

ПАЗАРНИ ОЦЕНКИ И ПРИВАТИЗАЦИЯТА НА БТК (ВИВАКОМ)

Валентин Ценов

MARKET VALUATION OF THE BULGARIAN TELECOMMUNICATIONS COMPANY

Valentin Tsenov

Резюме: Целта е изследване на всички пазарни оценки на БТК. Те са свързани с приватизацията и следващите препродажби на БТК. Използван е аналитичен подход за оценка на показателите Цена/ЕБИТДА и Цена/приход. Приложен е метод на сравнение на показателите на БТК спрямо приватизацията на телеком оператори в други страни и спрямо предишни оценки при смяна на собствеността на БТК. Изследването започва с първата оценка за неуспешната приватизация на БТК през 1994 г. Тя е извършена от „Deutsche Morgan Grenfell“ чрез benchmarking на цените от приватизацията на SPT Telecom в Чехия и Matav в Унгария. Следва пазарната оценка при неуспешната приватизация от консорциум между холандската KPN и гръцката ОТЕ. Подробно е разгледана приватизацията на 65% от "Вива венчърс холдинг". Показани са увеличението на капитала и връзката на приватизацията и дивидентите за минали периоди. Дадени са оценки от приватизационните сделки на други телекоми. Посочени е разликата в цените на акциите при търгуване на останалите 35% от акциите на БТК на фондовата борса. Следват още три продажби на различни инвеститори. Особено място е отделено на последната продажба – оферти, реструктуриране на дълговете и последната сделка през 2012 година от „Вива телеком България“. Получените резултати са различните пазарни оценки са представени чрез коефициенти Цена/приход и Цена/ ЕБИТДА. Направени са изводи за разликите в пазарните оценки. Те се дължат на: търсенето на подобни телекоми в съответните периоди; пазарната среда и степента на регулиране; финансовото състояние, пазарната капитализация и перспективи; източниците и условията за осигуряване на средствата за приватизацията и последваните придобивания.

Ключови думи: пазарна оценка, приватизация, пазарни коефициенти.

JEL: D22, L 96

Abstract: The aim is to study all BTC market assessments. These are related to the privatization and subsequent resale of BTC. An analytical approach was used to evaluate the Cost / EBITDA and Price / Income metrics. A method is used to compare BTC's performance against the privatization of telecom operators in other countries and against previous estimates of BTC's ownership change. The study began with the first estimate of the failed privatization of BTC in 1994. It was carried out by Deutsche Morgan Grenfell by benchmarking the prices of the privatization of SPT Telecom in the Czech Republic and Matav in Hungary. The market valuation follows the failed privatization of a consortium between the Dutch KPN and the Greek OTE. The privatization of 65% of Viva Ventures Holding has been examined in detail, the capital increase and the link between privatization and the dividends are presented, as well as the valuation of the privatization deals of other telecoms. 35% of the shares of BTC on the stock exchange, followed by three sales of different investors, a special place dedicated to the last sale - offers, debt restructuring and the last deal in 2012 by Viva Telecom Bulgaria The results obtained are the different market assessments presented by the Price / Revenue and Price / EBITDA coefficients, and are based on: the demand for similar telecoms in the relevant periods, the market environment and the degree of regulation, the financial situation, market capitalization and prospects, the sources and conditions for securing the funds for the privatization and the subsequent acquisitions.

Keywords: market valuation, privatization, market factors.

1. ЦЕНА НА КОМПАНИЯ

Лесно е да се определи цена на компания, чиито акции се търгуват на фондовия пазар (цената на една акция по 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 непосредствено 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 за развитие.

2. ОБЕКТ НА ПАЗАРНА ОЦЕНКА ЗА ПРИВАТИЗАЦИЯ И ПРИДОБИВАНЕ

Българска телекомуникационна компания (БТК) се учреди като акционерно дружество при разделянето на "Български пощи и далекосъобщения" ЕООД в края на 1992 г., а на 2 февруари 1993 г. е вписана в Търговския регистър като ЕАД със 7 292 785 поименни и неделими акции.

В края на 1993 година Комитетът по пощи и далекосъобщения (КПД) издаде лицензия, с която на БТК бяха дадени изключителни права за 5 години върху телефонна услуга между фиксирани крайни точки и телеграфна услуга.

3. 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.

