

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Тольяттинский государственный университет»

Институт финансов, экономики и управления

(наименование института полностью)

Кафедра «Финансы и кредит»

(наименование кафедры полностью)

38.04.01 Экономика

(код и наименование направления подготовки, специальности)

Корпоративные финансы

(направленность (профиль))

## МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

на тему «Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ»

Студент

В.Е. Венгранович

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

Научный

А.А. Курилова

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

руководитель

Консультанты

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

Руководитель программы

д.э.н. доцент А.А. Курилова

(ученая степень, звание, И.О. Фамилия)

(личная подпись)

« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 20 \_\_\_\_\_ г.

**Допустить к защите**

Заведующий кафедрой

д.э.н. доцент А.А. Курилова

(ученая степень, звание, И.О. Фамилия)

(личная подпись)

« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 20 \_\_\_\_\_ г.

Тольятти 2017

## Содержание

Введение.....	3
1 Теоретические основы оценки стоимости телекоммуникационных компаний.....	7
1.1 Понятие, сущность и практическое значение оценки стоимости компании.....	7
1.2 Основные подходы и методы оценки стоимости компании.....	13
1.3 Краткий обзор литературы по оценке стоимости телекоммуникационных компаний.....	24
2 Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ.....	32
2.1 Обзор телекоммуникационной отрасли РФ.....	32
2.2 Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ при помощи доходного подхода.....	43
2.3 Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ при помощи сравнительного подхода.....	57
3 Возможности и особенности по управлению стоимостью телекоммуникационных компаний.....	61
3.1 Особенности эффективного управления стоимостью в телекоммуникационных компаниях.....	61
3.2 Возможности для увеличения стоимости телекоммуникационных компаний РФ.....	69
Заключение.....	78
Библиографический список.....	80
Приложения А–С.....	87

## Введение

Телекоммуникационная отрасль представляет собой динамично развивающееся явление, прежде всего, из-за появления новых технологий, повышающих качество услуг и расширяющих их перечень, а также вследствие консолидации компаний. Данная отрасль, проникая практически во все сферы повседневной деятельности людей, является одной из самых важных по степени влияния на нашу частную жизнь, социальную сферу, экономику, имидж и статус страны в мировом сообществе. Кроме того, некоторые исследования показали зависимость экономического благополучия страны от состояния информационно-коммуникационной сферы. Так, повсеместное развертывание технологий высокоскоростной связи и доступа в интернет является катализатором развития проектов в сфере телекоммуникаций, создает мультипликативный эффект для других отраслей национальной экономики, приводит к ускорению и масштабному распространению технологического прогресса, что обеспечивает рост ВВП как отдельных регионов, так и страны в целом. При этом понимание особенностей расчета стоимости капитала телекоммуникационных компаний позволяет, во-первых, определить вектор развития отрасли, а во-вторых, изучить дополнительные возможности по управлению данной стоимостью для реализации стратегических задач той или иной компании. Этим и объясняется актуальность выбранной автором темы исследования.

Методологической базой исследования послужили труды по общим и частным вопросам оценки стоимости капитала компании (работы А. Дамодарана, А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой), работы, изучающие особенности телекоммуникационной отрасли (А.С. Спицын, Д.А. Ларичкина), а также работы, посвященные управлению стоимостью компании (М.В. Любимова и В.К. Федорова; М.А. Федотова и О.В. Лосева; А.Г. Грязнова, М.В. Мельник и В.В. Бердников).

Объектом исследования является телекоммуникационная отрасль РФ.

Предметом исследования - основные участники данной отрасли, представленные компаниями «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС».

Цель работы – определить стоимость собственного капитала компаний «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС», а также дать авторские рекомендации по увеличению стоимости данных компаний.

В связи с поставленной целью решаются следующие задачи:

- 1) изучить теоретические основы оценки стоимости телекоммуникационных компаний;
- 2) произвести оценку стоимости телекоммуникационных компаний РФ;
- 3) выявить основные возможности и особенности по управлению стоимостью телекоммуникационных компаний;

Материалом исследования послужила отчетность компаний за 2012-2015 годы, составленная в соответствии с МСФО.

В процессе работы были использованы различные методы исследования:

- метод дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода к оценке стоимости капитала компании (DCF);
- метод рынка капитала в рамках сравнительного подхода к оценке стоимости капитала компании.

Гипотеза исследования – фундаментальная и рыночная оценки стоимости капитала телекоммуникационных компаний, полученные при помощи двух методов, различаются, при этом, рыночная стоимость в большинстве случаев по величине меньше фундаментальной. Кроме того, различия в оценках можно объяснить дополнительными факторами риска и выявить возможности для увеличения стоимости компании.

