

Евтеев Дмитрий Евгеньевич
магистрант
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: evtey95@mail.ru

Научный руководитель
Тропина Жанна Николаевна
доцент Департамента финансовых рынков и банков
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: tropina_zanna@inbox.ru

АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИЙ ПАО «МЕГАФОН» И ПАО «МТС»

Аннотация: в статье дан анализ инвестиционной привлекательности акций телекоммуникационного сектора на базе финансовых показателей, используемых в оценке инвестиционной привлекательности.

Ключевые слова: акции, инвестор, инвестиции, инвестиционная привлекательность, ликвидность, риск, уровень доходности.

В силу малой сопоставимости различных секторов российского телекоммуникационного рынка наиболее целесообразной базой для их сравнения является совокупный объем доходов от предоставленных услуг. В этом плане сфера мобильной связи долгие годы сохраняет лидирующую позицию, стабильно занимая более трети отечественного рынка телекоммуникаций. Тем не менее, как видно на представленной ниже гистограмме, динамика внутренней структуры данной отрасли российской экономики неоднозначна (рис. 1).



Рисунок 1. Динамика структуры российского рынка телекоммуникаций за 2010-2016 гг.*

С момента появления и быстрого распространения в нашей стране мобильной телефонии спрос на услуги фиксированной связи начал стремительно снижаться: более удобная и универсальная подвижная связь не просто сформировала свою собственную рыночную нишу, но еще и существенно сократила востребованность фиксированной телефонии, заставив значительную часть населения полностью отказаться от нее. Данная тенденция, несмотря на замедление темпов падения, продолжается и в настоящее время. Однако, как можно видеть на уже упомянутой гистограмме, в период с 2012 по 2016 год на фоне снижения доли фиксированных видов телефонии удельный вес мобильной связи так же сокращается.

На первый взгляд подобную картину можно объяснить быстрым ростом объемов документальной электросвязи. Однако данное положение поверхностно, что подтверждает представленная ниже гистограмма с динамикой объемов рынка по секторам в абсолютном выражении (рис. 2). Как можно заметить, в период с 2010 по 2013 год оба сектора и рынок телекоммуникаций в целом росли относительно пропорционально, однако в

* Составлено автором на основе данных Федеральной службы государственной статистики

дальнейшем данный баланс нарушился. Стабильное и стремительное повышение объема сектора документальной связи не поддерживало общий рост отрасли, а лишь отчасти компенсировало падение сферы подвижной связи. Будучи ключевым сектором, именно мобильная связь потянула вниз за собой российский рынок телекоммуникаций. Данное предположение подтверждает динамика темпов прироста: с 2010 по 2013 год рост сектора мобильной связи и рынка в целом практически идентичен, однако далее резкий спад объемов сотовой связи замедляет темпы прироста телекоммуникационной отрасли вплоть до -0,9% в 2016 году.

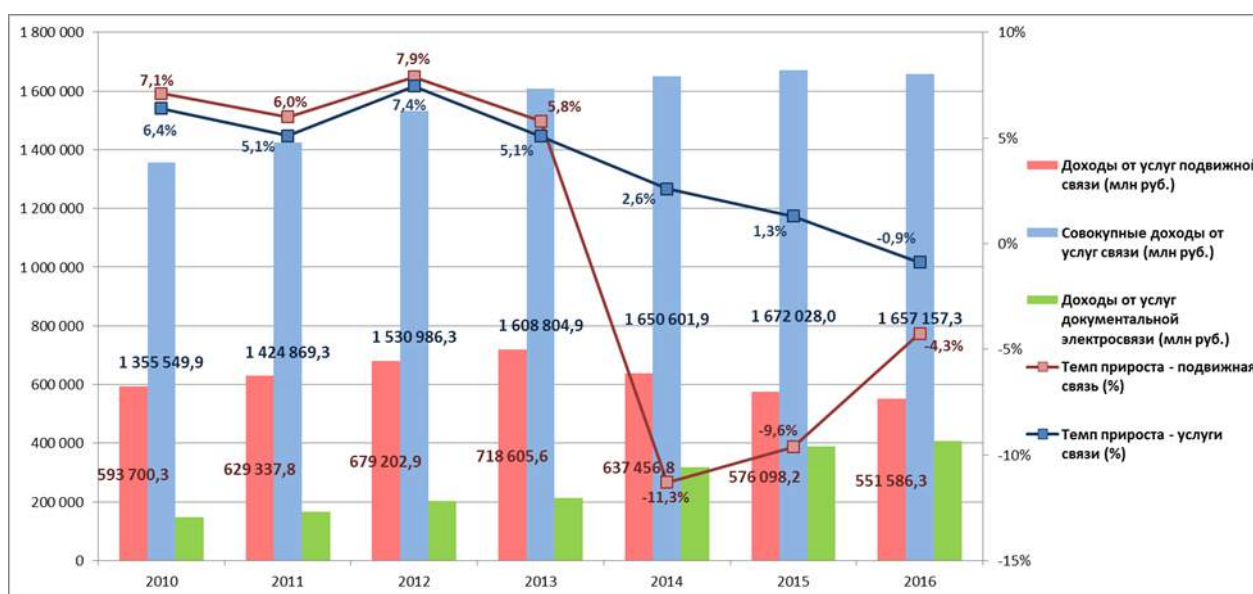


Рисунок 2. Динамика объемов российского рынка телекоммуникаций и сектора мобильной связи за 2010-2016 гг.*

Подобная динамика, в первую очередь, объясняется продолжающейся на протяжении последних лет общей фундаментальной стагнацией сектора сотовой связи, обусловленной чрезмерным перенасыщением рынка. Первые предостережения экспертов относительно скорого застоя начали появляться после сокращения темпов роста рынка подвижной связи. Данные опасения подогревались стремительным повышением уровня проникновения мобильной связи, а также увеличением числа абонентских устройств. Как можно заметить на представленном ниже графике, в период с 2010 по 2013 год на фоне общего

* Составлено автором на основе данных Федеральной службы государственной статистики

торможения телекоммуникационной отрасли количество активных SIM-карт и устройств связи активно росло, обновляя исторические максимумы (рис. 3). Однако уже 2014 год ознаменовался резким спадом данных показателей, и, несмотря на то, что в последующие годы уровню проникновения связи и числу абонентских устройств удалось не только восстановить утерянные позиции, но и установить новый максимум, темпы роста этих индикаторов существенно замедлились и по сути пришли в соответствие с общей динамикой рынка, в совокупности сигнализируя о перенасыщении сектора и начале его стагнации.

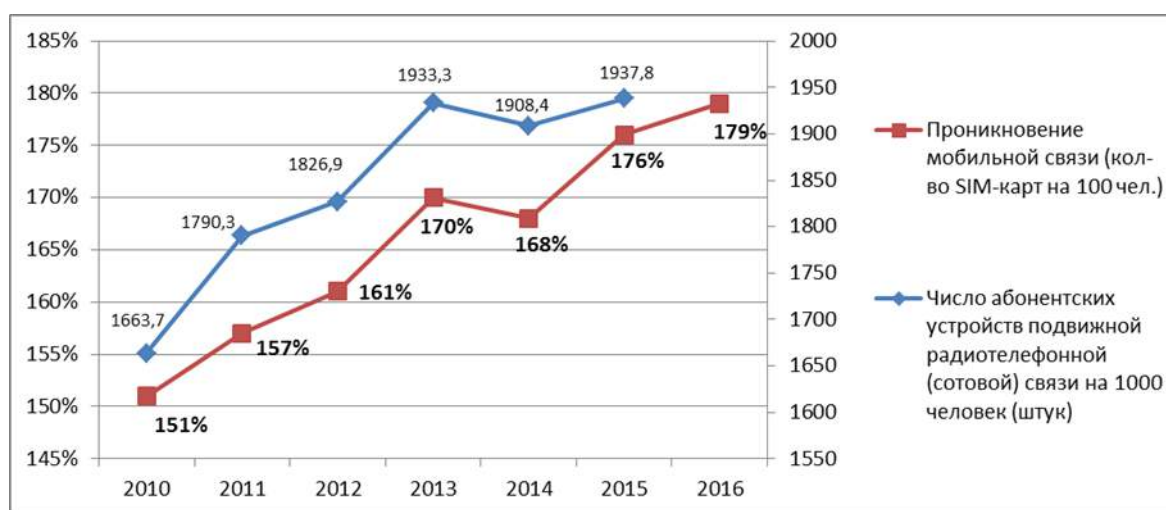


Рисунок 3. Динамика уровня проникновения мобильной связи и числа абонентских устройств в России за 2010-2016 гг.*

Вышеизложенное положение также подтверждает сравнение данных индикаторов на международном уровне – по показателю проникновения сотовой связи Россия является одним из мировых лидеров. Так, согласно данным Мониторинга информационного общества от Института статистических исследований и экономических знаний НИУ ВШЭ по состоянию на конец 2015 года российский показатель проникновения подвижной связи (178%) превысил уровень развитых стран почти в 1,5 раза

* Составлено автором на основе данных Федеральной службы государственной статистики

(средняя величина – 120%), а уровень развивающихся стран – почти в два раза (в среднем 91%)¹.

Также отдельного внимания заслуживает противоречие в изменениях объема рынка сотовой связи в целом и уровня ее проникновения: при падении в 2014 году последнего примерно на 1,2% сжатие сектора мобильных телекоммуникаций составило целых 11,3%. Данный спад обусловлен другим фундаментальным фактором – общим макроэкономическим кризисом. Снижение деловой активности и сокращение реальных доходов хозяйствующих субъектов в нашей стране вынудило их существенно сократить расходы на связь. Значительная часть населения, будучи ключевым потребителем услуг мобильных операторов, в связи с необходимостью оптимизации расходов сменила тарифы сотовой связи на более дешевые, что, естественно, негативно отразилось на совокупных доходах операторов. Так, на представленном ниже графике заметна сильная положительная корреляция реального дохода на душу населения и доходов от услуг мобильной связи (рис. 4). Что же касается расходов граждан на услуги связи, то в силу того, что в расчет данной величины включаются расходы населения на все виды связи, однозначный вывод по их динамике сделать сложно. Однако здесь следует отметить, что на графике явно видно приходящееся на 2014 и 2015 год замедление роста расходов на связь, что по большей части вполне соответствует изменениям двух других рассматриваемых показателей.

¹См.: «Мониторинг информационного общества»– [Электронный ресурс] –Институт статистических исследований и экономических знаний НИУ ВШЭ – Режим доступа:https://www.hse.ru/data/2016/02/18/1138987889/%D0%9C%D0%BE%D0%BD%D0%B8%D1%82%D0%BE%D1%80%D0%B8%D0%BD%D0%B3_3_2016.pdf, свободный

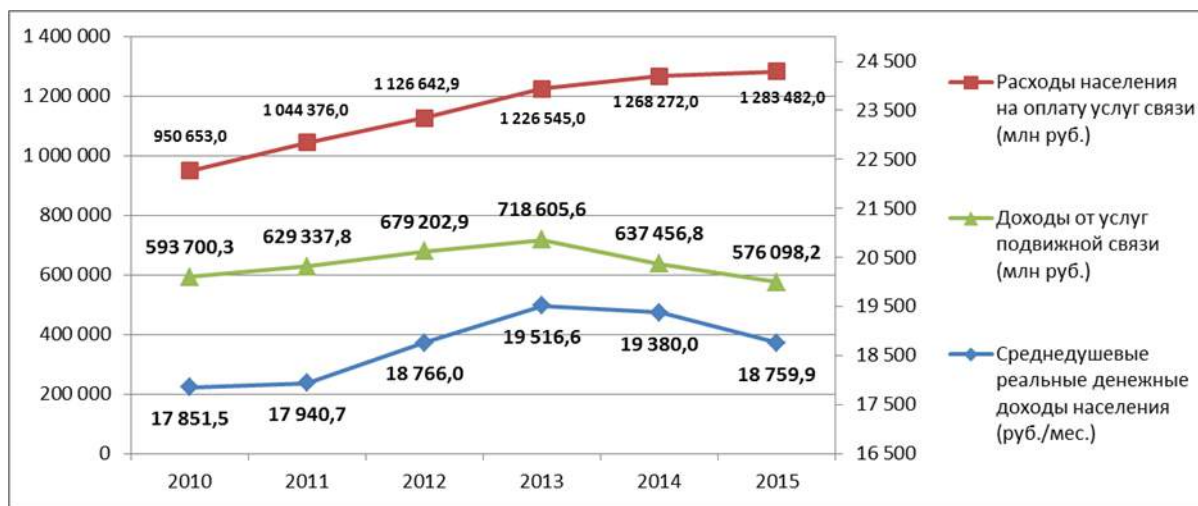


Рисунок 4. Динамика доходов от услуг мобильной связи, реальных денежных доходов населения и расходов населения на оплату услуг связи за 2010-2015 гг.*

Таким образом, на основе исследованного материала можно сделать вывод об отсутствии потенциала дальнейшего экстенсивного роста рынка мобильной связи. Однако, с точки зрения качественного развития, сектор обладает существенным потенциалом, базой для которого является тенденция структурной трансформации непосредственно самой мобильной связи: переход от классических услуг к сервисам на основе мобильной передачи данных. Первоначальной предпосылкой для данного преобразования является снижение востребованности традиционных сервисов: в силу широкого распространения и популяризации осуществляющих свою работу на базе сети Интернет разного рода OTT-сервисов (сервисы OvertheTop: коммуникационные приложения и мессенджеры Viber, Skype, WhatsApp и т.д.) предоставление мобильными операторами услуг голосовой связи и SMS-сообщений с каждым годом становится все менее рентабельным. Тем не менее, снижение доходов от данных сервисов сполна компенсируется доходами от услуги передачи данных. При этом важно отметить, что стремительно растущий спрос на мобильный Интернет отнюдь не исчерпывает его огромный потенциал, именно мобильная

* Составлено автором на основе данных Федеральной службы государственной статистики

передача данных должна стать ключевым драйвером роста рынка подвижной связи.

