

# Влияние сделок слияния и поглощения на кредитные рейтинги компаний

# Рейтинговое агентство Moody's Investors Service

Основано Джоном Муди в 1914 году

Независимая компания, чьи акции котируются на Нью-йоркской фондовой бирже

Более 3000 сотрудников по всему миру (включая более 1000 аналитиков)

Присваивает рейтинги и проводит анализ долговых инструментов более чем на \$30 триллионов

- » 136 000 корпоративных, государственных и структурированных ценных бумаг
- » 67 000 публично-правовых финансовых обязательств
- » Клиенты – 10 000 компаний и финансовых организаций
- » Более 100 независимых государств

### **Инвесторы, пользующиеся информацией агентства Moody's**

- » Свыше 3000 клиентов – институциональных инвесторов, управляющих примерно 80% капитала с фиксированным доходом в мире.
- » Свыше 1000 институциональных исследовательских центров только в Европе.
- » Более 50 специалистов по всему миру, обеспечивающих клиентам обслуживание и консультационный доступ к аналитическим ресурсам агентства Moody's.

# Преимущества, которые дают рейтинги

- » **Независимый** показатель кредитного качества
- » Позволяют **оптимизировать фондирование** и обеспечивают возможность финансирования в будущем
- » Расширяют **доступ на рынки капитала** на потенциально более выгодных условиях
- » Уточняют и **предоставляют рынку** информацию о кредитоспособности
- » Дают возможность **сравнения** с аналогичными компаниями и ранжирования
- » Являются средством маркетинга: официально подтверждают вашу кредитоспособность + свидетельствуют о **стремлении к прозрачности**
- » Служат инструментом управления, помогающим при финансовом и **стратегическом планировании**
- » Дают регуляторам возможность получить больше информации о вашей организации и демонстрируют вашу готовность и открытость к дополнительным проверкам

# Сделки слияния и поглощения глазами кредитного аналитика

# Приоритеты владельцев капитала компании пересекаются, но есть и различия

Кредиторы	Акционеры
Стабильная выплата процентов/купонов, накопление средств для выплаты основной суммы	Увеличение рыночной капитализации и соответственно, акционерной стоимости
Генерация стабильного денежного потока	Динамичный рост, в том числе финансируемый за счет заемных средств
Консервативное отношение к инвестициям и поглощениям, финансируемым посредством увеличения долга	Повышение конкурентоспособности и привлекательности актива, увеличивающее его рыночную ликвидность
Консервативное отношение к любым акциям, потенциально ущемляющим интересы кредиторов в пользу акционеров, включая обратный выкуп акций и чрезмерные выплаты акционерам	Высокие дивидендные выплаты. Сделки M&A могут представлять интерес для миноритарных акционеров в случае выкупа по привлекательной цене

***Рейтинговое агентство смотрит на такие сделки с позиций кредитного, а не инвестиционного анализа***

# Примеры целей сделок M&A и их оценка Moody's

Продуктовая и географическая диверсификация , приобретение заграничных активов	+/- Новые регионы оцениваются с позиций соотношения цены приобретения и потенциала увеличения прибыльности, а также юридических рисков и бизнес-рисков
Консолидация: увеличение собственной доли на рынке, снижение конкуренции	+/- Зависит от специфики объекта приобретения, например, оцениваются пересечения по клиентской базе
Формирование вертикальной интеграции	+
Вход на рынки с высокими барьерами (например, в случае приобретения сотовых операторов-владельцев частот в российских регионах)	+
Дополнение продуктового ряда для соответствия рыночным стандартам (например, приобретение сотовыми операторами активов в области ШПД и фиксированной связи с целью предоставления услуг Quad-Play)	+/-
Снижение издержек и обеспечение технической безопасности (например, приобретение сотовыми операторами владельцев магистральной инфраструктуры)	+/- оценивается альтернативная стоимость построения собственных сетей/аренды
Повышение акционерной стоимости, снижение страновых рисков для акционеров	-

***Позитивное влияние на денежные потоки и устойчивость бизнеса может компенсировать увеличение финансового рычага и временное ослабление кредитного профиля***

# Факторы, принимаемые нами в расчет при оценке влияния сделки слияния/поглощения

- » Цель приобретения и вероятность ее достижения в результате сделки
- » Масштаб – абсолютный и относительный
- » Позиция рейтингуемой компании–субъект или объект сделки M&A (во втором случае рейтинг может быть отозван)
- » Сопоставимость корпоративных культур и риски интеграции
- » Разовая крупная сделка или еще одна в цепи приобретений (принимаем во внимание общую стратегию компании в отношении роста)
- » Структура сделки: мы оцениваем все финансовые последствия, включая отложенные, такие как earn-out agreements, выкуп миноритарных акционеров, соглашения о предоставлении внутренних займов и т.п.