Научная новизна исследования состоит в обращении к неразрешенной до конца проблеме оценки стоимости телекоммуникационных компаний и последующего нахождения и объяснения различий полученных стоимостей путем выявления дополнительных специфических рисков. Таким образом, автор в данной работе привносит следующие элементы новизны:

– уточняет классификацию видов стоимости капитала компании (рассматривает фундаментальную стоимость в рамках модели DCF, скорректированную рыночную стоимость в рамках метода рынка капитала и «базовую» рыночную стоимость, полученную при помощи рыночной оценки акций компании);

– использует собственный подход к объяснению различий в оценках стоимости собственного капитала телекоммуникационных компаний, полученных при помощи различных методов (принимает во внимание существенную роль специфических рисков в деятельности телекоммуникационных компаний);

– отбирает определенные финансовые показатели для оценки эффективности менеджмента телекоммуникационных компаний, а также сопоставляет данные показатели с найденными специфическими рисками и факторами, влияющими на стоимость рассматриваемых компаний.

Теоретическая значимость исследования состоит в том, что оно позволяет внести свой особенный вклад в изучение процесса оценки стоимости капитала компаний, а также управления данной стоимостью с учетом субъективности и авторского восприятия любого такого процесса.

Практическая значимость исследования заключается в том, что его материалы могут быть задействованы в различных конференциях и семинарах по темам «Оценка стоимости капитала компании», «Обзор основных методов оценки капитала компании», а также «Особенности и перспективы телекоммуникационной отрасли РФ» и «Специфика управления стоимостью телекоммуникационных компаний». Кроме того, рекомендации, приведенные по итогам работы, могут помочь менеджерам различных компаний в выявлении факторов и рисков, влияющих на стоимость их собственных компаний.

Представленная работа прошла апробацию на XIV Всероссийской студенческой научно-практической конференции «Актуальные вопросы развития России в исследованиях студентов: управленческий, правовой и

социально-экономический аспект» (Челябинский филиал РАНХиГС, 28-29 апреля 2016 г.).

Магистерская диссертация на тему «Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ» состоит из введения, трех глав, заключения и библиографического списка.

Во введении обосновывается выбор темы, ее актуальность, а также определяются объект, предмет, цели, задачи, методы исследования, научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы.

В первой главе «Теоретические основы оценки стоимости телекоммуникационных компаний» рассматриваются различные теоретические вопросы, связанные с методами оценки стоимости капитала компании, а также с проблемой управления стоимостью компаний в рамках стратегических решений их менеджмента.

Во второй главе «Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ» приводятся предпосылки расчетов стоимости капитала телекоммуникационных компаний, а также их результаты, полученные при помощи двух методов: DCF и рынка капитала. Кроме того, производится сравнение оценок и методов.

В третьей главе «Возможности и особенности по управлению стоимостью телекоммуникационных компаний» описываются результаты анализа эффективности управленческих решений рассматриваемых компаний по поводу управления стоимостью данных компаний, а также приводятся рекомендации по выявленным возможностям дальнейшего увеличения этих стоимостей.

В Заключении приводятся выводы, к которым автор пришел в результате проведенного исследования.

# 1 Теоретические основы оценки стоимости телекоммуникационных компаний

## 1.1 Понятие, сущность и практическое значение оценки стоимости компании

Как известно, имущество любой компании характеризуется величиной ее активов. При этом все активы обладают определенной стоимостью вне зависимости от их вида. Таким образом, для управления имуществом организации менеджеры должны понимать, как суть формирования стоимости актива, так и факторы, влияющие на него. Вместе с тем, изучая различные научные работы как зарубежных, так и отечественных специалистов в области оценки компании, можно обнаружить, что в оценочной деятельности используются различные термины, среди которых: «стоимость компании», «стоимость бизнеса», «стоимость имущественного комплекса». Если анализировать понятие стоимости компании, то необходимо отметить отсутствие единого мнения по этому вопросу. Под «стоимостью компании» в данной работе подразумевается не только стоимость имущества организации, но и другие критерии, позволяющие говорить об оценке стоимости компании как бизнеса в целом. При этом понятия стоимости компании и стоимости бизнеса могут иметь различную суть в случае анализа крупных компаний с несколькими направлениями бизнеса. В указанной ситуации, по мнению автора, правильнее производить оценку «стоимости компании» как сумму нескольких «стоимостей бизнеса». В дополнение к вышесказанному, для более глубокого понимания теоретических аспектов оценки стоимости компании, обратимся к некоторым концепциям теории стоимости.

