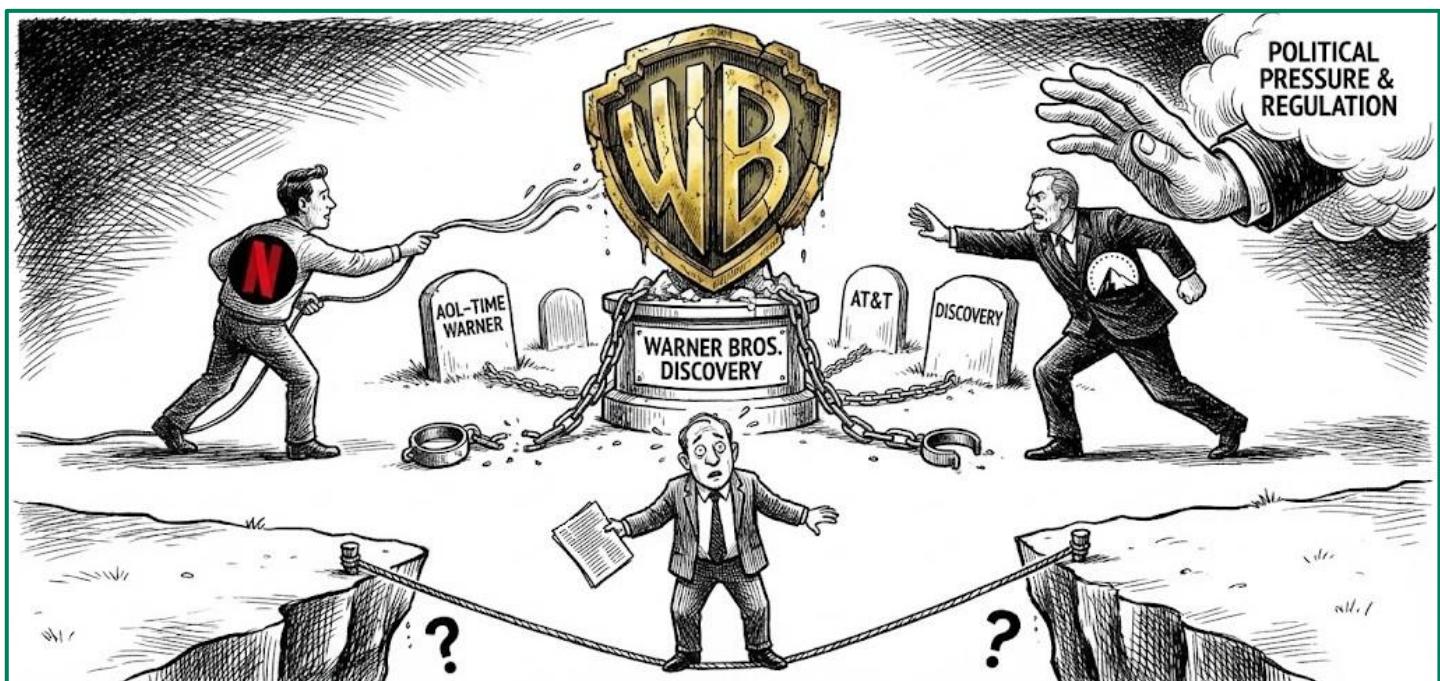


Записка для инвесторов: проклятие «золотого актива»: сможет ли Netflix разорвать 25-летний цикл неудач Warner Bros.



Наше мнение

История Warner Bros. наглядно показывает, что логика крупных медиаслияний редко гарантирует успех для акционеров, и текущая сделка не является исключением. Однако в отличие от предыдущих «браков» Warner, Netflix выступает профильным покупателем с устойчивой бизнес-моделью, сильным денежным потоком и доказанной способностью монетизировать контент. Именно профильный характер сделки позволяет нам не ожидать механического повторения прошлых неудач Warner.

С точки зрения сценарного анализа на конец 2025 года рынок фактически балансирует между несколькими исходами.

