

Инвестиции и инновации

УДК336.63, 336.64, 336.67

ЗУБКОВА Лариса Дмитриевна, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, Тюменский государственный университет, Тюмень (E-mail: Lasasha@rambler.ru)

ДЬЯЧКОВ Сергей Михайлович, магистрант 3 года обучения, Тюменский государственный университет, Тюмень (E-mail: dyachkov.sergey.mikhailovich@gmail.com)

МЕТОДОЛОГИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА В РАЗВИТИИ ОТРАСЛИ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИЙ

Аннотация:

Предмет/тема. Реализация политики инвестиционного развития экономики и процессов формирования неоиндустриального общества с присущими ему чертами экономики знаний, интеллектуального труда, компьютеризации производства в настоящее время в значительной степени определяются достижениями научно-технического прогресса и неразрывно связаны с необходимостью роста отрасли телекоммуникаций

Цели/задачи. Интенсивное развитие информационных и коммуникационных технологий в последние десятилетия стало глобальной тенденцией мирового прогресса, обеспечивающей развитие процессов формирования инновационной экономики, стабильный экономический рост и повышение уровня жизни. В этой связи, особую актуальность приобретают исследования в области развития методологии инвестиционного анализа в отрасли телекоммуникаций.

Методология. В статье предложена схема отраслевого инвестиционного анализа, включающая две важные, дополняющие друг друга компоненты – макроэкономическую и микроэкономическую. В рамках микроэкономической компоненты разработан отраслевой коэффициент, позволяющий заменить стандартный набор финансовых коэффициентов для экспресс-оценки компаний отрасли телекоммуникаций и их сравнения.

Вывод. В статье представлен сравнительный анализ компаний, образующих отрасль телекоммуникаций, по отраслевому показателю и наиболее распространённым финансовым коэффициентам. Приведенные в статье результаты исследования могут быть использованы для проведения экспресс-оценки компаний телекоммуникационной отрасли телекоммуникаций и сравнения их в рамках отраслевого анализа.

Ключевые слова: инвестиционный отраслевой анализ, финансовые показатели, компании, отрасль телекоммуникаций.

JEL: G30

Investments and innovation

Larisa D. ZUBKOVA, Ph. D., Associate Professor, the Department of Finance, Money circulation and Credit at Tyumen State University, Tyumen (E-mail: Lasasha@rambler.ru)

Sergey M. DYACHKOV, 3rd grade student of Tyumen state University, Tyumen (E-mail: dyachkov.sergey.mikhailovich@gmail.com)

METHODOLOGY OF INVESTMENT ANALYSIS IN THE DEVELOPMENT OF THE TELECOMMUNICATIONS INDUSTRY

Abstract:

Subject/Topic Implementation of the policy of economy's investment development and formation processes of neo-industrial society with typical features of the knowledge economy, intellectual labor, the computerization of production is currently to a large extent depends on the achievements of scientific and technical progress, inseparably linked with necessity of growth of telecommunication industry.

Goals/Objectives Intensive development of information and communication technologies in recent decades has become a global trend of world progress, ensuring the development of processes of innovative economy formation, stable economic growth and rising of the level of living standards. In this regard, the research in the field of development of methodology of investment analysis in the Telecom industry becomes very important and actual.

Methodology The work proposes a scheme of industrial investment analysis that includes two important complementary components - macroeconomic and microeconomic. In the framework of the microeconomic component an industry factor was developed, which allows to replace the standard set of financial ratios used for the assessment and comparison of companies in the telecommunications industry.

Conclusions and Relevance The article presents a comparative analysis of telecommunications industry companies using sector index and common financial ratios. The results of the study can be used to conduct a rapid assessment of telecommunications industry companies and to make their comparison in terms of sectoral analysis.

Keywords: *investment industry analysis, financial indexes, company, telecommunications industry*

Введение

Новые ориентиры инновационного развития экономики с присущими ей чертами экономики знаний, интеллектуального труда, компьютеризации требуют повышения уровня информатизации общества, подкрепленного интенсификацией процессов совершенствования и массового распространения информационных и коммуникационных технологий в целях решения сложных социально-экономических задач, и неразрывно связаны с необходимостью модернизации отрасли телекоммуникаций.

Рынок телекоммуникаций включает несколько сегментов (Магистральные сети передачи информации; Фиксированная телефонная связь; Мобильная связь; Спутниковая связь, телевидение и Интернет; Кабельное, цифровое и мобильное телевидение; Широкополосный доступ в интернет), каждый из которых является самостоятельным по клиентской базе, но зависимым от других в рамках технологической составляющей. Экономическая характеристика представляет отрасль телекоммуникаций

России довольно привлекательной: рынок сбыта стабильно растет, а продукт отрасли является продуктом повседневного (постоянного) потребления. В результате обзорного анализа исторического развития российского рынка связи его можно характеризовать как олигополистический с ограниченным числом компаний и высокими входным барьером. [1] Ключевыми игроками отрасли выступают: ПАО «МТС»; ПАО «Вымпелком»; ПАО «Мегафон»; ПАО «Ростелеком»; ООО «Т2 РТК Холдинг».

По результатам анализа финансового состояния отрасли были сделаны следующие выводы. Отрасль находится в стадии зрелого роста – темпы прироста выручки в последние годы значительно снижаются (с 2014 года темп прироста выручки зафиксировался на уровне 2%). У компаний отрасли растет долг, что выражается в росте финансового и чистого долгов с 2010 по 2015 гг.. Чистая прибыль в отрасли снизилась с 2013 г. на величину 50 млрд. в год.. В отрасли отсутствуют собственные оборотные средства – значение одноимённого показателя отрицательно с 2010 по 2015 гг.. Установлен факт структурного изменения на телекоммуникационном рынке: подвижная электросвязь уступила место документальной электросвязи в части темпов роста выручки. Критическими факторами для отрасли или движущими силами являются: государственное регулирование, капитал, технологии (в основном зарубежные). [1]

В целом, отрасль телекоммуникаций характеризуется положительной динамикой спроса на инвестиции (высокая степень износа основных фондов, высокая доля убыточных предприятий) и мощным потенциалом роста, обусловленным высокой степенью значимости ее развития, подкрепленной необходимостью перехода к реализации Национальной технологической инициативы и 11 перспективных проектов, способных обеспечить ускорение траектории неоиндустриального развития. В этой связи, особую актуальность приобретают исследования в области развития методологии инвестиционного анализа в отрасли телекоммуникаций.