Так, Терри В. Гриссом выделяет несколько концепций, среди которых: теория стоимости, теория оценки стоимости и теория проведения оценки [18].

Теория стоимости анализирует основу и источники ценности активов. Различные экономические направления от меркантилизма до неоклассицизма объясняли происхождение экономической, социальной и политической

ценности объектов по-своему. Кроме того, они устанавливали определения таких базовых элементов стоимости как полезность, пропорция обмена, полезность, редкость, спрос и т.д. Так, маржинализм проповедовал поведенческие характеристики стоимости, а Адам Смит продвигал теорию стоимости, основанную на понятии затрат. Однако, несмотря на различные подходы к теории стоимости были выявлены определяющие базовые параметры, которые в совокупности устанавливают функциональное определение стоимости. Среди них можно выделить эффективный спрос, обмен и способность передачи, недостаточное предложение.

Теория оценки стоимости, в отличие от предыдущей концепции, предлагает методы расчета и прогнозирования определенной стоимости. Экономическая наука стала серьезно изучать данную область после того, как Альфред Маршалл заложил основы трех подходов к оценке стоимости. Он подчеркнул существование различных временных периодов на товарном рынке. При этом Маршалл рассматривал краткосрочный период, как период, где спрос в первую очередь влияет на цены, и долгосрочный период с главным фактором в виде предложения. Таким образом, влияние классической школы в этом случае рассматривается как понимание долгосрочного характера определения стоимости. Кроме того, теория оценки стоимости продвигает идею о том, что стоимость — это величина, которую требуется определить, а цена - исторически свершившийся факт.

В итоге, можно подчеркнуть, что теория стоимости концентрирует внимание на объекте оценки и его ценности, а теория оценки стоимости объясняет особенности расчета данной оценки. Теперь перейдем к изучению теории проведения оценки.

Данная концепция призвана объединить ключевые положения теории оценки стоимости и теории стоимости по поводу их связи с определенным объектом оценки в конкретный временной интервал. Кроме того, она лежит в основе любого анализа с использованием оценки. Предмет теории проведения оценки — логическая связь между источниками стоимости и оценкой этой



стоимости, рассчитанной по определенным правилам. В связи с этим возможный конфликт в различных понятиях «стоимости» не имеет отношения к теории стоимости как таковой, а скорее соотносится с предпосылками того или иного анализа. Предпосылка стоимости обычно привязана к определенной оценочной проблеме. Составляющими указанной проблемы являются расчетная оценка стоимости и потребности лица, принимающего решение. Итак, рассмотрев основные теоретические концепции и особенности оценочной деятельности, вернемся к вопросу стоимости и ее характеристикам.

В законодательстве РФ в настоящее время в оценочной деятельности предусмотрено применение рыночной, инвестиционной, ликвидационной и кадастровой стоимости. В данной работе автор предполагает использование, в первую очередь, понятий рыночной и инвестиционной стоимости (далее в работе будет дано обоснование этому решению). Итак, рыночная стоимость может быть охарактеризована как цена, согласованная продавцом и покупателем в ходе совершения сделки купли-продажи актива, зависящей от определенных рыночных факторов. Эта цена является одновременно рыночной стоимостью актива и объектом оценки профессиональных экспертов. Деятельность по оценке регулируется, прежде всего, ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ (ст.3), в котором говорится, что это «деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости». Кроме того, существуют «Федеральные стандарты оценки», изданные приказами Минэкономразвития РФ. Так, определение инвестиционной стоимости можно найти в Федеральном стандарте "Цель оценки и виды стоимости", утвержденном Приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. №255.«Инвестиционная стоимость» - это стоимость вложений капитала для инвестора, основанная на его потребностях и инвестиционных требованиях.

Необходимо отметить, что понятие определенного вида стоимости неразрывно связано с целями оценки этой стоимости. Поэтому на следующем

этапе работы рассмотрим понятие оценки стоимости компании и возможные цели и предпосылки.

В работе Н.А. Федотовой и А.Г. Грязновой «Оценка бизнеса» предлагается следующее определение: «оценка стоимости бизнеса – это расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату» [8, с. 55]. Необходимо отметить, что для определения стоимости компании важнейший аспект - это учет различных факторов, которые оказывают влияние на изучаемую стоимость в данный момент времени и в условиях определенного рынка. Рассмотрев определение понятия оценки стоимости бизнеса, перейдем к характеристике его основных черт.