Сценарий	Исход	Последствия для WBD
Закрытие сделки с Netflix (базовый)	Netflix приобретает студии Warner Bros., HBO и DC; линейные телеканалы (CNN, Discovery) выделяются в отдельную компанию	Комбинация наличных, акций Netflix и доли в новой структуре. Потенциальный апсайд через участие в капитале лидера стриминга, но с риском владения слабым кабельным бизнесом
Враждебное поглощение Paramount Skydance	Полный выкуп WBD за \$30 наличными под политическим и финансовым давлением	Ограниченный апсайд, но высокая определённость. Дополнительный негатив – выплата Netflix неустойки в \$2,8 млрд за срыв сделки
Срыв всех сделок (наименее вероятный)	Регуляторная блокировка или затяжные судебные споры	Резкое снижение котировок до августовских уровней в ~\$12 (до появления первых слухов о продаже): возврат к самостоятельной истории WBD с высоким долгом, слабым ростом и риском пересмотра стратегических ориентиров. В случае если сделка сорвана по вине Netflix – получение компенсации в размере \$5,8 млрд

Именно поэтому текущая цена WBD на уровне \$28,8 отражает не уверенность в исходе, а арбитражный компромисс между двумя предложениями. В этой конфигурации:

- **долгосрочный инвестор** фактически делает ставку на способность Netflix интегрировать Warner без повторения прошлых ошибок;
- **для спекулянта** ключевой стратегией остаётся работа со спредом и внимательное отслеживание регуляторных сигналов: любые сложности Netflix с антимонопольными органами повышают вероятность срыва сделки. В таком случае котировки WBD могут направиться к отметке в \$30, отражая реализацию сценария со сделкой с Paramount.

Декабрь 2025 года может войти в историю американского медиарынка как момент окончательной смены эпох. Объявленная сделка по поглощению Warner Bros. Discovery (WBD) стриминговым гигантом Netflix за \$82,7 млрд выглядит логичным завершением долгого и болезненного пути одной из величайших студий Голливуда. Однако вместо финального акта инвесторы получили новый виток корпоративной драмы: враждебную заявку консорциума Paramount Skydance, открытую политизацию вопроса вокруг CNN и угрозу регуляторного вмешательства.

Для ритейл-инвестора это не просто очередная M&A-история. Warner Bros. – редкий пример актива, который на протяжении четверти века последовательно разрушал акционерную стоимость при каждом «стратегическом» браке. Чтобы понять, почему рынок сегодня одновременно надеется и боится, необходимо посмотреть на эту сделку не как на событие 2025 года, а как на кульминацию длинного исторического цикла.

Первый грех: AOL–Time Warner и миф о конвергенции

Скепсис старых участников рынка уходит корнями в январь 2000 года – пик эйфории «новой экономики», когда казалось, что интернет навсегда переписывает законы бизнеса. Именно тогда America Online (AOL), крупнейший интернет-провайдер конца 1990-х и главный бенефициар дотком-бума, объявил о слиянии с медиаконгломератом Time Warner стоимостью \$182 млрд. Акции AOL рассматривались рынком как ставка на неизбежное цифровое будущее, а сама сделка – как символ новой эпохи.

Слияние подавалось как идеальный союз контента и технологий. AOL должен был предоставить «трубу» – доступ к десяткам миллионов пользователей через dial-up-интернет и собственный портал, а Time Warner – наполнить её лучшим контентом в мире: от CNN и журналов Time до фильмов и сериалов Warner Bros. Концепция

«конвергенции» стала ключевым словом эпохи, а сделка воспринималась как доказательство того, что старая и новая экономика могут слиться в единую модель.

На практике эта логика быстро дала сбой. Культурный разрыв между агрессивной интернет-компанией и консервативным медиахолдингом оказался глубже ожиданий, управление погрузилось во внутренние конфликты, а стратегия потеряла фокус. Одновременно начал сдуваться дотком-пузырь: диалап стремительно уступал место широкополосному доступу, а рекламная модель порталов теряла эффективность.