4. ПЪРВА ОЦЕНКА ЗА ПРИВАТИЗАЦИЯ

За приватизацията на 30% капитала на БТК започна да се говори през 1995 година. Тогава БТК имаше монополно положение на пазара при повечето от предоставяните услуги и беше съдружник в дружества с чуждестранно участие: в РТК Мобиком (аналогова) - 39% (с Cable & Wireless, England); в БЕТКОМ (фоно карти) - 40% (с GPT Plessey, England), в СБТК (предаване на данни) - 40% (със Sprint, USA); в БУЛФОН (фоно карти) - 30% и 8.6% от „Рила софтуер”.

Същата година, лондонската инвестиционна компания „Deutsche Morgan Grenfell” (дъщерна на „Deutsche bank”) направи пазарна оценка на БТК [1]. Използван бе сравнителен подход (benchmarking) на цените от скорошни сделки с подобни компании. Такива бяха сделките за приватизация на историческите оператори в Чехия (SPT Telecom) и в Унгария (Matav) придобита от консорциум на „Deutsche Telecom” и „Ameritech”. Картината на тази оценка е на долната таблица.

Таблица 1: Подразбираща се и получена оценка на стойността на БТК.

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	2,823	2,367
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
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)				
		<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

Оценката (Implied value) на БТК (на база линии) е получена като са умножени постигнатите цени на линия за съответните сделки по броя на линиите на БТК, а оценката (на база приходи) е резултат на умножение на съответните коефициенти (Revenue multiplier) от сделките по приходите на БТК.

Голямата разлика от получените оценки в последните два реда на таблицата са резултат на обстоятелството, че приходите от абонат на SPT са \$326, а на Matav са съответно \$477 и \$454, докато на БТК са едва \$91 за година. В тази връзка, използваната методология от Deutsche Morgan Grenfell дава основание да се предположи, че за бъдещата приватизационна оценка на БТК, приходите от абонатна линия ще тежат повече от броя на самите линии. Това предположение се подсилва още повече от факта, че в този период абонатните линии на БТК бяха предимно аналогови, а цифровизацията беше насочена към транзитната и международна равнина на мрежата.

Съгласно таблицата, стойността на Revenue multiplier за БТК е съответно:

$$\text{Цена/приходи}_{1994} = 5,48 \text{ (при цена average)}$$

За създаване на условия за съпоставимост със следващите пазарни оценки, изчисленият коефициент цена/ЕБИТДА (Earning Before Interest, Taxes and Depreciation) е:

$$\text{Цена/ЕБИТДА}_{1994} = 12,6 \text{ (при цена average)}$$

където: ЕБИТДА е печалба преди лихви, данъци и амортизация

5. НЕУСПЕШНА ПРИВАТИЗАЦИЯ

През юли 1998 МС прие решение 51% от акциите на БТК да бъдат предложени за приватизация, заедно със съучастието на БТК в РТК (Мобиком). За купувач започна да се търси **стратегически** инвеститор. Преговорите за продажбата стартираха към средата на 1999, като единственият купувач, с когото се преговаряше, бе консорциум между две телекомуникационни компании - холандската KPN и гръцката ОТЕ, който предложи три последователни оферти. Така през юни 1999 бе подписан протокол по сделката за продажба на 51% от акциите на БТК в пакет с лиценз за втори национален GSM оператор. Цената по сделката бе М\$710, от които М\$510 се заплащат в брой, а останалите М\$200 трябваше да бъдат инвестирани през следващите три години. Междувременно, управителят на БТК Мариан Драгостинов беше уволнен заради публичните си изявления, че "Цената, на която БТК ще бъде продадена на консорциума от KPN и ОТЕ, е поне пет-шест пъти под реалната".

Последната оферта е М\$600 за 51% от капитала бе през 2000 година или:

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

Сделката обаче не бе финализирана, тъй като в процеса на преговорите купувачите поискаха промяна в националното ни законодателство, осигуряващо на купувача монопол върху международните телефонни линии, което се оказа неприемливи за правителството.

6. СЛЕДВАЩИ ПРИВАТИЗАЦИОННИ ОЦЕНКИ

През април 2002 стартира нова процедура за приватизация на 65% от акциите на БТК. Интересът към БТК стана все по-голям. В оценяването се включват редица европейски банки, като стойността на БТК според тях е М€936. ЕК също взема отношение и заявява, че стойността е М€700 при възможно най-песимистични прогнози. Американската „Сити Груп“ изготвя специален доклад, в който посочва че купувачът трябва да плати на държавата поне М€600. Освен всичко, новият собственик автоматично ще се превърне в монополист на пазара в предоставяне на услугата „линии под наем“. Отделно, купувачът ще получи и 705 имота на обща пазарна стойност 366 млн. лв. Повечето от тях са на централни места в градовете (като Телефонната палата в София, оценена на 25,536 млн. лв.) и почивни станции. Според други източници, цената им е многократно по-висока – „Креди Суис фърст Бостън“ оценява имотите на €1.5 млрд.