Во-первых, нужно подчеркнуть, что одной из главных характеристик оценки стоимости компании является его определение как процесса. Поэтому для получения правдоподобных и достоверных результатов осуществление ряда операций, напрямую зависящих от целей оценки, характеристик объекта и методов оценки, является необходимым элементом данной оценки.

Во-вторых, необходимо отметить важное свойство процесса оценки стоимости, такое как упорядоченность. Она включает в себя следующие этапы: постановка цели оценки, определение вида стоимости, сбор необходимой информации, выбор метода оценки, расчет величины стоимости и, наконец, проверка полученных результатов.

В-третьих, очень значимой характеристикой является взаимосвязь оценки стоимости компании с рыночной ситуацией и различными внешними экономическими факторами. Так необходимо принимать во внимание следующие факторы: конкуренция в отрасли, конъюнктура рынка, средний уровень доходности на рынке, различные риски (как внешние, так и внутренние) и т.д. Однако следует подчеркнуть, что наиболее значимыми факторами являются время и риск.

Если рассматривать фактор риска, то необходимо отметить, что он возникает при расчете рыночной стоимости и характеризуется в общем случае как вероятность того, что доход от вложения инвестиций в бизнес будет больше

или меньше прогнозируемого. Риски могут быть различными (в зависимости от классификации). Однако в рыночной экономике нет ценных бумаг, которые не имели бы риска.

Изучая фактор времени можно сказать, что величина рыночной стоимости зачастую изменяется в короткие временные промежутки под влиянием большого количества различных причин. Поэтому при расчете данного показателя необходимо учитывать продолжительность прогнозного периода. Кроме того, расчет рыночной стоимости осуществляется на конкретный момент (дату), так как указанная величина может изменяться с течением времени.

В итоге отметим, что на рыночную стоимость влияет множество различных факторов. Также она определяется как «наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей доступной информацией, на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства» [2].

После изучения сущности понятия «оценка стоимости компании» и основных характеристик, связанных с этой оценкой, перейдем к ее значению и целям осуществления. Итак, перед любой оценкой стоимости компании необходимо определить цель для нее. Формулирование цели требуется для выбора вида стоимости, который планируется для расчета, и верных, надлежащих методов его оценки. Обычно цель оценки выражается в определении стоимости компании, которая «необходима клиенту для принятия инвестиционного решения, для заключения сделки, для внесения изменений в финансовую отчетность и т.д.» [8, с.20]. Однако здесь необходимо заметить, что указанная величина интересует не только инвесторов, но и других экономических субъектов, таких как: государство, кредиторы, акционеры, менеджеры, страховые фирмы, инвестиционные фонды.

Используя классификацию из работы Грязновой А.Г., можно выделить следующие возможные цели оценки стоимости компании (Грязнова, 2003):

- 1) Повышение эффективности управления компанией;
- 2) Осуществление операций с ценными бумагами на фондовом рынке;
- 3) Принятие решения по инвестированию;
- 4) Покупка или продажа компании по частям или целиком;
- 5) Реструктуризации компании в виде ее ликвидации, слияния, поглощения;
- 6) Разработка плана развития предприятия;
- 7) Оценка кредитоспособности компании;
- 8) Налогообложение (для определения налогооблагаемой базы необходимо оценить имущество предприятия).

Среди перечисленных выше целей, по мнению автора, примечательны, в первую очередь, «повышение эффективности управления компанией» и «принятие обоснованного решения по инвестированию», так как в данном случае оценка стоимости бизнеса позволяет удовлетворить потребности руководства компании и пользователей отчетности (кредиторы, инвесторы). Кроме того, указанные цели встречаются наиболее часто при соответствующем анализе.

Здесь необходимо отметить, что роль оценки для руководства современной компании в последние годы значительно возросла. Это связано, прежде всего, с заменой устаревших способов управления бизнесом на более новые, среди которых главная - концепция управления предприятием на основе его рыночной стоимости. Так, для построения эффективной системы управления стоимостью компании необходимо иметь инструмент измерения ее рыночной стоимости. В этом качестве выступает оценка бизнеса, обеспеченная современными методами и алгоритмами расчета и основанная на развитом информационном обеспечении. Кроме того, опыт развитых стран демонстрирует, что основная цель, которая обеспечивает устойчивое развитие компании в долгосрочном периоде, это максимизация стоимости компании. Все остальные промежуточные задачи, включающие достижение определенной величины чистой прибыли, удовлетворение потребностей клиентов, следование

определенной философии и т.д., являются средствами достижения вышеуказанной цели.