Вместо обещанных синергий инвесторы увидели падение выручки и рост списаний. В 2002 году компания была вынуждена списать почти \$100 млрд активов – крупнейший обвал стоимости в истории США на тот момент. Со временем AOL–Time Warner превратилось в хрестоматийный кейс разрушения акционерной стоимости и до сих пор фигурирует в учебниках как худшее слияние в истории бизнеса по масштабу несбывшихся ожиданий. Акции потеряли около 90% стоимости, а бренд Warner впервые приобрёл репутацию «проклятого золота».

Рис. 1. Динамика акций Time Warner до и после сделки с AOL



Источник: Bloomberg

Второй круг: AT&T и ошибка вертикальной интеграции

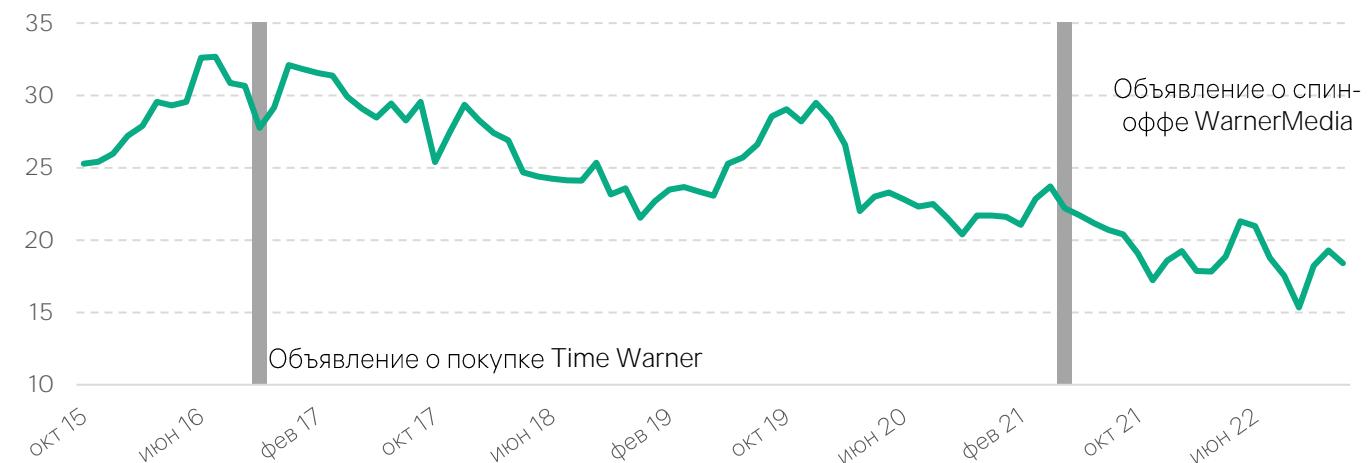
Почти два десятилетия спустя история повторилась в иной форме, отражая страхи уже другой эпохи. В 2018 году AT&T пришла к выводу, что одного контроля над инфраструктурой больше недостаточно. Рост Netflix показал, что ценность смещается от доставки сигнала к владению контентом и вниманием аудитории. В ответ телеком-гигант купил Time Warner за \$85 млрд, переименовав актив в WarnerMedia.

Руководство AT&T рассчитывало создать вертикально интегрированного медиателекоммуникационного игрока, где собственный контент должен был повысить лояльность абонентов. HBO Max задумывался как стратегический ответ Netflix, встроенный в экосистему AT&T и подкреплённый культовыми франшизами Warner Bros.

Однако ключевой просчёт заключался в структуре акционеров AT&T. Компания десятилетиями была дивидендной историей, ориентированной на предсказуемые денежные потоки. Стимминг же требовал агрессивных инвестиций в контент и готовности жертвовать краткосрочной прибылью, что вступало в прямое противоречие с ожиданиями инвесторов.