В первую очередь перспективность мобильного Интернета обусловлена возможностью экстенсивного роста данного сегмента подвижной связи вследствие недостатка пользователей мобильной передачи данных. Демографический спад 1990-х годов в нашей стране привел к существенному старению населения России и, как следствие, недостатку наиболее активных потребителей услуги мобильного Интернета: как видно на диаграмме ниже (рис. 5), доля населения в возрасте от 10 до 29 лет составляет всего 23,8%, при этом удельный вес граждан в возрасте от 45 лет и старше – более 41%. Восстановление рождаемости и стабилизация возрастной структуры населения России, а также интернетизация общества посредством подрастания новых прогрессивных поколений в ближайшие годы значительно увеличат абонентскую базу Интернет-пользователей. Вторая же предпосылка потенциала мобильного Интернета связана с его низкой текущей стоимостью. Так, согласно информационно-аналитическому агентству ContentReview на начало 2016 года в рейтинге стоимости мобильного Интернета, составленного по 50 странам-лидерам по объему ВВП, Россия заняла второе место, уступив только Ирану. Для сравнения, при наличии как в европейских странах, так и в нашей стране высокоскоростных LTE-сетей стоимость 1 гигабайта трафика в России в 6 раз меньше, чем в Германии, и в 9 раз меньше, чем в Великобритании². Таким образом, вполне оправданное совместное повышение операторами-олигополистами цен на мобильный Интернет в будущем в силу его высокой востребованности со стороны потребителей и отсутствия для них альтернативы значительно повысит выручку от данной услуги. Также следует отметить, что, несмотря на большие перспективы мобильной передачи данных, вследствие уже упомянутого старения населения резкого спада спроса на голосовую связь

² См.: Информационно-аналитическое агентство ContentReview – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.content-review.com/articles/34345/>, свободный

и SMS-сообщения вряд ли стоит ожидать: значительная доля довольно консервативных старших поколений неохотно осваивает новые технологии, рост популярности мобильного интернета и сокращение пользования традиционными услугами связи, вероятнее всего, будут происходить по большей части на базе естественного демографического обновления общества.

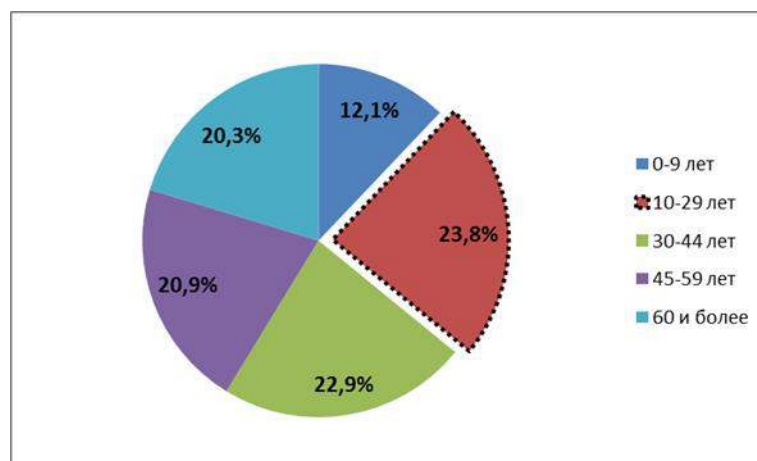


Рисунок 5. Возрастная структура населения России на 2016 г.*

Другой важнейшей тенденцией в развитии рынка подвижной связи является переход операторов к режиму экономии и вытекающая из него тенденция консолидации бизнеса. В первую очередь это связано с общим макроэкономическим спадом. В силу ограниченного доступа российских компаний к зарубежным рынкам капитала и девальвации рубля существенно подорожала модернизация технологической базы (90% оборудования телекомы закупают за рубежом), что вынудило отечественных операторов значительно сократить свои инвестиционные бюджеты и взять курс на оптимизацию денежных потоков. Следствием этого стало активное сотрудничество крупнейших игроков рынка в сфере формирования и использования инфраструктуры связи: в декабре 2014 года МТС и «ВымпелКом» договорились о совместном строительстве LTE-сети в 36 субъектах РФ, а через год – о совместном использовании частотного спектра в 20 из указанных в договоре регионах; в январе 2016 года уже «ВымпелКом» и «МегаФон»

* Составлено автором на основе данных Федеральной службы государственной статистики

подписали соглашение о совместном строительстве LTE-инфраструктуры в десяти регионах России.

Стремление же оптимизировать затраты стимулирует цифровую трансформацию телекоммуникационного бизнеса: желая развивать существующие сети и услуги, а также получать дополнительный доход, мобильные операторы активно инвестируют в более эффективные и менее затратные прогрессивные технологии: BigData, облачные сервисы, IoT (Internet of Things – Интернет вещей), M2M (Machine-to-Machine – технология межмашинного взаимодействия) и другое.

Помимо рассмотренного выше объективного сдерживающего фактора – экономического кризиса, существует еще одно и, пожалуй, наиболее значимое препятствие для развития сектора мобильной связи – антитеррористический пакет Яровой. Принятый в июле 2016 года и состоящий из двух законопроектов пакет Яровой (Яровой-Озерова) обязывает всех операторов связи хранить записи всех звонков, а также содержание и сопутствующие файлы любых сообщений своих абонентов в течение полугода, а непосредственно информацию о фактах звонков и сообщений – сроком в три года. К хранению столь колоссального объема данных на сегодняшний день рынок телекоммуникаций совершенно не готов, формирование необходимой для исполнения закона инфраструктуры связи требует кардинальной модернизации технологических мощностей операторов, которые даже при самых благоприятных экономических условиях не смогли бы обеспечить такие огромные капиталовложения. Ситуация во многом осложняется еще и высокой долей неопределенности относительно объемов инвестиций и механизмов формирования необходимой инфраструктуры. Изначально авторами неоднократно подвергнувшегося критике как с этической, так и с экономической стороны закона вообще не предусматривалось выделение бюджетных средств на его исполнение, в дальнейшем власти все же пообещали поддержать отечественные компании, однако на сегодняшний день данный вопрос остается

открытым: в апреле этого года Минкомсвязь заявила, что не рассматривает выделение средств из бюджета для компенсации потерь операторов.

Вторая ключевая проблема, как уже было сказано, связана с определением справедливой стоимости необходимых капиталовложений. Большой разброс в оценках, естественно, обусловлен конфликтом интересов: операторы склонны завышать стоимость инвестиций, представляющие же интересы власти эксперты существенно занижают данное значение. Тем не менее, по последним данным оценки обеих сторон относительно сошлись: Минкомсвязь и ФСБ оценили потенциальные затраты в 4,5 трлн рублей, сотовые операторы – в 5 трлн рублей (для сравнения, данные величины почти в три раза превышают совокупные доходы рынка телекоммуникаций за 2016 год). При этом, как утверждает бизнес-медиахолдинг РБК, данная оценка неокончательна, закон же вступает в силу с 1 июля 2018 года³.

Что же касается внутреннего состава рынка, то за последние годы долевая структура сектора подвижной связи также претерпела значительные изменения. В целом рынок мобильной связи укрепил свою олигополистическую форму, удельные веса «большой тройки» операторов изменились незначительно: доли МТС и МегаФона несущественно колебались вокруг средних значений, закрепившись по итогам 2016 года на 31,3% и 29,6% соответственно; ВымпелКом же несколько потерял свои позиции – с 24,3% в 2012 году до 22,8% в 2016 году (рис. 6). Наиболее значимые изменения во внутренней структуре были связаны с деятельностью более мелких операторов связи. Так, в результате произошедшего летом 2014 года слияния сотовых активов Ростелекома и Tele2 последний по итогам данного периода смог существенно расширить свою абонентскую базу и повысил свою долю на 4,8% до 14,6%, уверенно заняв свою рыночную нишу. Однако в последующие два года Tele2 продолжил свою активную экспансию: к концу рассматриваемого периода

³ См.: «Минкомсвязь заявила об отсутствии денег операторам из-за «закона Яровой» - РБК – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/58f762119a7947d7b2be1f55>, свободный

благодаря довольно агрессивной маркетинговой и ценовой политике оператор нарастил свой удельный вес на рынке до 15,3%, потеснив «большую тройку» и став, тем самым, четвертым ключевым игроком сектора мобильной связи. При этом незначительная рыночная доля наиболее мелких мобильных операторов за последние три года сократилась еще сильнее. Продолжающаяся олигополизация сектора сотовой связи практически полностью свела на нет присутствие мелких компаний на рынке: МегаФон поглотил «Гарс Телеком» и несколько дочерних компаний оператора «Смартс», МТС так же приобрел «дочку» «Смартса», ВымпелКом, в свою очередь, присоединил компанию «ВестБалт Телеком». В результате данной рыночной консолидации удельный вес малых мобильных операторов за рассматриваемый период сократился с 1,5% до 1%, что, вполне вероятно, свидетельствует о скором полном исчезновении малого бизнеса на рынке подвижной связи.

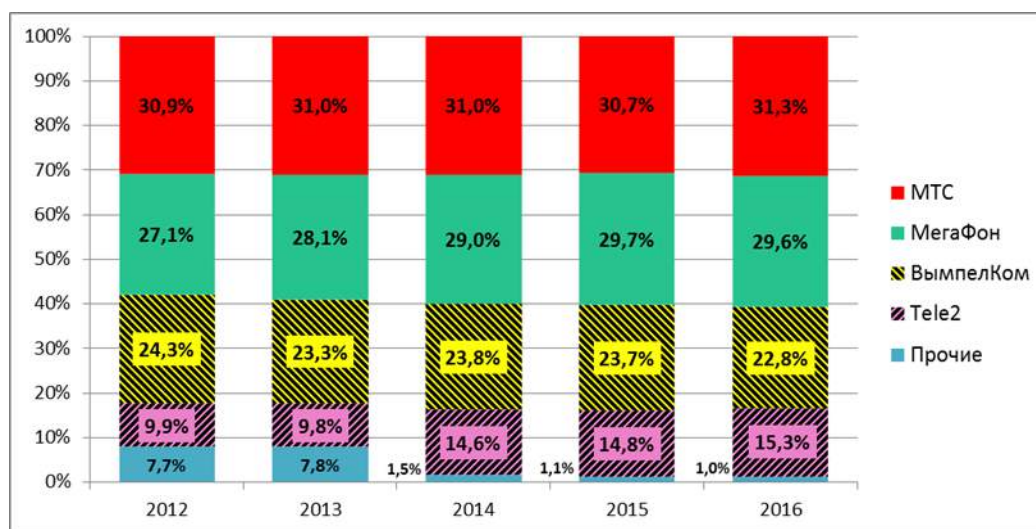


Рисунок 6. Динамика структуры рынка мобильной связи по долям крупнейших игроков за 2012-2016 гг.*

Публичное акционерное общество «МегаФон» – один из ведущих российских федеральных интегрированных операторов связи, предоставляющий широкий спектр телекоммуникационных услуг со специализацией в сфере подвижной связи. Изначально компания была создана

* Составлено автором на основе данных агентства AdvancedCommunications&Media

и зарегистрирована 17 июня 1993 года как ЗАО «Северо-Западный GSM». 29 мая 2002 года Общество было преобразовано в ОАО «МегаФон». Изменение формы собственности компании на текущее ПАО «МегаФон» произошло 29 апреля 2015 года. Датой рождения непосредственно бренда «МегаФон» считается 1 декабря 2000 года – проданы первые SIM-карты под данной маркой.

В ноябре 2012 года произошло первичное публичное размещение обыкновенных акций ПАО «МегаФон» на Московской и Лондонской (в виде Глобальных Депозитарных Расписок) фондовых биржах с тикером MFON на обеих площадках. Уставный капитал ПАО «МегаФон» составляет 62 миллиона рублей и разделён на 620 миллионов обыкновенных именных бездокументарных акций с номиналом в 0,1 рубля каждая.