## 1.2 Основные подходы и методы оценки стоимости компании

Указав выше возможные цели оценки стоимости компании, разберем основные методы, используемые для расчета данной стоимости.

В большинстве случаев, оценка стоимости бизнеса осуществляется при помощи трех подходов: доходного, затратного и сравнительного. Каждый из подходов соответственно включает в себя несколько методов оценки. Необходимо отметить, что в данной работе в дальнейшем будут рассматриваться только доходный и сравнительный подходы. Ниже приведем объяснение этому выбору.

При оценке с помощью затратного подхода обычно анализируют стоимость активов на балансе компании. Суть указанного подхода заключается в оценке стоимости компании как величины ее активов в сегодняшних ценах за минусом обязательств. По мнению автора, при анализе телекоммуникационной отрасли применение затратного подхода нецелесообразно. Данное мнение можно подтвердить тем, что при оценке стоимости телекоммуникационной компании принято обращать внимание на доходность компании, а не на стоимость ее активов, так как влияние дополнительных факторов в связи со спецификой отрасли может быть значительным. Например, если происходит сравнение компаний с разным количеством абонентов и вышек связи, но с одинаковыми активами, то вероятно получение одинакового результата, что будет считаться некорректным.

Кроме того, многие ученые придерживаются мнения, что результаты оценки компании, полученные при помощи затратного подхода, имеют слабую корреляцию с текущей рыночной стоимостью изучаемой компании. Например, Ш. Пратт утверждает: "...предприятие рассматривается как некая целостная действующая единица, а не сумма индивидуальных активов и обязательств» и «...существует небольшая связь между стоимостью акций предприятия и

стоимостью активов, принадлежащих предприятию" [15, с. 133].

Итак, резюмируя вышесказанное, отметим, что стоимость компаний телекоммуникационной отрасли оценивается не соответствующими материальными активами, а стоимостью различных нематериальных активов, специфичных для данной отрасли. Среди них можно выделить: клиентскую базу, лицензии, доступ к частотам, и прочие нематериальные активы. Стоимость указанных активов определяется в основном будущими доходами от их использования, учтенными в доходном подходе. Кроме того, один из главных недостатков затратного подхода заключается в отсутствии предпосылки о будущих возможностях компании в получении дохода, что является некорректным по отношению к такой быстрорастущей отрасли, как телекоммуникационная отрасль. В дальнейшем в работе будут более подробно рассмотрены особенности данных компаний, а пока перейдем к изучению доходного и сравнительного подходов.

Итак, первый подход – доходный. Он считается самым распространенным способом оценки стоимости бизнеса и, в первую очередь, используется для принятия решения об инвестировании. «Доходный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки». [23,с.93] Рассматриваемый подход применяется с использованием подсчета стоимости компании путем дисконтирования будущих доходов к текущей дате оценки. При этом будущие доходы компании должны быть максимально точно спрогнозированы. К основным методам, имеющим место при применении доходного подхода, относятся метод капитализации дохода и метод дисконтирования денежных потоков.

Метод капитализации дохода используется обычно при оценке компаний, которые не имеют проблем с активами при хорошо налаженной деятельности. Он означает, что можно «оценить стоимость компании на основе капитализации дохода за первый прогнозный период при предположении, что величина дохода будет такой же и в последующие прогнозные годы» [23,

с.103].

При использовании рассматриваемого подхода определяющим является определение будущих денежных потоков или средней прибыли компании. Возможно выделение основных этапов расчета стоимости бизнеса с применением метода капитализации дохода (Sharipo, 1989):

- подтверждение предположения о стабильности дохода компании на основе изучения ее отчетности;
- расчет величины дохода, который будет капитализирован, как прогнозного дохода или как среднего дохода за несколько лет;
- расчет ставки капитализации;

Ставку капитализации можно получить путем вычитания из ставки дисконтирования денежного потока или ожидаемых среднегодовых темпов роста дохода.

- капитализация дохода;
- внесение итоговых поправок.