Инвестиционный анализ отрасли

Термин «фундаментальный анализ» был впервые введен и определен в 1934 г. в публикации «Анализ ценных бумаг», американцами Б.Грэмом и Д.Доддом применительно к оценке финансовых инвестиций. Авторы представили фундаментальный анализ как инструмент прогнозирования стоимости ценных бумаг на бирже (акций и облигаций) [2]. В дальнейшем изучению вопросов фундаментального анализа посвятили свои работы такие мировые экономисты, как А. Дамодаран [3], Ф. Найт [4], Дж. Сигел [5], Дж. Сорос [6], Ф.Д. Фабоцци [7;8], У.Шарп [9] и другие авторы [10-15]. Из российских учёных, занимавшихся данным вопросом, можно выделить работы Т.Б. Бердниковой [16], В.А. Галанова [17] и др.

Отраслевой анализ, в рамках инвестиционного анализа, – это переходный момент от макроэкономического анализа к анализу компаний,

поскольку на этом этапе выявляются бесперспективные для дальнейшего рассмотрения отрасли. Однако после выбора отрасли требуется определить способы анализа общепромышленного финансового состояния и способы сравнения компаний отрасли между собой.

Общая схема отраслевого инвестиционного анализа, должна включать ряд этапов его проведения: 1. Сбор и подготовка данных для анализа; 2. Расчёт оценочных значений и обработка собранных данных; 3. Интерпретация результатов расчёта оценочных значений; а также две важные, дополняющие друг друга компоненты – макроэкономическую и микроэкономическую. Макроэкономическая базируется на глобальных трендах и научно-техническом прогрессе, а микроэкономическая компонента – на данных финансовой, бухгалтерской и управленческой отчетности компаний, образующих отрасль (рис. 1.).

Финансовые показатели деятельности компаний

При проведении инвестиционного анализа отрасли особую роль играет оценка финансовых показателей деятельности компаний.

Учитывая специфику инвестиционного анализа отрасли, важно оценить финансовое состояние компаний, представляющих анализируемую отрасль по ключевым для инвестора финансовым показателям. Помимо анализа финансового состояния компании с помощью коэффициентов и показателей важным является анализ дивидендной политики. Данный анализ состоит из двух факторов: размер дивидендных выплат по отношению к стоимости акций; стабильность дивидендных выплат. Таким образом, анализ финансовых показателей, финансовых коэффициентов, в том числе и дивидендных выплат, позволяет оценить инвестиционную привлекательность отдельной компании [18-21].

Деятельность любой компании может быть оценена по-разному. Основными показателями оценки традиционно считаются объем реализации и прибыль. Помимо них в анализе применяют показатели, отражающие специфику производственной деятельности компании – отраслевые индикаторы [22]. Данные индикаторы показывают оценку спроса и предложения на товары или услуги отрасли, объемы продаж отрасли, оценку процессов, происходящих в отрасли и другие.

Помимо стандартных отраслевых показателей, предлагается рассчитать по формуле (1) новый отраслевой аналитический показатель для сравнительной оценки компаний между собой и их положения в отрасли связи.

$$K_{отр} = \frac{EV}{ARPU \cdot Аб.база} \quad (1)$$

где: EV – стоимость компании, $ARPU$ – средняя выручка на пользователя за месяц, $Аб.база$ – количество пользователей (абонентов).