Основными акционерами ПАО «МегаФон» являются компании Группы USMHoldingsLimited, в совокупности владеющими пакетом акций в примерно 56,32%, и компании TeliaCompanyGroup, которым принадлежит около 25,17% уставного капитала. Оставшиеся 3,92% непубличных акций находятся во владении полностью подконтрольной ПАО «МегаФон» кипрской дочерней компании MICL (MegaFonInvestments (Cyprus) Ltd. В свободном обращении находится примерно 14,59% от общего количества акций.

На сегодня ПАО «МегаФон» является головной организацией одноименной Группы, которая включает в себя компании, предоставляющие услуги по многим направлениям телекоммуникаций и информационных технологий: «МегаФон Ритейл» (розничный бизнес по продаже аксессуаров и оборудования связи и обслуживанию клиентов), «Yota» (услуги высокоскоростного Интернета, голосовой связи и SMS), «МегаЛабс» (перспективные инновационные продукты и услуги в сфере ИТ), а также «NETBYNET» (услуги широкополосного доступа в Интернет и фиксированной связи). Компании Группы «МегаФон» осуществляют свою деятельность во всех

регионах России, а также в республиках Абхазия, Южная Осетия и Таджикистан.

Принимая во внимание уже рассмотренные негативные тенденции развития рынка сотовой связи, динамику финансового состояния Группы «МегаФон» за последние пять лет в общем смысле можно охарактеризовать как относительно стабильную. При рассмотрении совокупной стоимости активов Группы в период с 2012 по 2016 год заметно последовательное снижение темпов роста вплоть до отрицательного на последний отчетный год, что по большей части объясняется падением оборотных активов в 2015 и 2016 годах на 18,7% и 6% соответственно (таблица 2). Совокупная величина и структура внеоборотных активов, основы телекоммуникационного бизнеса, в целом не подверглись столь значительным колебаниям, снизившись в 2016 году лишь на 0,7% при общем падении активов на 1,6%. При этом за рассматриваемый период основные средства и нематериальные активы смогли показать довольно положительную динамику, общее падение в 2016 году обусловлено преимущественно существенным обесценением гудвилла почти на 10% и сокращением инвестиций в зависимые организации на 5,5%. «Тяжелая» структура активной части баланса сохраняется на протяжении всего рассматриваемого периода: удельный вес внеоборотных активов в валюте баланса в среднем по годам составляет почти 82%, что в совокупности с положительной динамикой ключевых элементов первого раздела баланса говорит о стремлении Группы в непростых макроэкономических условиях поддерживать свои технологические мощности.

**Таблица 1 – Динамика ключевых статей активной части баланса Группы
"МегаФон" за 2012-2016 гг.***

млн руб.	2012	2013	2014	2015	2016				
Внеоборотные активы	296 681	351 969	18,6%	355 016	0,9%	385 839	8,7%	383 270	-0,7%
Основные средства	215 549	221 805	2,9%	224 655	1,3%	234 417	4,3%	237 155	1,2%
Гудвилл	23 950	31 530	31,6%	32 292	2,4%	33 909	5,0%	30 549	-9,9%
Нематериальные активы	16 991	54 776	222,4%	57 427	4,8%	61 800	7,6%	61 295	-0,8%
Инвестиции в ассоциированные предприятия	35 662	35 460	-0,6%	34 944	-1,5%	47 885	37,0%	45 234	-5,5%
Оборотные активы	54 684	77 080	41,0%	102 728	33,3%	83 552	-18,7%	78 513	-6,0%
Товарно-материальные запасы	5 277	8 376	58,7%	6 484	-22,6%	8 684	33,9%	9 354	7,7%
Дебиторская задолженность	13 542	10 732	-20,8%	16 260	51,5%	21 156	30,1%	19 353	-8,5%
Оборотные финансовые активы	22 246	39 296	76,6%	48 887	24,4%	26 973	-44,8%	10 842	-59,8%
Денежные средства и их эквиваленты	2 387	9 939	316,4%	22 223	123,6%	17 449	-21,5%	31 922	82,9%
Валюта баланса	351 365	430 565	22,5%	457744	6,3%	469 391	2,5%	461 783	-1,6%

Это подтверждает и динамика объемов капиталовложений за последние пять: в целом за данный период ежегодные объемы инвестиций относительно стабильны, Группа на постоянной основе реинвестирует в среднем 19,5% выручки каждый год (таблица 3). При этом, помимо активных капиталовложений в развитие наиболее перспективных сетей 4G и LTE, значительные объемы средств в последние годы направлялись МегаФоном на реализацию нескольких крупных стратегических сделок по поглощению: «Евросеть», «Скартел», «Гарс Телеком» и другое.

**Таблица 2 - Динамика капитальных вложений Группы "МегаФон" за
2012-2016 гг.***

	2012	2013	2014	2015	2016
Капиталовложения (млн руб.)	54 931	58 241	58 335	65 950	57 954
CAPEX/Выручка (%)	20,2%	19,6%	18,5%	21,0%	18,3%

Динамика ключевых статей пассивной части консолидированного баланса во многом соответствует изменениям активов Группы. После существенного повышения в 2013 году на 32,8% краткосрочные обязательства в последующие два года оставались практически неизменными, снизившись на 7,4% лишь по окончании 2016 года (таблица 4). Постоянная потребность в модернизации технологической базы в условиях существенного сокращения

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2012-2016 гг.

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2012-2016 гг.

получаемых доходов в последние годы вынудило Группу значительно увеличить долговую нагрузку, с 2014 года наблюдается стабильное наращивание долгосрочной задолженности и, в частности, «длинных» займов: с 130,8 млрд. руб. в 2013 году до 195,7 млрд. руб. в 2016 году. Так, в 2014 году Группой был эмитирован краткосрочный рублевый облигационный заем (серия БО-04 на 15 млрд. руб.), также было заключено кредитное соглашение с ChinaDevelopmentBankCorporation и Finnvera, половина объема этого кредита была использована на реструктуризацию задолженности, а другая – на финансирование важных стратегических проектов по развитию инфраструктуры связи: контракт с Ericsson и Huawei на строительство и модернизацию сетей связи, а также контракт на приобретение оборудования и услуг Huawei и NokiaSiemensNetworks. В следующем году потребности в среднесрочном финансировании были удовлетворены за счет подписания кредитного договора с банком UnicreditBankAustriaAG на 150 млн. евро, а также с ПАО «Сбербанк» на сумму 70 млн. евро в рублевом эквиваленте на приобретение оборудования и программного обеспечения от NokiaSolutionsandNetworks. В конце 2015 года МегаФон и Сбербанк подписали соглашение о новой револьверной кредитной линии на сумму до 30 млрд. рублей, первый транш в 15 млрд. рублей позволил досрочно погасить часть краткосрочных обязательств Группы с наиболее высокими ставками (снижение краткосрочных займов на 8%). Более того, в 2015 году МегаФон продолжил использовать возможности российского долгового рынка с целью реструктуризации задолженности и отсрочки платежей: в октябре был размещен уже долгосрочный выпуск биржевых облигаций на 15 млрд. рублей, при этом предыдущий краткосрочный выпуск серии БО-04 был досрочно погашен в мае.

**Таблица 3 - Динамика статей пассивной части баланса Группы
"МегаФон" за 2012-2016 гг.***

млн руб.	2012	2013	2014	2015	2016				
Собственный капитал	117 873	138 305	17,3%	157 833	14,1%	147 751	-6,4%	124 123	-16,0%
Нераспределенная прибыль	143 468	157 986	10,1%	161 422	2,2%	152 425	-5,6%	129 890	-14,8%
Долгосрочные обязательства	145 976	176 032	20,6%	183 831	4,4%	205 072	11,6%	229 682	12,0%
Долгосрочные займы и кредиты	125 575	130 825	4,2%	156 319	19,5%	172 643	10,4%	195 724	13,4%
Краткосрочные обязательства	87 516	116 228	32,8%	116 080	-0,1%	116 568	0,4%	107 978	-7,4%
Кредиторская задолженность	23 723	33 875	42,8%	36 622	8,1%	45 961	25,5%	43 581	-5,2%
Краткосрочные кредиты и займы	20 457	21 184	3,6%	51 149	141,5%	47 037	-8,0%	39 389	-16,3%
Валюта баланса	351 365	430 565	22,5%	457 744	6,3%	469 391	2,5%	461 783	-1,6%

Динамика собственного капитала в целом за рассматриваемый период также негативна. Недополучение доходов от основной деятельности негативно сказывается на платежеспособности Группы, что на фоне повышения долговой нагрузки, вероятнее всего, вынудило «МегаФон» мобилизовать значительную часть нераспределенной прибыли для финансирования своей деятельности: после замедления темпа прироста нераспределенной прибыли в 2014 году до 2,2% последовало существенное падение данной величины на 5,6% и 14,8% в последующие два отчетных периода, что, естественно, негативно сказалось на динамике собственного капитала.

Динамика коэффициентов платежеспособности и финансовой устойчивости вполне соответствует выводам, сделанным по результатам горизонтального и вертикального анализа основных статей консолидированного баланса Группы. Что касается показателей ликвидности, то на представленной выше таблице отчетливо видно их несоответствие общим стандартам (таблица 5). Коэффициент общей ликвидности при нормативном значении в 2 не превышает 1 за весь рассматриваемый период, что, на первый взгляд, является следствием «тяжести» баланса. Тем не менее, при сравнении показателя со среднерыночным значением, рассчитанным по «большой тройке» за три последних года, наблюдается его существенное снижение и относительно бенчмарка в 2015 и 2016 годах. Коэффициенты быстрой и мгновенной ликвидности в целом повторяют негативную динамику: первый

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2012-2016 гг.

при соответствии стандарту и превышении среднего по рынку значения в 2014 году в дальнейшем существенно снижается ниже обоих нормативных значений; второй при схожей отрицательной динамике все же остался в рамках общего стандарта.

Таблица 4 - Коэффициенты ликвидности и финансовой устойчивости для Группы "МегаФон" за 2014-2016 гг.*

	2014	2015	2016	Общие нормативы	Среднерыночное значение
Коэффициент текущей ликвидности	0,88	0,72	0,73	> 2	0,85
Коэффициент срочной ликвидности	0,75	0,56	0,58	0,6 - 1	0,69
Коэффициент мгновенной ликвидности	0,61	0,38	0,40	0,2 - 0,5	0,50
Коэффициент автономии	0,34	0,31	0,27	> 0,5	0,26
Коэффициент зависимости	0,66	0,69	0,73	< 0,5	0,74
Финансовый рычаг	1,90	2,18	2,72	< 1	3,37
Правило левой и правой руки	0,96	0,91	0,92	> 1	0,95

Коэффициенты финансовой устойчивости за весь рассматриваемый период стабильно лучше среднерыночных значений, однако ни один из показателей не соответствует общим нормативам, и, более того, за последние три года наблюдается серьезное ухудшение данных индикаторов, что говорит о повышении зависимости Группы от кредиторов. Тем не менее, в последних годовых отчетах «МегаФон» в целом оценивал свой уровень долговой нагрузки как довольно комфортный и не угрожающий финансовому состоянию Группы. Данное положение во многом подкрепляет довольно эффективная политика Компании по управлению долговым портфелем: «МегаФон» активно страхует себя от валютных рисков и, как было показано выше, осуществляет на постоянной основе реструктуризацию долговой нагрузки посредством погашения старых и привлечением новых по большей части долгосрочных облигационных займов и банковских кредитов. Так, по состоянию на конец 2016 года долговой портфель «МегаФона» на 77,1% состоял из рублевой задолженности, на иностранную валюту приходились оставшиеся 22,9%, при этом 19,5% долга было номинировано в долларах США (рис. 7). В структуре

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон», ПАО «МТС» и VEONLtd за 2014-2016 гг.

ликвидности наблюдается обратная картина: на конец 2015 года подавляющая часть быстрореализуемых активов – 90,97% – номинирована в долларах США, 8,8% представлено рублевой ликвидностью, и лишь 0,23% приходится на евро. С учетом специфики финансово-хозяйственной деятельности оператора подобная структура долга вполне оптимальна: при закупке 90% оборудования за рубежом и получении преимущественно рублевой выручки (средств погашения обязательств) наличие существенной доли долларовой задолженности вполне целесообразно при слабом рубле; аналогично, в силу получения рублевой выручки разумной мерой следует считать накопление валютной ликвидности как средства для осуществления выплат по обязательствам, номинированным в иностранной валюте. Также следует отметить эффективно оптимизированный график погашений: на конец 2016 года краткосрочная задолженность составляет лишь около 28,7% от общего долгового портфеля, при этом погашение прочих долгосрочных обязательств относительно равномерно распределено во времени, что снижает вероятность возникновения финансовых проблем и благоприятствует стабильному росту.