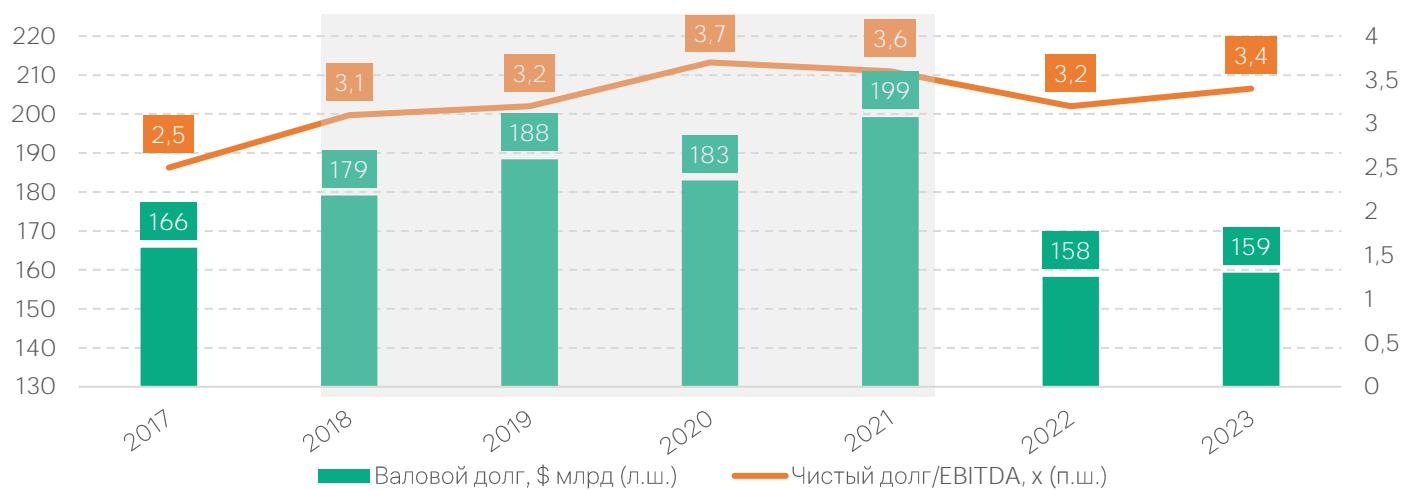
Конфликт оказался системным. WarnerMedia пытались управлять как инфраструктурным бизнесом, что означало потерю гибкости и замедление решений. Одновременно долг AT&T вырос почти до \$180 млрд, усилив давление на менеджмент. Акции стагнировали, дивидендный нарратив трещал по швам, и в 2022 году AT&T была вынуждена признать поражение, выделив Warner и объединив его с Discovery. Для инвесторов это стало очередным эпизодом размывания стоимости и подтверждением того, что Warner снова оказался на неверной стороне стратегического эксперимента.

Рис. 2. Динамика акций AT&T в период владения Time Warner



Источник: Bloomberg

Рис 3. Долговая нагрузка AT&T в период владения WarnerMedia



Источник: Данные компании, CapitalIQ

Эпоха Заслава: выживание ценой будущего

Слияние WarnerMedia и Discovery в 2022 году под руководством Дэвида Заслава воспринималось как попытка вернуть компанию к финансовой реальности после лет агрессивных инвестиций. Заслав пришёл с мандатом антикризисного менеджера: сократить расходы, снизить долг и восстановить доверие рынка.

Первые шаги были радикальными. Компания начала массово списывать контент, отменять почти готовые проекты и удалять их с платформы Max ради налоговых вычетов. Для Уолл-стрит это выглядело как возвращение финансовой дисциплины: свободный денежный поток рос, долговая нагрузка снижалась, отчётность улучшалась.

Однако за этим скрывались долгосрочные издержки. Креативное сообщество восприняло политику как сигнал нестабильности, отмена проектов подрывала доверие продюсеров и режиссёров, а бренд HBO постепенно терял ассоциацию с авторским качеством. Warner Bros. всё чаще уступала талант конкурентам.

К 2024–2025 годам стало ясно, что стратегия «выживания через сокращение» имеет предел. Компания могла стабилизировать баланс, но не вернуться к устойчивому росту без инвестиций в контент и бренд. Капитализация WBD оставалась подавленной, а вера инвесторов в самостоятельное будущее компании угасала.