7. ПРИВАТИЗАЦИОННАТА СДЕЛКА

На 10 юни 2002 изтече крайният срок за подаване на индикативни оферти за 65% от капитала на компанията. Документи подадоха три кандидата: "Вива венчърс холдинг", която е дъщерна компания на американския частен инвестиционен фонд Advent International, консорциумът "Коч холдинг - Тюрктелеком" и американския застраховател AIG - SET CapitalManagement.

На 24 септември 2002 окончателни предложения подадоха само първите двама кандидати. За 65% от капитала на БТК „Вива венчърс“ предложи М€200 инвестиции от М€450, а турският консорциум за същия пакет предложи М€15 по-малко.

След преговори с избрания купувач и след дълга поредица от жалби и дела, на 20.02.2004 Агенцията за приватизация (АП) сключи с „Вива венчърс холдинг“ сделка за приватизационна продажба на 65% от капитала на БТК, според който компанията ще плати М€230 или:

$\text{Цена /приход}_{2003} = 0,67 \quad (\text{при } 1026 \text{ 863 лв. или М€525 приход за 2003})$

$\text{Цена/ЕБИТДА}_{2003} = 1,55 \quad (\text{при цена М€354 за 100\% и 453 870 хил. лв. ЕБИТДА})$

Сделката се финализирана на 11 юни 2004 чрез прехвърляне на акциите на БТК от АП на „Вива венчърс“ след като БТК получи лиценза за третия мобилен оператор. С Решение №23 от 11 юни СГС вписва увеличение на капитала на БТК с 33 517 365 лв. (от 255 247 475 лв. на 288 764 840 лв.) чрез издаване на нови 957 639 акции по номинална стойност 35 лв. (емисионна цена 102, 11 лв.). Новата емисия съдържа една „златна акция“, която принадлежи на Република България с особени права - право на вето (упражнено през 2008 при опит да бъдат продадени над 200 имота), един член в НС, двама члена в УС и дивидент.

Въпреки увеличението на капитала, за което и купувачи и продавачи твърдяха, че е М€50, а не 33,5 млн. лв., както е видно по-горе, сделката предизвика недоумението на чуждестранни медии. „Сделката за БТК е престъпна“, отбеляза авторитетния немски вестник Welt am Sonntag, докато според министър Николай Василев „Сделката с БТК е най-големият успех“, а мотивите му бяха – „10 години никой не успя на продаде БТК, Правителството се справи със задачата, следователно това е успех“.

8. ПРИВАТИЗАЦИЯТА И ДИВИДЕНТИ ЗА МИНАЛИ ГОДИНИ

На 21 март 2003 е парафиран договор между АП и „Вива венчърс“ заедно с разпределението на дивидент за 2002, който според купувачите (Джоана Джеймс) е бил предложен на кандидатите още при отварянето на търга.

Чистата печалба на БТК за 2003 по МСС е над 253 млн. лв. Според държавно гарантираните клаузи по договори за заем с МФИ дивидент не се разпределя, което не е спазено. Независимо от разликите с одита на Deloitte, според Регистрационен документ на БТК пред Софийска фондова борса, през 2003 са изплатени дивиденди 49,286,916 лв., а през 2004 съответно 146,687,261 лв. Новите собственици си взеха 65% от дивидента или 95 мил. лв. за 2003, независимо, че през цялата година БТК е 100% държавна. Тъй като дивидентите за 2002 не бяха изяснени, то само със сумата на дивидента за 2003 би могла да се редуцира цената по сделката, при което:

$$\text{Цена/EBITDA}_{2003} = 0,96 \text{ (вместо } 1,55)$$

9. СРАВНЕНИЕ НА ОЦЕНКИ

На следващата таблица са представени резултатите от приватизационни сделки на историческите оператори в страни от Централна и Източна Европа.