Рисунок 7. Структура долгового портфеля и ликвидности Группы "МегаФон" на 2016 г.*

Динамика финансовых результатов Группы «МегаФон» в период с 2012 по 2016 год сильно коррелирует с тенденцией начавшейся в 2013-2014 годах всеобщей стагнации сектора: в результате перенасыщения рынка темп прироста выручки в 9,1% в 2013 году снизился до 5,9% в 2014 году, в последующие два

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2016 год

года выручка Группы почти не продемонстрировала позитивной динамики – - 0,4% и 0,9% в 2015 и 2016 году соответственно (таблица 6). При этом ключевым фактором в данном случае является замедление роста поступлений от услуг мобильной связи – рост на 8% по итогам 2013 года снизился к концу 2015 года до 0,2% (данные за 2016 год Группа «МегаФон» не представила). Выручка от прочих видов деятельности за рассматриваемый период показала неоднозначную динамику. Ключевым драйвером роста для Компании остается выручка от мобильной передачи данных, наиболее быстрорастущего сегмента бизнеса Группы. В 2015 году поступления от услуг мобильного Интернета почти полностью покрыли недополучение доходов от традиционной голосовой связи, по оценке «МегаФона» только за 2015 год выручка в сегменте мобильной передачи данных выросла в годовом выражении на 19%, а ее доля в общей структуре уже превысила 25%. При этом в ближайшие годы данная тенденция должна усилиться, так как по большей части стратегия Компании ориентирована именно на максимизацию выручки от мобильного Интернета: модернизируются устаревшие сети передачи данных 2G и 3G, охватывающие более 97% и почти 90% населения соответственно; наиболее приоритетной задачей остается интенсивное развертывание высокоскоростных сетей 4G/LTE (с 72 регионов в 2014 году до 77 в 2015 году), активно развивается сверхскоростная сеть LTE-Advanced (после запуска коммерческого использования в 2014 году в Москве, Санкт-Петербурге и Челябинске к концу 2015 года Группа расширила покрытие до 9 крупнейших городов России). Пытаясь соответствовать общему тренду «цифровизации» абонентов, в рамках выбранной стратегии «МегаФон» также видоизменяет тарифную политику и политику розничных продаж, делая упор на комплексные пакетные услуги с целью стимуляции потребления мобильного трафика, а также расширяя розничную сеть и предлагаемый спектр устройств связи.

Таблица 5 - Динамика финансовых результатов Группы "МегаФон" за 2012-2016 гг.*

млн руб.	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	272 336	297 229	314 795	313 383	316 275
от услуг мобильной связи	241 074	260 459	269 496	269 985	-
от услуг фиксированной связи	17 938	18 628	22 200	23 399	-
от проджи оборудования и аксессуаров	13 324	18 142	23 099	19 999	-
Операционные расходы	208 454	216 819	232 970	237 425	259191
себестоимость услуг, оборудования и аксессуаров	66954	75392	84629	84 410	95157
общие и коммерческие расходы	88233	89245	91646	96616	99979
износ и амортизация нематериальных активов	51554	50982	55258	55486	59806
Операционная прибыль	63 882	80 410	81 825	75 958	57084
Чистая прибыль за год	44 447	51 770	37 000	39 216	25589

Изменение операционной прибыли в целом соответствует динамике общей выручки, однако темпы падения первой оказались более значительными. Так, несмотря на общий спад доходов рынка в период с 2014 по 2016 год выручка выросла с 314,8 до 316,3 млрд. рублей, при этом величина операционной прибыли за данный временной промежуток стабильно снижалась с 81,8 до 57,1 млрд. рублей соответственно, в совокупности снизившись более чем на 30%. Этот факт обусловлен последовательным повышением операционных расходов, в частности, себестоимости услуг и оборудования и общих расходов. Существенные убытки от курсовых разниц вследствие ослабления рубля в совокупности с общей нисходящей тенденцией в изменении операционной прибыли, как следствие, негативно отразились на величине генерируемой чистой прибыли: в 2014 и 2016 году чистая прибыль сократилась по сравнению с соответствующей предыдущей отчетной датой на 28,5% и 34,7% соответственно. Структура же выручки с точки зрения территориального распределения не требует глубокого раскрытия: на российский рынок стабильно приходится более 90% совокупной выручки Группы.

В период с 2012 по 2015/2016 год наблюдался стабильный рост абонентской базы Группы «МегаФон», а также повышение числа пользователей мобильной передачи данных (рис. 8). Тем не менее, динамика соответствующих им финансовых показателей ощутимо отличается от вышеупомянутых

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2012-2016 гг.

тенденций. Несмотря на рост количества клиентов, показатель среднемесячной выручки на абонента (ARPU) с 2014 года снизился с уровня в 376 до 349 рублей в месяц. На фоне данной динамики среднемесячная выручка от услуг мобильной передачи данных на одного пользователя (ARDPU) стабильно растет, и, более того, отчетливо видно существенное превышение его интенсивного роста над экстенсивным ростом числа пользователей мобильного Интернета. Данный факт также подтверждает положение о том, что по большей части именно рост доходов от предоставления услуги передачи данных смог компенсировать существенное падение поступлений от традиционных услуг сотовой связи. При этом здесь также необходимо отметить огромный потенциал мобильного Интернета: при превышении общего числа абонентов количества пользователей Интернета в среднем в 2,7 раза, показатель ARPU превышает ARPDU лишь в 1,8 раза.

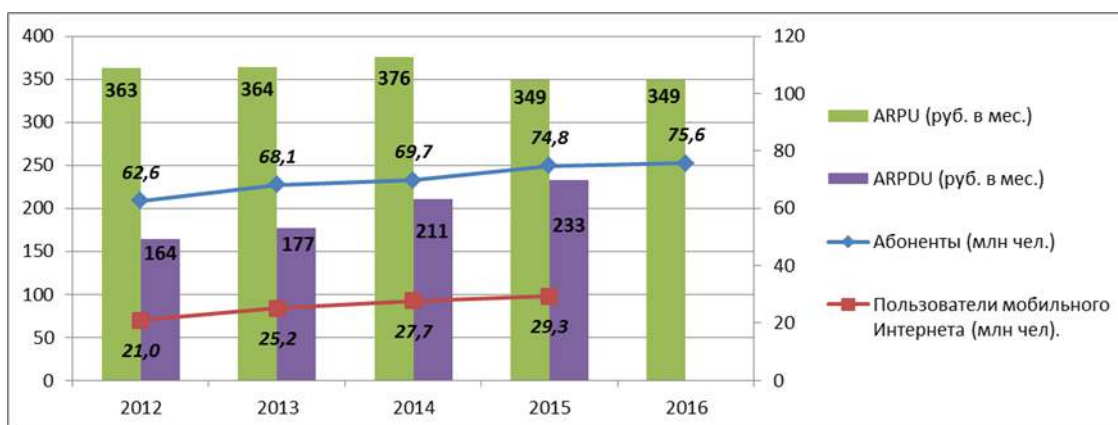


Рисунок 8. Динамика ARPU, ARPDU и абонентской базы Группы "МегаФон" за 2012-2016 гг.*

С точки зрения коэффициентного анализа эффективность финансово-хозяйственной деятельности Группы «МегаФон» за последние три года в целом выше рынка. Однако, если показатели оборачиваемости стабильно превышают бенчмарк, то в случае с коэффициентами рентабельности наблюдается отрицательная динамика к 2016 году (таблица 7), что объясняется существенным снижением чистой прибыли в последнем отчетном году.

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2012-2016 гг.

Таблица 6 - Коэффициенты рентабельности и оборачиваемости Группы "МегаФон" за 2014-2016 гг.*

	2014	2015	2016	Среднерыночное значение
Оборачиваемость оборотных активов	3,50	3,36	3,90	2,76
Оборачиваемость совокупного капитала	0,71	0,68	0,68	0,59
ROS	11,75%	12,51%	8,09%	11,24%
ROCC	15,88%	16,52%	9,87%	14,57%
ROA	11,68%	8,46%	5,50%	8,51%
ROE	24,99%	25,67%	18,82%	26,62%
ROI	11,28%	11,29%	7,24%	10,50%

Негативные изменения в финансовом положении, а также снижение прибыльности на фоне общей стагнации рынка отрицательно сказались на стоимости акций ПАО «МегаФон». На текущий момент цена долевой ценной бумаги оператора находится вблизи своего исторического минимума, при этом на представленном выше графике отчетливо видно приходящееся на конец 2013 года начало стремительного падения стоимости акции. Вместе с тем, ситуацию ухудшило введение пакета Яровой: рассмотрение и подписание закона произошло в 2016 году, что в совокупности с низкими финансовыми результатами Группы сильнее подталкивало стоимость вниз; более того, положительной коррекции цены, наблюдавшейся в предыдущие годы, в течение 2016 года не произошло.



Рисунок 9. Динамика стоимости акции ПАО "МегаФон"*

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МегаФон», ПАО «МТС» и VEON Ltd за 2014-2016 гг.

Здесь необходимо отметить, что затяжной спад происходил на фоне стабильной выплаты относительно высоких дивидендов, в этом плане «МегаФон» придерживается довольно «щедрой» политики: сумма, направляемая на выплаты акционерам, определяется как наибольшее значение между 50% скорректированной чистой прибыли за год или 70% скорректированного свободного денежного потока. В среднем годовая дивидендная доходность акций «МегаФона», рассчитанная с момента первичного размещения, составляет около 7%, что является неплохим показателем среди «голубых фишек» и, возможно, свидетельствует о неоправданной недооцененности компании.

Публичное акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы» (ПАО «МТС») – ведущий телекоммуникационный оператор в России и странах СНГ, предоставляющий полный спектр телекоммуникационных продуктов со специализацией в сфере мобильной связи, а также услуги в сфере финансов, цифровых сервисов и мобильных приложений и сервисов электронной коммерции. Компания была образована в октябре 1993 года как закрытое акционерное общество «МТС» такими компаниями, как ОАО "Московская городская телефонная сеть" (МГТС), DeutscheTelecom (DeTeMobil), Siemens и еще тремя российскими организациями. Отечественным акционерам в совокупности принадлежало 53% акций, немецким собственникам – 47% соответственно. Через три года структура акционерного капитала ЗАО «МТС» претерпела значительные изменения: АФК «Система» выкупила пакет акций, принадлежавший российским держателям, DeutscheTelecom в свою очередь приобрел акции Siemens, став единоличным держателем 47% акций. 1 марта произошло слияние ЗАО «МТС» и ЗАО «РТК», результатом которого стало образование ОАО «МТС». 28 апреля того же года был проведено IPO акций компании в России (тиккер MTSS), а уже 30 июня акции МТС начали

* «Мобильные ТелеСистемы ОАО (MTSS)» – [Электронный ресурс] – Финансовый портал Investing.com – Режим доступа: <https://ru.investing.com/equities/mobilnye-telesistemy-adr?cid=13691>, свободный

котироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже в форме американских депозитарных расписок с тиккером MBT. В мае 2006 года компания завершила внутреннюю реструктуризацию, одним из результатов которой стало обновление бренда до всем известной сегодня формы. Несколько лет назад ОАО «МТС» сменило форму собственности на публичное акционерное общество в соответствии с требованиями российского законодательства.

На сегодняшний день уставный капитал ПАО «МТС» разделен на 1 998 381 575 обыкновенных именных голосующих акций номинальной стоимостью 10 копеек каждая, равняясь, таким образом, 199 838 157,50 рублей. Привилегированные акции компанией не размещались. Что касается структуры акционерного капитала, то основным собственником является ПАО АФК «Система» с долей в 48,94%. К остальным акционерам Общества относятся дочерние компании ПАО «МТС» и ее материнской компании АФК «Система»: ПАО МГТС (владеет 0,38%), ООО «СтримДиджитал» (владеет 1,76%) и ООО «Бастион» с долей в 0,04%. Оставшиеся 48,88% находятся в свободном обращении – 9,71% в виде обыкновенных акций и 39,17% в виде АДР на акции.

Сегодня ПАО «МТС» предоставляет услуги связи в России, а также в странах СНГ через соответствующие дочерние компании: ПАО «МТС Украина» в Украине; СООО «Мобильные ТелеСистемы» в Беларуси; ЗАО «К-Телеком» (ВиваСелл-МТС) в Армении; ХО «МТС-Туркменистан» в Туркменистане.

В непростых условиях набравшей в последние годы обороты стагнации рынка мобильной связи Группа МТС функционирует довольно стабильно, по многим характеристикам даже переигрывая рынок.

Как можно заметить в представленной ниже таблице, динамика совокупных активов Группы, а также укрупненных активных статей в целом соответствовала общей картине развития сектора: рост совокупных активов продолжался с 2012 по 2015 год, замедлив темп прироста к концу рассматриваемого периода до 9%; существенное падение произошло к концу

2016 года – темп прироста составил -16,7% (таблица 8). Объем текущих активов за рассматриваемый период стабильно возрастал, постепенно снижая темпы. Существенные изменения коснулись лишь их внутренней структуры, а именно, наиболее ликвидной их части. Подобные колебания объясняются, скорее всего, внутренним перераспределением ликвидности между различными формами ее хранения. Значительное снижение текущих активов произошло все в том же 2016 году: падение объемов всех ключевых статей данного раздела привело к совокупному падению в 42,8%, что по большей части и обуславливает общее сокращение активной части баланса в 2016 году. На фоне такого снижения объем внеоборотных активов, демонстрировавший за рассматриваемый временной промежуток довольно положительную динамику, к концу периода сократился лишь на 8,3%. При этом величина основных средств, несмотря на аналогичное снижение, в целом осталась относительно стабильной, а активно растущие нематериальные активы снизились к концу 2016 года лишь на незначительные 0,2%, что в совокупности положительно характеризует имущественное положение Группы с точки зрения стабильности технологической базы бизнеса.