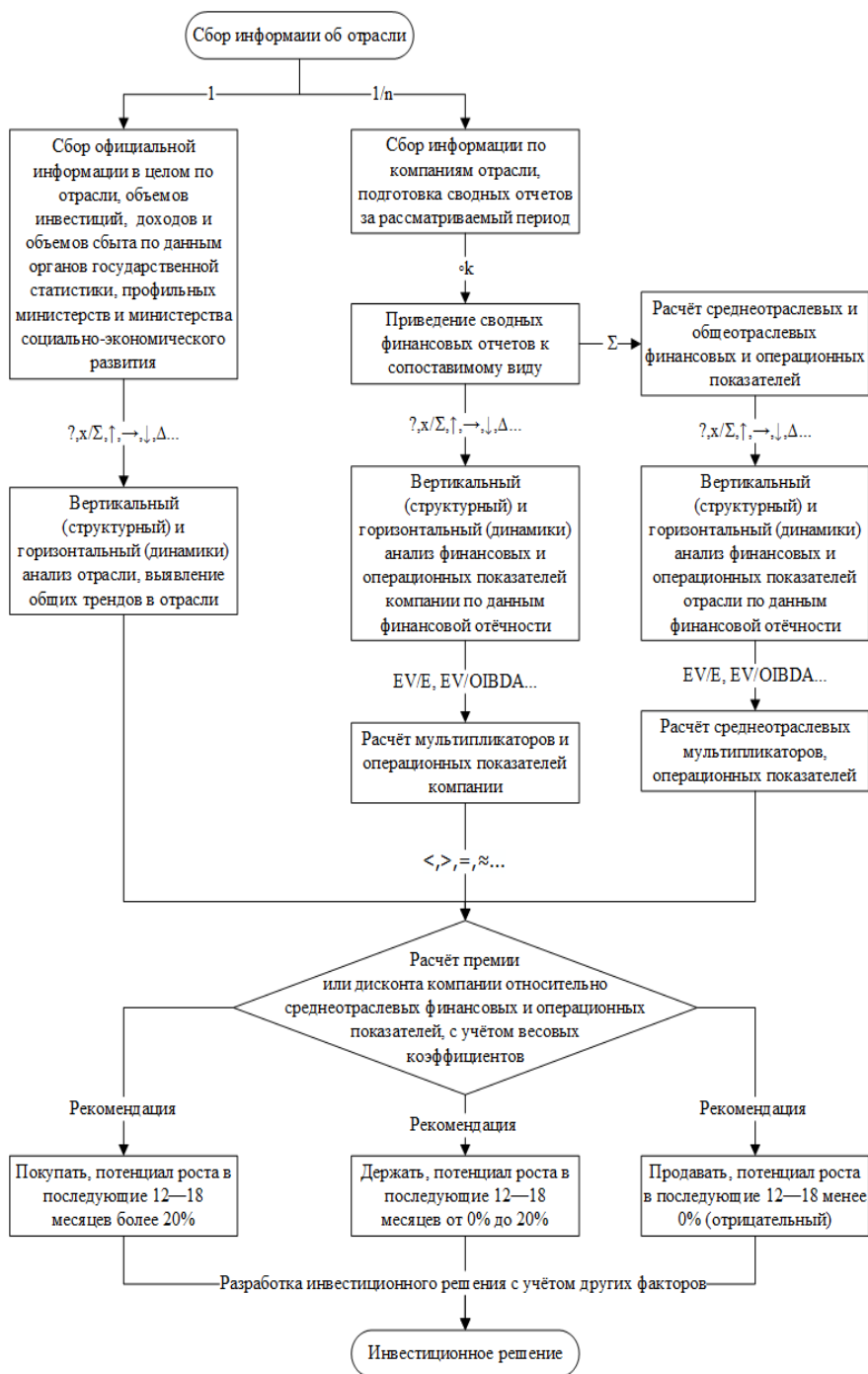


Рисунок 1. Схема отраслевого инвестиционного анализа

Источник: составлено авторами

Данный отраслевой коэффициент позволяет оценить стоимость компании по отношению к ресурсной базе, выраженной качеством абонентской базы (показатель *ARPU* – показывает, сколько в среднем в условиях рынка готовы платить покупатели за услуги оператора) и её объёмом (*Аб.база*).

Рассмотрим результаты анализа пяти крупных компаний отрасли связи, в том числе расчёт финансовых, отраслевых показателей и прогноза финансовых результатов.

Оценка финансовых показателей деятельности компаний отрасли коммуникаций

Для оценки ключевых финансовых показателей деятельности были выделены наиболее крупные компании отрасли связи (телекоммуникаций):

2.1. ПАО «МТС»

Основной владелец: АФК Система (55%). На протяжении последних 6 лет рыночная капитализация компания примерно находится на одном и том же уровне (около 500 млрд. руб.), за исключением 2013 г., когда она достигала отметки около 600 млрд. руб. Уставный капитал компании представлен только обыкновенными акциями. [23;24]

По основным результатам хозяйственной деятельности МТС показывает устойчивое развитие. Выручка компании растёт от года к году, в среднем на 17,6 млрд. руб.. Стоимость компании (EV) также в среднем растёт на протяжении рассматриваемого периода и составляет на 2015 г. 782 млрд. руб. В 2016 году также прогнозируется рост стоимости компании до 878 млрд. руб. Капитальные затраты, по данным за 2013-2015 гг., остаются на прежнем уровне (около 80 млрд. руб. в год). [24;25]

Дивидендная политика компания стабильная. Дивидендная доходность составляет от 6% до 10% к среднегодовой стоимости компании. [23;24]

Показатель EV/OIBDA у компании МТС с 2010 по 2015 гг. находится на уровне 4,3х, что отражает стабильную оценку стоимости компании на рынке со стороны инвесторов исходя из её операционной деятельности. В 2016 г. ожидается рост данного показателя. Значение показателя EV/Earnings у компании высокое и составляет 16,52х на конец 2015 г., то есть на один рубль чистой прибыли приходится 16,25 руб. стоимости компании. Значение показателя EV/Активы выше 1х на протяжении всего рассматриваемого периода, и отражает хорошее качество управления: инвесторы оценивают стоимость компании выше стоимости её имущественного комплекса. EV/Sales так же, как и EV/OIBDA, на протяжении рассматриваемого периода стабилен (в районе 1,8х). Показатель «Чистый долг / OIBDA» за последние три года вырос в 3,5 раза (с 0,49х в 2013 до 1,78х в 2015): такая динамика характеризует рост долга. В 2016 г. прогнозируется сохранение динамики. Значение данного показателя максимально за последние шесть лет. Рентабельность OIBDA по выручке на уровне 40% отражает высокую маржинальность бизнеса. С

2013 по 2015 гг. наблюдается рост отраслевого коэффициента ($K_{отр}$) на 6%, что отражает рост бизнеса. В 2016 г. прогнозируется сохранение роста данного показателя. (Таблица 1).

Таблица 1 – Мультипликаторы, рассчитанные по финансовой отчётности ПАО «МТС»

Наименование	Ед. изм.	Года						
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ (МСФО)								
EV/OIBDA	-	4,73	4,58	4,14	3,87	4,29	4,46	5,13
EV/Earnings	-	14,47	14,81	21,12	8,80	14,37	16,52	22,23
EV/Активы	-	1,54	1,38	1,50	1,40	1,24	1,20	1,40
EV/Sales	-	1,98	1,88	1,76	1,70	1,83	1,82	1,93
P/Earnings	-	10,43	10,01	14,61	7,68	10,14	9,92	12,37
P/Sales	-	1,43	1,27	1,22	1,49	1,29	1,09	1,08
P/BV	-	3,87	4,01	4,14	3,79	3,02	2,79	2,77
Чист. долг / OIBDA	-	1,32	1,48	1,28	0,49	1,26	1,78	2,27
Рентабельность OIBDA по выручке	%	42%	41%	43%	44%	43%	41%	38%
$K_{отр}$		37,65	35,66	32,22	29,22	29,86	31,07	34,88**

* – значение мультипликаторов за 2016 год рассчитаны на основе прогнозных значений финансовых показателей.

** – отраслевой коэффициент рассчитан при условии сохранения показателя ARPU и объема абонентской базы на уровне прошлого года.

Источник: рассчитано авторами по данным [22-25]

В целом компанию можно оценить как стабильную с хорошим уровнем управления и понятной для инвесторов дивидендной политикой. Дивидендная доходность в последние годы на уровне 8-10% привлекает внимание инвесторов. В 2016 г. ожидается рост бизнеса компании.

