

## 9.6. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ С ЦЕЛЬЮ УВЕЛИЧЕНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Капранов Н.С., аспирант Академии бюджета и казначейства Министерства Финансов РФ

В статье описывается конкретный метод увеличения стоимости бизнеса, получивший распространение во многих компаниях.

Компании при принятии управленческих решений опираются на концепцию экономически добавленной стоимости (*EVA* – Economic value added), учитывающую общую стратегию развития и опирающуюся на интегрированные стратегические показатели, затрагивающие политику планирования операционной деятельности и принятия инвестиционных решений.

Использование *EVA* позволяет учесть эффективность использования капитала, достаточного не только для развития бизнеса, но и создающего добавленную стоимость, повышающую стоимость бизнеса и обеспечивающую богатство акционеров. Финансовые менеджеры используют данный показатель при планировании и управлении денежными потоками в целях увеличения стоимости бизнеса.

В статье рассмотрено использование данной методики на примере трех крупнейших телекоммуникационных компаний России: «МТС», «Вымпелком» и «Мегафон».

Увеличение стоимости компаний – одна из стратегических целей развития бизнеса, получившая распространение во многих корпорациях большинства стран мирового сообщества. Любой собственник, создавая свой бизнес, вкладывая средства в него, стремится обеспечить его рост, чтобы затем продать бизнес либо вывести его на фондовый рынок. Очевидно, что в таком случае собственник захочет продать свой бизнес по максимальной цене, а инвестор, приобретающий его, заинтересован в возврате вложений и получении прибыли. Именно поэтому необходимо увеличивать стоимость компании на любом этапе ее развития, представляющую собой сумму, за которую эту фирму можно было бы продать как реально функционирующий бизнес. (По-другому ее называют стоимостью действующей фирмы, которая способна генерировать положительные денежные потоки для инвесторов).

Для достижения поставленной цели необходимо разработать стратегию развития. Универсальных подходов для решения подобной задачи и достижения наилучших результатов в этом устремлении нет. Но существуют факторы, которые надо учитывать, если задаться целью увеличить стоимость бизнеса.

Существуют четыре фактора, влияющие на стоимость компании, т.е. фактически создающие ее:

- 1) темпы роста продаж;
- 2) рентабельность операций, которая определяется как отношение чистой прибыли от операций после налогообложения (*NOPAT*) к выручке;
- 3) коэффициент потребности в капитале, измеряемый отношением операционного капитала к выручке;
- 4) средневзвешенная стоимость капитала (*WACC*).

Во многом стоимость бизнеса определяется его ростом, что проявляется в расширении объема продаж, развитии бизнеса за счет открытия или покупки новых структурных образований. Таким образом, можно заключить, что чем интенсивнее растет и развивается компания, тем дороже она будет стоить. Однако рост должен быть стабильным и темпы роста должны превышать средние по отрасли. Если компания смогла этого добиться, то и в дальнейшем у этой компании более

выгодные позиции при консолидации бизнеса, у нее увеличиваются возможности для продолжения роста, что приводит и к увеличению стоимости бизнеса.

Одним из наиболее эффективных инструментов, которые могут использоваться для увеличения стоимости бизнеса, является концепция экономически добавленной стоимости (*Economic Value Added, EVA*). Это означает, что для создания стоимости и ее увеличения компания должна обеспечивать доходность использования инвестированного капитала большую, чем стоимость его привлечения.

*EVA* – защищенное торговой маркой название конкретного подхода к вычислению экономической прибыли (*economic profit*). Этот подход был предложен консалтинговой фирмой «Stern Stewart & Co». Понятие *EVA* появилось в конце 1980-х годов. В сущности, это экономическая прибыль, заработанная компанией после вычета всех капитальных затрат, или это чистая операционная прибыль фирмы после уплаты налогов минус плата за использованный капитал в виде его стоимости (в денежном выражении).

Таким образом, формула для расчета экономически добавленной стоимости может быть представлена следующим образом:

$$EVA = NOPAT - WACC * CE, \tag{1}$$

где

*NOPAT* – скорректированная чистая операционная прибыль после уплаты налогов;

*WACC* – средневзвешенная стоимость капитала компании;

*CE* – размер используемого капитала (инвестиции).

Экономическую добавленную стоимость можно вычислить через рентабельность инвестированного капитала:

$$EVA = CE * (ROIC - WACC), \tag{2}$$

где *ROIC* – рентабельность инвестированного капитала, которая представляет собой отношение *NOPAT* к общему операционному капиталу

Этот показатель фактически позволяет определить чистый денежный доход акционеров и позволяет ответить на вопрос: «Чему равна прибыль после вычета платы за капитал?».

Стоимость компании зависит от разницы между ожидаемой величиной рентабельности инвестированного капитала (*ROIC*) и средневзвешенной стоимостью капитала компании. Если значение *ROIC* больше, то доход на инвестированный капитал больше, чем затраты на его привлечение и обслуживание, следовательно, менеджмент увеличивает его стоимость. В этом случае увеличение темпов роста фирмы только ускоряет ее наращивание. Если же значение *ROIC* меньше, то разность между *ROIC* и средневзвешенной стоимостью капитала фирмы отрицательная, менеджмент разрушает стоимость фирмы, и чем выше темп ее роста, тем быстрее. В этом случае рост фирмы приносит только вред. Таким образом, компания создает стоимость, когда разница между ее рентабельностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала положительна (*ROIC > WACC*).

Принцип вычисления *EVA* достаточно прост. Конкретный метод, предложенный «Stern Stewart & Co», предусматривает перечень возможных поправок к полученным значениям. Цель этих поправок заключается в том, чтобы показатель *NOPAT* отражал абсолютный, а не природный подход к оценке эффективности работы

фирмы. Лучшей единицей измерения для оценки эффективности работы менеджера является чистая операционная прибыль после налогообложения (**NOPAT**), представляющая собой прибыль, которую компания получила бы, если бы она не имела задолженности. Непосредственно с этим показателем связаны величины операционных денежных потоков, подсчитываемые путем суммирования величин **NOPAT** и амортизации. Определенные поправки вносятся в балансовую стоимость используемого капитала.