Таблица 2: Основни показатели по приватизационните 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	2 178	4,57	2 179
Унгария	12/95	36	852	454	1 707	3,76	2 300
Чехия	1995	27	1 450	326	2 645	8,10	5 370
Сърбия	06/97	49	907		841		1 851
Русия	1997	25	1 875		283		7 500
Литва	09/98	60	510		810		850
Румъния	12/98	35	675		540		1 900
България ⁽¹⁾	99/00	51	600	140	420	3,0	1 200
България	02/04	65	М€230	€212	€142	0,67	М€354
Хърватия	10/99	35	840		1 600		2 400
Полша	11/98	15	930		775		6 200
Полша	06/00	35	4 200		1 330		12 000

⁽¹⁾ България 1999/2000 година е оценка от неуспешната приватизация

Таблицата по безспорен начин показва, че платената цена на абонатна линия за БТК през 2004 година е най-ниската от всички приватизационни сделки, което води и до най-ниска стойност на коефициента цена/приход.

9. ПРОДАЖБА НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИИ (СРЕЩУ КОМПЕНСАТОРНИ ИНСТРУМЕНТИ)

С Решение на СГС №26 на 24 ноември 2004 БТК е вписана като публично дружество, а на 27 януари 2005, чрез публичен търг на борсата бе предложен остатъчният пакет от 34,78% от акциите за продажба срещу компенсаторни инструменти. Обобщените резултати от аукциона съгласно по данни на Софийската фондовата борса

ПАЗАРНИ ОЦЕНКИ И ПРИВАТИЗАЦИЯТА НА БТК (ВИВАКОМ)

Валентин Ценов

(http://money.bg/section/id_131/pg_1) са: 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.); изтъргуван обем акции – 2 869 251; брой сделки – 1466 ; брой участвали поръчки – 2 195; изразходвани компенсаторни инструменти – 624 053 232 лв. номинал. Средната цена е 330 лв., но постигнатата цена от 1320 лв. отново събуди съмненията, че реалната оценка на БТК е €1,2 млрд. Така капитализацията на БТК по цени от търга възлиза на около 2,72 млрд. лв., което направи БТК най-голяма компания по пазарна капитализация на борсата.

Сравнението на оценките от приватизацията (65%) и от продажбата на останалия пакет (35%) на база EBITDA за 2004 показва следното:

	<i>Приватизацията (65%)</i>	<i>Останал пакет (35%)</i>
<i>цена на акция, лв.</i>	<i>95</i>	<i>330 (ср.претеглена)</i>
<i>Цена/ EBITDA₂₀₀₄</i>	<i>1,55</i>	<i>6,34</i>

Забележка: цената на останалия пакет е в компенсаторни инструменти по номинал, които имат пазарна стойност доста по-ниска от номинала.

Държавата остана единствено със „златна акция” с право на вето, което е упражнено през 2008 при опит да бъдат разпродадени над 200 имота.

10. ВТОРА ПРОДАЖБА НА БТК

На 30 юни 2005 са вписани промени в Устава на БТК, с което се намалява номиналната стойност на акциите от 35 лв. на 1 лев всяка и съответно се увеличава общия брой на акциите от 8 250 424 на 288 764 840, без изменение на капитала. „Вива венчърс” като дъщерно предприятие на „Адвент Интернешънъл”, работи с инвеститори, регистрирани в офшорни територии. Такава е компанията „Новатор Телеком България”, която в края на 2005 г. получава разрешение (опция) да купи БТК чрез придобиване на 100% от „Вива Венчърс”. Зад „Новатор” (с регистрация на Британските Вирджински острови) стои исландският милиардер Тор Бьоргольфсон, който поради високата пазарна капитализация на БТК започва да търси нов купувач.

На 3 май 2007 г. „Новатор“ и „Вива Венчърс“ подписват споразумение с AIG Global Investment Group (чрез своята компания AIG Capital Partners Inc.) за придобиване на дела от 65% на „Вива Венчърс“ в БТК. На 21 август AIG придобива още 25 % от акциите и я регистрира чрез НЕФ Телеком България („НЕФ”). Прехвърлянето на два пакета - от 65% и 25% става след одобрение от страна на ЕС, а общата капиталова стойност на сделката е €1,611 млрд. или:

Цена/ EBITDA₂₀₀₇ – 7,67 (1,55 през 2004)

На 18 октомври 2007 „НЕФ” придобива още 3,97% от дружеството и става собственик на 93,97% (271 349 053 лв.) от капитала на БТК.

11. ЗАГУБА НА КАПИТАЛ ПРЕЗ 2007 – 2009

Според публикуваните финансови отчети в Търговския регистър, „НЕФ” търпи огромни загуби през годините след регистрацията (27 юни 2007):

- през 2007 пазарната капитализация (цената) на БТК е 3166 мил. лв., а през 2008 пазарната капитализация (цената) на БТК е 1554 мил. лв., което представлява 1612 мил. лв. загуба на капитал или:

Цена/ EBITDA₂₀₀₈ = 3,769

- през 2009 пазарната капитализация (цената) на БТК е 800 мил. лв., което представлява 754 мил. лв. загуба на капитал или:

$$\text{Цена/ EBITDA}_{2009} = 1,870$$

12. ТРЕТА ПРОДАЖБА (ИНДИРЕКТНА)

За да се предпази от срива на банковата система в САЩ, през 2008 AIG получава \$152 млрд. от американските власти и обявява, че ще продаде или замени голяма част от активите си, за да се фокусира върху основната си застрахователна дейност. В края на 2008 китайската Pacific Century Group (чрез Pine Bridge Investments) купува инвестиционното звено на AIG, придобило БТК през 2007. През март 2010 китайският милиардер Ричард Ли чрез хонконгския телеком РССW купува Pine Bridge, с което **индиректно** се сменя и главния мениджмънт на БТК. В допълнение, според международни публикации се твърди, че банките - кредитори на БТК вече подкрепят евентуална смяна на собствеността. Пазарната капитализация на БТК за 2010 по данни на борсата е:

$$\text{Цена/ EBITDA}_{2010} = 1,794 \text{ (7,67 през 2007)}$$

14. ЧЕТВЪРТА ПРОДАЖБА – 2012 ГОДИНА

Оферти

Шведско-финландският телеком „Телиа Сонера“ (чрез „Тюрксел“) е с оферта от М€900 за 94%. Основен конкурент е „ВТБ Кепитъл“, обединяваща руската „Внешторгбанк“ (ВТБ) и българската Корпоративна търговска банка (КТБ). Сред потенциалните купувачи се включват още „Ожер Телеком“ и „Памплона Кепитъл Мениджмънт“. Парадоксалното в случая е проявеният интерес от бившия министър, продавач на БТК, Николай Василев – чрез „Експат Капитал“ и на бившия купувач на БТК Тор Бьоргольфсон – чрез „Новатор Телеком“. Единственият отказал се кандидат е „Телеком Аустрия“.

Преструктуриране на дълговете на БТК

Краткото описание на дълговете изглежда така: на 18 април 2005 – М€285; на 18 януари 2006 - М€350; на 17 август 2007 – нов договор за три заема, от които два срочни (срок 8 г. за покриване на финансови разходи и 7 г. за капиталови разходи) и един за оборотен капитал. Новият договор за заем е организиран от Royal Bank of Scotland, Deutsche bank, клон Лондон, UBS Лимитед и Банк Австрия Кредитанщалт АГ. На 14 ноември 2007 е сключено споразумение за обезпечение по новите заеми чрез **особен залог** върху БТК, вкл. върху дяловете в дъщерни дружества, недвижими имоти, вземания по банкови сметки и от застрахователи на БТК. Въпреки това, на 14 април 2008 е взето решение за дивидент от 460 млн. лв. за 2007 година.

Дълговете нарастват и най-вероятната развръзка е нова продажба, за което е необходимо преоформяне на заемите. На 2 септември 2012 Върховния съд на Англия и Уелс одобрява преструктурирането на дълг от €1,7 млрд. В резултат на предложеното преструктуриране, банковите заеми на групата на НЕФ (включваща и БТК) са намалени до М€588 посредством комбинация от изплащане на дълг, преобразуване на дълг в капиталово участие (акции) и отписване на дълг, както и промяна на контрола върху групата на БТК. Общата сума на главницата само на БТК е намалена до М€452, която трябва да се изплати в срок от 5 години. На 1 ноември 2012 с договор за **особен залог** с

Royal Bank of Scotland е заложена цялата БТК и бъдещите ѝ вземания, за да получи нови М€617 от Royal Bank of Scotland за реструктуриране на старите заеми от €1,7 млрд.

Сделката

През юли 2012 БТК получава уведомление от Royal Bank of Scotland, координатор на старшите обезпечени кредитори на БТК, че съветът на кредиторите и компанията-майка на БТК принципно са се споразумели относно условията за продажба на БТК на двама финансови инвеститори. През август 2012 БТК, групата на нейната компания-майка (групата на БТК), Главният координационен съвет на старшите обезпечени кредитори, кредиторите на групата на БТК, VTB Capital PLC (ВТБ) и Корпоративна търговска банка АД (КТБ) подписват споразумение за основните условия на продажбата и реструктурирането на групата на БТК, които ще бъдат осъществени чрез **компромисна схема**. Предложеното реструктуриране предвижда капиталови инвестиции от страна на КТБ/ВТБ в размер на М€130 плюс задължения на БТК за М€588 в замяна на 73% от акциите в реструктурираната група. Няма съобщения за търговата цена. В случай, че бъдат упражнени всички възможни опции, старшите обезпечени кредитори ще имат възможност да погасят напълно участието си срещу обща сума от М€617.

На 9 ноември кредиторите, водени от Royal Bank of Scotland, прехвърлиха от „НЕФ телеком България“ 94% от БТК на новата компания „Вива телеком България“. Новият стопанин на БТК е консорциума КТБ/ВТБ, които чрез свои свързани дружества поемат основна част от капитала на компанията. След прехвърлянето, осъществено на **извънборсов пазар** за сумата от М€265 и поемане на дълг, "Вива телеком България" и част от кредиторите (с 16% от преобразуван дълг в капитал) притежават 93.99% от БТК.

Те обаче само ще са физически държател на акциите, а реалното разпределение на собствеността е поделено между компании, които са регистрирани извън България. Пряк притежател (крайното дружество-майка) е V Telecom Investment Люксембург, което непряко притежава 100% от Вива Телеком България. Според Милен Велчев, управител на българския офис на VTB Capital, сделката е най-сложната, правена някога в България.

Изкупуване на останалите акции

През февруари 2013 "Вива телеком България" и част от кредиторите на БТК придобиха извън борсово (с търгово предложение) още 5,63% от капитала при цена от 2.806 лв. от основния миноритарен акционер Artio, което блокираше отписването на БТК от борсата.

15. ОБОБЩЕНИЕ

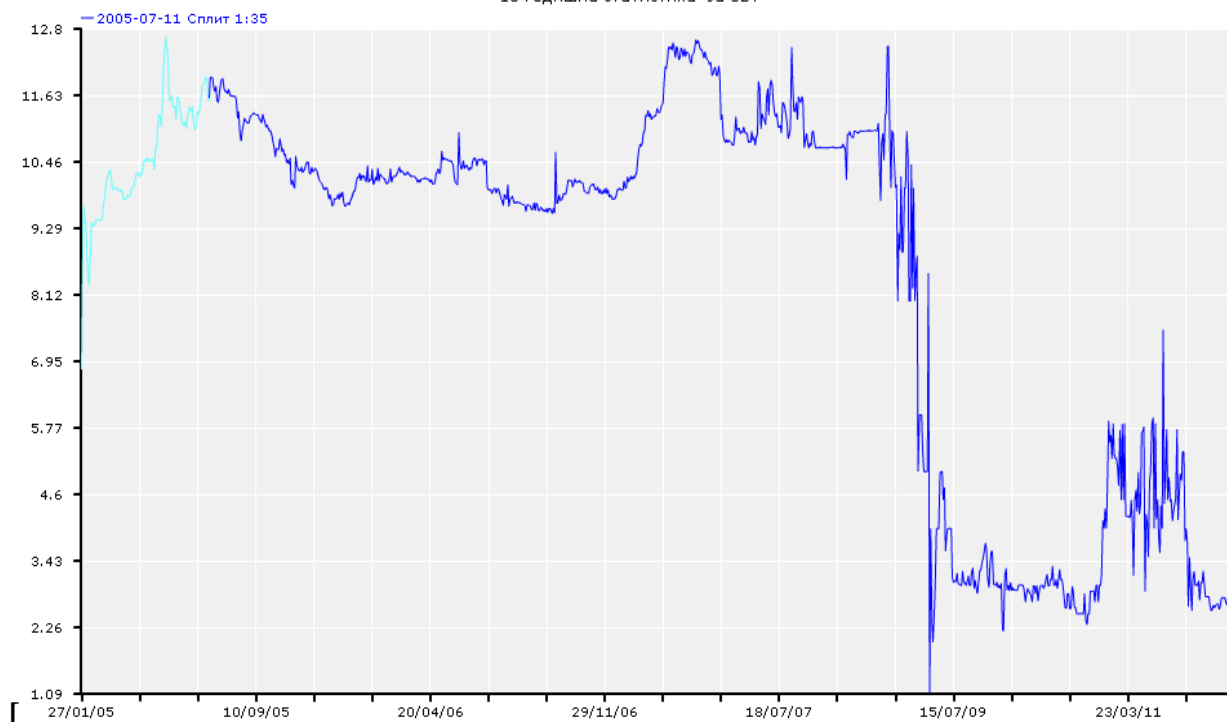
15.1 Пазарните оценки на БТК през различните периоди:

Цена/приход	Цена/ЕБИТДА	Акция, лв	Забел.
Цена/приход ₁₉₉₄ = 5,48	Цена/ ЕБИТДА ₁₉₉₄ = 12,6		оценка
Цена/приход ₁₉₉₉ = 3,11	Цена/ ЕБИТДА ₁₉₉₉ = 4,70		неуспешна
Цена ₀₄ /приход ₀₃ = 0,67	Цена ₂₀₀₄ / ЕБИТДА ₂₀₀₃ = 1,55	95	при 65%
	Цена ₂₀₀₄ / ЕБИТДА ₂₀₀₃ = 0,96		с дивидент ₂₀₀₃
	Цена ₂₀₀₅ / ЕБИТДА ₂₀₀₄ = 6,34	330	при 35%
Цена/приход ₂₀₀₇ = 3,245	Цена/ ЕБИТДА ₂₀₀₇ = 7,67	10,91	35 акции = 1
Цена/приход ₂₀₁₀ = 0,978	Цена/ ЕБИТДА ₂₀₁₀ = 1.79		индиректно
Цена /приход ₂₀₁₂ = 0,60	Цена/ ЕБИТДА ₂₀₁₂ = 1,48		сложна схема
		2.806	2013г. за 5,6%

Забележка: За годините, през които няма сделка или е извършена извънборсова сделка, за цена е взета пазарната капитализация на БТК.

15.2 Цени на акциите на БТК на фондовата борса 2005 – 2011

10 годишна статистика за 5BT



15.3 Цени на акциите на БТК на фондовата борса 2005 – 2013

БТК АД (BTC)

● BTC отъваряне:9,42857 най-ниска:1,61 най-висока:12,64 затваряне:2,806

Яну 2005 - Мар 2013



16. ИЗВОДИ

Разликите в пазарните оценки се дължат на: търсенето на подобни компании в съответните периоди; пазарната среда и степента на регулиране; финансовото състояние,

пазарната капитализация и перспективи; източниците и условията за осигуряване на средствата за приватизацията и последваните придобивания.

ДРУГИ ПАЗАРНИ ОЦЕНКИ И СДЕЛКИ НА ТЕЛЕКОМИ – ЗА СРАВНЕНИЕ

- През 2012 година, един от най-богатите хора в света и собственик на телеком оператори Карлос Слим, чрез America Movil придобива части от KPN Холандия и Telekom Austria, където съответните коефициенти са:

Цена/ЕБИТДА₂₀₁₂ = 4,4 (за KPN) и Цена/ЕБИТДА₂₀₁₂ = 5,2 (за Telekom Austria)

За сравними сделки в телеком сектора средно се плащат по **над 7,2 пъти ЕБИТДА**, показва презентация на KPN, цитирана от Wall Street Journal.

- През 2013 година, Норвежката фирма "Теленор", заплати М€717 за "Глобул" България, която има приходи за 2012 г. в размер на М€338, или:

Цена/приход₂₀₁₂ = 2,12

ИЗТОЧНИЦИ:

[1]. The Implied Value of BTC. *Deutsche Morgan Grenfell*, 1995 [unpublished].

Информация за автора:

доц. д-р Валентин Годоров Ценов, Департамент "Телекомуникации" на НБУ, ул. Монтевидео № 21, 2-609, Тел.: 02 8110609, e-mail: vtzenov@nbu.bg

Contacts:

Assoc. Prof. Valentin Tsenov, PhD, New Bulgarian University, Department Telecommunications, 21 Montevideo St., 2-609, Sofia 1618, Тел.: 359 2 8110609, e-mail: vtzenov@nbu.bg

Дата на постъпване на ръкописа (Date of receipt of the manuscript): 14.11.2017

Дата на приемане за публикуване (Date of adoption for publication): 13.03.2018