Таблица 7 - Динамика статей активной части баланса Группы "МТС" за 2012-2016 гг.*

млн руб.	2012	2013	2014	2015	2016				
ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	362 616	368 848	1,7%	458 251	24,2%	494 361	7,9%	453 476	-8,3%
Основные средства	271 781	270 660	-0,4%	299 023	10,5%	302 662	1,2%	272 841	-9,9%
Нематериальные активы	73 448	74 329	1,2%	98 520	32,5%	109 064	10,7%	108 813	-0,2%
предприятия	5 532	13 393	142,1%	15 217	13,6%	9 299	-38,9%	10 551	13,5%
ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	92 362	116 676	26,3%	141 053	20,9%	159 017	12,7%	90 994	-42,8%
Денежные средства и их эквиваленты	22 014	30 612	39,1%	61 410	100,6%	33 464	-45,5%	18 470	-44,8%
Краткосрочные финансовыe вложения	4 034	14 633	262,7%	9 942	-32,1%	49 840	401,3%	8 657	-82,6%
Дебиторская задолженность	33 708	35 519	5,4%	38 988	9,8%	40 868	4,8%	34 206	-16,3%
ТМЗ	8 586	8 498	-1,0%	7 509	-11,6%	14 510	93,2%	14 330	-1,2%
ИТОГО АКТИВЫ	454 978	485 524	6,7%	599 304	23,4%	653 378	9,0%	544 470	-16,7%

На таблице выше представлена динамика основных статей пассивной части баланса Группы МТС. Как видно, тенденция в изменении собственного капитала стабильно отрицательна: так, если в 2013 году прирост собственных

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» за 2012-2016 гг.

средств составлял 36,9%, то в последующие годы темпы роста существенно сократились вплоть до -5,7% и -14,5% в 2015 и 2016 году соответственно (таблица 9). Подобная картина, вероятнее всего, обусловлена, как и в случае с Мегафоном, мобилизацией нераспределенной прибыли Группы для финансирования деятельности во избежание наращивания долговой нагрузки. На фоне последовательно нисходящей тенденции в изменении собственного капитала динамика заемных средств Группы МТС неоднозначна. После небольшого снижения как краткосрочного, так и долгосрочной долга в 2013 году в последующие два года Группа существенно нарастила долговую нагрузку в связи с необходимостью финансирования инвестиций в развитие инфраструктуры связи: краткосрочные обязательства – на 36,8% и 13,3%, долгосрочные – на 25,2% и 16,3% соответственно. Привлеченные средства были направлены на развитие сети LTE во всех регионах присутствия Компании, на ускоренное покрытие сетью 3G территории Украины после получения в 2014 году соответствующей лицензии, а также на реализацию стратегических сделок приобретения: в период с 2014 по 2015 год МТС закрыл сделки по покупке региональных активов Группы компаний «СМАРТС», а также сделку по приобретению 100% АО «Энвижн Групп». Однако уже в 2016 году произошло значительное сокращение обязательств – долговая нагрузка в абсолютном выражении опустилась ниже уровня 2014 года, что объясняется выкупом МТС собственных еврооблигаций на сумму 267,4 млн. долларов.

Таблица 8 - Динамика статей пассивной части баланса Группы "МТС" за 2012-2016 гг.*

млн руб.	2012	2013	2014	2015	2016				
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	113 991	156 053	36,9%	178 622	14,5%	168 371	-5,7%	143 948	-14,5%
ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	225 284	224 677	-0,3%	281 302	25,2%	327 097	16,3%	272 977	-16,5%
Долгосрочные долговые обязательства	204 432	194 074	-5,1%	248 549	28,1%	292 168	17,5%	237 113	-18,8%
КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	113 405	101 862	-10,2%	139 380	36,8%	157 910	13,3%	127 545	-19,2%
Краткосрочные долговые обязательства	27 624	25 064	-9,3%	41 416	65,2%	53 701	29,7%	47 207	-12,1%
Кредиторская задолженность	24 926	27 179	9,0%	57 485	111,5%	59 565	3,6%	42 487	-28,7%
ИТОГО ПАССИВЫ	454 978	485 524	6,7%	599 304	23,4%	653 378	9,0%	544 470	-16,7%

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» за 2012-2016 гг.

Динамика долговой нагрузки в целом соответствует инвестиционной политике Группы: повышение обязательств происходило на фоне закрытия сделок по поглощению, а также завершения инвестиционного цикла по развитию оптико-волоконных линий, которые пришлось на 2014 и 2015 год (таблица 10). Тем не менее, существенного падения объемов капиталовложений в ближайшем будущем не следует ожидать в связи с необходимостью дальнейшего развития сети 4G: по условиям лицензии операторы (в том числе МТС и «МегаФон») обязаны покрыть 4G всю территорию России до конца 2019 года. Более того, МТС планирует дальнейшее развитие инфраструктуры высокоскоростного доступа в Интернет на втором по важности рынке – Украине. Таким образом, на ближайшие несколько лет можно ожидать дальнейшее сохранение объемов капиталовложений на уровне 19-20% от выручки.

Таблица 9 - Динамика капитальных вложений Группы "МТС" за 2012-2016 гг.*

млн руб.	2012	2013	2014	2015	2016
Капитальные вложения	87 783	81 575	91 929	96 111	83 617
CAPEX/Выручка	23,2%	20,5%	22,4%	22,3%	19,2%

Что касается коэффициентного анализа финансового состояния и платежеспособности, ситуация с Группой МТС во многом схожа с уже рассмотренным выше МегаФоном. Показатель общей ликвидности за весь рассматриваемый период не соответствует нормативам, однако в 2014 и 2015 году превышает среднеотраслевой показатель, значительно снизившись лишь в следующем году (таблица 11). Тем не менее, это объясняется все той же спецификой деятельности операторов связи – данный бизнес почти полностью основывается на фондо- и капиталоемких мощностях, вследствие чего доля оборотных активов, в частности товарно-материальных запасов, невелика. Ситуация с двумя другими коэффициентами платежеспособности в целом схожа: за первые два года показатели срочной и мгновенной ликвидности

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» за 2012-2016 гг.

превышают не только бенчмарк, но и уверенно соответствуют нормативным значениям, однако к 2016 году в силу уже упомянутого выше сокращения наиболее ликвидной части оборотных активов оба индикатора значительно снижаются, что негативно характеризует краткосрочную платежеспособность Группы. Тем не менее, коэффициент мгновенной ликвидности в 2016 году остался у нижней границы стандартной величины, что в совокупности со снижением объемов долга в соответствующем периоде позволяет сделать вывод о не критичности потери платежеспособности.

Таблица 10 - Коэффициенты платежеспособности и финансовой устойчивости для Группы "МТС" за 2014-2016 гг.*

	2014	2015	2016	Общие нормативы	Среднерыночное значение
Коэффициент общей ликвидности	1,01	1,01	0,71	> 2	0,85
Коэффициент срочной ликвидности	0,79	0,79	0,48	0,6 - 1	0,69
Коэффициент мгновенной ликвидности	0,51	0,53	0,21	0,2 - 0,5	0,50
Коэффициент автономии	0,30	0,26	0,26	> 0,5	0,26
Коэффициент зависимости	0,70	0,74	0,74	< 0,5	0,74
Финансовый рычаг	2,36	2,88	2,78	< 1	3,37
Правило правой и левой руки	1,00	1,00	0,92	> 1	0,95

Коэффициенты финансовой устойчивости, за исключением «правила левой и правой руки», не удовлетворяют нормативным требованиям за весь рассматриваемый период. Более того, в динамике данные показатели заметно ухудшились, что говорит о росте зависимости Группы МТС от кредиторов. Однако, здесь также следует отметить, что в силу постоянной потребности операторов связи в инвестициях высокая долговая нагрузка является, скорее, правилом, нежели исключением. Более того, в целом коэффициенты финансовой устойчивости, несмотря на снижение, остались на среднеотраслевых уровнях.

Также в пользу Группы МТС относительно долговой нагрузки говорит довольно оптимальная структура долга (рис.10). Во-первых, подавляющая часть долга (83%) номинирована в местной валюте, в частности в рублях, в которой поступает вся совокупная выручка Группы (во многом ситуация

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС», ПАО «МегаФон» и VEONLtd за 2014-2016 гг.

улучшилась в связи с выше упомянутым выкупом еврооблигаций Компании). Во-вторых, структура долга по срокам довольно эффективно диверсифицирована: краткосрочная задолженность составляет лишь 17,1%, примерно по четверти долгового портфеля приходится на срок 2 и 3 года соответственно, наибольшая доля погашений в 33% носит долгосрочный характер.



Рисунок 10. Структура долга Группы "МТС" на 2016 г.*

Финансовые результаты Группы МТС за последние пять лет в среднем показали более стабильную положительную динамику по сравнению с рынком: являясь лидером по всем показателям в абсолютном выражении (в сравнение берется только российский рынок), Группе удалось избежать значительных колебаний своей эффективности (таблица 12). Так, в первую очередь следует отметить, что, несмотря на общерыночное сокращение доходов, выручка, пусть и замедлив свой рост, в целом сохранила положительную динамику (для сравнения в 2015 году выручка МегаФона упала на 0,4%). При этом основным драйвером роста на фоне сокращения выручки от традиционных услуг связи стали опять же поступления от услуг мобильного Интернета. Так, в 2015 году выручка от передачи данных выросла почти на 20% по сравнению с предыдущим годом, доходы же от голосовой связи и SMS-сообщений за аналогичный период остались неизменным (в связи с неполным раскрытием информации о структуре выручки Группы МТС данные не были внесены в

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» за 2016 г.

таблицу). Выручка Группы из зарубежных рынков присутствия в последние годы показывала неоднозначную, но по большей части положительную тенденцию (в особенности Украина), которая, однако, почти полностью нивелировалась негативными макроэкономическими факторами (общий спад и ослабление местных валют по отношению к рублю), а также напряженной геополитической ситуацией. Рост операционных расходов МТС в период с 2012 по 2016 год оказался ниже по сравнению все с тем же МегаФоном: 22,4% за пять лет против 24,3% у ближайшего конкурента. Все это в совокупности привело к менее критическому падению операционной прибыли Группы в последние годы: общее падение EBITc 2014 составило 17% при 30% у МегаФона. Динамика же чистой прибыли за последние три года относительно стабильна, однако, как можно видеть на представленной выше таблице, в 2014 году произошло ее существенное падение на 35,7%, обусловленное значительными убытками от курсовых разниц, а также разовыми негативными событиями (резервирование 5 млрд. рублей на инвестиции в подконтрольное украинское ПАО «Дельта Банк», признанное в 2014 году неплатежеспособным, а также значительное обесценение доли МТС в «МТС-Банке» на сумму 3,2 млрд. руб.). Тем не менее, в целом изменения чистой прибыли Группы за рассматриваемый период были менее негативными, чем у ближайшего конкурента «МегаФона».

Таблица 11 - Динамика финансовых результатов Группы "МТС" за 2012-2016 гг.*

млн руб.	2012	2013	2014	2015	2016				
ВЫРУЧКА	378 240	398 443	5,3%	410 780	3,1%	431 232	5,0%	435 692	1,0%
от услуг связи	349 338	371 950	6,5%	381 245	2,5%	390 690	2,5%	386 486	-1,1%
от реализации абонентского оборудования и аксессуаров	28 902	26 493	-8,3%	29 535	11,5%	40 542	37,3%	49 206	21,4%
ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ	284 446	296 685	4,3%	305 078	2,8%	343 373	12,6%	348 023	1,4%
Себестоимость услуг и оборудования	108 093	106 413	-1,6%	145 017	36,3%	167 172	15,3%	175 732	5,1%
Коммерческие и общие расходы	99 644	88 319	-11,4%	88 275	0,0%	89 302	1,2%	94 046	5,3%
Амортизация	67 910	73 253	7,9%	75 021	2,4%	82 473	9,9%	81 582	-1,1%
ОПЕРАЦИОННАЯ ПРИБЫЛЬ	93 794	101 758	8,5%	105 702	3,9%	87 859	-16,9%	87 669	-0,2%
КОНЕЧНАЯ ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	29 642	79 839	169,3%	51 306	-35,7%	49 489	-3,5%	48 474	-2,1%

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» за 2012-2016 гг.