***Мы оцениваем объединенную компанию с точки зрения финансовых показателей и перспектив снижения долга, с поправкой на риски интеграции***



# Примеры оценки Moody's сделок слияния и поглощения

За предыдущие несколько лет Moody's, в частности, проводил оценку следующих крупных сделок M&A на российском рынке, могущих повлиять на рейтинги компаний

Сделка	Влияние на позиционирование компании в рейтинговой категории*
Вымпелком –Голден Телеком (2007)	Скорее ослабление: существенное повышение уровня долга за счет заимствований, деноминированных в иностранной валюте накануне кризиса ликвидности, риски интеграции
Ситроникс- Интраком телеком (Греция) (2006)	Ослабление: умножение доли низкомаржинальных контрактов, вхождение на высококонкурентный рынок, резкий рост потребности в оборотном капитале, крупные списания запасов, принятие на баланс существенных объемов долга
Система- Баштэк (2009)	Усиление: снижение зависимости от телекоммуникационного бизнеса, увеличение дивидендной базы, долгосрочная структура финансирования
Комстар –Связинвест (2006)	Нейтрально
МТС – Комстар (2009)	Усиление: создание полностью интегрированного оператора связи
Вымпелком- Wind Telecom (2011)	Ослабление, транслировавшееся в снижение рейтинга на 1 деление

\* Не обязательно влияет на фактическое изменение рейтинга, определяет устойчивость позиционирования внутри рейтинговой категории

***В глобальном масштабе, оцениваемые сделки M&A в России не были достаточно масштабными для того, чтобы изменить кредитный профиль приобретателей, чем объясняется по большей части нейтральное влияние на рейтинги***

# **Анализ сделок слияния и поглощения на примере АФК «Системы» и ОАО «Вымпелком»**

# Система -Баштэк

ОБЪЕКТ СДЕЛКИ	<p>Пакеты акций предприятий Башкирского ТЭКа:</p> <div>       </div> <div> Башнефть Уфа-нефтехим НОВОЙЛ Уфаорг-синтез Уфимский НПЗ Башкирнефте-продукт </div>
ПРОДАВЕЦ	<ul style="list-style-type: none"> <li>•ООО «Агидель-Инвест»</li> <li>•ООО «Инзер-Инвест»</li> <li>•ООО «Урал-Инвест»</li> <li>•ООО «Юрюзань-Инвест»</li> </ul>
ЦЕНА СДЕЛКИ	<p>\$ 2,5 млрд. (\$ 2 млрд. – после завершения сделки, \$ 0,5 млрд. – спустя 14 месяцев)</p>
ОСНОВНЫЕ МЕРОПРИЯТИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Закрытие сделки (приобретение акций БашТЭКа у Продавцов)</li> <li>•Обязательное предложение о выкупе акций у миноритарных акционеров</li> </ul>
ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Кредит ОАО «Банк ВТБ» на сумму \$2 млрд., сроком на 7 лет</li> <li>•Залог приобретенных акций БашТЭК и 17% доли в ОАО «МТС»</li> <li>•Другие заемные средства на сумму до \$ 1 млрд.</li> </ul>
ПОКУПАТЕЛЬ	ОАО АФК «Система»

# Система -Баштэк

## Рейтинговые последствия:

- » Апрель 2009: Moody's понижает рейтинг «Системы» на 1 деление шкалы (с Ba3 до B1), что связано с увеличением уровня долга в связи со сделкой, и потребностью перераспределения ресурсов, получаемых из единственного источника – МТС – между убыточными дочерними предприятиями в условиях ограниченной рыночной ликвидности
- » Одновременно мы вновь вводим ноттинг (разницу в рейтинге между рейтингом компании и ее долговыми инструментами) в связи с тем, что кредит на приобретение «Баштэк» частично обеспечен акциями Баштэк и МТС и находится в более приоритетной позиции, чем еврооблигации
- » Октябрь 2009: мы ставим рейтинги «Системы» на пересмотр с возможностью повышения
- » Февраль 2010: повышение всех рейтингов до Ba3, в связи с успешной консолидацией «Баштэка», переводом долга с уровня «Системы» на «Башнефть», исчезновением субординации еврооблигаций «Системы»