2.2. ПАО «Вымпелком»

Основные владельцы: Vimpelcomltd. – 100% (владельцы Vimpelcomltd.: LetterOne (Altimo) – 47,9%; Telenor – 23,7%; TheStichting – 8,3%). По процентам владения материнской компании рассчитан объем free-float, который составляет около 20%. [23; 26]

Сложность в оценке акционерного капитала и рыночной капитализации ПАО «Вымпелком» заключается в том, что, несмотря на форму собственности, компания является 100% дочерней компанией Vimpelcomltd., которая консолидирует активы группы, расположенные в

разных странах. Поэтому для оценки рыночной капитализации применялся подход вычисления доли в рыночной стоимости материнской компании (Vimpelcomltd.) анализируемой дочерней компании (ПАО «Вымпелком»), по доле выручки дочерней компании в материнской за определенный период [23;26]

По данным таблицы 6 можно утверждать, что на 2015 г. объем абонентской базы Вымпелкома на 10 млн. человек меньше, чем у МТС на конец 2015 г., при этом показатель ARPU у МТС выше, чем у Вымпелкома. Такое сравнение показывает отсутствие факторов, позволяющих значительно нарастить выручку Вымпелком без каких-либо управленческих действий. На 2015 г. у компании Вымпелком наблюдается нехватка собственных оборотных средств для выполнения операционной деятельности, что может негативно сказываться на бизнес-процессах в краткосрочной перспективе. В 2016 г. прогнозируется нормализация собственных оборотных средств, но денежный поток, при прочих равных условиях, прогнозируется отрицательным. [25-26]

В связи с тем, что компания не торгуется на рынке, а является 100% дочерней компанией публичной Vimpelcomltd., был сделан вывод о нецелесообразности оценки дивидендной политики, так как она не в полной мере отражает фактическое состояние анализируемой дочерней компании.

По финансовым мультипликаторам можно сказать, что частые существенные изменения их значений, скорее всего, отражает недостаточное внимание со стороны управленцев к финансовым показателям и отсутствие четких целей и планов по их достижению. Такая финансовая политика может быть продиктована «сменой акцентов» в стратегии компании в направлении новых рынков деятельности за счёт уже действующих подразделений компании.

Так, показатель EV/OIBDA с 2010 по 2015 гг. находится в коридоре от 7,97х до 3,51х, а наименьшее (3,51х) достигается в 2015 г. Значение показателя EV/Earnings у компании также высокое и составляет 21,11х на конец 2015 г., то есть на один рубль чистой прибыли приходится более 20 рублей стоимости компании. В 2016 г. рост данного показателя не прогнозируется. Значение показателя EV/Активы ниже 1хначиная с 2011 г. (на конец 2015 г. – 0,67х), что означает, что стоимость имущественного комплекса компании выше её рыночной (но с учетом долга) стоимости. По результатам 2016 г., так же, ожидается снижение на данного показателя на 20%. Такой прогноз говорит о необходимости принятия экстренных мер по повышению внутренней эффективности компании. Компания обладает большим запасом свободных внутренних резервов. EV/Sales не стабилен. В 2015 г. он снизился на 27% (с 1,66х в 2014 г. до 1,21х в 2015 г.). В случае отсутствия управленческих решений, в 2016 г. динамика сохранится. Показатель «Чистый долг / OIBDA» в 2015 г. снизился в 2 раза (с 2,98х в

2014 г. до 1,69х в 2015 г.), что отражает снижение чистого долга. Рентабельность OIBDA по выручке в 2015 г. составляет 34%. В 2016 г. ожидается сохранения данного уровня (Таблица 2).

Таблица 2- Мультипликаторы, рассчитанные по финансовой отчётности ПАО «Вымпелком»

Наименование	Ед. изм	Года						
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ (МСФО)								
EV/OIBDA	-	6,61	7,97	5,23	4,04	4,51	3,51	3,04
EV/Earnings	-	12,15	19,49	9,06	10,94	15,79	21,11	21,32
EV/Активы	-	1,04	0,92	0,79	0,92	0,71	0,67	0,54
EV/Sales	-	1,99	1,74	1,49	1,57	1,66	1,21	1,04
P/Earnings	-	8,99	8,57	3,79	5,14	5,36	10,92	10,55
P/Sales	-	1,47	0,76	0,62	0,74	0,56	0,62	0,52
P/BV	-	1,42	1,36	0,98	1,20	0,86	0,84	0,63
Чист. долг / OIBDA	-	1,72	4,47	3,04	2,14	2,98	1,69	1,54
Рентабельность OIBDA по выручке	%	30%	22%	28%	39%	37%	34%	34%
$K_{отр}$	-	36,63	28,26	25,33	30,45	31,65	24,10	20,07* *

* – значение мультипликаторов за 2016 год рассчитаны на основе прогнозных значений финансовых показателей.

** – отраслевой коэффициент рассчитан при условии сохранения показателя ARPU и объема абонентской базы на уровне прошлого года.

Источник: рассчитано авторами по данным [25-26]

Мультипликаторы финансовой деятельности ПАО «Вымпелком» отражают неустойчивое состояние компании и низкое качество управления.

2.3. ПАО «Мегафон»

Основные владельцы: USMGroup – 56%, TeliaSoneraGroup – 25%, MegaFonInvestments (CyprusLimited) – 4%. До 2012 г. компания имела непубличную правовую форму, поэтому некоторые показатели финансовой деятельности не раскрывались. Как результат - нет возможности провести рыночную оценку ее капитализации и рассчитать для нее некоторые аналитические показатели за период с 2010 по 2011 гг.. В таблице 8 приведена информация об акционерном капитале. По данным таблицы можно сказать, что на протяжении всего периода с 2012 до 2015 гг. объем free-floatсоставляет 14-15%. [23;27]

Операционные показатели компании говорят об уверенном росте бизнеса за счет увеличения абонентской базы с 57 млн. в 2010 г. до 75 млн. в 2015 г. с примерно сопоставимым уровнем дохода на абонента (ARPU в районе 320 рублей в 2010-2014 гг.) и выросшим на 57% с 148 руб. в 2010 г. до 233 руб. в 2015 г. средним месячным доходом на одного пользователя мобильного интернета (ARPDU). [23;27]

По показателю выручки также наблюдается рост с 2010 по 2014 гг. с 216 млрд. руб. до 315 млрд. руб. (прирост составил 46%) с последующим небольшим снижением в районе 1,5 млрд. руб. Несмотря на снижение в выручке, чистая прибыль в 2015 г. выросла на 6% и составила 39 млрд. руб. В 2016 г. прогнозируется восстановления восходящего тренда по выручке при одновременно росте операционных расходов и, как следствие, снижение чистой прибыли. Капитальные затраты компании в последние 4 года также росли. Прирост с 2012 по 2015 гг. составил 25 млрд. руб., или 50% к уровню 2012 г.