Таким образом, показатель **EVA** позволяет учесть текущие затраты и выручку компании, эффективность использования капитала, переданного менеджеру в управление, а также его стоимость. Причем показатель чистой прибыли корректируется, если компания проводит научно-исследовательские разработки, и в этом случае прибыль не будет существенно снижаться.

Экономическая добавленная стоимость обладает рядом преимуществ перед бухгалтерской прибылью в качестве критерия оценки деятельности компании. Предприятие в целом или же его подразделения, создающие много добавленной стоимости, должны создавать дополнительное богатство его акционерам и хорошее вознаграждение менеджерам. Также **EVA** позволяет обнаружить звенья компании, испытывающие трудности в работе, которые могут привести или уже привели к потере прибыли.

**EVA** служит сигналом для финансовых менеджеров, свидетельствующим о том, стоит ли инвестировать, достаточен ли прирост прибыли от капиталовложений для возмещения затрат на капитал.

Показатель **EVA** позволяет учесть то обстоятельство, что фирма в действительности не создает стоимости для акционеров до тех пор, пока не покроет все свои капитальные затраты. Учетная прибыль хотя и позволяет в явном виде учитывать платежи долгового финансирования, не учитывает затраты, связанные с финансированием на основе собственного капитала.

**EVA** отличается от учетной прибыли тем, что включает плату за использование всего капитала компании – как долгового, так и собственного. Иными словами, фирма, у которой положительная учетная прибыль, на самом деле может терять свою стоимость, поскольку ее акционеры могут не получать требуемую доходность. Положительное значение **EVA** указывает на то, что стоимость для акционеров создается, тогда как отрицательное значение свидетельствует о разрушении этой стоимости. В этой связи **EVA** пользуется все большей популярностью.

По мнению менеджеров, существует три пути увеличения **EVA**.

- Во-первых, сократить инвестиции, разработав стратегию, направленную на увеличение эффективности использования уже осуществленных вложений.
- Во-вторых, организовать бизнес таким образом, чтобы доходность его была выше цены капитала, использованного при его создании.
- В-третьих, ускорить оборачиваемость капитала, которая повысит его рентабельность, и не вкладывать средства в проекты с длительным сроком окупаемости.

Таким образом, менеджер предприятия может улучшить показатель **EVA** двумя способами: во-первых, повысив прибыль, во-вторых, уменьшив используемый капитал. Отсюда у менеджера появляется стимул избавиться от незагруженных активов или передать их в другие руки. Однако в этом показателе не получает

отражения прогноз будущих денежных потоков и, следовательно, приведенная стоимость будущих денежных потоков. **EVA** рассчитывается на основании прибыли текущего года. Соответственно этот показатель побуждает менеджеров осуществлять проекты с быстрой окупаемостью. Подобные проблемы возникают и при осуществлении рискованного проекта, когда требуются огромные капиталовложения, а отдача в виде прибыли в первые годы очень низкая или вовсе отрицательная, хотя позднее прибыль и денежный поток значительно возрастут.

Однако, несмотря на некоторые недостатки, показатель **EVA** следует использовать при принятии решений, еще и учитывая общую стратегию развития компании, при этом используя интегрированные стратегические показатели развития, которые, помимо финансовых, включают показатели эффективности работы и производительности труда на предприятии. Поэтому на предприятиях рассчитывается другой показатель – **CerTIVVA**, который расшифровывается как формирование добавленной стоимости за счет выполнения различного рода услуг по основным направлениям деятельности предприятия. Таким образом, в данном показателе уже учитываются денежные потоки на предприятии. Но в основе этого показателя лежит концепция создания экономической добавленной стоимости. Расчет этого показателя выполняется по формуле:

$$\text{CerTIVVA} = \text{CF} - \text{IC} \cdot \text{WACC},$$

где:

**CerTIVVA** – формирование добавленной стоимости за счет выполнения различного рода услуг по основным направлениям деятельности;

**CF** – денежный поток, рассчитанный косвенным методом, который определяется на основании прибыли компании по формуле:

$$\text{CF} = \text{EBIT} + \text{D} - \text{M} \pm \text{CNW} \pm \text{CP} \pm \text{T},$$

где

**EBIT** – валовая прибыль компании до уплаты процентов и налогов;

**D** – амортизация;

**M** – резерв для возобновления основных средств, который рассчитывается как сумма амортизации, умноженная на процент инфляции;

**CNW** – изменение стоимости чистого оборотного капитала (текущие активы минус текущие обязательства) за год;

**CP** – изменение суммы начисленных резервов в соответствии с международными стандартами учета;

**T** – налоги;

**IC** – стоимость инвестированного капитала. Инвестированный капитал включает стоимость основного и оборотного капитала, а также разницу между капитализацией компании и стоимостью ее активов;

**WACC** – средневзвешенная стоимость капитала компании. Устанавливается для каждой операционной единицы компании с учетом рисков.

При определении стоимости капитала компании учитывается разница между капитализацией и стоимостью ее активов. Эта корректировка позволяет измерять прирост добавленной экономической стоимости в результате эффективного управления денежными потоками, что находит отражение в цене акций и, соответственно, в уровне капитализации компании. Такой подход позволяет оценить вклад каждой операционной единицы компании в формировании стоимости компании в це-

лом, поскольку учитываются денежные потоки, используемые активы, деловая репутация, т.е. факторы, которые учитываются при фундаментальном анализе деятельности компании и оценке ее стоимости.