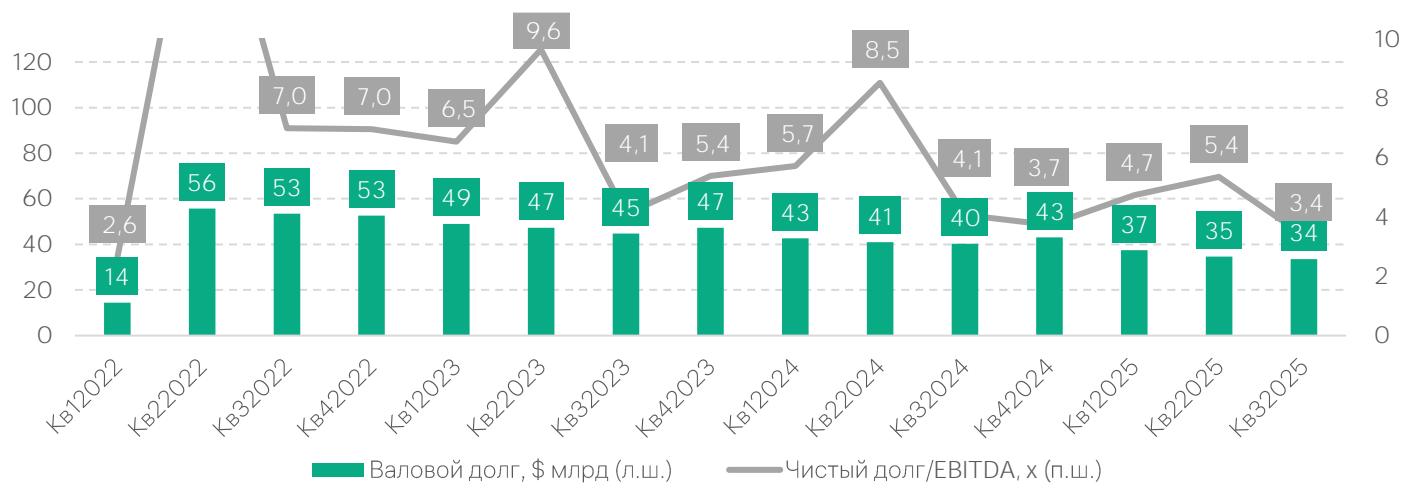
Именно этот вакуум стратегической ценности подготовил почву для текущих событий. Warner Bros. снова оказалась слишком значимой, чтобы исчезнуть, и слишком ослабленной, чтобы развиваться самостоятельно, что сделало её естественной целью для поглощения и превратило сделку с Netflix из экзотики в почти неизбежный сценарий.

Рис.4. Динамика акций WBD после спин-оффа WarnerMedia от AT&T



Источник: Bloomberg

Рис.5. Динамика долговой нагрузки WBD после спин-оффа WarnerMedia от AT&T



Источник: Данные компании, CapitalIQ

Netflix: первый по-настоящему логичный покупатель

С точки зрения индустриальной логики Netflix – первый партнер Warner за 25 лет, который действительно понимает этот бизнес. Это не провайдер, не телеком и не конгломерат старой школы, а компания, чья операционная модель уже построена вокруг глобального производства и дистрибуции контента.

Ключевой элемент сделки – ее структура. Netflix забирает студии, HBO и DC – активы, которые можно масштабировать в стриминговой экосистеме. Линейные телеканалы и обремененные долгами активы выделяются отдельно. Для инвестора это выглядит как хирургически точная операция, а не очередной компромиссный брак.

Именно поэтому рынок изначально воспринял новость позитивно: впервые Warner продают не из-за отчаяния, а в рамках понятной стратегической логики.

Враждебный фактор Paramount-Skydance и политизация сделки

Ситуацию радикально изменила враждебная заявка консорциума Paramount Skydance, который первым выступил с предложением приобрести WBD еще в сентябре. Формально предложение выше – \$30 за акцию против \$27,75 у Netflix, с личными гарантиями Ларри Эллисона. Но суть не в цене, а в риске.