Что касается прочих характеристик эффективности деятельности Группы, то на фоне неоднозначной динамики совокупной абонентской базы МТС число клиентов в России, ключевом рынке Группы, стабильно росло, причем темпы прироста в последние годы превышали темпы общего проникновения подвижной связи (рис. 11). Это говорит о высокой степени лояльности абонентов оператора в нашей стране, что является одним из главных залогов успешной деятельности в нынешних условиях усиливающейся конкуренции на рынке. Нестабильный рост количества абонентов на прочих рынках присутствия, безусловно, является негативным фактором, однако с точки зрения ценности для МТС подобная динамика должна в меньшей степени дискредитировать оператора: по итогам 2015 года при удельном весе зарубежных рынков в совокупной абонентской базе в 28% приходящаяся на них поступления составили всего 10% от совокупной выручки Группы. Также, как можно видеть на представленной выше гистограмме, с 2014 года наблюдается существенное расхождение в динамике среднемесячной выручки на абонента (ARPU) и среднемесячного использования услуг (MoU): при падении первого показателя MoU продолжил рост. В связи с отсутствием полной информации относительно пользования абонентами отдельных услуг сделать однозначный вывод относительно данной ситуации не представляется возможным, однако, вероятнее всего, это связано с одновременным сокращением выручки от традиционных услуг связи и опережающим ростом пользования мобильной передачей данных.

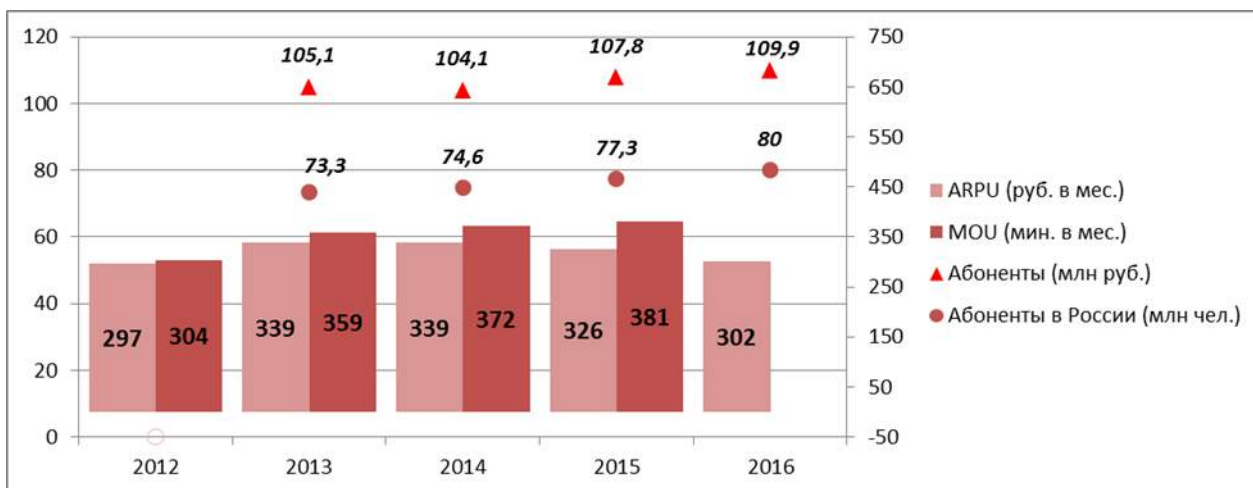


Рисунок 11. Динамика ARPU, MOU и абонентской базы Группы "МТС" за 2012-2016 гг.*

С точки зрения коэффициентов, характеризующих эффективность финансово-хозяйственной деятельности, результативность Группы МТС в среднем выше рынка либо по рынку (таблица 13). Коэффициенты оборачиваемости за последние три года стабильно превышают среднеотраслевые значения. В динамике показателей рентабельности заметен некоторый спад, однако в целом значения близки к среднерыночным. Ключевым фактом в данном случае является не столько величина показателей, сколько их стабильность как своеобразная мера риска: разброс значений коэффициентов рентабельности у операторов-конкурентов в значительной степени превышает средние колебания показателей Группы МТС.

Таблица 12 - Коэффициенты оборачиваемости и рентабельности для Группы "МТС" за 2014-2016 гг.*

	2014	2015	2016	Среднерыночное значение
Оборачиваемость оборотных активов	3,19	2,87	3,49	2,76
Оборачиваемость активов	0,76	0,69	0,73	0,59
ROS	12,49%	11,48%	11,13%	11,24%
ROCC	16,82%	14,41%	13,93%	14,57%
ROA	9,46%	7,90%	8,09%	8,51%
ROE	30,66%	28,52%	31,04%	26,62%
ROI	12,21%	10,36%	10,63%	10,50%

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» за 2012-2016 гг.

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС», ПАО «МегаФон» и VEON Ltd за 2014-2016 гг.

Если не брать во внимание негативные события нефундаментального шокового характера, то в целом динамика стоимости акции ПАО «МТС» во многом обусловлена общими тенденциями рынка сотовой связи: после пика, приходящегося на конец 2013 года, следует затяжное падение стоимости на фоне торможения роста финансовых результатов Группы МТС вследствие общеотраслевой перенасыщенности. Однако, как можно видеть на представленном выше графике (рис. 12), за последние полтора года наблюдается перелом нисходящей тенденции: в начале 2016 года цена уверенно пробил падающий тренд, а уже в конце этого года стоимость акции превысила уровень сопротивления в районе 265 рублей, что свидетельствует о повышении интереса инвесторов к компании.



Рисунок 12. Динамика стоимости акции ПАО "МТС"*

Во многом данный рост поддерживался стабильно высоким дивидендными выплатами: за последние пять лет объем выплат на акцию постоянно повышался с 14,7 рублей в 2012 году до 26 рублей в 2016 году, при этом средняя доходность вложений составляла около 9%. Тем не менее, учитывая стабильные финансовые результаты и относительно крепкое финансовое состояние Группы, а также то, что дивидендная история МТС является одной из лучших среди российских «голубых фишек», можно прийти

* «МегаФон ОАО (MFON)» – [Электронный ресурс] – Финансовый портал Investing.com – Режим доступа: <https://ru.investing.com/equities/megafon-oao>, свободный

к выводу о все еще сохраняющемся потенциале дальнейшего роста стоимости компании.

Сравнительный подход не является ключевым способом оценки инвестиционной привлекательности, однако в силу того, что этот метод не требует сложных вычислений и детального анализа исследуемых компаний, данный метод, бесспорно, будет наиболее удобным для определения инвестиционного потенциала оцениваемых операторов связи относительно ближайших аналогов. Как уже было выше, сравнительный подход будет основываться на двух наиболее популярных мультипликаторах – P/E и EV/EBITDA.

Некоторое ухудшение финансовых показателей, наблюдаемые в последние годы вследствие общерыночной стагнации, не смогли не отразиться на динамике мультипликаторов МТС и МегаФона. Как видно из представленной ниже таблицы, коэффициенты для ПАО «МегаФон» за последние три года претерпели значительные изменения. На конец 2015 года значение P/E незначительно улучшилось, что объясняется ростом чистой прибыли Группы в соответствующий период на фоне относительно стабильной капитализации компании (таблица 14). Однако уже в 2016 году рыночная стоимость собственного капитала МегаФона существенно упала, что в совокупности с сильным падением консолидированной чистой прибыли почти на 35% привело к росту мультипликатора до уровня в 14,7 и, как следствие, снижению инвестиционной привлекательности.

Таблица 13 - Динамика мультипликаторов P/E и EV/EBITDA Группы "МегаФон" за 2012-2016 гг.*

МегаФон	2014	2015	2016
P/E	13,9	13,5	14,7
EV/EBITDA	4,65	5,35	4,72

* Составлено на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2014-2016 гг.

Ситуация с EV/ЕВITDA за рассматриваемый период оказалась обратной. В 2015 году при относительно стабильной ЕВITDA существенно возросла совокупная стоимость компании EV. Данный рост обусловлен повышением чистого долга компании вследствие наращивания в течение данного периода долговой нагрузки и одновременном снижении наиболее ликвидных средств группы. В результате, на конец 2015 года мультипликатор вырос с 4,65 до 5,35. В 2016 году на фоне замедления роста совокупного долга МегаФона денежные средства и их эквиваленты повысились почти на 83%, в результате чего чистый долг Группы и, как следствие, мультипликатор EV/ЕВITDA существенно снизились, причем последний практически достиг уровня 2014 года.

Что касается ПАО «МТС», то динамика рассматриваемых мультипликаторов данного оператора за аналогичный период более стабильна, но при этом и более негативна. Величина P/E за два года повысилась с 6,81 до 10,3, причиной чего стало снижение чистой прибыли Группы в 2015-2016 годах при некотором повышении капитализации Компании за данный период. Показатель EV/ЕВITDA также ухудшился – с 2,98 на конец 2014 года до 4,26 к концу 2016 года (таблица 15). Подобная динамика обусловлена незначительным понижением ЕВITDA в 2016 году на фоне продолжившегося роста капитализации МТС. Таким образом, исходя из рассмотренных данных, ПАО «МТС» на протяжении всего рассматриваемого периода как с точки зрения P/E, так и EV/ЕВITDA выглядит более привлекательным по сравнению со своим ближайшим конкурентом, однако, обратив внимание на динамику данных показателей для обеих компаний, можно заметить, что с течением времени разрыв между мультипликаторами сокращается: так, если в 2014 году P/E и EV/ЕВITDA МегаФона превышали аналогичные показатели МТС примерно в 2 и 1,5 раза соответственно, то к концу 2016 года данное отношение сократилось до 1,5 и 1,1 раза, что свидетельствует о более быстрой потере инвестиционной привлекательности ведущего мобильного оператора относительно МегаФона.

Таблица 14 - Динамика мультипликаторов P/E и EV/EBITDA Группы

"МТС" за 2014-2016 гг.*

МТС	2014	2015	2016
P/E	6,81	8,77	10,3
EV/EBITDA	2,98	3,7	4,26

Если для динамического анализа мультипликаторов ключевым аспектом являлась сопоставимость показателей во времени, в связи с чем их значения рассчитывались на конец соответствующих периодов, то для относительной оценки рассматриваемых компаний с отечественными и зарубежными аналогами мультипликаторы составлялись на более актуальную дату – апрель 2017. Также здесь следует отметить, что МТС и МегаФон являются друг для друга наиболее подходящими для сравнения, рассматриваемые в рамках данной части компании в чистом виде аналогами считать нельзя как в силу специфики и географии их деятельности, так и в силу их размера и рыночного охвата. Тем не менее, несмотря на низкую степень сопоставимости, сравнительный анализ в данном случае все же будет приведен для полноты картины. В дополнение к вышесказанному следует сказать, что телекоммуникационный холдинг VEON, контролирующий 100% ПАО «ВымпелКом», в качестве аналога рассматриваться не будет в силу малой репрезентативности его мультипликаторов (вследствие довольно сильных негативных колебаний финансовых результатов холдинга в последние годы). Более того, в начале 2017 года представители VEON объявили не только о смене названия (ранее «VimpelComLtd»), но и о смене специализации своей деятельности: не отказываясь от бизнеса в сфере телекоммуникаций, холдинг будет позиционировать себя как преимущественно технологическая компания, выдвигающая в качестве своего ключевого продукта одноименный многофункциональный коммуникационный сервис.

* Составлено на основе отчетности ПАО «МТС» за 2014-2016 гг.

Так, на представленной выше таблице можно заметить, что по показателю P/E и МТС, и МегаФон превосходят отечественного телеком-гиганта Ростелеком, к тому же значения МТС существенно ниже средней величины по российскому рынку телекоммуникаций (таблица 16). С точки зрения EV/EBITDA оба мобильных оператора чуть менее привлекательны по сравнению с тем же Ростелекомом, однако МТС, как и в случае с P/E, торгуется на более приемлемом уровне относительно отрасли. Таким образом, в рамках отечественного рынка телекоммуникаций наибольшей инвестиционной привлекательностью обладает МТС, однако, учитывая то, что мультипликатор EV/EBITDA по своей природе интересен, прежде всего, кредиторам компании, отрицать наличие некоторого потенциала МегаФона с позиций интересов собственников нецелесообразно.

Таблица 15 - P/E и EV/EBITDA российского телекоммуникационного рынка и его крупнейших игроков*

АПРЕЛЬ 2017	МТС	МегаФон	Ростелеком	Российский рынок
P/E	9,96	15,5	17,46	14,78
EV/EBITDA	5,08	5,75	5,02	5,3

По сравнению с крупнейшими американскими аналогами, а также по сравнению со средними по рынку США показателями МТС и МегаФон как по P/E, так и по EV/EBITDA торгуются на значительно более низких уровнях, что говорит о существенной недооцененности отечественных мобильных операторов на международном уровне (таблица 17). Более того, МТС по обоим мультипликаторам выглядит более привлекательным и относительно крупнейшего среди развивающихся стран китайского телекоммуникационного рынка и, в частности, китайского гиганта ChinaMobile. Таким образом, МТС и МегаФон в непростых макроэкономических условиях по большей части уверенно сохраняют свой инвестиционный потенциал как в национальных

* Составлено на основе отчетности ПАО «МегаФон», ПАО «МТС» и ПАО «Ростелеком», а также данных smart-lab.ru

рамках, так и на международной арене, однако с точки зрения индивидуальной инвестиционной привлекательности по итогам сравнительного анализа МТС, несмотря на негативную динамику его мультипликаторов в последние годы, существенно опережает своего ближайшего конкурента.