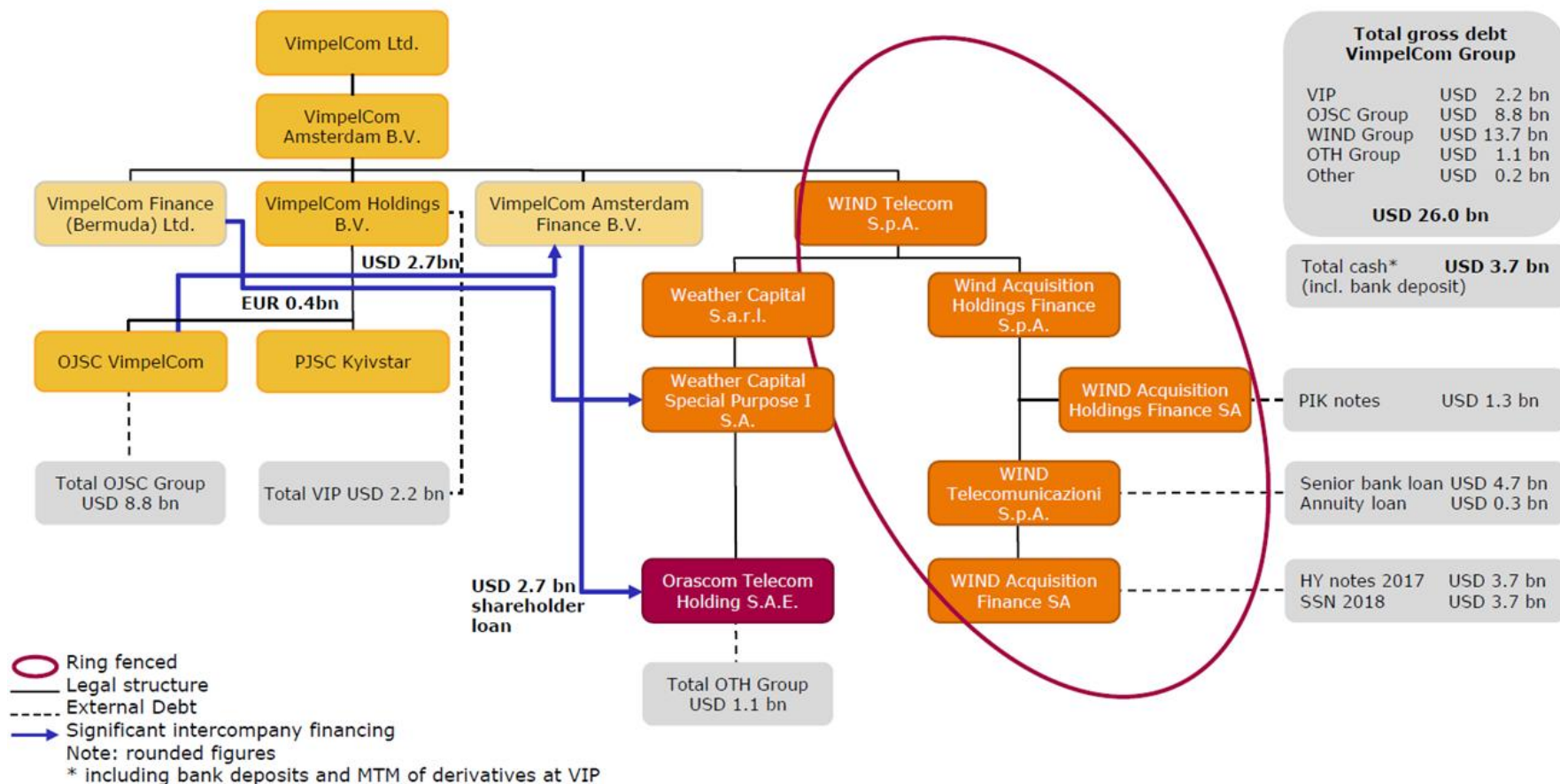
## Позиционирование рейтингов «Системы»