По результатам анализа динамики дивидендных выплат, дивидендная политика Мегафона оценивается как стабильная. В 2012-2013 гг. выплаты составили более 85% от чистой прибыли компании по МСФО при дивидендной доходности более 7,5% к годовой средневзвешенной цене акций. Несмотря на то, что в 2014 г. выплаты составили всего 27% от чистой прибыли по МСФО (дивидендная доходность составила 1,6% к годовой средневзвешенной цене акций), в 2015 г. выплаты составили рекордные 70 млрд. руб., или более 175% от годовой чистой прибыли. Дивидендная доходность превысила 13% к средневзвешенной цене акций. Данные факты говорят о средней дивидендной доходности акций на уровне 7,5%. [25;27]

Финансовые мультипликаторы в период с 2012 по 2014 гг. значительных изменений не претерпевают. Показатель EV/OIBDA в указанный период находится в коридоре от 5,1х до 6,2х, что несколько выше значений этого показателя, рассчитанного для Вымпелкома и МТС, и отражает наличие премии в капитализации Мегафона. EV/Earnings вырос на 28% с 14,9х в 2012 г. до 21,9х в 2015 г., то есть в 2015 г. на один рубль чистой прибыли приходится 22 рубля стоимости компании. EV/Активы выше 1х, что говорит о достаточном уровне управления компанией (инвесторы оценивают стоимость компании выше стоимости имущественного комплекса). Показатель EV/Sales в 2015 г. снизился на 9% по отношению к 2013 г., то есть произошло снижение стоимости компании к её выручке на 9%. «Чистый долг / OIBDA» со сменой организационно-правовой формы с непубличной на публичную в 2012 г. увеличился в 3 раза (с 0,4х в 2011 г. до 1,3х в 2012 г.) по отношению к 2011 г. и продолжил расти в 2015 г., достигнув уровня 1,6х (рост к 2012 г. составил 26% в относительном выражении и 0,34х в абсолютном). Рентабельность OIBDA по выручке на протяжении всего периода находится в районе 40%, что характеризует бизнес как высокомаржинальный. В 2016 г. возможно снижение значений данного показателя (Таблица 3).

В целом компания может быть охарактеризована положительно: за последние годы Мегафон существенно нарастил абонентскую базу до 75 млн. абонентов в 2015 г.; бизнес показывает хорошие операционные и финансовые результаты – «Рентабельность OIBDA по выручке» в 2015 г.

составляет 40%, возможно снижение 2016 г.; акции компании показывают дивидендную доходность на уровне 7,5%.

Таблица 3 - Мультипликаторы, рассчитанные по финансовой отчетности ПАО «Мегафон»

Наименование	Ед. изм.	Года						
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ (МСФО)								
EV/OIBDA	-	-	-	5,11	6,21	6,23	6,01	5,84
EV/Earnings	-	-	-	14,85	15,03	21,78	19,03	21,78
EV/Активы	-	-	-	1,63	1,81	1,76	1,59	1,28
EV/Sales	-	-	-	2,09	2,62	2,56	2,38	2,02
P/Earnings	-	-	-	11,10	12,29	16,77	13,87	14,11
P/Sales	-	-	-	1,56	2,14	1,97	1,74	1,31
P/BV	-	-	-	3,54	4,60	3,93	3,68	2,86
Чист. долг / OIBDA	-	0,32	0,43	1,29	1,13	1,43	1,63	2,06
Рентабельность OIBDA по выручке	%	44%	39%	41%	42%	41%	40%	35%
$K_{отр}$	-	-	-	27,57	34,85	36,02	31,08	27,13**

* – значение мультипликаторов за 2016 г. рассчитаны на основе прогнозных значений финансовых показателей.

** – отраслевой коэффициент рассчитан при условии сохранения показателя ARPU и объема абонентской базы на уровне прошлого года.

Источник: рассчитано авторами по данным [23;27].

2.4. ПАО «Ростелеком»

Основной владелец: Российская Федерация в лице Росимущества – 45%, ООО «МОБИТЕЛ» – 16%, Внешэкономбанк – 4%. На конец 2015 г. акционерный капитал компании представлен 2,5 млрд. обыкновенных акций и 209 тыс. привилегированных акций. Из всего объема акций только 35% находится в свободном обращении. [23;28]

Отраслевые операционные показатели Ростелеком по рынку мобильной связи в период с 2010 по 2014 гг. (до передачи мобильных активов ООО «Т2 РТК Холдинг», ранее ООО «Т2 Рус Холдинг») не публикуются, поэтому в таблице 13. представлены только обобщенные финансовые показатели.

Показатель выручки за вычетом амортизации (OIBDA) с 2012 по 2015гг. снизился на 16% (с 113 млрд. руб. в 2012 г. до 99 млрд. руб. в 2015 г.). На показатель OIBDA с 2012 г. влияет низкое качество управления и, как следствие, внутренняя неэффективность. В 2016 г. прогнозируется сохранения наметившейся тенденции. Также стоит отметить отсутствие собственных оборотных средств на всем рассматриваемом периоде с 2010 по 2015 гг. включительно. Очень существенно изменилась стоимость компании с 654 млрд. руб. в 2011 г. до 415 млрд. руб. в 2015 г.: уменьшение составило 239 млрд. руб. в абсолютном выражении и 36,5% в

относительном (по 10% в год). В 2016 г. прогнозируется рост стоимости компании на 7,5% до 446 млрд. руб. [23;28]

Историю дивидендных выплат Ростелекома нельзя назвать стабильной, однако в целом можно сказать, что дивидендная доходность привилегированных акций выше дивидендной доходности обыкновенных акций в среднем на 2,7%. Так же можно заметить, что дивидендные выплаты не зависят от финансовых результатов. [23;28]

Показатели EV/OIBDA, EV/Активы и EV/Sales снижаются с 2011 г. Наибольшее снижение произошло в 2011 г.: -11,0%, -18,8% и -14,9% к соответствующим показателям 2010 г. Во многом это связано с ежегодной потерей рыночной стоимости, в особенности обыкновенных акций. Несмотря на снижение показателей EV/OIBDA, EV/Активы и EV/Sales, рентабельность OIBDA по выручке на протяжении рассматриваемого периода остается на неплохом для отрасли уровне 35% (на конец 2015 г. значение равно 33%). На текущий момент нет предпосылок улучшения значений мультипликаторов в 2016 г. (Таблица 3)

