

Една пазарна одисея в регулирания сектор

доц. д-р Валентин Ценов, НБУ



АСТЕЛ, 17 април 2013

Цена на компания

- Лесно е да се определи цена на компания, чиито акции **се търгуват** на фондовия пазар (цената на акция \times броя на издадените акции = пазарна капитализация), въпреки че крайната цена при наддаване за една листвана (публична) компания обикновено би била по-висока от пазарната капитализация преди обявяването на процедурата
- При компании, чиито акции **не се търгуват** на фондовия пазар, се използват различни методи за определяне на цената, но по правило тя се определя от факта, че всеки плаща въз основа на това, което вижда в компанията като *потенциал*

Малко история

БТК се учреди като акционерно дружество при разделяне на "Български пощи и далекосъобщения" ЕООД на "Български пощи" ЕООД и "Българска телекомуникационна компания" ЕАД с ПМС в края на 1992 година

Първи интерес към БТК

Такъв беше проявен от Американския телеком оператор „Bell Atlantic” в началото на 1993 година. Тогава БТК нямаше лицензия (Д/0101 от 1. 11.1993), нямаше специфично регулиране (ЗД, ДВ, бр. 93 от 1998), нямаше ясно изразена секторна политика за приватизация, поради което интереса приключи

За приватизацията на БТК

- За приватизацията започна да се работи през 1995
- Тогава БТК имаше национално мрежово покритие, монополно положение на пазара при повечето от предоставяните услуги и обслужваше 90% от международния трафик на страната
- БТК като съдружник в дружества с чуждестранно участие: "Радио-телекомуникационна компания" (Мобиком, NMT- 450MHz) ООД с 39%; в БУЛФОН АД (фонокартни апарати) с 30%; МОБИКА (фонокартни апарати) с 40% и 8.6% от "Рила софтуер" АД

Първа оценка за приватизация

- През 1995 година, лондонската инвестиционна компания „Deutsche Morgan Grenfell” (дъщерна на „Deutsche bank”) направи пазарна оценка на БТК
- Използван бе сравнителен подход (benchmarking) на цените от скорошни сделки с подобни компании:
 - **SPT Telecom** в Чехия и
 - **MataV** в Унгария, придобита от консорциум на „Deutsche Telecom” и „Ameritech”

The Implied Value of BTC

		SPT	Matav Rt.	
			1993	1995e
Lines ('000)	'000	2,136	1,500	1,822
Revenues	US\$ mn	697	715	827
Purchase price (stake)	US\$ mn	1,450 (27%)	875 (31%)	852 (36%)
Implied value of company	US\$ mn	5,370	2,179	1,707
Net debt	US\$ mn	280	444	744
Total value of company	US\$ mn	5,670	3,267	3,111
Valuation multiples				
Equity value per line	US\$	2,645	2,178	1,707
Revenue multiplier		8,10	4,57	3,76

The Implied Value of BTC (2)

Implied value for BTC:

(based on assumed 2,487,000 lines and US\$ 226.3 mn revenues in 1994)

Implied value (based on lines)	US\$ mn	6,579	5,416	4,246
Implied value (based on revenues)	US\$ mn	1,834	1,034	851

Derived min/max/average value for BTC:

(incl. US\$ 150 mn company depts)

	US\$ mn	<i>min</i>	<i>max</i>	<i>average</i>
Derived value (based on lines)	US\$ mn	4,246	6,579	5,414
Derived value (based on revenues)	US\$ mn	851	1,834	1,240

Източник: Deutsche Morgan Grenfell

Цена/Приход₁₉₉₄ = 5,48 (при цена *average*)

Цена/ЕБИТДА₁₉₉₄ = 12,60 (при цена *average*)