Таблица 16 - P/E и EV/EBITDA ПАО "МТС", ПАО "МегаФон" и зарубежных аналогов*

АПРЕЛЬ 2017	МТС	МегаФон	<i>Verizon</i>	<i>AT&T</i>	<i>Сектор телекоммуникаций США</i>	<i>China Mobile</i>	<i>Китайский сектор телекоммуникаций</i>
P/E	9,96	15,5	15,27	18,82	17,48	14,19	40,27
EV/EBITDA	5,08	5,75	7,07	7,04	7,05	5,12	9,65

2.5. Оценка справедливой стоимости акций ПАО «МегаФон» и ПАО «МТС»

Оценка справедливой стоимости компании будет проведена с метода дисконтирования денежных потоков. Однако здесь следует отметить, что в связи с высокой степенью неопределенности относительно «закона Яровой» расчеты будут проводиться по трем гипотетическим сценариям: пессимистичному, умеренно-пессимистичному и умеренно-оптимистичному. Тем не менее, первоначальным этапом будет расчет базовой фундаментальной стоимости без учета потенциальных капитальных затрат на реализацию вышеупомянутого законопроекта.

На основе данных о динамике цены акции ПАО «МегаФон» и значения индекса ММВБ за период с января 2013 года по апрель 2017 года с недельным интервалом был рассчитан коэффициент систематического риска: вычисления осуществлялись с помощью средств MSExcel; бета составила 0,753, что свидетельствует о малой зависимости компании от общерыночных движений. С помощью средней за последние пять лет эффективной ставки налога и долей

* Составлено на основе отчетности ПАО «МТС», ПАО «МегаФон», а также данных Investing.com

рыночных стоимостей собственного (рыночная капитализация компании на момент оценки) и заемного капитала (сумма долгосрочных и краткосрочных займов и кредитов) коэффициент был скорректирован на рыночный финансовый рычаг. Рычаговая бета составила 1,093.

Среднерыночная доходность была рассчитана как средняя геометрическая годовая доходность индекса ММВБ в период с 2009 по 2017 год. В качестве безрисковой ставки была взята доходность 10-летних облигаций федерального займа. Таким образом, стоимость собственного капитала составила чуть более 18%. Цена заемного капитала для МегаФона была рассчитана как средневзвешенная купонная ставка по всем текущим облигационным займам Группы, находящимся в обращении. В итоге средневзвешенная стоимость совокупного капитала с учетом уже вычисленных долей и налоговой ставки была оценена в 13,497%. Конечные результаты представлены в таблице ниже (таблица 18).

Таблица 17 - Расчет ставки дисконтирования для ПАО "МегаФон"

Безрычаговая бета	0,752546	Среднерыночная доходность	17,15%
Эффективная ставка налога на прибыль	28,6%	Безрисковая ставка	7,98%
Доля СК	61,2%	САРМ	18,01%
Доля ЗК	38,8%	Цена заемного капиала	8,946%
Рычаговая бета	1,093334	WACC	13,497%

Прогнозирование свободных денежных потоков на весь капитал строилось на основе ретроспективного анализа выручки Группы и предположении об относительной неизменности внутренней структуры денежного потока.

Ключевым аспектом оценки является определение базового темпа прироста выручки в прогнозный период. Ее расчет проводился на основе построения простейшей модели линейной регрессии выручки по отношению ко времени. В общем виде модель выглядит следующим образом:

$$\ln(y_n) = a_0 + a_1 t_n, \quad (10)$$

где $\ln(y_n)$ – натуральный логарифм за соответствующий период n (логарифмирование значительно упрощает задачу вычисления, позволяя сразу получить относительный (процентный) прирост выручки; в обратном случае, среднегодовой прирост рассчитывается в абсолютном выражении);

a_0, a_1 – соответствующие коэффициенты, причем a_1 и будет представлять собой искомый средний темп прироста выручки за весь период;

t_n – порядковый номер года n .

Выборка была построена на основе исторических изменений выручки Группы «МегаФон» в период с 2010 по 2016 год (рис. 13). Отказ от включения в выборку более ранних периодов обусловлен чрезмерным завышением значения средней ставки роста.

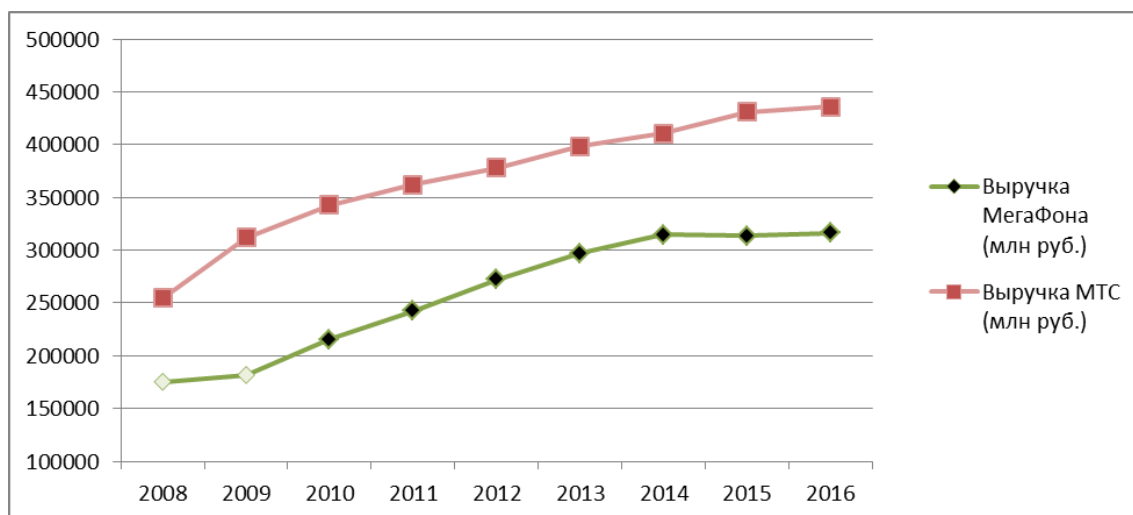


Рисунок 13. Динамика выручки Группы "МегаФон" и Группы "МТС" за 2008-2016 гг.*

Расчет статистики для выбранного ряда данных проводился с помощью средств MS Excel (функция ЛИНЕЙН). Таким образом, по итогам расчетов базовый среднегодовой темп прироста выручки составил примерно 6,46%. Сформированный массив данных, а также результаты расчета приведены выше в соответствующей таблице (таблица 19).

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» и ПАО «МегаФон» за 2008-2016 гг.

Таблица 18 - Линейная регрессия выручки Группы "МегаФон" в зависимости от времени*

Год	Выручка (млн руб.)		t	a1	a0
	Y	LN(Y)		0,064557	12,281239
2010	215 515	12,28079	1	0,011304	0,0505543
2011	242 608	12,3992	2	0,867069	0,0598166
2012	272 336	12,51479	3	32,61345	5
2013	297 229	12,60226	4	0,116692	0,0178902
2014	314 795	12,65968	5		
2015	313 383	12,65518	6		
2016	316 275	12,66437	7		

В принципе использование такой простейшей модели линейной регрессии при относительно стабильной динамике данных выборки не требует полной всестороннего анализа качества регрессии, тем не менее, ключевые характеристики в целом говорят о пригодности модели (таблица 20). Высокий коэффициент детерминации говорит о высокой объясняющей способности регрессора t; превышение значений $F_{\text{тест}}$ и $t(a_1)$ соответствующих критических значений свидетельствует о высокой степени качества спецификации и о значимости регрессора t соответственно.

Таблица 19 - Проверка качества регрессии (МегаФон)

R-квадрат	0,867069	F(расч.)	32,61345	t(a1)	5,710818
		F(крит.)	6,607891	t(крит.)	2,364624

Дальнейшее проведение расчетов строилось на следующих принципах:

- длительность прогнозного периода составляет 10 лет исходя из предположения о достаточности данного временного промежутка для смены внутренней структуры выручки: в рамках данной работы предполагается ускоренное повышения поступлений от услуг мобильной передачи данных с замедлением темпов до постоянных к концу прогнозного периода;

*Составлено на основе отчетности ПАО «МегаФон» за 2008-2016 гг.

- с 2017 года ежегодные темпы прироста выручки будут линейно возрастать с 0,9% 2016 года до уровня базового темпа прироста выручки, приходящегося на 2020 год, с 2020 года темпы прироста, в свою очередь, будут линейно убывать до долгосрочного значения в 3,5% на постпрогнозный период – экспертная оценка Газпромбанка (ССЫЛКА); подобная динамика обусловлена предположением о восстановлении к 2020 году выручки от традиционных услуг связи до докризисных уровней на фоне ускоренного роста поступлений от услуги мобильного Интернета;
- операционная прибыль будет рассчитываться как 23,76% (средняя за последние пять лет) от выручки с последующим снижением до 23% (в силу вероятного повышения операционных расходов);
- амортизация и капитальные вложения аналогично будут рассчитываться как 18,2% и 20,34% от выручки (средние за пять лет) с дальнейшим снижением до 18% соответственно (экспертные оценки аналитиков Газпромбанка);
- изменения рабочего капитала рассчитаны также на основе ретроспективного анализа, при этом в первые два года его роста не ожидается, в дальнейшем с повышением поступлений отчисления на формирование рабочего капитала вырастут до повышенных 2,86% от выручки со снижением к постпрогнозному периоду до 1%;
- налог на прибыль будет неизменным на протяжении всего прогнозного периода – 17,53% от ЕВІТ (рассчитано как средняя доля за последние пять лет);
- постоянный темп роста денежных потоков в постпрогнозный период составляет 3,5% (экспертная оценка Газпромбанка).

Подробные расчеты приведены ниже в соответствующей таблице (таблица 20).

Таблица 20 - Дисконтирование прогнозируемых денежных потоков

Группы "МегаФон"

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 ПП
Выручка (млн руб.)	323 514	335 413	352 407	375 157	398 060	420 965	443 711	466 129	488 044	509 278	
Темп прироста (%)	2,29%	3,68%	5,07%	6,46%	6,10%	5,75%	5,40%	5,05%	4,70%	4,35%	
ЕВИТ (млн руб.)	76 861	79 688	83 725	89 130	94 571	98 927	104 272	107 210	112 250	117 134	
Доля в выручке (%)	23,76%	23,76%	23,76%	23,76%	23,76%	23,50%	23,50%	23,00%	23,00%	23,00%	
Амортизация (млн руб.)	58 880	61 046	64 139	68 279	72 448	75 774	79 868	83 903	87 848	91 670	
Доля в выручке (%)	18,20%	18,20%	18,20%	18,20%	18,20%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	
Изменение рабочего капитала (млн руб.)	-3 841	-3 982	10 063	10 712	11 366	10 046	10 589	11 124	9 761	5 093	
Доля в выручке (%)	-1,19%	-1,19%	2,86%	2,86%	2,86%	2,39%	2,39%	2,39%	2,00%	1,00%	
Капитальные вложения (млн руб.)	65 815	68 235	71 692	76 321	80 980	79 983	84 305	83 903	87 848	91 670	
Доля в выручке (%)	20,34%	20,34%	20,34%	20,34%	20,34%	19,00%	19,00%	18,00%	18,00%	18,00%	
Налог на прибыль (млн руб.)	13 472	13 967	14 675	15 622	16 576	17 339	18 276	18 791	19 674	20 530	
Доля в ЕВИТ (%)	17,53%	17,53%	17,53%	17,53%	17,53%	17,53%	17,53%	17,53%	17,53%	17,53%	TV
FCFF	60 296	62 513	51 434	54 754	58 097	67 332	70 970	77 295	82 815	91 511	947 439
DCFF	53 125	48 529	35 180	32 998	30 849	31 501	29 254	28 073	26 501	25 801	267 125

Сумма дисконтированных денежных потоков за 10 лет и приведенная терминальная стоимость компании составили 596,9 млрд. рублей. Полученное значение корректируем на величину чистого долга Группы МегаФон (займы и кредиты за вычетом наиболее ликвидных средств), прогнозная рыночная стоимость собственного капитала ПАО «МегаФон» составляет 404,6 млрд. рублей. Разделив данное значение на количество обыкновенных акций компании (620 миллионов), получаем прогнозную цену акции ПАО «МегаФон» – 672 рубля. На 28 апреля 2017 цена закрытия для акции составляла 598,8 рублей, что свидетельствует о наличии потенциала роста почти в 12,2%. Подробные итоги представлены в таблице ниже (таблица 22).