Таблица 3 - Мультипликаторы, рассчитанные по финансовой отчётности ПАО «Ростелеком»

Наименование	Ед. изм.	Года						
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ (МСФО)								
EV/OIBDA	-	-	5,73	5,10	4,64	4,32	4,19	4,81
EV/Earnings	-	-	14,20	17,16	21,84	11,50	28,85	48,35
EV/Активы	-	-	1,28	1,04	0,94	0,79	0,75	0,78
EV/Sales	-	-	2,21	1,88	1,62	1,40	1,40	1,51
P/Earnings	-	-	10,81	11,37	13,14	6,92	16,38	25,97
P/Sales	-	-	1,68	1,25	0,97	0,84	0,79	0,81
P/BV	-	-	1,86	1,57	1,59	1,07	0,94	0,96
Чист. долг / OIBDA	-	1,19	1,37	1,72	1,85	1,72	1,81	2,23
Рентабельность OIBDA по выручке	%	38%	39%	37%	35%	32%	33%	31%

* – значение мультипликаторов за 2016 год рассчитаны на основе прогнозных значений финансовых показателей. *Источник:* рассчитано авторами по данным [23;28]

В целом финансовые показатели компании можно оценить, как стабильные, а стоимость акций справедливой. Финансовое состояние компании во многом зависит от общего положения дел в отрасли.

2.5. ООО «Т2 РТК Холдинг»

Основной владелец: Ростелеком – 45%, Tele2 RussiaHoldingAB – 55% (ВТБ – 50% в Tele2 RussiaHoldingAB или 27,5% в ООО «Т2 РТК Холдинг»; Invintel V.V. Алексея Мордашова – 40% в Tele2 RussiaHoldingAB или 22,0% в ООО «Т2 РТК Холдинг»; Банк «Россия» – 10% в Tele2 RussiaHoldingAB или 5,5% в ООО «Т2 РТК Холдинг»). Рыночная капитализация компании

была рассчитана исходя из среднеотраслевого показателя EV/OIBDA. [23;29-30]

В 2010-2015 г. компания имеет отрицательную расчетную капитализацию. Данный факт обусловлен агрессивной ценовой политикой на рынке, которая не позволяет компании получать прибыль и сопряжена с большими издержками. Результаты хозяйственной деятельности показывают стабильный рост абонентской базы оператора в среднем на 3,5 млн. абонентов, с замедлением темпа прироста в 2015 г. до 6% в относительном выражении и до 2 млн. абонентов в абсолютном. Так же можно отметить рост капитальных затрат в более чем 6 раз за последние два года с 6 млрд. руб. в 2013 г. до 39 млрд. в 2015 г., при одновременном снижении OIBDA с 22 млрд. руб. до 16 млрд. руб. (снижение составило 25%) за аналогичный период. Нарастание чистого долга компании с 29 млрд. руб. в 2012 г. до 102 млрд. руб. в 2015 г. (увеличение составило 3,5 раза) повлекло снижение расчётной капитализации компании до отрицательного значения в 2015 г. (-25,5 млрд. руб.). В связи с непубличной организационно-правовой формой собственности и отсутствием отчетов о промежуточных финансовых результатах, невозможно спрогнозировать финансовое положение компании на 2016 г. [23;29-30]

Из-за наличия отрицательных значений финансовых показателей не все значения мультипликаторов, представленные в таблице 4, были рассчитаны.

Таблица 4 - Мультипликаторы, рассчитанные по финансовой отчётности ООО «Т2 РТК Холдинг»

Наименование	Ед. изм	Года					
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ (МСФО)							
EV/OIBDA (среднеотраслевое значение)	-	2,99	4,39	4,81	4,60	4,82	4,54
EV/Earnings	-	4,92	7,15	7,90	7,98	76,01	Отр.
EV/Активы	-	0,87	1,64	1,50	2,05	0,44	0,32
EV/Sales	-	0,92	1,45	1,67	1,61	1,11	0,81
P/Earnings	-	Отр.	6,14	4,51	5,77	22,43	Отр.
P/Sales	-	Отр.	1,25	0,95	1,16	0,33	Отр.
P/BV	-	0,88	5,90	5,42	Отр.	0,29	Отр.
Чист. долг / OIBDA	-	4,67	0,62	2,06	1,27	3,40	6,05
Рентабельность OIBDA по выручке	%	31%	33%	35%	35%	23%	18%

Источник: рассчитано авторами по данным [23;29-30]

EV/Активы ООО «Т2 РТК Холдинг» с 2,05х в 2013 г. снизился до 0,32х в 2015 г., снижение составило 1,73х, то есть на 1 рубль стоимости

имущественного комплекса компании в 2013 г. приходится 2 рубля стоимости компании, а в 2015 г. на 1 рубль стоимости имущественного комплекса компании приходится 32 копейки стоимости компании. Таким образом, по итогам 2015 г. компанию выгодно продать по частям как имущественный комплекс, нежели продавать как бизнес. Во многом данный факт может быть обусловлен самой высокой долговой нагрузкой в отрасли: показатель «Чистый долг / OIBDA» с 1,27х в 2013 г. увеличился до 6,05х в 2015 г., или в относительном выражении практически 5 раз. Рентабельность OIBDA по выручке так же показала отрицательную динамику с 35% в 2012 г. до 18% в 2015 г. Снижение рентабельности OIBDA по выручке составило 200% за 2 года. Показатель EV/Sales, напротив, имеет положительную динамику: в 2015 г. компании удалось получить годовую выручку выше своей стоимости – значение показателя составило 0,81х.

В целом, негативная динамика индикаторов за последние 2-3 года очень настораживает и может быть предвестником ухода компании с рынка или её поглощения оператором с устойчивым финансовым положением.

Заключение

Итак, предложенная схема отраслевого инвестиционного анализа, включает две важные, дополняющие друг друга компоненты – макроэкономическую и микроэкономическую. Разработанный в рамках микроэкономической компоненты отраслевой коэффициент $K_{отп}$ позволяет заменить стандартный набор финансовых коэффициентов (EV/OIBDA, EV/E, EV/Assets, EV/S) для экспресс-оценки компаний отрасли связи (телекоммуникаций) и сравнения их в рамках отраслевого анализа.