- » На данный момент рейтинги «Системы» устойчиво позиционированы в категории Ba3
- » Диверсификация дохода и реструктурирование портфеля повысили кредитную устойчивость компании
- » Баштэк и Русснефть в перспективе -основа вертикально-интегрированного нефтехимического комплекса - нового фокуса развития «Системы»

## Вымпелком – Wind Telecom

ОБЪЕКТ СДЕЛКИ	Wind Telecom • Wind Telecomunicazioni S.p.A. • Orascom Telecom
ПРОДАВЕЦ	Weather Investments
ЦЕНА СДЕЛКИ	Общая сумма сделки \$ 6,5 млрд. включая денежные средства, выплаченные Weather Investments и внутрикорпоративные займы
ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ	• Собственные средства • Кредит Сбербанка на \$2 млрд. • Еврооблигации \$2,2 млрд.
ПОКУПАТЕЛЬ	Вымпелком ЛТД, владеющий ОАО ВымпелКом и Киевстар

# Вымпелком – Wind Telecom



Источник : Вымпелком

# Вымпелком – Wind Telecom

## Результаты и характеристики сделки:

- » Укрупнение и географическая диверсификация бизнеса: создание 6 –го по величине оператора связи в мире
- » Существенное увеличение долговой нагрузки (скорректированный Moody's Долг/EBITDA выше 2.0x )
- » Диверсификация по доходам и прибыли
- » Интеграционные и управленческие риски
- » Долговые инструменты в структуре капитала итальянской компании не позволяют получение от нее дивидендов до 2014 года
- » Синергетический потенциал в области закупок
- » Вероятность перераспределения ликвидности от более устойчивых и менее за кредитованных компаний группы (российский Вымпелком, Киевстар) в пользу компаний с потенциально ограниченной ликвидностью.

# Вымпелком – Wind Telecom

Рейтинговые последствия:

- » перенос рейтинга группы компаний с ОАО «Вымпелком» на материнскую Вымпелком Лтд
- » снижение рейтинга «Вымпелком Лтд» и еврооблигаций группы на 1 деление шкалы до Ba3.

Позиционирование рейтингов Вымпелком Лтд

На данный момент рейтинги устойчиво позиционированы в категории Ba3

Возвращение рейтинга на прежние уровни будет возможно при выполнении следующих условий:

- » снижения долговой нагрузки и
- » диверсификации дивидендного дохода материнской компании Вымпелком Лтд.



# Заключение

Сделка M&A для рейтингового агентства – прежде всего фактор риска

Риск масштабных приобретений учитывается нами при оценке средне- и долгосрочной кредитоспособности компании слияния и поглощения

Оценивая влияние на рейтинг, мы учитываем множество факторов, немаловажными из которых являются

- стратегическое значение нового бизнеса для рейтингуемой компании, влияние на денежные потоки,

- риски интеграции и исполнения сделки, в том числе юридические, и

- источники и структура финансирования.

**Спасибо за внимание!**

**Julia Pribytkova**

Vice President – Senior Analyst

Tel.: +7 495 228 6071

Email: [julia.pribytkova@moodys.com](mailto:julia.pribytkova@moodys.com)



© 2011 Moody's Investors Service, Inc. and/or its licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ARE MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC.'S ("MIS") CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MIS DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS DO NOT CONSTITUTE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS ARE NOT RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. CREDIT RATINGS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MIS ISSUES ITS CREDIT RATINGS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The ratings, financial reporting analysis, projections, and other observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. Each user of the information contained herein must make its own study and evaluation of each security it may consider purchasing, holding or selling. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

MIS, a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MIS have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MIS for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,500,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Shareholder Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Any publication into Australia of this document is by MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657, which holds Australian Financial Services License no. 336969. This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001.

Notwithstanding the foregoing, credit ratings assigned on and after October 1, 2010 by Moody's Japan K.K. ("MJKK") are MJKK's current opinions of the relative future credit risk of entities, credit commitments, or debt or debt-like securities. In such a case, "MIS" in the foregoing statements shall be deemed to be replaced with "MJKK".

MJKK is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO.

This credit rating is an opinion as to the creditworthiness or a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors. It would be dangerous for retail investors to make any investment decision based on this credit rating. If in doubt you should contact your financial or other professional adviser.