където ЕБИТДА е печалба преди лихви, данъци и амортизация

Неуспешна приватизация

- През юли 1998 - РМС - 51% от БТК да бъдат приватизирани заедно с дела в РТК (Мобиком)
- За купувач се търси **стратегически инвеститор**
- Преговори с консорциум между **два телекома** (първи и единствен път) - холандската KPN и гръцката OTE
- През юни 1999 - протокол за продажба на 51% от БТК в пакет с лиценз за втори GSM оператор
- Цената е **M\$710**, от които M\$510 се в брой, а M\$200 трябваше да бъдат инвестирани през следващите 3 г.
- Последната оферта - 2000 г. - **M\$600 за 51%** или:

$$\text{Цена/ЕБИТДА}_{1999} = 4,7 \quad (1\$ = 1,85 \text{ лева})$$

Приватизационната сделка

- Април 2002 - нова процедура за приватизация на 65%
- Трима кандидата: "Вива венчърс холдинг", дъщерна компания на американския инвестиционен фонд Advent, консорциумът "Коч холдинг - Тюрктелеком" и AIG-SET Capital Management
- Предложения - септември 2002 :
 - „Вива венчърс” - М€200 и инвестиции от М€450
 - турският консорциум, за същия пакет - М€15 по-малко
- Февруари 2004 - сделка с „Вива венчърс холдинг” за продажба на 65% от капитала на БТК за М€230 (М€354 за 100%) или:

$$\text{Цена / приход}_{2003} = 0,67$$

$$\text{Цена / EBITDA}_{2003} = 1,55$$

Приватизация и дивиденди

- Споразуменията на БТК с кредиторите - **клаузи**:
 - поддържане на определени финансови показатели; генериране на средства от оперативна дейност на определени нива; периодично увеличаване на цените, а така също и **неразпределяне на дивиденди**
 - Въпреки това, през 2003 са изплатени дивиденди в размер на 49,286, 916 лв., а през 2004 - 146,687, 261 лв.
 - Новите собственици си взеха 95,34 мил. лв. дивидент само за 2003, независимо през цялата 2003 година БТК е 100% държавна
 - Със сумата на дивидента за 2003 би могла да се **редуцира цената** по сделката, при което:

$$\text{Цена} / \text{ЕБИТДА}_{2003} = 0,96$$

Сравнение на оценки (приватизационни сделки по страни)

Страна	дата	дял (%)	сделка (M\$)	приход на линия, \$	цена на линия, \$	цена/приход	оценка за 100%, M\$
Естония	09/92	49	43	297	258	0,87	88
Унгария	09/93	31	875	477	2178	4,57	2 917
Латвия	01/94	49	160	116	473	4,08	327
Унгария	12/95	36	852	454	1707	3,76	2 300
Чехия	1995	27	1450	326	2645	8,10	5 370
Сърбия	06/97	49	907		841		1 851
Русия	1997	25	1875		283		7 500
Литва	09/98	60	510		810		850
Румъния	12/98	35	675		540		1 900
България	1999	51	600	140	420	3,0	1 200
България	2004	65	230 €	€200	€142	0,67	M€354
Хърватия	10/99	35			1600		2 400
Полша	11/98	15			775		6 200
Полша	06/00	35	4000		1330		12 000

Продажба на останалите акции (срещу компенсаторни инструменти)

- На 27 януари 2005 - публичен търг на фондовата борса за остатъчния пакет от 34.78% срещу компенсаторни инструменти – обобщени резултати:
 - минималната цена на акция е 212 лв.
 - максимална цена (първи ден – 502 лв; втори ден - 539,61 лв. трети ден - 1198.50 лв. последен ден - 1320 лв.)
 - компенсаторни инструменти – 624 053 232 лв. номинал
- Сравнението на оценките за 65% и за пакета (35%):

	(65%)	(35%)
<i>цена на акция, лв.</i>	<i>95</i>	<i>330</i>
<i>Цена/ EBITDA₂₀₀₄</i>	<i>1,63</i>	<i>6,34</i>

Втора продажба на БТК

- „Вива венчърс“ като дъщерно на „Адвент“ работи с инвеститори, регистрирани в офшорни територии
 - Такъв е „Новатор Телеком България“ - в края на 2005 получава разрешение (опция) да купи БТК чрез придобиване на 100% от „Вива Венчърс“
 - Зад „Новатор“ е Тор Бьорголфсон, който поради високата пазарна капитализация, търси нов купувач
- На 3 май 2007 „Новатор“ и „Вива Венчърс“ продават на АIG - GIG (чрез АIG Capital Partners Inc.) дела от 65 % на „Вива Венчърс“ в БТК
- На 21 август АIG придобива още 25 % от БТК и я регистрира чрез НЕФ Телеком България, а общата капиталова стойност на сделката е €1,611 млрд. или:

$$\text{Цена/ЕБИТДА}_{2007} = 7,67$$

Трета продажба (индиректна)