Таблица 21 - Оцененная справедливая стоимость акции ПАО "МегаФон" при базовом сценарии

Текущая стоимость компании (млн руб.)	608 935
Чистый долг (млн руб.)	192 349
Прогнозная стоимость СК (млн руб.)	416 586
Прогнозная стоимость акции (руб.)	672
Текущая стоимость акции (руб.)	599
Потенциал роста	12,21%

Представленная выше базовая модель будет служить своеобразным ориентиром, в качестве потенциального сценария она рассматриваться не

будет. В рамках же данной работы, как уже было упомянуто, будут рассмотрены три наиболее возможных ситуации относительно условий исполнения антитеррористического закона: пессимистический, умеренно-пессимистический и умеренно-оптимистический сценарий. Общей предпосылкой для всех сценариев будет оцениваемый МегаФоном объем необходимых для формирования требуемой инфраструктуры связи капиталовложений в 500 млрд. рублей⁴.

В рамках «пессимистического» сценария предполагается, что власти все же не пойдут навстречу бизнесу, смягчающие поправки к «пакету Яровой» не будут внесены: попадающие под юрисдикцию закона компании самостоятельно финансируют создание необходимой инфраструктуры к июлю 2018 года. Таким образом, МегаФон будет вынужден направить в течение первых двух лет прогнозного периода капиталовложения в размере 500 млрд. рублей. Результаты расчетов приведены в соответствующей таблице (таблица 23).

Таблица 22 - Ожидаемая справедливая стоимость акции ПАО "МегаФон" в рамках "пессимистичного" сценария

Текущая стоимость компании (млн руб.)	306 246
Чистый долг (млн руб.)	192 349
Прогнозная стоимость СК (млн руб.)	113 897
Прогнозная стоимость акции (руб.)	184
Текущая стоимость акции (руб.)	599
Потенциал роста	-69,32%

Как видно из представленной таблицы, текущая стоимость МегаФона в рамках данного сценария снизится почти в два раза по сравнению с базовым результатом. В итоге целевая прогнозная цена акции составит приблизительно 184 рубля. Таким образом, в случае реализации наиболее пессимистичного сценария следует ожидать колоссального падения стоимости Компании – вплоть до 70% от текущей цены.

⁴ См.: «"Мегафон" оценил расходы на "закон Яровой" более чем в 500 млрд. рублей» – Информационная группа «Интерфакс» – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/537001>, свободный

«Умеренно-пессимистичный» сценарий предполагает внесение некоторых смягчающих поправок к закону: предусматривается примерно 30-процентная компенсация необходимых затрат операторам за счет бюджетных средств, а также пролонгация сроков формирования требуемой инфраструктуры до 3 лет. Таким образом, ежегодный объем направляемых МегаФонем капитальных вложений в период с 2017 по 2019 год составит около 165 млрд. рублей. В итоге прогнозная цена акции ожидается на уровне 308 рублей; предполагаемое падение остается довольно существенным – почти 50% от текущей стоимости (таблица 24).

Таблица 23 - Ожидаемая справедливая стоимость акции ПАО "МегаФон" в рамках "умеренно-пессимистического" сценария

Текущая стоимость компании (млн руб.)	383 302
Чистый долг (млн руб.)	192 349
Прогнозная стоимость СК (млн руб.)	190 953
Прогнозная стоимость акции (руб.)	308
Текущая стоимость акции (руб.)	599
Потенциал роста	-48,57%

В рамках же «умеренно-оптимистичного» сценария предусматривается внесение более весомых смягчающих поправок: при сохранении сроков создания инфраструктуры предполагается покрытие затрат операторов за счет средств бюджета до 50%. В данном случае, ежегодные инвестиции МегаФона будут равняться 125 млрд. рублей в 2017 и 2018 году. В результате целевая стоимость акции Компании составит 518 рублей, что подразумевает под собой снижение на 13,5% (таблица 25).

Таблица 24 - Ожидаемая справедливая стоимость акции ПАО "МегаФон" в рамках "умеренно-оптимистичного" сценария

Текущая стоимость компании (млн руб.)	513 419
Чистый долг (млн руб.)	192 349
Прогнозная стоимость СК (млн руб.)	321 070
Прогнозная стоимость акции (руб.)	518
Текущая стоимость акции (руб.)	599
Потенциал роста	-13,52%

При определении справедливой стоимости акции ПАО «МТС» общий алгоритм расчета сохранялся: бета МТС за аналогичный период составила 0,914, скорректированная бета соответственно – 1,294 (таблица 26). Значения среднерыночной доходности и безрисковой ставки остались эквивалентными, цена заемного капитала МТС так же была рассчитана как средневзвешенная доходность по всем облигационным займам Группы в обрезании. В результате ставка дисконтирования составила 14,94%.

Таблица 25 - Расчет ставки дисконтирования для ПАО "МТС"

Безрычаговая бета	0,91376	Среднерыночная доходность	17,15%
Эффективная ставка налога на прибыль	26,6%	Безрисковая ставка	7,98%
Доля СК	63,8%	САРМ	19,85%
Доля ЗК	36,2%	Цена заемного капитала	8,55%
Рычаговая бета	1,29406	WACC	14,94%

Модель линейной регрессии для МТС была построена по схожей схеме, однако массив данных был расширен – расчет проводился в период с 2008 по 2016 год в силу более низких и более стабильных темпов роста консолидированной выручки Группы «МТС» по сравнению с МегаФоном (таблица 27). Результаты нахождения статистики для модели приведены ниже. Базовый годовой темп прироста выручки составил 5,96%.

Таблица 26 - Линейная регрессия выручки Группы "МТС" в зависимости от времени*

Год	Выручка (млн руб.)		t	a1	a0
	Y	ln(Y)		0,059647	12,50906
2008	254 596	12,44743	1	0,008035	0,045218
2009	311 798	12,65011	2	0,887281	0,062243
2010	342 974	12,74541	3	55,10107	7
2011	361 923	12,79919	4	0,213469	0,027119
2012	378 240	12,84328	5		
2013	398 443	12,89532	6		
2014	410 780	12,92581	7		
2015	431 232	12,9744	8		
2016	435 692	12,98469	9		

* Составлено автором на основе отчетности ПАО «МТС» за 2008-2016 гг.

Коэффициент детерминации, а также рассчитанные значения $F_{\text{тест}}$ и $t(a_1)$, как и в случае с МегаФоном, свидетельствуют о высокой степени качества регрессии (таблица 28).

Таблица 27 - Проверка качества регрессии (МТС)

R-квадрат	0,887281	F(расч.)	55,10107	t(a1)	7,423009
		F(крит.)	5,591448	t(крит.)	2,262157

Расчет денежных потоков для МТС строился на основе схожих с МегаФоном принципов, но, естественно, с учетом индивидуальных соотношений первого:

- с 2017 года ежегодные темпы прироста выручки будут равномерно возрастать с 1% 2016 года до уровня базового темпа прироста выручки, приходящегося так же на 2020 год, далее темпы прироста аналогичным образом будут линейно убывать до долгосрочного значения в 3,5% на постпрогнозный;
- операционная прибыль будет рассчитываться как 23,31% (средняя за последние пять лет) от выручки с последующим снижением до 23% к концу прогнозного периода;
- амортизация и капитальные вложения аналогично будут рассчитываться как 18,5% и 21,5% от выручки с дальнейшим снижением до 18,25% и 17% соответственно;
- изменения рабочего капитала будет повышаться до 2,16% в 2020-2021 годах с дальнейшим снижением до -1% от выручки к 2026 году;
- налог на прибыль так же будет неизменным на протяжении всего прогнозного периода – 17,49% от ЕБИТ (р средняя доля за последние пять лет).

Конечные расчеты спрогнозированных денежных потоков для МТС приведены ниже (таблица 29).

Таблица 28 - Дисконтирование прогнозируемых денежных потоков

Группы "МТС"

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 ПП
Выручка (млн руб.)	445 569	461 161	482 984	511 793	540 883	570 109	599 314	628 333	656 994	685 118	
Темп прироста выручки (%)	2,27%	3,50%	4,73%	5,96%	5,68%	5,40%	5,12%	4,84%	4,56%	4,28%	
ЕВИТ (млн руб.)	103 875	107 510	112 597	119 313	126 095	132 909	139 717	144 517	151 109	157 577	
Доля в выручке (%)	23,31%	23,31%	23,31%	23,31%	23,31%	23,31%	23,31%	23,00%	23,00%	23,00%	
Амортизация (млн руб.)	82 387	85 270	89 305	94 632	100 011	105 415	110 815	114 671	119 901	125 034	
Доля в выручке (%)	18,49%	18,49%	18,49%	18,49%	18,49%	18,49%	18,49%	18,25%	18,25%	18,25%	
Изменение рабочего капитала (млн руб.)	-1 180	-1 222	7 628	11 076	8 543	5 701	5 993	3 142	-6 570	-6 851	
Доля в выручке (%)	-0,26%	-0,26%	1,58%	2,16%	2,16%	1,00%	1,00%	0,50%	-1,00%	-1,00%	
Капитальные вложения (млн руб.)	95 833	99 187	103 880	110 077	116 333	108 321	113 870	113 100	111 689	116 470	
Доля в выручке (%)	21,51%	21,51%	21,51%	21,51%	20,00%	19,00%	19,00%	18,00%	17,00%	17,00%	
Налог на прибыль (млн руб.)	18 168	18 804	19 694	20 869	22 055	23 246	24 437	25 277	26 430	27 561	
Доля в ЕВИТ (%)	17,49%	17,49%	17,49%	17,49%	17,49%	17,49%	17,49%	17,49%	17,49%	17,49%	TV
FCFF (млн руб.)	73 441	76 011	70 700	71 924	79 175	101 055	106 232	117 669	139 461	145 431	1 383 031
DCF (млн руб.)	63 897	57 539	46 564	41 215	39 474	43 835	40 093	38 638	39 843	36 149	343 772

По результатам суммирования дисконтированных денежных потоков и терминальной стоимости была вычислена целевая стоимость акции ПАО «МТС» в размере 267 рублей при текущей цене в 245 рублей: потенциал роста в рамках базового сценария составил около 9% (таблица 30).

Таблица 29 - Оцененная справедливая стоимость акции ПАО "МТС" при базовом сценарии

Текущая стоимость компании (млн руб.)	791 019
Чистый долг (млн руб.)	257 193
Прогнозная стоимость СК (млн руб.)	533 826
Прогнозная стоимость акции (руб.)	267,13
Текущая стоимость акции (руб.)	245,00
Потенциал роста	9,0%

Условия рассматриваемых сценариев в случае с МТС оставались идентичными. Объем потенциальных капитальных затрат на реализацию требований закона по оценкам представителей МТС равняется 400 млрд рублей, что говорит о большей подготовленности технологической базы ведущего оператора⁵. Данное значение и легло в основу соответствующих

⁵ См.: «Минкомсвязи оценило затраты операторов на выполнение "закона Яровой" в 100 млрд. рублей» – Информационная группа «Интерфакс» – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/546091>, свободный

расчетов, по итогам которых были получены следующие результаты (таблица 31).

Таблица 30 - Ожидаемая справедливая стоимость акции ПАО "МТС" в рамках трех гипотетических сценариев

	"Пессимистичный" сценарий	"Умеренно-пессимистичный" сценарий	"Умеренно-оптимистичный" сценарий
Текущая стоимость компании (млн руб.)	624 074	709 336	786 778
Чистый долг (млн руб.)	257 193	257 193	257 193
Прогнозная стоимость СК (млн руб.)	366 881	452 143	529 585
Прогнозная стоимость акции (руб.)	183,6	226,3	265,0
Текущая стоимость акции (руб.)	245	245	245
Потенциал роста	-25,1%	-7,7%	8,2%

Как видно из представленной выше таблицы, в рамках всех трех сценариев последствия «закона Яровой» для Группы «МТС» не столь губительны, как для ближайшего конкурента: так, в условиях «пессимистичного» прогноза относительно возможных поправок к закону при потенциальном падении стоимости МегаФона почти на 70% снижение цены акции МТС согласно произведенной оценке должно составить около 25%. Более того, при реализации наиболее позитивного сценария Группа МТС благодаря большей подготовленности способна практически в полной мере сохранить свой инвестиционный потенциал – возможный рост цены акции может составить более 8%.

Список литературы:

1. Анализ инвестиционной привлекательности организации, под редакцией Ендовицкого Д.А. : Монография.— Москва: КноРус, 2014.
2. Гуськова Н.Д., Краковская И.Н., Слушкина Ю.Ю. и др. Инвестиционный менеджмент: Учебник. — КноРус., 2016. — 426 с.
3. Дидковская О. В.. Корпоративная организация инвестиционной деятельности: Учебное пособие— Москва: Палеотип, 2007. — 180 с.
4. Зельцер А.Б. Оценка инвестиционной привлекательности акций, обращающихся на российском фондовом рынке: Автореферат диссертации кандидата экономических наук - Новосибирский государственный университет экономики и управления, Новосибирск – 2009.