В реальной жизни рассматриваемый метод используют нечасто, так как доходы многих компаний имеют тенденцию к резким изменениям. Однако другой метод доходного подхода обычно вызывает больший интерес, так как он учитывает ежегодное изменение доходов. Это метод дисконтирования денежных потоков. Он базируется на прогнозе будущих потоков компании, которые дисконтируются по ставке, являющейся функцией риска ожидаемых денежных потоков. Кроме того, этот метод оценки считается наиболее подходящим для использования с точки зрения инвестиционных мотивов, так как любой инвестор, вкладывающий деньги в компанию, приобретает не набор активов, состоящий из оборудования, зданий и сооружений, а поток будущих доходов. Данный поток позволяет ему окупить вложенные средства и получить прибыль. Таким образом, вспоминая теоретические выкладки из предыдущего параграфа, можно сказать, что результатом оценки стоимости компании, полученной на основе доходного подхода, является инвестиционная стоимость.

Итак, расчет стоимости компании при помощи рассматриваемого метода

осуществляется по формуле [23, с.105]:

$$PV = \frac{CF_1}{1+R} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{CF_n}{1+R^n} + \frac{FV}{1+R^n}, \quad (1)$$

где: PV – текущая стоимость компании;

CF – денежный поток;

FV – стоимость активов в постпрогнозный период;

R – ставка дисконтирования;

n – количество лет прогнозирования.

Вышеуказанный метод в основном используется для молодых компаний, находящихся на стадии развития. Предполагается, что в подобных компаниях будущие денежные потоки играют большую роль и на них делается ставка.

Если говорить об этапах проведения оценки стоимости компании этим методом, то таковых можно выделить восемь:

а) сбор информации для расчетов с использованием отчетности компании;

б) определение модели денежного потока из двух вариантов: потока на собственный капитал или на общий инвестированный капитал;

в) определение продолжительности прогнозного периода, исходя из предсказанной степени роста основных показателей и развития компании;

г) изучение валовой выручки и расходов и их прогноз с учетом анализа изменений в предыдущие периоды;

Для расчета прогнозных значений выручки и расходов компании существует два подхода: укрупненный и детальный. При укрупненном подходе определяется прогноз для выручки с учетом ее изменений в предыдущие годы. При соответствующем вычислении прогнозных значений расходов предполагается, что переменные затраты будут увеличиваться пропорционально выручке. Детальный подход предполагает более подробное изучение информации. Для расчета расходов в этом случае необходимо знать себестоимость продукции по затратам. Изучение валовой выручки при данном подходе требует информацию о текущих и возможных будущих ценах на



продукцию, объемах реализации прошлых лет и прогнозах, касающихся изменения экономических условий.

д) расчет величины денежного потока для прогнозного периода;

В данном случае можно воспользоваться двумя методами расчета: косвенным или прямым. Особенность первого метода в том, что он использует изучение движения денежных средств по различным направлениям деятельности компании. То есть составляется бюджет движения средств и затем рассчитывается денежный поток. Второй метод, называемый прямым, базируется на анализе баланса компании из отчетности и вычислении потока на его основе.

е) расчет ставки дисконтирования;

В зависимости от того, какая модель была выбрана в пункте б), компания рассчитывает определенную ставку. Для собственного капитала – это модель оценки капитальных активов или (САРМ), а в случае рассмотрения общего инвестированного капитала – модель средневзвешенной стоимости капитала или (WACC).

ж) определение стоимости бизнеса в постпрогнозный период, приведенной к настоящему моменту стоимости будущих денежных потоков и их суммы;

Постпрогнозным называется завершающий период в деятельности компании, в котором можно ожидать стабильный темп роста денежных потоков. Для расчета стоимости бизнеса в данном периоде необходимо рассчитать стоимость реверсии. Реверсию можно определить, как доход от возможной продажи компании в конце прогнозного периода. Существует четыре способа ее расчета: по стоимости чистых активов, по ликвидационной стоимости, с использованием модели Гордона и при помощи метода предполагаемой продажи.

з) внесение поправок.

Необходимо отметить, что рыночная оценка стоимости бизнеса, полученная методом дисконтированных денежных потоков, является

показателем развития компании. В связи с этим результаты использования данного метода можно назвать наиболее важными для инвесторов, так как они стремятся вкладывать средства в перспективную компанию. Таким образом, рассмотрев особенности обоих методов доходного подхода, обратимся к выводам по его преимуществам и недостаткам.

К плюсам применения доходного подхода можно отнести следующие характеристики:

- рассматриваемый подход принимает во внимание изменение доходов и расходов компании в будущем, что способствует удовлетворению интересов акционеров;
- данный подход демонстрирует возможные перспективы компании;
- применение доходного подхода привлекает потенциальных инвесторов, учитывая их интересы.