- За да се предпази от банковата криза, през 2008 **AIG** получава **\$152 млрд.** от американските власти и обявява, че ще продаде голяма част от активите си
- В края на 2008 китайската Pacific Century Group (чрез Pine Bridge Investments) купува инвестиционното звено на AIG, придобило БТК през 2007
- През март 2010 хонконгският телеком PCSSW купува Pine Bridge, с което **индиректно** се сменя и главния мениджмънт на БТК
- По това време банките - кредитори на БТК вече подкрепят евентуална смяна на собствеността
- Пазарната оценка на БТК за 2010 на борсата е:

$$\text{Цена} / \text{ЕБИТДА}_{2010} = 1,794$$

Четвърта продажба – оферти

- „Телиа Сонера” (чрез „Тюрксел”) - М€900 за 94%
- Основен конкурент е „ВТБ Капитъл”, обединяващ руската „Внешторгбанк” (ВТБ) и Централна Кооперативна Банка (ЦКБ), а сред потенциалните купувачи са още „Ожер Телеком” и „Памплона Кепитъл Мениджмънт”
- Парадоксалното в случая, е проявеният интерес от бившия министър, продавач на БТК, Николай Василев - „Експат Капитал” и на бившия купувач на БТК Тор Бьорголфсон - „Новатор Телеком”
- Единственият отказал се е „Телеком Аустрия”

Четвърта продажба

(преструктуриране на дълговете)

- Краткото описание на дълговете: 2005 – М€285; 2006 - М€350
- 2007 – нови три заема:
 - На 14 ноември 2007 - споразумение за обезпечение по новите заеми чрез **особен залог** върху БТК (дяловете, имоти, вземания по сметки и от застрахователи)
 - Въпреки това, на 14 април 2008 е взето решение за дивидент от 460 млн. лв. за 2007
- Дълговете нарастват и е необходимо **преоформяне**
 - На 2 септември 2012 Върховния съд на Англия и Уелс одобрява преструктурирането на дълг от **€1,7 млрд.**
 - **Заемите** на НЕФ (вкл. БТК) са намалени до **€588 млрд.**
 - **Главницата** само на БТК е намалена до **М€452** - срок 5 г.

