Технологии, корпоративная культура – практически несовместимые и неинтегрируемые факторы внутренней среды компаний, требуют особого внимания на стадии проектирования, зачастую становятся причинами неудач M&A-сделок разного уровня. Риски при совершении сделки и известные

примеры двойной продажи активов также отпугивают собственников и менеджеров от использования инструментов M&A.

Резюме

Сделки M&A, как тактика, и инструмент реализации стратегии роста (концентрированного или интегрированного) имеют право на использование в отрасли.

Если у Вас задача все же зарабатывать деньги и делать бизнес с доходностью больше пассивных инструментов, а не ходить на работу и нести моральную ответственность перед сотрудниками и родственниками в компании, то грамотный M&A-щик Вам в помощь.

Привет продавцам и строителям! ;-)