Это попытка объединить два обремененных долгами медиахолдинга «старой школы» в надежде получить масштаб. История подобных сделок показывает, что синергии редко компенсируют управленческий хаос и долговую нагрузку. Для инвестора такие войны заявок почти всегда означают месяцы неопределенности, судебных разбирательств и волатильности – с отрицательным ожиданием. Не случайно совет директоров WBD уже дважды назвал предложение Paramount финансово неадекватным, предпочтя стратегический союз с Netflix.

Однако в этот раз решающим фактором может стать не рынок, а политика. Президент США Дональд Трамп публично поддержал альтернативную сделку. Причина – CNN. В сценарии Netflix телеканал оказывается в отдельной структуре с неопределенным будущим и, вероятно, без радикальных изменений. В сценарии Paramount, по сообщениям СМИ, консорциум готов пойти на «фундаментальную трансформацию» CNN, включая изменения в управлении, что совпадает с интересами Белого дома. Дополнительное значение имеет и фигура семьи Эллисонов: Ларри Эллисон, один из ключевых финансовых спонсоров сделки Paramount Skydance, является давним союзником и донором Дональда Трампа. На этом фоне призыв президента к Департаменту юстиции «внимательно проверить» сделку Netflix резко повышает регуляторный риск. Дополнительным фактором остаётся антимонопольная повестка: Netflix уже является крупнейшим глобальным игроком на рынке стриминга, и покупка ключевых активов Warner неизбежно привлечёт повышенное внимание регуляторов в США и ЕС, тогда как Paramount остаётся игроком по-меньше, для которого риск блокировки сделки по антимонопольным соображениям потенциально ниже.

Для инвесторов это патовая ситуация. Сделка Netflix выглядит лучше по бизнес-логике, но может быть заблокирована. В таком случае акции WBD рискуют резко упасть, оставив акционеров перед фактом менее выгодного поглощения.

Таб. 1. Сводное сравнение предложений Netflix и Paramount-Skydance

Аспект сделки	Netflix	Paramount Skydance
Цена за акцию WBD	\$27,75 (\$23,25 за акцию WBD + \$4,5 акциями NFLX)	\$30,00
Тип сделки	Дружественная	Враждебная
Что покупается	Студии Warner Bros., HBO, DC (core assets)	Вся компания WBD целиком
Судьба линейных активов (CNN, Discovery)	Выделение в отдельную структуру	Интеграция в объединённый холдинг
Долговая нагрузка после сделки	Ограниченнная, структурирована	Существенно выше
Индустримальная логика	Профильный стриминговый покупатель	Консолидация «старых медиа»
Регуляторные риски	Высокие (антимонопольные)	Средние–высокие
Политический фактор	Негативный (CNN остаётся вне контроля)	Позитивный (обещания реформ CNN), поддержка Дональда Трампа
Риск для акционеров WBD	Блокировка регуляторами	Затяжные суды, хаос интеграции

Даже если Netflix удастся преодолеть политическое и регуляторное сопротивление, риски не исчезают. Антимонопольные ведомства США и ЕС в конце 2025 года крайне агрессивны к консолидации контента. Условия одобрения могут потребовать продажи активов, которые разрушат финансовую привлекательность сделки.

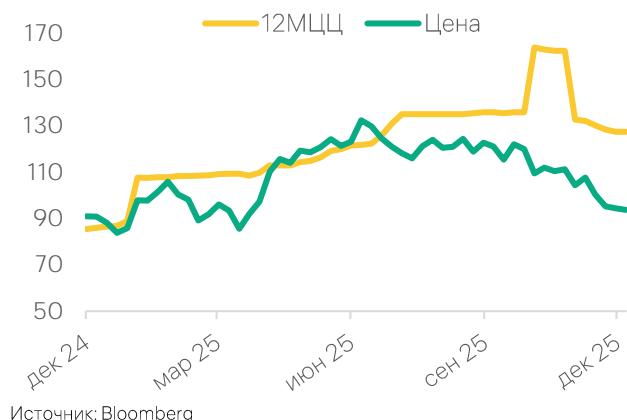
Второй риск – культурный. Netflix управляет данными и алгоритмами, тогда как сила Warner и HBO всегда заключалась в авторском видении. Если баланс будет нарушен, премиальная ценность бренда может исчезнуть быстрее, чем инвесторы ожидают.