Основные недостатки рассматриваемого подхода перечислены ниже:

- вероятность расхождения в значениях реальных доходов компании с ее доходами по бухгалтерской отчетности;
- невозможность абсолютно точного долгосрочного прогноза потоков доходов и расходов ввиду изменчивости экономических условий;
- существование рисков, имеющих большое значение при прогнозировании дохода;
- возможность расчета ставок дисконтирования и капитализации разными способами, что в ряде случаев вызывает расхождения в оценках.

В качестве итога необходимо сказать, что доходный подход к оценке стоимости бизнеса используется достаточно часто и эффективно, несмотря на его недостатки. Теперь можно рассмотреть другой подход – сравнительный.

Сравнительный подход выражается в определении стоимости бизнеса на базе рыночных цен аналогичных компаний отрасли. Использование этого подхода предполагает существование двух основных предпосылок. Первая выражается в наличии достаточно развитого финансового рынка, в рамках которого функционирует компания. Вторая – в свободном доступе к отчетности

компаний, аналогичных изучаемой. Сравнительный подход подразумевает применение в расчетах по нему рыночных цен акций и операционных показателей компаний со схожей спецификой операционной деятельности. Особенность данного подхода к оценке стоимости компании выражается в ориентации полученной величины стоимости не только на рыночные цены купли-продажи акций компаний-аналогов, но и на фактические финансовые результаты. Необходимо отметить, что обычно выделяют три метода оценки стоимости компании в рамках сравнительного подхода. Среди них: метод сделок, метод отраслевых коэффициентов и метод рынка капитала. Изучим их поочередно.

Метод сделок основан на изучении и сравнении информации о продаже компаний или контрольных пакетов их акций. Данный метод часто используется в случаях, когда оценивается закрытое акционерное общество в сравнении со схожими компаниями, но открытого типа. Кроме того, в рамках метода осуществляется применение мультипликаторов.

Метод отраслевых коэффициентов использует специальные расчеты аналитиков по поводу соотношений между ценой и другими финансовыми параметрами. Данные коэффициенты определяются на основе статистических наблюдений цены продаж и финансовых показателей различных действующих компаний. При этом рассматриваемый метод редко используется в России по причине отсутствия во многих отраслях длительных статистических наблюдений за показателями компаний. Напротив, метод мультипликаторов (будет проанализирован далее) может применяться при оценке компаний не только развитого рынка капитала, но и развивающегося рынка.

Метода рынка капитала анализирует реальные цены акций на фондовом рынке. Изучается миноритарный пакет акций. За основу для сравнения берется цена одной акции акционерного общества.

Рассмотренные методы рынка капитала и сделок во многом схожи между собой. Основное отличие при этом выражается в том, что в первом методе рассчитывается цена одной акции, не дающей право контроля владельцу, а во

втором - цена контрольного пакета, который включает в себя определенную премию. Теперь перечислим основные этапы оценки стоимости бизнеса, присущие методу рынка капитала и методу сделок [23, с.153]:

- а) анализ отрасли, где осуществляет деятельность компания;
- б) отбор похожих компаний отрасли для сравнения;
- в) финансовый анализ;
- г) расчет ценовых мультипликаторов;
- д) выбор определенных мультипликаторов для применения к рассматриваемой компании;
- е) расчет общей стоимости компании путем взвешивания промежуточных результатов;
- ж) внесение итоговых поправок на степень контроля.

Необходимо отметить, что основополагающим этапом любого из методов сравнительного подхода является анализ отрасли и выбор компаний – аналогов оцениваемой. Зачастую отбор компаний для изучения проходит несколько стадий. Вначале, как правило, рассматривается максимальное количество компаний, похожих на оцениваемую в анализируемой отрасли. Затем определяется правовой статус компаний и, если какие-либо из них – закрытые общества, то они отсеиваются. После рассматриваются основные и дополнительные характеристики отобранных компаний. Так, например, сравниваются уровни диверсификации производства, экономическое развитие, зависимость от тех или иных экономических факторов, размеры, уровни финансовых рисков и другие характеристики компаний.

После определения списка компаний, аналогичных оцениваемой, рассчитываются ценовые мультипликаторы. Ценовой мультипликатор – это отношение между ценой компании и каким-либо производственным или финансовым показателем ее деятельности. Формула выглядит следующим образом:

$$M = \frac{Ц}{ФБ}, \quad (2)$$

где: М – ценовой мультипликатор;

Ц – стоимость похожей компании;

ФБ – финансовый или производственный показатель.