Четвърта продажба - сделката

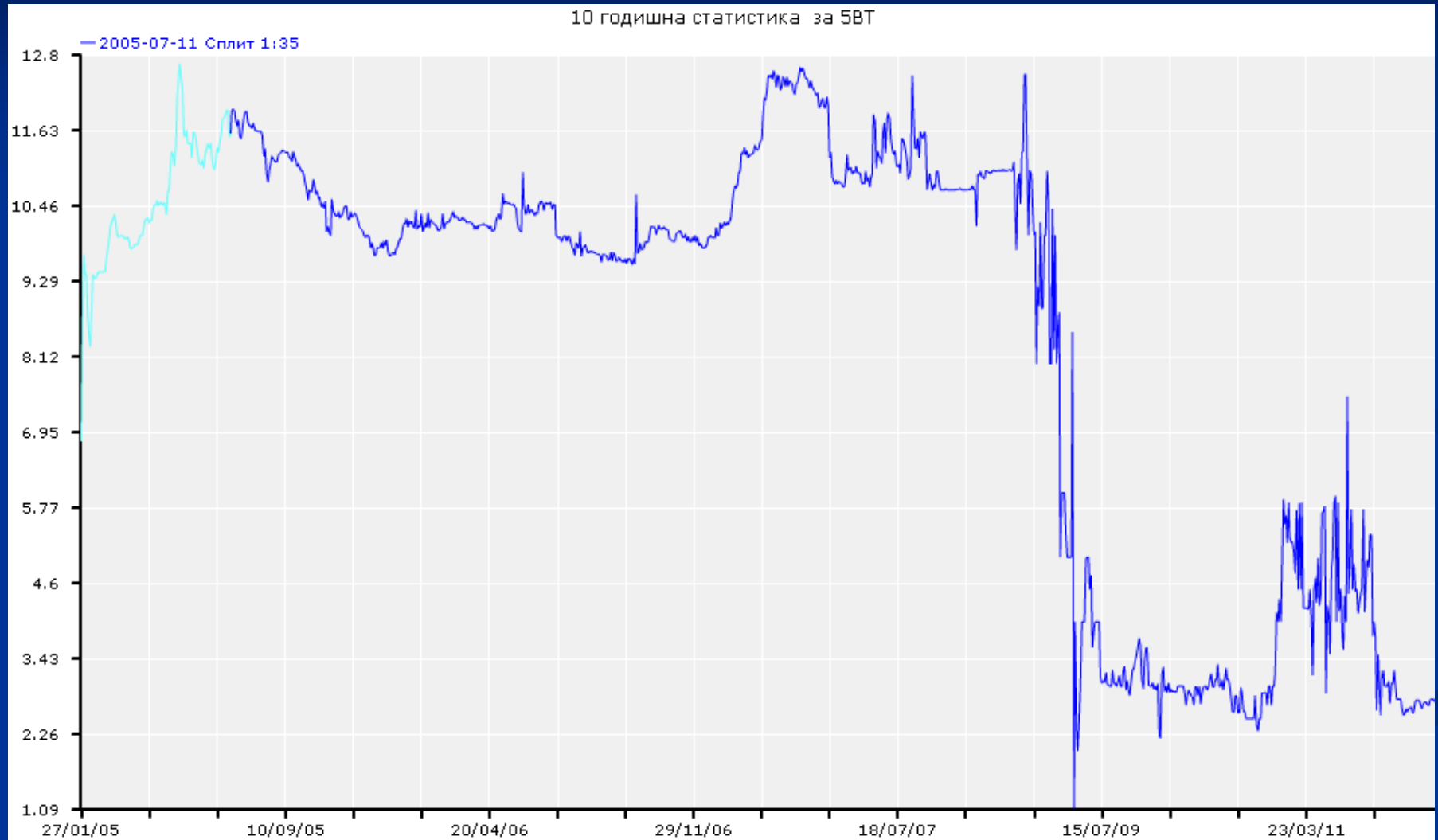
- През август БТК, компания-майка, старшите кредитори, кредиторите на групата на БТК, ВТБ и КТБ подписват споразумение за продажба и реструктурирането на групата на БТК чрез сложна **компромисна схема**
- На 9 ноември кредиторите прехвърлиха от „НЕФ“ на 94% от БТК на „Вива телеком България“ - КТБ/ВТБ и на част от кредиторите (с 16%) на **извън борсов пазар** за **М€265** и поемане на **дълг** за **М€588**
 - "Вива телеком България" е само физическият държател на акциите, а пряк притежател (крайното дружество-майка) е V Telecom Investment Люксембург, което **непряко** притежава 100% от Вива Телеком България

Обобщение на пазарните оценки

Цена/приход	Цена/ЕБИТДА	Забел.
<i>Цена/приход₁₉₉₄ = 5,48</i>	<i>Цена/ЕБИТДА₁₉₉₄ = 12,60</i>	
<i>Цена/приход₁₉₉₉ = 3,11</i>	<i>Цена/ЕБИТДА₁₉₉₉ = 4,70</i>	
<i>Цена₂₀₀₄/приход₂₀₀₃ = 0,67</i>	<i>Цена₂₀₀₄/ЕБИТДА₂₀₀₃ = 1,55</i>	<i>(при 65%)</i>
	<i>Цена₂₀₀₄/ЕБИТДА₂₀₀₃ = 0,96</i>	<i>с ивидент₂₀₀₃</i>
	<i>Цена₂₀₀₅/ЕБИТДА₂₀₀₄ = 6,34</i>	<i>(при 35%)</i>
<i>Цена/приход₂₀₀₇ = 3,25</i>	<i>Цена/ЕБИТДА₂₀₀₇ = 7,67</i>	
<i>Цена/приход₂₀₁₀ = 0,98</i>	<i>Цена/ЕБИТДА₂₀₁₀ = 1,79</i>	<i>индиректно</i>
<i>Цена/приход₂₀₁₂ = 0,94</i>	<i>Цена/ЕБИТДА₂₀₁₂ = 2,32</i>	<i>схема</i>

- *забележки* годините, през които няма сделка или е извършена извън борсова сделка, за цена е взета пазарната капитализация

Цени на акциите на БТК 2005-2012



Благодаря за вниманието!

E-mail: vtsenov@nbu.bg