Процесс управления компанией обязательно включает постановку задач и контроль их исполнения. Поэтому необходимо устанавливать ежегодно для каждой операционной единицы группы целевое назначение показателя **CerTIVVA**, который должен быть в процентном отношении выше, чем в предыдущем году.

Эта обязанность должна возлагаться на финансового директора, руководителей департаментов. В течение года должен ежемесячно проводиться мониторинг промежуточных результатов и планироваться мероприятия, которые позволят достичь поставленных целей.

Для расчета показателя **CerTIVVA** используется программное обеспечение SUN (финансовая отчетность), Huregion, Oracle (бюджетирование). Модули этих систем позволяют вести финансовый и управленческий учет, а также консолидировать финансовую отчетность всех подразделений, расположенных в разных странах. Отдельный модуль в системе Huregion отвечает за консолидацию данных по всем центрам прибыли компании. Это позволяет рассчитывать показатель **CerTIVVA** автоматически.

Однако прежде, чем управлять стоимостью бизнеса на основе данного показателя, необходимо определить конкретные задачи по достижению показателей, которые характеризуют стоимость бизнеса и учитываются при его определении. Это означает, что сначала необходимо разработать стратегию максимизации стоимости бизнеса, определить значения ключевых показателей и инструменты их управления.

Показатель **CerTIVVA** должен использоваться для сравнения эффективности работы различных подразделений, а значит, позволяет принимать решения по оптимизации структуры бизнеса и определению приоритетных направлений для дальнейшего развития.

Таким образом, в целом концепция экономической добавленной стоимости дает возможность не только учесть все факторы, от которых зависит стоимость компании, но и эффективно управлять ими.

Из сказанного можно заключить, что экономическая добавленная стоимость характеризует прирост стоимости предприятия за год. Немаловажную роль в этом процессе играет деятельность менеджера по финансовому планированию развития предприятия, управлению денежными потоками от операционной деятельности. От того, насколько эффективно работает менеджер, зависит благосостояние собственников компании, ее конкурентные преимущества на рынке.

Данный показатель желательно использовать в компаниях, прошедших стадию интенсивных капиталовложений и стремительного развития, к которым можно отнести компании телекоммуникационной сферы.

Компании телекоммуникационной сферы обладают большими денежными потоками, которыми необходимо эффективно управлять для повышения стоимости бизнеса и получения конкурентных преимуществ в условиях агрессивной конкурентной среды. Управляя денежными потоками, финансовый менеджер управляет стоимостью компании.

В телекоммуникационной сфере в последние годы значительно возросли положительные потоки денежных средств (операционные денежные потоки) в ре-

зультате переориентации трафика с фиксированной связи на мобильную, роста внутрисетевого трафика, появления высокодоходных услуг связи, расширения числа пользователей услугами связи как среди физических, так и юридических лиц.

Следствием мощных положительных операционных денежных потоков становится повышение стоимости бизнеса, о чем свидетельствует рост стоимости акций компаний телекоммуникационной сферы.

Связь становится составляющей технологического процесса для организации других отраслей материального производства, инфраструктуры, органов управления. Через системы связи передается информация, поступающая в систему управления производством. Отсюда повышается уровень управления, а следовательно, и производительность труда в отраслях национальной экономики.

Телекоммуникационные компании привлекают высококвалифицированных специалистов и создают специализированные подразделения. От квалификации и опыта персонала, слаженности его работы, используемых технологий и уровня организованности бизнес-процесса, гарантирующего положительные денежные потоки и доходы компании, зависит и ее эффективность. Система управления денежными потоками должна пронизывать все бизнес-процессы компании.

Рассмотрим показатель **EVA** на примере компаний «МТС», «Мегафон», «Вымпелком» (см. рис. 1).

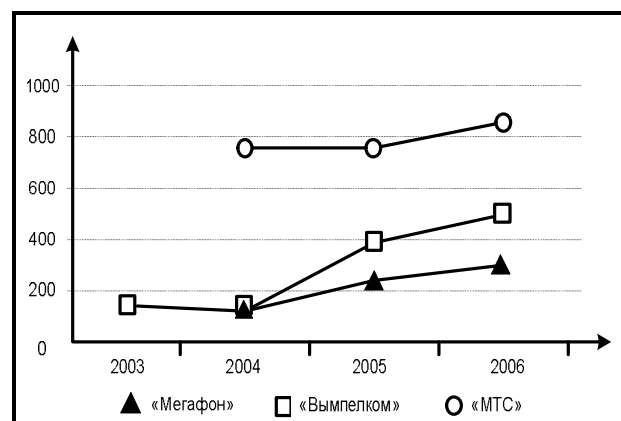


Рис. 1. Экономическая добавленная стоимость компании (тыс. руб.)

В целом можно отметить, что экономическая добавленная стоимость ведущих операторов сотовой связи за последние годы возрастала, за исключением «МТС», хотя и в «МТС» оставалась достаточно высокой по сравнению с другими операторами связи, действующими на российском рынке телекоммуникационных услуг.

Рост этого показателя проходил на фоне роста денежных потоков от операционной деятельности. Как следует из рис. 1, ведущие компании мобильной связи создают положительную экономическую добавленную стоимость, если рентабельность их инвестированного капитала больше, чем их средневзвешенная стоимость, на которую ориентируются инвесторы. Если же средневзвешенная стоимость капитала превышает его рентабельность, то новые инвестиции снижают стоимость компании. Судя по рис. 1, экономическая добавленная стоимость ведущих операторов сотовой связи («МТС», «Вымпелком» и «Мегафон») увеличилась в несколько раз за период с 2003 по 2006 гг.

Экономическая добавленная стоимость позволяет оценить экономические выгоды телекоммуникационно-го бизнеса за год. Экономическая добавленная стоимость – это остаточная прибыль, остающаяся после затрат по обслуживанию всего капитала. Это своего рода мера того, в какой степени фирма увеличивает ценность капитала, инвестированного акционерами.

Другим не менее важным показателем деятельности фирмы является **EBITDA**<sup>1</sup>. В последние годы рентабельность по **EBITDA** стабилизировалась на уровне 45% (см. рис. 2).

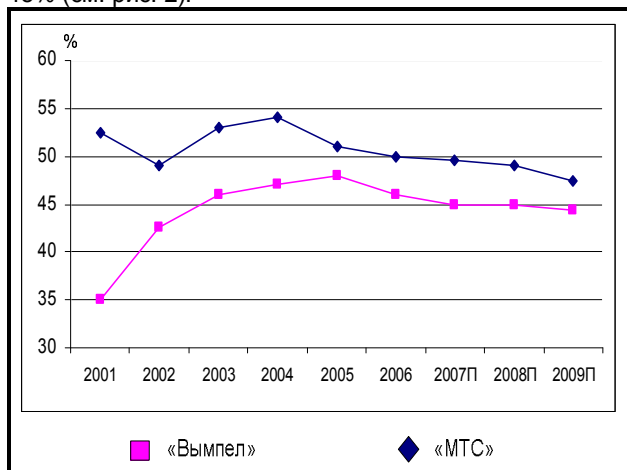


Рис. 2. Нормы EBITDA «МТС» и «Вымпелком»

В 2006 году рост **EBITDA** несколько замедлился, хотя и сохранил поступательную динамику, что связано с ростом вложений в расширение бизнеса.

Таким образом, **EVA** и **EBITDA** – это два основных фактора, от которых зависит увеличение стоимости компании на рынке, в чем и заинтересованы ее собственники.

В рыночных условиях об увеличении стоимости компании свидетельствует рост цены акций компании, котирующихся на рынке, что делает их привлекательными для инвесторов (см. рис. 3).

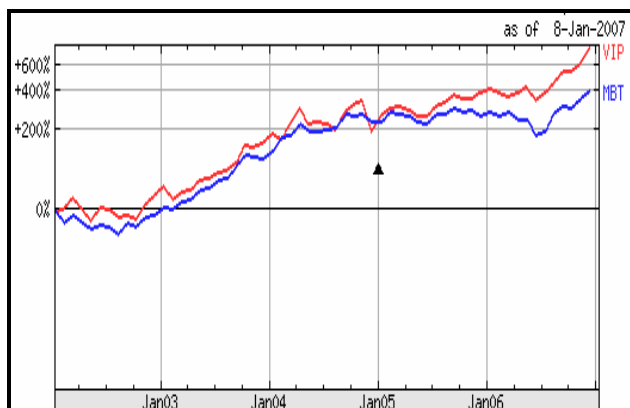


Рис. 3. Динамика цен на акции компаний «МТС» и «Вымпелком» за 5 последних лет на Нью-Йоркской фондовой бирже (%), VIP – «Вымпелком»; MBT – «МТС»; Jan – Январь

Как видно из рис. 3, рыночная цена акций двух ведущих операторов сотовой связи стремительно растет. В

<sup>1</sup> EBITDA – прибыль до уплаты процентов, налогов и начисления амортизации.

течение последних лет, т.е. за период с января 2003 года по январь 2007 года, она возросла у «Вымпелком» на 600%, у «МТС» – на 400%. За последние 5 месяцев котировка акций «МТС» и «Вымпелком» выросли соответственно на 72% и 68% с оценочным коэффициентом **EV/EBITDA**<sup>2</sup> на начало 2007 на уровне 6,0 и 6,2 соответственно против 5,8 в среднем у компаний развивающегося рынка. Это делает компании привлекательными для инвесторов в плане размещения инвестиций.

По итогам 2006 года обе компании продемонстрировали высокие результаты. Значительно выросла выручка этих компаний на фоне экономического роста страны в целом. По прогнозам, в первом квартале 2007 г. значительно возрастет выручка по сравнению с предыдущим кварталом в среднем на 15% в «МТС» и на 11% в «Вымпелком».

В 2007 г. рентабельность по **EBITDA** обеих компаний составит около 50%. Ожидаемые высокие показатели связаны с положительными денежными потоками, растущими за счет повышения тарифов от операционной деятельности, дополнительной выручкой от межсетевых соединений и увеличением трафика за счет расширения абонентской базы среди юридических и физических лиц.

В целом следует отметить, что положительные денежные потоки ведущих операторов сотовой связи, повышение значения **EVA** проявилось в росте стоимости компаний, что сделало их более привлекательными для инвесторов и таким образом стимулирует дальнейшее расширение бизнеса.

**EVA** пользуется большой популярностью в мире и приобретает значимость у нас в стране, поскольку позволяет не только управлять стоимостью и структурой капитала компании, но и служит постоянным напоминанием менеджерам о том, что они справляются со своей задачей лишь в том случае, если доходность компании покрывает стоимость капитальных затрат. Однако полезность использования концепции **EVA** для управления стоимостью компании определяется в той степени, если она помогает увязать корпоративную стратегию и инвестиции в развитие со стоимостью компании для акционеров и возможностью увеличения благосостояния акционеров.

Расчет **EVA** и анализ динамики этого показателя вынуждают менеджеров больше внимания уделять аспектам управления, направленным на повышение эффективности использования капитала компании, оптимизацию налогообложения, создание оптимальной структуры капитала компании, а также совершенствование стратегического планирования, используя различные механизмы и рычаги управления.

Так, при оценке эффективности деятельности компаний телекоммуникационной сферы и потенциальной возможности роста их стоимости необходимо рассмотреть принципы и особенности формирования притоков и оттоков денежных средств.

Основные положительные потоки денежных средств этих компаний формируются за счет платежей абонентов за пользование услугами связи и дополнительными услугами.

<sup>2</sup> EV/EBITDA – рыночная стоимость проекта, где EV – дисконтированная стоимость всех будущих свободных денежных потоков предприятия безотносительно к его структуре капитала; EBITDA – прибыль до уплаты процентов, налогов и начисления амортизации.

Рассмотрим особенности деятельности крупных компаний мобильной связи и возможности роста их стоимости на перспективу.

Среди компаний мобильной связи «МТС» – крупнейший оператор России, обслуживает 71,5 млн. абонентов. Выручка за 2005 г. – \$5,01 млрд, чистая прибыль – \$1,13 млрд. 52,8%, принадлежит АФК «Система». Капитализация – \$18,92 млрд.

«Вымпелком» – второй по величине сотовый оператор России, обслуживает 52,5 млн. абонентов. Выручка за 2005 г. – \$3,21 млрд, чистая прибыль – \$615,1 млн. Крупнейшие акционеры – «Altimo» (35,8% голосующих акций) и «Telenor» (26,6%). Капитализация – \$15,62 млрд.

К настоящему моменту операторами мобильной связи практически завершен период интенсивного роста за счет расширения абонентской базы, и начинается период повышения уровня их капитализации. Стабильный рост денежного потока в ОАО «МТС» от операционной деятельности и снижение общих затрат позволят компании получать значительный положительный денежный поток и выплачивать высокие дивиденды собственникам. По данным за III квартал 2006 года рентабельность «Вымпелком» по *OIBDA*<sup>3</sup> составила рекордные 52,8% вместо ожидаемых 51,4%. К концу сентября 2006 года «Вымпелком» впервые достиг положительного потока наличности в размере около \$150 млн. (выручка примерно на 9% превысила капзатраты).

В «МТС» все основные показатели заметно превысили консенсус-прогноз аналитиков, при этом *OIBDA* и чистая прибыль достигли рекордных для «МТС» величин, рентабельность *OIBDA* достигла 53,6%.

Мобильные операторы с превышением возместили свои потери из-за отмены платы за входящие звонки. Об этом свидетельствуют финансовые результаты «Вымпелком» и «МТС» за 2006 год. Прибыль и рентабельность обеих компаний резко выросла, что не замедлило сказаться на их капитализации. Капитализация обеих компаний растет высокими темпами. Капитализация компании «Вымпелком» растет быстрее, нежели капитализация «МТС», однако разрыв между рыночными стоимостями обеих компаний остается значительным.

Перечисляя причины улучшения финансовых показателей по итогам 2006 года, президент «МТС» Леонид Меламед и президент «Вымпелком» Александр Изосимов отмечают: сокращение затрат, рост трафика, в том числе в летний период, – также признают, что компаниям очень помог переход с 1 июля на принцип «платит звонящий» (calling party pays, CPP). Накануне отмены платы за входящие звонки сотовые операторы жаловались на слишком низкий, по их мнению, размер компенсации выпадающих доходов, установленный Россвязнадзором, – 0,95 руб. за минуту входящего звонка. «Вымпелком» и «МТС» объясняли, что зарабатывают на входящих звонках 10-12% всех доходов, и настаивали на более высокой цифре – 1,35 руб. за минуту. Не добившись этого повышения, операторы нашли другие способы возместить возможные потери.

С начала августа 2006 года все три участника сотовой «большой тройки» – «МТС», «Вымпелком» и «Мегафон» – повысили стоимость первой минуты исходящего звонка на 0,3-0,5 руб. Одно это помогло им преодолеть

<sup>3</sup> OIBDA – операционная прибыль до вычета износа основных средств и амортизации нематериальных активов.

возможный негативный эффект от CPP. Но сотовые компании стали взимать плату за «приземление» входящих вызовов с более мелких операторов, многие из которых прежде не платили вовсе. В результате доходы «Вымпелком» на российском межоператорском рынке выросли в III квартале по сравнению с аналогичным периодом 2005 г. на 103,3% (до \$133,5 млн). Старший эксперт «MForum Analytics» Алексей Бойко напоминает также об увеличении «Вымпелком» с сентября абонентской платы для владельцев прямых московских номеров на \$5 в месяц. А по тарифным планам, номинированным в валюте, «Вымпелком» и «МТС» еще во II квартале 2006 года ввели внутренний обменный курс 28,7 руб. за доллар, который выше рыночного.

В результате средний месячный счет на абонента (*ARPU*) в России у «МТС» вырос в III квартале на 14,7%, а у «Вымпелком» – на 16,2% и составил у обоих операторов \$8,6. В последнее время операторы стимулируют абонентов говорить больше, запуская новые тарифные планы, ориентированные на потребности конкретных групп абонентов. У российских абонентов «Вымпелком» средняя продолжительность разговора по мобильному телефону увеличилась за квартал на 6,3% до 123,2 минуты в месяц, а у клиентов «МТС» – на 5,5% до 135 минут в месяц.

В целях оптимизации доходов и сокращения валютных рисков к 2007 году все три лидера отрасли сотовой связи, «МТС», «Вымпелком» и «Мегафон», установили тарифы в рублях. Данное решение было принято в связи с укреплением рубля.

В целом, по прогнозам компании «Атон», среднесрочные темпы прироста выручки телекоммуникационных компаний в 2005-2015 годы будут составлять 4%, причем основными факторами роста будет местная телефонная связь и дополнительные услуги (доступ в Интернет, SMS, MMS, услуги мобильной сети, виртуальные частные сети, доступ к контенту, мобильный телохранилище, короткие голосовые номера, голосовые развлекательные услуги, «МТС»-поиск, вопросы и ответы, GOOD`OK, «МТС»-ИНФО, кино-клуб, мобильный портал). Поскольку «по прогнозам» затраты региональных предприятий связи будут в этот период в среднем расти на 2,8% в год, их рентабельность в среднесрочной перспективе должна повыситься из-за значительно увеличения чистых денежных потоков. Положительное влияние на рост выручки окажет введение дополнительных услуг через Интернет. Предприятия имеют все возможности для повышения доли выручки от дополнительных услуг с 5% до 20% в 2015 году.

В 2006-2007 годах в регионах ожидается взрывной рост ADSL<sup>4</sup>. Возрастет общее число пользователей, а также частота и продолжительность соединений. Позволит повысить выручку и новый прозрачный режим межсетевых соединений<sup>5</sup> благодаря легализации «серого» трафика. Причем тарификация за межсетевые соединения переводится на поминутную основу.

Однако приходится учитывать, что в компаниях сотовой связи при росте общего числа пользователей тем-

<sup>4</sup> ADSL (Asymmetric Digital Subscriber Line) асимметричная цифровая абонентская линия – технология, используемая для несимметричного доступа, позволяющая потребителю принимать сигналы со скоростью до 8 Мбит/с, а передавать – со скоростью до 1 Мбит/с на расстояние до 7 км.

<sup>5</sup> Прозрачный режим межсетевых соединений – соединения абонентов разных сотовых операторов.

пы роста абонентской базы замедляются. По оценкам экономистов, уровень сотовой телефонизации в России превышает 90% от потенциальной, что ограничивает потенциал наращивания абонентских баз компаний сотовой связи. Общая тенденция замедления расширения абонентской базы прослеживается с 2006 года. Некоторый рост возможен за счет продвижения в регионы, а также за счет выхода на рынки стран СНГ (см. рис. 4).

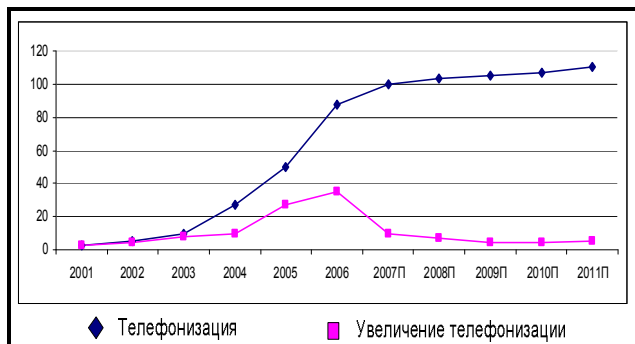


Рис. 4. Сотовая телефонизация в России и рост телефонизации (%)

Особенно стремительно абонентская база росла в 2003–2005 годы. В этот период отмечены значительные положительные денежные потоки, рост стоимости компаний.

Снижение темпов роста абонентских баз заставляют российские компании сотовой связи менять бизнес-модели и сосредотачиваться на удержании абонентов вместо роста любой ценой. Основная задача расширить спектр и объем услуг, а также внедрять долгосрочные тарифные планы, которые позволят увеличивать выручку в пределах, обеспечивающих достаточный уровень рентабельности.

По прогнозам, в 2006–2007 годы произойдет замедление темпов роста абонентской базы, что приведет к снижению темпов роста выручки и прибыли по показателю *EBITDA* (см. рис. 5).

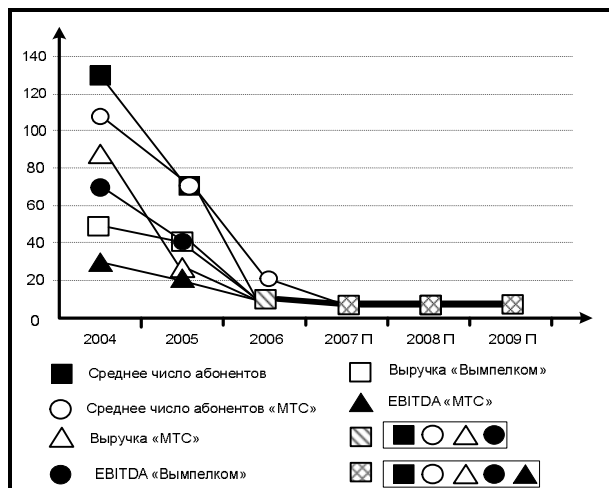


Рис. 5. Среднегодовой рост абонентских баз и показателей «Вымпелком» и «МТС» в 2004–2009 г. (%)

В то же время увеличение трафика за счет бесплатных звонков в выходные дни и ночные часы потребует дополнительных мощностей и новых технологий «третьего поколения», что потребует мониторинга затрат и прибы-

ли и поставит дополнительные задачи перед финансовыми менеджерами компаний. Необходимо будет не только отслеживать динамику денежных потоков, но и повышать объем положительных денежных потоков за счет роста выручки.

Контроль над затратами и экономия на масштабе окажут позитивное влияние на операционную рентабельность. Однако дополнительные расходы на удержание абонентов негативно скажутся на рентабельности и стабилизируют норму *EBITDA* на уровне 50%. Сильное негативное влияние на рентабельность может оказать рост коммерческих и административных затрат в связи с необходимостью повышения расходов на маркетинг. Доля этого показателя в совокупных затратах к 2015 году повысится с 11% в настоящее время до 28%. В то же время позитивно на рентабельности скажется снижение платежей операторам дальней связи в связи с либерализацией рынка дальней связи.

К настоящему моменту сети сотовой связи практически достроены, поэтому потребности компаний в капитальных затратах будут снижаться. Однако в связи с появлением нового поколения сетей стандарта 3G, внедрение которых активно идет в Европе, российским сотовым компаниям придется увеличить объем капитальных вложений в строительство сетей нового поколения. Сотовые сети стандарта 3G по сравнению со стандартом GSM обеспечивают более надежную связь и высокую скорость передачи данных. Ввод нового стандарта даст возможность использовать Интернет гораздо чаще и удобнее для решения задач, чем это возможно сейчас. В соответствии с заявлениями представителей компаний «Вымпелком» и «Мегафон», в компаниях идет активная подготовка к запуску в тестовом режиме на территории Москвы сети стандарта 3G. Ввод нового стандарта даст возможность увеличить доходную статью сотовых операторов за предоставление доступа в Интернет.

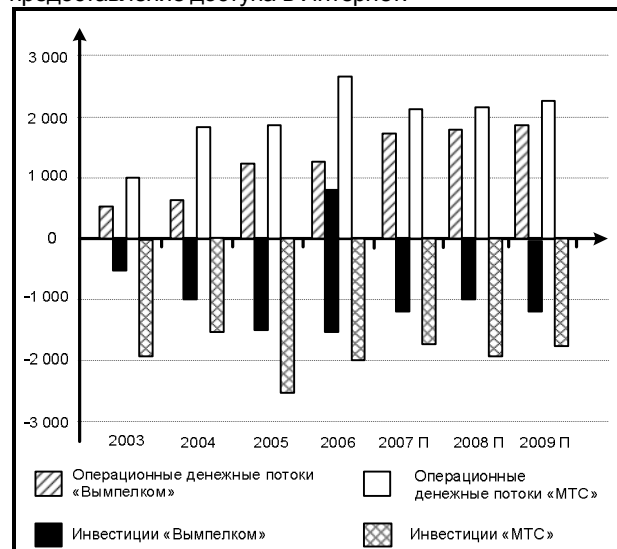


Рис. 6. Операционные денежные потоки и инвестиции «Вымпелком» и «МТС» (млн. долл.)

В целом в ближайший год возрастут объемы положительных денежных потоков за счет роста доходов от предоставляемых услуг и снижения капитальных затрат (см. рис. 6). В 2006 году, капвложения снизились на 30%. В последующие годы их доли вернутся к прежнему уровню по мере осуществления крупных проектов модернизации сети.

В целом можно отметить положительную динамику роста денежных потоков «МТС» и «Вымпелком». Возросшая конкуренция, расширение спектра услуг, увеличившееся разнообразие и сложность предоставляемых услуг, усложнение системы поддержки операционной деятельности в условиях конкурентной среды вынуждают телекоммуникационные компании развивать инфраструктуру, заниматься активными преобразованиями в сфере деятельности, предлагать новые услуги, расширять зону охвата ими, усложнять систему тарификации. Налицо стремление компаний укрепить свои позиции и расширить сферу деятельности на другие регионы. Этому будет способствовать и появление других компаний, занимающихся предоставлением услуг мобильной связи, которые усилят конкуренцию на данном сегменте рынка.

Четыре региональных предприятия фиксированной связи («Уралсвязьинформ», «ЦентрТелеком», «Сибирь-телеком», «Волгателеком») продолжают развитие собственного бизнеса в области сотовой связи, несмотря на конкуренцию со стороны компаний «большой тройки» («МТС», «Вымпелком», «Мегафон»).

Однако наряду с положительными моментами увеличения доходности операторов сотовой связи, следует отметить и некоторые отрицательные моменты. Так, быстрота преобразований сказалась на эффективности существующих бизнес-процессов и достаточности проработки новых технологий телекоммуникаций, что привело к необходимости проведения детального анализа и модернизации внутренних бизнес-процессов компаний для соответствия новым целям бизнеса и сохранения прибыльности их деятельности.

В последние годы многие операторы связи столкнулись с потерями, основными среди которых следует выделить следующие:

- неполные и некорректные CDR-файлы<sup>6</sup>; ошибки при тарификации;
- сбои при формировании счетов; ошибки при взаимозачетах с партнерами;
- мошенничество партнеров;
- непроработанные бизнес-процессы;
- ввод новых услуг и тарифных схем;
- мошенничество со стороны абонентов и персонала компании;
- неэффективность процедур проверки благонадежности клиентов.

Компаниям следует определить действия по гарантированию доходов, направленные на повышение качества предоставляемых услуг и улучшение бизнес-процессов с целью увеличения прибыли и денежных потоков при соответствующем уровне спроса на услуги. Для достижения поставленной цели необходимо обеспечивать целостность данных и полную синхронность работы систем связи и сетевой инфраструктуры; проводить постоянный анализ взаимосвязей сетевых элементов, услуг, клиентов и получаемого дохода. В процессе этой деятельности необходимо обнаруживать узкие места и отслеживать неэффективные бизнес-процессы, оценивать величину потерь и возможности их компенсации, а также разрабатывать отчетность, удобную для проведения финансовыми менеджерами и финансовыми директорами анализа соответствующих процессов и принятия управленческих решений.

<sup>6</sup> CDR-файл – роуминговый файл, в котором прописывается маршрут и длительность звонков. На основании данных файлов списываются денежные средства со счета абонента.

Целостная система гарантирования доходов должна пронизывать все бизнес-процессы компании и охватывать всю цепочку формирования доходов, которая поддерживается различными программными комплексами. Компании привлекают высококвалифицированных специалистов и создают специализированные подразделения, поскольку от квалификации и опыта персонала, слаженности работы сотрудников в команде, используемых технологий и уровня организованности бизнес-процесса зависит эффективность работы компании и в значительной степени определяет уровень дохода.

Капитализация лидеров сотового рынка связи «МТС» и «Вымпелком» растет стремительными темпами. Капитализация «Вымпелком» растет быстрее, нежели капитализация «МТС», и все же разрыв между рыночными стоимостями этих двух компаний остается очень большой. В нынешних условиях абоненты рынка сотовой связи уже поделены между компаниями, и рост новых будет незначительным. Поэтому компаниям необходимо проводить политику по удержанию существующих абонентов, предлагая большой спектр услуг для повышения показателя **ARPU**<sup>7</sup>. От избранного пути дальнейшего развития и увеличения эффективности деятельности и будет зависеть капитализация компаний.

Финансовому менеджеру в процессе работы необходимо проводить оценку потерь, отслеживать их причины, выявлять проблемные направления деятельности, определять приоритеты развития, разрабатывать модели движения денежных потоков и совершенствовать их, что, однако, напрямую зависит от эффективности управления предприятием, в том числе управления денежными потоками, которые формируются в настоящее время и которые будут образовываться в будущем.

Организация не может поддерживать денежные потоки на одном уровне в течение длительного периода времени, если, например, обновляются производственные мощности, и менеджеры несвободны в использовании выручки. Поэтому одним из способов увеличения ценности фирмы, которым могут воспользоваться менеджеры, является увеличение свободного денежного потока. Он представляет собой финансовые ресурсы, доступные для распределения между инвесторами (акционерами и кредиторами), и включает операционный денежный поток минус валовые инвестиции, которые определяются суммированием чистых инвестиций в операционный капитал и амортизации. Или свободный денежный поток – это прибыль от операций после налогообложения минус сумма необходимых инвестиций в оборотный капитал и основные средства. Таким образом, если свободный денежный поток – это средства, доступные акционерам, значит ценность (стоимость) инвестированного ими в компанию капитала зависит от ее будущего свободного денежного потока. Поэтому менеджеры должны сосредотачивать свое внимание не только на получении прибыли, достижении максимальной рентабельности инвестированного капитала и темпах роста компании. Они должны учитывать и потребности в операционном капитале, который необходим для достижения соответствующего уровня рентабельности инвестиций и роста компании.

Для повышения стоимости компании используется ценностно-ориентированный менеджмент. В основе

<sup>7</sup> ARPU – средняя ежемесячная выручка от продажи услуг в расчете на одного абонента.

ценностно-ориентированного менеджмента лежит модель корпоративной оценки стоимости компании, при которой свободные потоки денежных средств дисконтируются при средневзвешенной стоимости капитала.

### Литература

1. Бригхэм Ю., Эрхард М. Финансовый менеджмент. СПб.: Питер, 2007.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов, М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004.
3. Крейнина М.Н. Финансовый менеджмент. М.: Изд-во «Дело и сервис», 2006.
4. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Изд-во «Перспектива», 2005.
5. Финансы публичных компаний № 2, 2006. С. 32-38.
6. Финансовый директор № 4, 2006. С. 31-37.
7. [www.financeadvisor.com](http://www.financeadvisor.com).
8. [www.sternstewart.com](http://www.sternstewart.com).
9. [www.gtnews.com](http://www.gtnews.com).
10. [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com).
11. [www.vedomosti.ru](http://www.vedomosti.ru).
12. [www.cfin.ru](http://www.cfin.ru).
13. [www.aton.ru](http://www.aton.ru).
14. [www.uralsib.ru](http://www.uralsib.ru).
15. [www.mts.ru](http://www.mts.ru).
16. [www.beeline.ru](http://www.beeline.ru).
17. [www.megafon.ru](http://www.megafon.ru).

*Капранов Никита Сергеевич*

### РЕЦЕНЗИЯ

Статья посвящена актуальной для многих компаний проблеме – увеличению стоимости бизнеса. Хотя универсальных подходов к решению данной проблемы нет, существуют факторы, которые необходимо учитывать, если задаться целью увеличить стоимость бизнеса. Одним из наиболее эффективных инструментов, который может использоваться для увеличения стоимости бизнеса, является концепция экономически добавленной стоимости (Economic Value Added, *EVA*). Это означает, что компания для создания стоимости и ее увеличения должна обеспечивать доходность использования инвестированного капитала большую, чем стоимость его привлечения.

Экономически добавленная стоимость характеризует, таким образом, прирост стоимости бизнеса за год. Немаловажную роль в этом процессе играет деятельность менеджера по финансовому планированию развития предприятия, управлению денежными потоками от операционной деятельности. Данный показатель, как правило, применяется в компаниях, прошедших стадию интенсивных капиталовложений и стремительного развития. К таким компаниям и можно отнести компании телекоммуникационной сферы. Финансовые менеджеры этих компаний управляют мощными денежными потоками с целью повышения стоимости бизнеса и получения конкурентных преимуществ на рынке услуг связи. Управляя денежными потоками, финансовые менеджеры управляют стоимостью компании, поскольку именно следствием эффективного управления денежными потоками (увеличения чистых денежных потоков) и роста экономически добавленной стоимости и становится повышение стоимости бизнеса, о чем свидетельствует рост рыночной стоимости акций компаний телекоммуникационной сферы.

Автор статьи на примере компаний телекоммуникационной сферы показал, как финансовые менеджеры, используя различные механизмы и рычаги управления, применяют этот показатель при разработке политики, направленной на повышение эффективности инвестированного капитала компании, оптимизацию налогообложения, создание оптимальной структуры капитала, а также в целях совершенствования планирования операционной деятельности.

Статья рекомендуется для опубликования в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Островский О.М., д.э.н., профессор, зам. директора Научно-исследовательского финансового института Академии бюджета и казначейства Министерства финансов Российской Федерации*

## 9.6. MANAGING CASH FLOW TO INCREASE MARKET VALUE OF THE BUSINESS

N.S. Kapranov, post-graduate Student of the Academy of Budget and Treasury of the Ministry of Finance

In this article we describe some of the best practices that leading companies are adopting to increase market value of their business. Companies of all sizes are using EVA as the centerpieces of a financial management system that encompasses planning and budgeting, capital investment decisions, the setting goals and objectives. EVA is used in companies across broad spectrum of businesses.

Improving EVA helps to insure that financing source will be adequate to grow in this business. Finance managers use EVA in their planning and decision-making processes to improve financial management, to increase and regulate cash flow and increase market value of the business in order to maximize wealth of shareholders.

There is an example of EVA calculation made according to the financial statement of three biggest telecommunication companies in Russia: MTS, Vimpelcom and Megafon.