Анализ финансовых мультипликаторов пяти ключевых компаний отрасли за период 2010-2016 гг. демонстрирует следующие результаты:

1. ПАО «МТС» можно оценить как стабильную компанию с эффективным уровнем управления и понятной для инвесторов дивидендной политикой. Дивидендная доходность в последние годы находится на уровне 8-10% привлекает внимание инвесторов. В 2017 г. ожидается рост бизнеса компании.

2. ПАО «Вымпелком» характеризуется неустойчивым финансовым состоянием и низким качеством управления.

3. ПАО «Мегафон» может быть охарактеризовано положительно: за последние годы Мегафон существенно нарастил абонентскую базу до 75 млн. абонентов в 2015 г.; бизнес показывает хорошие операционные и финансовые результаты – «Рентабельность OIBDA по выручке» в 2015 г. составляет 40%, возможно снижение по итогам 2016 г.; акции компании показывают дивидендную доходность на уровне 7,5%.

4. ПАО «Ростелеком» характеризуется стабильными финансовыми показателями, справедливой ценой акций, однако, является в значительной степени зависимой от динамики развития отрасли в целом.

5. ООО «Т2 РТК Холдинг» характеризуется негативной динамикой индикаторов за последние 2-3 года, что может свидетельствовать о скором уходе компании с рынка или её поглощении оператором с устойчивым финансовым положением.

В целом, положение компаний в отрасли связи России выражается в возможности разделения ключевых публичных компаний на две группы:

1. Мегафон и МТС – компании, акции которых рекомендуются к покупке исходя из истории дивидендных выплат и финансовых показателей.

2. Ростелеком и Вымпелком – слабые компании с низкой инвестиционной привлекательностью, акции которых не рекомендуются к покупке.

3. Компании рынка телекоммуникаций могут быть разделены на две группы: первая – высокоэффективные компании, направленные на рост стоимости бизнеса и высокие операционные, и финансовые результаты (Мегафон и МТС); вторая – низкоэффективные компании со слабой внутренней дисциплиной направленные на достижение стратегических целей (Ростелеком и Вымпелком);

4. По итогам 2016 г. ожидается рост выручки у компаний первой группы (Мегафон и МТС) при одновременном снижении их операционной и чистой прибылей

По результатам 2016 г. прогнозируется, что на рынке появится явный лидер – МТС. Данный факт может быть связан с очень высоким уровнем управления компаний.

Кроме того, по результатам анализа важно отметить, что драйвер роста в отрасли сменяется с подвижной (сотовой) электросвязи, в связи с насыщением рынка, на документальную электросвязь (услуги передачи документов в цифровом виде с использованием ЭЦП), что может быть связано с развитием электронного документооборота как в государственном, так и в частном секторах экономики. Активное развитие документальной электросвязи во многом может быть продиктовано стандартизацией контрактов и их распределенным хранением на основе таких технологий как: умные контракты, «blockchain» и другие.

Таким образом, инвестиционное развитие экономики в ближайшей перспективе должно быть ориентировано на удовлетворение острой потребности в развитии отрасли телекоммуникаций, подкрепленной высоким потенциалом реализации драйверов ее роста и их влиянием на эффективность инновационных процессов.

Список источников:

1. Зубкова Л.Д., Дьячков С.М. Анализ инвестиционной привлекательности телекоммуникационной отрасли // Экономика и предпринимательство: Экономика и предпринимательство. – 2015. – № 4-1 (57-1). – С. 819-823
2. Коттл С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф. Е. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / Пер. с англ. – М.: ЗАО Олимп – Бизнес, 2000. – 704 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1322с.
4. Найт Ф. Риск, неопределенность и прибыль. М.: Дело, 2003. – 360с.
5. Портер М., Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов/; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 454 с.
6. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены: Пер. с англ. – М. ИНФРА-М, 1996. – 336с.
7. Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. - 950 с.
8. Фабоцци Ф. Финансовые инструменты/Пер. с англ. – М.: Эксмо, 2010. – 864с.
9. Шарп, У. Ф. Инвестиции: учебник. / Шарп У. Ф., Александр Г. Д., Бэйли Дж. В.; пер. с англ.: А. Н. Буренин. – М.: Инфра-М, 2009. – 1028 с.
10. Joseph D. Piotroski, Eric C. So Identifying Expectation Errors in Value//Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach. Review Finance Studies. - 2012. - Vol. 25(9). - Pp. 2841-2875.
11. H. Pan, D. Sornette, K. Kortanek Intelligent finance—an emerging direction// Quantitative Finance. - 2006. - Vol. 6. - Pp. 273-277.
12. D. Bryan & M. Rafferty Fundamental value: a category in transformation// Economy and Society. - 2013. - Vol. 42. - Pp.130-153
13. M.-M. Lai , S.-H. Tan, L.-L. Chong. (2013). The Behavior of Institutional and Retail Investors in Bursa Malaysia during the Bulls and Bears// Journal of Behavioral Finance. - 2013. - Vol. 14. - Pp. 104-115
14. H. Hong, W.Torous, R. Valkanov Do industries lead stock markets?// Journal of Financial Economics. - 2007. - Vol. 83, Issue 2, Pp. 367-396
15. J. Liu, D.Nissim, J. Thomas Equity Valuation Using Multiples// Journal of Accounting Research. - 2002. - Vol. 40(1). - Pp. 135-172
16. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее. - М.: ИНФРА-М, 2011. – 397с.
17. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. - М.. ИНФРА-М, 2006. – 379с.
18. Боготко А. Н. Основы экономического анализа хозяйствующего субъекта. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 206 с.
19. Валдайцев С. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия М.: Издательство ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720с.
20. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ(ред. от 03.07.2016)«О рынке ценных бумаг».[Электронный ресурс] – Режим доступа:http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/
21. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ(ред. от 03.07.2016) «Об акционерных обществах».[Электронный ресурс] – Режим доступа:http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/

22. Асват Дамодаран. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. — М.: «АльпинаПаблицер», 2011. — 1324 с.

23. Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://e-disclosure.ru/>

24. Годовые отчеты компании ПАО «МТС» [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.company.mts.ru/comp/ir/control/data/annual_reports/

25. Информационно-аналитическая система СПАРК [Электронный ресурс] – режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/>

26. Годовые отчеты компании ПАО «Вымпелком» [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://beeline.ru/about/about-beeline/disclosure/annual-reports/>

27. Годовые отчеты компании ПАО «Мегафон» [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://corp.megaфон.ru/investoram/shareholder/year_report/

28. Годовые отчеты компании ПАО «Ростелеком» [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.rostelecom.ru/ir/disclosure/annual_reports/

29. Финансовая информация о компании ООО «Т2 РТК Холдинг» [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/fin-info/>

30. Консолидированная отчетность ООО «Т2 РТК Холдинг» [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/docs/>

References:

Zubkova L. D., Dyachkov C. M. (2015) *Analysis of investment attractiveness of the telecommunication industry*. [Analiz investitsionnoy privlekatelnosti telekommunikatsionnoy otrasli] Economy and entrepreneurship Economy and entrepreneurship [Ekonomika i predprinimatelstvo], 4-1 (57-1), 819-823

Cottle, S., Murray, R. F., Blok F. E. (2000) *"Securities Analysis" by Graham and Dodd* [«Analiz tsennyih bumag» Grema i Dodka]. Moscow: ZAO Olimp – Business [ZAO Olimp – Biznes], 704

Damodaran A. (2004) *Investment assessment*. [Investitsionnaya otsenka] Moscow: Alpina Business Books [Alpina Biznes Buks], 1322.

Nite F. (2003) *Risk, uncertainty and profit*. [Risk, neopredelennost i pribyil] Moscow: Business [Delo], 360

Porter, M. (2005) *Competitive strategy: Method of sector and competitors analyses*. [Konkurentnaya strategiya: Metodika analiza otrasley i konkurentov] Moscow: Alpina Business Books [Alpina Biznes Buks], 454

Soros Dzh. (1996) *Soros about Soros. Ahead of change*. [Soros o Sorose. Operezhaya peremenyi] Moscow: INFRA-M [INFRA-M], 336

Fabozzi, F. J. (2007) *Bond Market: Analysis and strategy*. [Ryinok obligatsiy: Analiz i strategii] Moscow: Alpina Business Books [Alpina Biznes Buks], 950

Fabozzi F. (2010). *Financial instruments*. [Finansovyye instrumentyi] Moscow: Eksmo [Eksmo], 864

Sharp, W. F., Alexander G. D., Bailey J. V (2009) *Investments*. [Investitsii] Moscow: INFRA-M [INFRA-M], 1028

Joseph D. Piotroski Eric C. So. (2012). *Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach*. Review Finance Studies 25 (9), 2841-2875

<http://www.tandfonline.com/author/Sornette%2C+Didier>" (2006). *Intelligent finance—an emerging direction*. Quantitative Finance 6, 273-277

D. Bryan & M. Rafferty. (2013). *Fundamental value: a category in transformation*. Economy and Society 42, 130-153

M.-M. Lai, S.-H. Tan & L.-L. Chong. (2013). *The Behavior of Institutional and Retail Investors in Bursa Malaysia during the Bulls and Bears*. Journal of Behavioral Finance 14, 104-115 - 4Q

H. Hong, W. Torous, R. Valkanov. (2007). *Do industries lead stock markets?*, Journal of Financial Economics, Volume 83, Issue 2, Pages 367-396

J. Liu, D. Nissim, J. Thomas. (2002). *Equity Valuation Using Multiples*. Journal of Accounting Research, 40(1), 135-172

Berdnikova T. B. (2011) *Securities Market: past, present, future*. [Ryinok tsennyih bumag: proshloe, nastoyashee, budushee] Moscow: INFRA-M [INFRA-M], 397

Galanov, V. A. (2006) *Securities Market*. [Ryinok tsennyih bumag] Moscow: INFRA-M [INFRA-M], 379

Bogatko A. N. (1999) *Foundations of economic analysis of the business entity / Osnovyi ekonomicheskogo analiza hozyaystvuyuschego sub'ekta*. Moscow: Finances and statistics [Finansi i statistika], 206

Valdaitsev C. (2001) *Business Valuation and cost management of the enterprise* [Otsenka biznesa i upravlenie stoimostyu predpriyatiya] Moscow: YUNITI-DANA [YUNITI-DANA], 720

Federal law of 22 April 1996 N 39-FZ (ed. from 03.07.2016) "On securities market". [Electronic resource] – access Mode: http://www.consultant.EN/document/cons_doc_LAW_10148/

Federal law of 26 December 1995 N 208-FZ (ed. from 03.07.2016) "On joint stock companies" [Ob aktsionnykh obshchestvakh]. [Electronic resource] – access Mode: http://www.consultant.EN/document/cons_doc_LAW_8743/

Aswat Damodaran (2011) *Investment evaluation. Tools and techniques of assessment of any assets* [Investitsionnaya otsenka. Instrumentyi i metody otsenki lyubyykh aktivov]. Moscow: "Alpenpalace" [«Alpina Publisher»], 1324

Center of corporate disclosure [Tsentr raskryitiya korporativnoy informatsii] [Electronic resource] – Mode of access: <http://e-disclosure.ru/>

Annual reports of PJSC "MTS" [Godovyye otchetyi kompanii PAO «MTS»] [Electronic resource] – Mode of access: http://www.company.mts.ru/comp/ir/control/data/annual_reports/

Information-analytical system SPARK [Informatsionno-analiticheskaya sistema SPARK] [Electronic resource] – mode of access: <http://www.spark-interfax.ru/>

Annual reports of the company JSC "VimpelCom" [Godovyye otchetyi kompanii PAO «Vyimpelkom»] [Electronic resource] – Mode of access: <https://beeline.ru/about/about-beeline/disclosure/annual-reports/>

Annual reports of the company OJSC "MegaFon" [Godovyye otchetyi kompanii PAO «Megafon»] [Electronic resource] – Mode of access: http://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/year_report/

Annual reports of PJSC "Rostelecom" [Godovyye otchetyi kompanii PAO «Rostelekom»] [Electronic resource] – Mode of access: http://www.rostelecom.ru/ir/disclosure/annual_reports/

Financial information about the company LLC "T2 RTC holding"[
Finansovaya informatsiya o kompanii OOO «T2 RTK Holding»] [Electronic
resource] – Mode of access: <http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/fin-info/>

Consolidated statements of LLC "T2 RTC holding"[
Konsolidirovannaya otchetnost OOO «T2 RTK Holding»] [Electronic resource] – Mode of access:
<http://ru.tele2.ru/for-investors/russia/docs/>