Заключение

История Warner Bros. – это почти 25 лет разрушенных инвестиционных иллюзий. Союзы с AOL, AT&T и Discovery каждый раз выглядели стратегически оправданными, но на практике оборачивались масштабным уничтожением акционерной стоимости. Текущая попытка Netflix купить Warner за \$82,7 млрд выглядит наиболее логичной за весь этот период: впервые потенциальным покупателем выступает профильный игрок с устойчивой бизнес-моделью, сильным денежным потоком и подтверждённой способностью монетизировать контент. Однако появление враждебного предложения Paramount Skydance и прямое политическое давление переводят эту историю из инвестиционного кейса в событийную спекуляцию, где ключевыми становятся не стратегии, а регуляторы и сигналы из Вашингтона. Таким образом, Warner Bros. остаётся сокровищем Голливуда, но для рынка – всё тем же «проклятым активом»: если Netflix не разорвёт этот цикл, инвесторы в четвёртый раз оплатят очередной громкий корпоративный развод.

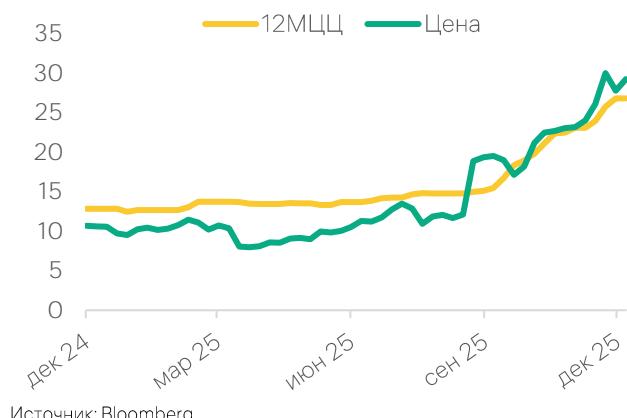
Приложение 1. Консенсус-прогнозы аналитиков по акциям Netflix, Warner Bros. Discovery, Inc. и Paramount Skydance Corporation

Рис. 6. Движение стоимости акции Netflix и ее 12-месячной целевой цены (\$)



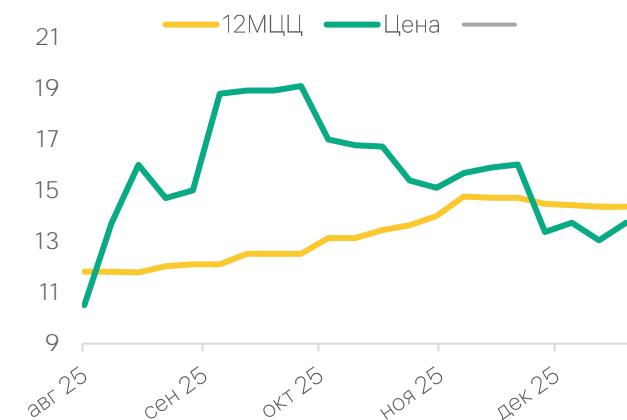
Источник: Bloomberg

Рис. 8. Движение стоимости акции Warner Bros. Discovery и ее 12-месячной целевой цены (\$)



Источник: Bloomberg

Рис. 10. Движение стоимости акции Paramount Skydance и ее 12-месячной целевой цены (\$)



Источник: Bloomberg

Рис. 7. Рекомендации аналитиков по акциям Netflix



Рис. 9. Рекомендации аналитиков по акциям Warner Bros. Discovery



Рис. 11. Рекомендации аналитиков по акциям Paramount Skydance



АО «Halyk Finance» (далее – НФ), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны НФ купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содергаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с цennыми бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. НФ, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с цennыми бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance