

### 6.3. АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫХ УСЛУГ

Матяш И.В., д.э.н., доцент, профессор,  
кафедра «Финансы и кредит»;  
Швейцер Г.А., магистрант,  
кафедра «Финансы и кредит»;

*Барнаулский филиал Финансового  
университета при Правительстве РФ, г. Барнаул*

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

Одной из крупнейших и быстроразвивающихся отраслей в стране является телекоммуникационная отрасль. Она является одной из базовых инфраструктурных отраслей экономики. В рамках настоящей работы был проведен анализ состояния российского рынка телекоммуникационных услуг, а также финансовое положение его ключевых участников. Данная работа может быть интересна инвестору, заинтересованному в оценке перспектив доходности компаний телекоммуникационного рынка.

#### ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время в мировой экономике телекоммуникационная отрасль является ключевым фактором производительности. Телекоммуникационная отрасль вносит значительный вклад в экономическую деятельность стран и является точкой роста других отраслей. В последнее время развивающиеся страны стали свидетелями значительных преобразований в этом секторе.

Телекоммуникационная отрасль больше не является вертикально интегрированной, она включает в себя сложную цепочку конечной стоимости продукта, включающую поставщиков оборудования, поставщиков услуг и пользователей. Цепочка создания телекоммуникаций начинается с технологических блоков, таких как полупроводниковые чипы и программное обеспечение. Эти компоненты в свою очередь включаются в оборудование и объекты, которые приобретаются поставщиками услуг и пользователями. Поставщики услуг затем в свою очередь строят сети, чтобы продавать телекоммуникационные услуги конечным пользователям. К конечным пользователям относятся лица, которые пользуются такими услугами, как телефония (стационарный и сотовый телефоны), а также широкополосный доступ в Интернет, компании и организации, которые заключают контракты на внутренние сети связи, а также компании и организации, которые работают в своих собственных сетях.

В докладе Всемирного экономического форума о глобальной конкурентоспособности 2016-2017 гг. подчеркивается особое значение инвестиций в инновации наряду с развитием инфраструктуры, навыков и эффективных рынков. Низкий уровень инноваций и неразвитость бизнеса становятся барьером перестройки и укрепления национальной экономики. На фоне быстрого развития новых секторов, генерирующих кардинально новые потребности, актуальным становится изучение условий становления и развития компаний в сфере телекоммуникаций. Вопросы привлечения капитала в эту область российской экономики напрямую зависят от возможности эффективной организации бизнеса в этой сфере.

Одной из мировых тенденций в мире являются проявляющиеся признаки насыщения рынка телекоммуникационных услуг, в связи с этим его участники ищут новые инструменты для дальнейшего роста. В том числе становится приоритетной стратегия предоставления комплексных сервисов на стыке телекома и ИТ.

#### Практическая часть

С точки зрения инвестиционных приоритетов долгосрочной целью компании является рост оборота, наращивание масштабов бизнеса и повышение отдачи на вложенный капитал. В современной экономике для успешного роста компании приходится противостоять множеству внутренних и внешних угроз, так что сохранение устойчивости становится многофакторной проблемой. Процессы сбалансированности внешних и внутренних факторов для достижения целей деятельности прямо или косвенно отражаются на финансовом состоянии организации, так что задача достижения устойчивого роста также в свою очередь приобретает многофакторный характер. На смену традиционным показателем измерения качества роста компании (выручка, прибыль, рентабельность) приходят интегральные критерии оценки эффективности денежных потоков инвестиционных стратегий, оценки рыночной добавленной стоимости компании. В настоящее время ценностно-ориентированный менеджмент рассматривается не только как набор инструментов повышения стоимости для акционеров компании, но и как действенный инструмент создания комплексной (интегрированной) стоимости компании для всей группы заинтересованных сторон (holistic value-based management). Внедрение инноваций и модернизация управления должны основываться на постоянном мониторинге влияния данных процессов на изменение добавленной стоимости компании [5].

Аналитики сходятся в том, что в 2016 г. в рублях российский рынок телекоммуникаций вырос не более чем на 1%. Необходимо кратко остановиться на том, что ведущие аналитические агентства относят к телекоммуникационному рынку, и как его структурируют.

Согласно данным 2016 г. аналитического агентства ТМТ Консалтинг объем рынка телекоммуникаций составил 1597 млрд. руб. Как сообщают исследователи, рост замедлился по причине снижения динамики таких существенных сегментов рынка, как платное телевидение и интернет-доступ [9].

Согласно альтернативным данным маркетингового агентства DISCOVERY Research Group, объем рынка услуг связи (телекоммуникаций) в Российской Федерации в 2016 г. составил 1 681 млрд. руб. Темп прироста составил 0,5%. С 2012 г. наблюдается уменьшение темпа прироста объема рынка связи [8].

Исследователи компании NeoAnalytics выяснили, что объем рынка телекоммуникационных услуг РФ в 2016 г. составил 1 467 млрд. руб. и снизился за год на 2,9% [2]. Также отмечается, что после роста динамики межоператорского сегмента в 2015 г., вызванного изменением курса иностранной валюты при расчетах за ряд услуг, оказываемых на между-

народных направлениях, он вернулся к отрицательной динамике.

Специалисты консалтинговых агентств считают, что рынок телекоммуникационных услуг РФ находится в зрелой стадии развития. Основные сегменты рынка (мобильная связь и фиксированный доступ в интернет) входят в стадию стагнации. Быстрорастущим сегментом остается мобильный доступ в интернет, темп роста которого в 2016 г. составлял около 12%. Объем рынка услуг фиксированной связи уменьшается вместе с сокращением количества пользователей среди населения.

Стоит отметить тот факт, что 2016 г. на долю крупнейших компаний рынка мобильной связи большой четверки – «МТС», «ВымпелКом», «Мегафон» и «Tele2» – приходится, по разным оценкам, от 82% до 87,4% стоимостного объема рынка.

Компания «Tele2» перестала публиковать финансовую отчетность, сославшись на то, что статус частной компании позволяет ей это делать. По этой причине показатели ее финансовой

отчетности отсутствуют и в дальнейших расчетах компания «Tele2» не учитывается. В том числе на момент подготовки данной статьи компании «Ростелеком» принадлежало 45% акций компании «Tele2» (рис. 1).

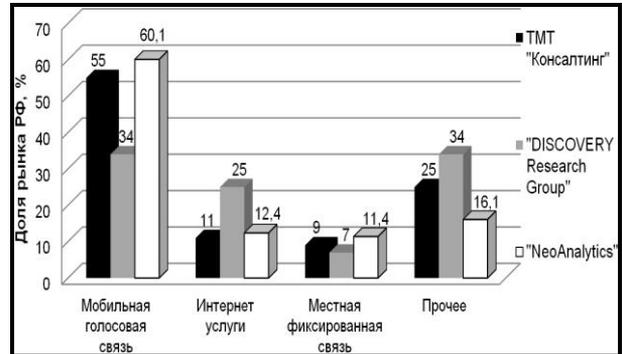


Рис. 1. Структура телеком рынка РФ по данным консалтинговых агентств

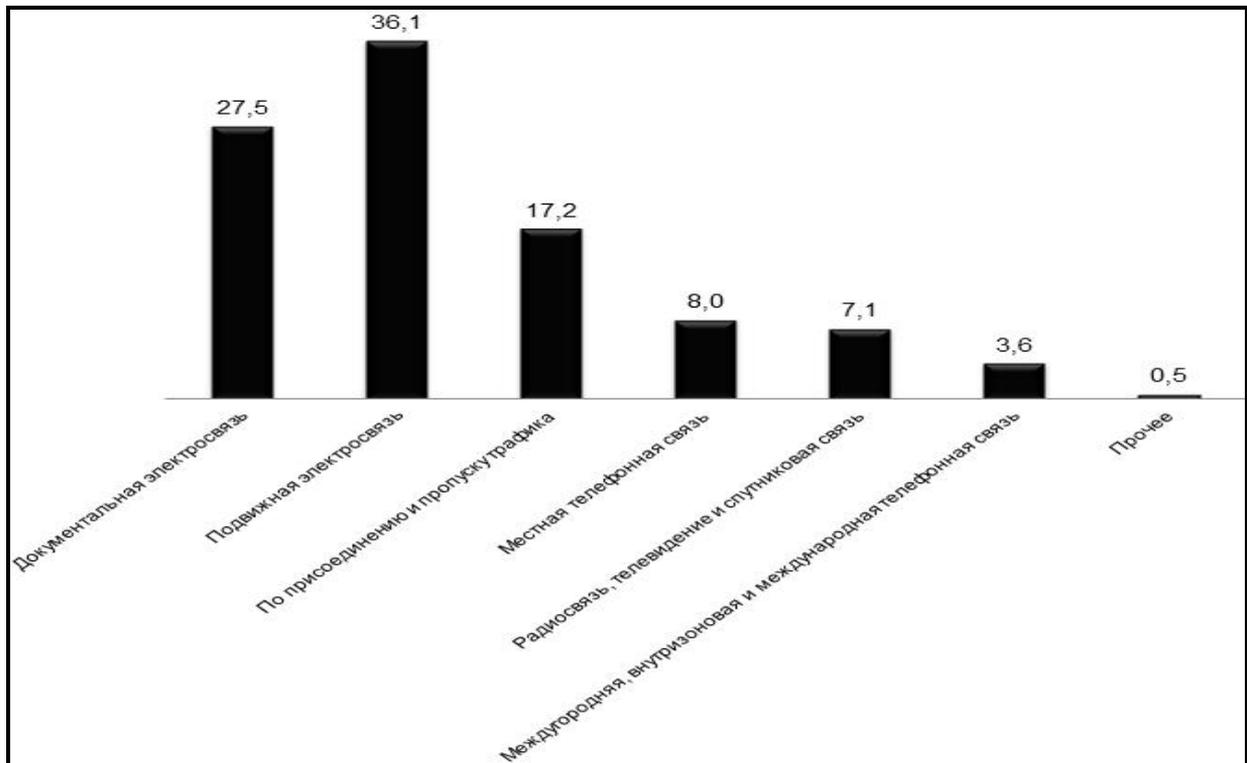


Рис. 2. Структура услуг связи согласно прогноза Минэкономразвития России на 2016 г. [5]

Согласно прогнозу социально-экономического развития РФ на 2018 г. и на плановый период 2019 и 2020 гг., представленным Министерством экономического развития РФ (Минэкономразвития РФ), объем услуг в сфере телекоммуникаций, оказанный организациями всех видов деятельности, в 2016 г. составил 1 573,2 млрд. руб. Согласно прогнозу Минэкономразвития РФ, в структуре услуг в сфере телекоммуникаций в прогнозный период по сравнению с 2016 г. предполагается увеличение доли документальной связи.

К наиболее существенным ограничениям роста объема услуг связи эксперты относят макроэкономические параметры развития экономики, низкий темп роста доходов населения и низкой активности организаций; неравномерность покрытия сетями связи территории и ограниченность развития ее инфраструктуры.

Прогнозируется, что наиболее высокие темпы роста будут достигнуты в документальной электросвязи. К 2020 г. объем услуг документальной электросвязи возрастет по сравнению с 2016 г. на 14,4%. Ее доля в структуре услуг в сфере телекоммуникаций достигнет почти 40% против 27,5% в 2016 г.

Данному процессу будет способствовать рост числа пользователей широкополосного доступа к

сети интернет и увеличение трафика (табл. 1).

Таблица 1

ДИНАМИКА И ПРОГНОЗ ОБЪЕМА УСЛУГ В СФЕРЕ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИЙ [7]

%

Наименование	2016 г., отчет	2017 г., оценка	2018 г., прогноз	2019 г., прогноз	2020 г., прогноз	2020 г., к 2016 г., %
Темп роста объема услуг в сфере телекоммуникаций	-	-1,5	-2,5	-0,6	-0,5	-5,5
Темп роста междугородной, внутризональной, международной связи	-10,4	-8,8	-10,1	-10	-10,3	-33,8
Темп роста местной телефонной связи	-8,8	-7,8	-7,8	-7,9	-8,1	-28
Темп роста документальной электросвязи	-6,2	3,2	3,2	3,7	3,6	14,4
Темп роста подвижной связи	-2,3	-6,8	-5,7	-2,5	-2,1	-16,1
Темп роста радиосвязи, радиовещания, телевидения и спутниковой связи	5,5	-14,7	-2	-5,7	-1,4	-22,2
Темп роста услуг по присоединению и пропуску трафика	-4,8	-5,2	-5,2	-3,1	-3	-15,5

Телекоммуникационная отрасль обеспечивает связь и оперативное взаимодействие экономических субъектов, и в этом смысле становится «точкой роста» экономики РФ. По данным статистики, количество информации, проходящей ежедневно через всемирные сети телекоммуникационной инфраструктуры, удваивается каждые 2-3 года, что свидетельствует о возрастании значимости данной отрасли [1].

В последнее время общая экономическая ситуация оказывает значительное влияние не только на небольшие компании, но и на представителей крупного бизнеса телекоммуникационной отрасли. В таких условиях рост продаж и достижение целевых показателей доступны лишь единицам. Впрочем, участники рынка цифровой экономики не спешат сдавать позиции и активно осваивают новые направления бизнеса. По данным прогнозных оценок, 2018 г. может стать показателем того, как телекоммуникационная отрасль РФ способна использовать возможности информационных технологий для укрепления и эффективного развития своей деятельности в условиях рецессии.

По оценкам прогноза Минэкономразвития РФ, факторами, ограничивающими развитие информационных технологий, являются:

- уровень платежеспособного спроса населения и предпринимательской активности;
- дефицит кадров;
- недостаточный уровень подготовки специалистов;
- недостаточное количество исследований мирового уровня, ведущихся в стране в области информационных технологий;
- недостаточный спрос со стороны государства;
- слабое использование возможностей государственно-частного партнерства в области обучения и исследований [7].

Расчет экономической добавленной стоимости EVA

В середине 1980-х годов фирма Stern, Stewart & Co разработала и коммерциализировала показатель **EVA**, основанный на традиционной концепции бухгалтерского учета остаточного дохода (residual income, **RI**). Классическая формула для расчета **EVA** выглядит так [11]:

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

где **NOPAT** (net operating profit after tax) – посленалоговая операционная прибыль без учета начисленных процентов по кредитам и полученным займам, руб.;

**CE** (capital employed) – инвестированный (вложенный) капитал, руб.;

**WACC** (weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость капитала, % в год.

Классическая формула может иметь следующий вид [10-12]:

$$EVA = (EBIT - T) - IC \times WACC, \tag{2}$$

$$EVA = NP - IC \times WACC, \tag{3}$$

$$EVA = \left( \frac{NP}{IC} - WACC \right) \times IC = (ROI - WACC) \times IC, \tag{4}$$

где **EBIT** – прибыль до уплаты процентов и налогов;

**T** – размер налога на прибыль;

**IC** – инвестированный капитал в основную деятельность компании;

**NP** – чистая прибыль;

**ROI** – рентабельность инвестиционного капитала.

Можно выделить три варианта соотношения значений показателя **EVA** и поведения собственников.

1. Значение **EVA > 0** свидетельствует о том, что менеджменту компании удалось обеспечить опережающий прирост рыночной стоимости предприятия по сравнению с балансовой стоимостью чистых активов.

2. При **EVA = 0** следует, что **WACC = ROI** и балансовая стоимость чистых активов равна рыночной стоимости предприятия. В данном случае, делая вложения средств в альтернативные проекты (банковские депозиты), собственник получит равный результат, как и от инвестирования в данную компанию.

3. Значение **EVA < 0** свидетельствует об опережающем сокращении рыночной стоимости предприятия относительно балансовой стоимости его активов. Вследствие этого собственники теряют капитал, который может использоваться для инвестирования в альтернативные источники дохода.

Средневзвешенную стоимость капитала рассчитываем по формуле:

$$WACC = (1 - t) \times r_d \times W_d + r_e \times W_e, \quad (5)$$

где  $t$  – ставка налога на прибыль;  
 $r_d$  – стоимость привлечения заемного капитала;  
 $W_d$  – доля заемного капитала;  
 $r_e$  – стоимость собственного капитала;  
 $W_e$  – доля собственного капитала.

Ставка налога на прибыль равна 20%, соответственно коэффициент  $t = 0,2$ .

Стоимость собственного капитала должна быть оценена на основе рыночной стоимости долга и собственного капитала фирмы, а не на основе балансовой стоимости [3].

Среднерыночные банковские ставки по кредиту на конец года,  $r_d$ :

- в 2014 г. – 14,6%;
- в 2015 г. – 15,9%;
- в 2016 г. – 12,7%.

Стоимость собственного капитала  $r_e$  равна отношению выплаченных дивидендов к собственному капиталу:

$$r_e = (D / СК) \times 100\%. \quad (6)$$

Для компании важно знать средневзвешенную стоимость капитала как способ оценить затраты на финансирование будущих проектов. Чем ниже  $WACC$ , тем легче и интенсивнее компания финансирует новые проекты.

Компания, которая хочет снизить свой  $WACC$ , может увеличить использование более дешевых источников финансирования. Например, компания может выпускать больше облигаций вместо акций, поскольку она может получить более дешевое финансирование.

$WACC$  показывает уровень рентабельности инвестированного капитала, который необходим для достижения компанией ее максимальной рыночной стоимости (рис. 3, 4).



Рис. 3. График изменения средневзвешенной стоимости капитала WACC, %

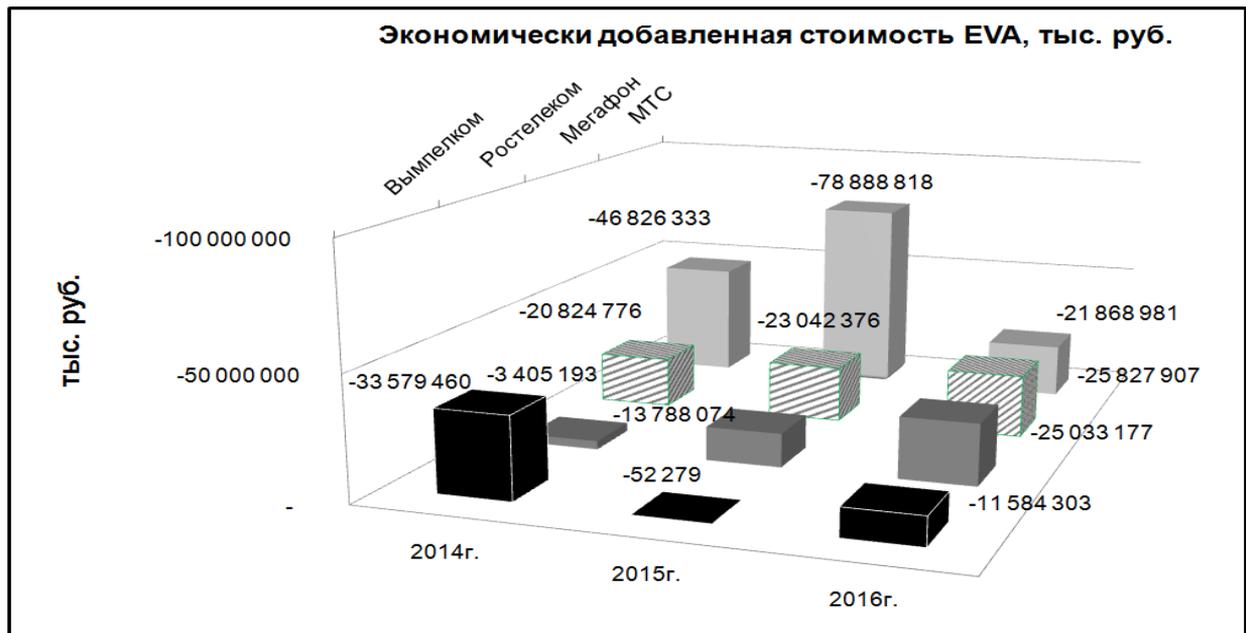


Рис. 4. График изменения показателя EVA

При отрицательных значениях экономической добавленной стоимости необходимо уточнение расчета

по показателям операционного и инвестиционного денежного потока [3]. Для повышения эффективно-

сти бизнеса необходимое условие – положительность показателя *EVA*, или равенство его нулю. Чем выше показатель, тем большую прибыль компания приносит своим владельцам. Вместе с тем, отрицательное значение экономической добавленной стоимости свидетельствует о том, что заработанной прибыли недостаточно для реинвестирования, внедрения инноваций, проведения политики модернизации компании [6].

У ПАО «Мегафон» наблюдается резкий скачок средневзвешенной стоимости капитала в 2015 г., т.к. в этот период она активно привлекала в свою деятельность заемные средства.

## ВЫВОДЫ

Эффективность развития и устойчивость роста предприятий новой экономики в регионах РФ в соответствии с ценностным подходом характеризуется результатами наращивания рыночной стоимости компаний, повышением инвестиционной привлекательности бизнеса. Для прогноза привлекательности инвестиций и перспектив бизнеса важно отметить, что по данным анализа в 2015 г. при положительном финансовом результате только две компании выборки («Ростелеком» и «ВымпелКом») реинвестировали прибыль в развитие бизнеса. Размер нераспределенной прибыли в 2015 г. в подавляющем большинстве не превышал уровня рыночной ставки от собственного капитала, и добавленная стоимость от реинвестирования сформировалась только в компании («ВымпелКом»). В 2016 г. по всем компаниям выборки отмечалось сокращение добавленной стоимости от реинвестирования в развитие бизнеса.

Одной из главных проблем, возникающих при решении задач управления капиталом при помощи экономической добавленной стоимости *EVA*, является определение соотношения между прибылью компании и требуемым ростом бизнеса. Следует подчеркнуть, что высокий показатель *EVA* и высокие темпы роста являются разнонаправленными величинами.

Показатель экономической добавленной стоимости будет снижаться тогда, когда будет происходить рост бизнеса и прибыль компании будет реинвестироваться. В то же время часть полученной прибыли, направляемая на выплату дивидендов, будет снижаться. В свою очередь существует опасность того, что такое развитие событий будет негативно сказываться на интересе инвесторов к ценным бумагам данной компании, вследствие чего курс акций будет падать.

На данный момент времени развитие телекоммуникационных технологий по пути расширения аудитории, пользующейся услугами сотовой связи и интернетом, себя исчерпало. Необходимо поиск новых путей увеличения капитализации компаний посредством новых технологий. Для роста компании по данному сценарию развития доля реинвестированной прибыли должна увеличиваться. Компаниям необходимо приобретать новое оборудование и модернизировать уже имеющееся, приобретать программное обеспечение и обновлять основные фонды, что идет вразрез с интересами инвесторов, которые рассчитывают получить больший дивиденд с акции.

Открытость отечественного рынка телекоммуникационных услуг, увеличивающаяся в том числе посредством интернета, позволяет появиться на нем продуктам из любой страны.

Конкуренция стала глобальной; большинство потребителей не интересуется вопросом о том, в какой стране находится поставщик услуг. Направленность на скорость, креативность и низкую стоимость предоставления услуг становится критическим в эпоху, когда конкурентное предложение – это просто щелчок мышью для пользователя.

Традиционные компании сотовой связи уже не могут стать успешными, только исходя из низкой стоимости предоставления услуг.

Расширение основных компетенций создает риски, увеличивает затраты и провоцирует новую конкуренцию с устоявшимися игроками. Реструктуризация деятельности для обеспечения подключения только заставляет операторов значительно сокращать и полагаются исключительно на сети с более низким уровнем рентабельности. Самый большой риск состоит в том, чтобы ничего не делать, но это влечет за собой устаревание технологий. Если перефразировать Ч. Дарвина, выживут не самые сильные операторы и не самые умные, а те, которые наиболее приспособлены к изменениям.

## Литература

1. Анализ отрасли [Электронный ресурс] // Большая экономика. – 2012. URL: <http://www.largeeconomic.ru/laecos-763-1.html>.
2. Анализ российского рынка телекоммуникационных услуг: итоги 2016 г., прогноз до 2019 г. [Электронный ресурс] // РосБизнесКонсалтинг : официальный сайт агентства. URL: <https://marketing.rbc.ru/articles/10081/>
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / Асват Дамодаран ; пер. с англ. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
4. Матяш И.В. Понятие системной эффективности и определение чистой текущей системной стоимости проекта [Текст] / И.В. Матяш // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №2. – С. 247-252.
5. Матяш И.В. Проблемы анализа рыночной системной эффективности предприятий [Текст] / И.В. Матяш // Известия Алтайского гос. ун-та. – 2010. – №2-1. – С. 253-262.
6. Матяш И.В. Совершенствование методики анализа денежных потоков для оценки деятельности предприятий [Текст] / И.В. Матяш // Экономическая наука современной России. – 2006. – №2. – С. 62-71.
7. Прогноз социально-экономического развития РФ на 2018 г. и на плановый период 2019 и 2020 гг. [Электронный ресурс] / М-во экон. развития РФ // М-во экон. развития РФ : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru>.
8. РосБизнесКонсалтинг [Электронный ресурс] : официальный сайт консалтингового агентства. URL: <https://marketing.rbc.ru/articles/1259/>
9. TMT Консалтинг [Электронный ресурс] : официальный сайт консалтингового агентства. URL: <http://tmtconsulting.ru/category/napravleniya/page/2/?tag=objory>.
10. Fernandez P. Three residual income valuation methods and discounted cash flow valuation [Electronic resource] / P. Fernandez. – 2002. – Jan., 15. URL: <http://ssrn.com/abstract=296945> or doi:10.2139/ssrn.296945.
11. Stewart G.B. The quest for value: the EVATM management guide [Text] / G.B. Stewart. – HarperCollins Publishers Inc., 1991.
12. Velez-Pareja I. Value creation and its measurement: a critical look at EVA [Electronic resource] / I. Velez-Pareja // Cuadernos de administración. – 2000. – No. 22. – Pp. 7-31. URL: <https://ssrn.com/abstract=163466>.

## Ключевые слова

Экономическая добавленная стоимость; средневзвешенная стоимость капитала; инновации; телекоммуникационная отрасль; связь.

*Матяш Ирина Васильевна*

*Швейцер Герман Александрович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Статья И.В. Матяш и Г.А. Швейцера посвящена актуальной проблеме оценки факторов инвестиционной привлекательности компаний российского рынка телекоммуникационных услуг, а также оценке финансового состояния его ключевых участников.

В последние десятилетия телекоммуникационный рынок во всем мире продолжает демонстрировать признаки насыщения, и его игроки ищут новые ниши для дальнейшего роста. Вопросы инвестирования в российские компании отраслей цифровой экономики являются сегодня важным государственным приоритетом. В статье справедливо отмечается, что в современной экономике сбалансированность внешних и внутренних факторов для достижения целей деятельности прямо или косвенно отражается на финансовом состоянии организации, так что задача достижения целей устойчивого роста также в свою очередь приобретает многофакторный характер. В работе раскрыты теоретические проблемы оценки инвестиционной привлекательности компаний с использованием инструментария ценностно-ориентированного менеджмента. На основе данных финансовой отчетности компаний выполнен анализ базовых финансовых показателей, расчет показателей, расчет

показателей экономической добавленной стоимости. По результатам анализа предлагается оценка перспектив инвестирования в развитие бизнеса компаний телекоммуникационного рынка.

Авторы представили необходимый обзор научных источников для подготовки исследования. Компании, данные которых использованы для сравнительного анализа, являются публичными акционерными обществами, акции которых размещены на фондовых биржах. Данная работа может быть интересна инвестору, заинтересованному в оценке эффективности инвестирования капитала и оценке доходности компаний телекоммуникационного рынка.

Как положительный факт можно отметить то, что приведена статистика различных консалтинговых агентств, специализирующихся на рынке телекоммуникационных услуг.

Научная статья И.В. Матяш и Г.А. Швейцера «Анализ инвестиционной привлекательности российского рынка телекоммуникационных услуг» соответствует всем требованиям, предъявленным к работам такого рода. Данная статья может быть рекомендована к публикации.

*Мочалова Л.А., д.э.н., профессор кафедры «Финансы и кредит» Барнаульского филиала Финансового университета при Правительстве РФ, г. Барнаул.*

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)