Применение данных мультипликаторов при оценке стоимости предполагает, что их значения приблизительно равны у анализируемой компании и компаний-аналогов. Впоследствии после расчета мультипликатора, цена анализируемой компании может быть найдена умножением величины мультипликатора на величину финансового показателя компании. Для вычисления непосредственно мультипликатора нужно для начала определить рыночную стоимость собственного капитала компании, аналогичной оцениваемой, то есть перемножить количество акций компании на бирже с их стоимостью на рынке. Таким образом, получается значение числителя. Далее необходимо вычислить величину знаменателя, то есть финансовые показатели, среди которых может быть прибыль, стоимость чистых активов, выручка, дивидендные выплаты и другие. Все показатели рассчитываются как средние величины, или берутся их значения на последнюю отчетную дату.

Если рассматривать виды мультипликаторов, то можно привести различные классификации. Так, в зависимости от знаменателя выделяют финансовые и натуральные мультипликаторы. К первой группе относятся мультипликаторы, рассчитанные на основе денежных показателей деятельности компании, например, прибыль или выручка. Мультипликатор является натуральным, если в его знаменателе находится натуральный показатель. В качестве примеров таких показателей можно привести объем продаж, количество абонентов или посетителей. Главное отличие финансовых мультипликаторов от натуральных заключается в универсальной применимости первых ко всем отраслям экономики. При этом мультипликаторы, рассчитанные на основе натуральных показателей обычно специфичны для каждой отдельной отрасли.

Другая классификация мультипликаторов, которая может быть выделена, это классификация, непосредственно, по виду расчетного показателя. Основные

мультипликаторы, используемые для оценки стоимости компании, указаны ниже:

- P/E (Рыночная капитализация / Чистая прибыль);
- EV/EBITDA (Полная стоимость компании / Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации);
- P/B (Рыночная капитализация / Балансовая стоимость собственного капитала);
- EV/S (Полная стоимость компании / Выручка)

Так, если необходимо определить ценность актива, то рассматривается мультипликатор прибыли, создаваемой активом. При этом инвестор оценивает цену одной акции и прибыль, создаваемую компанией на акцию, используя значение мультипликатора «цена/прибыль» - P/E. Если же инвестор приобретает бизнес, то необходимо оценить значение мультипликатора операционного дохода – EV/EBITDA. Кроме того, зачастую необходимо рассмотреть соотношение цены акции и стоимости собственного капитала (по балансу) для определения того, переоценена акция или недооценена. Значение полученного мультипликатора «цена/балансовая стоимость» или P/BV различается в зависимости от потенциала роста отрасли и качества инвестиций [9].

Также существует еще один мультипликатор, основанный на показателе выручки. В данном случае, в зависимости от целей анализа, можно говорить о нескольких модификациях указанного мультипликатора. Так, если инвестор вложил собственные средства в капитал корректно использование показателя «цена/объем продаж» или P/S. В ситуации, когда производится оценка компании возможно использование мультипликатора «ценность/объем продаж» или EV/S, где в числителе учитывается общая стоимость бизнеса. Значение данных мультипликаторов зависит от конкретной отрасли, но также возможно их использование для сравнения фирм на различных рынках [9].

Кроме того, следует отметить, что мультипликаторы делятся на моментные и интервальные. К первому виду можно отнести следующие

отношения: «цена/чистая стоимость активов» и «цена/балансовая стоимость собственного капитала», а ко второму: «цена/прибыль», «цена/денежный поток», «цена/выручка от реализации» и «цена/дивидендные выплаты». Использование данной классификации полезно для расчета интервальных мультипликаторов с основным показателем количества акций в обращении, так как период обращения акций берется из расчета конкретного показателя мультипликатора. Например, при расчете средней величины прибыли за три года, необходимо определить среднее количество акций в обращении за этот же период.

Необходимо отметить, что для оценки стоимости компании может использоваться как значение одного мультипликатора, так и нескольких. Это зависит от особенностей отрасли и компаний, функционирующих в ней. То есть, если значения мультипликаторов отличаются значительно, то необходимо использование средних и медианных величин. Кроме того, может применяться взвешивание показателей при адекватном анализе экономических условий и особенностей компаний. После рассмотрения основных этапов осуществления сравнительного подхода к оценке стоимости компании перейдем к перечислению его плюсов и минусов.

Необходимо указать следующие основные преимущества данного подхода:

- при правильном отборе достоверных данных о компаниях-аналогах, результаты оценки будут адекватными и точными с объективной рыночной основой;

- цена компании отражает итог ее производственно-хозяйственной деятельности.

Тем не менее, у этого подхода имеются и недостатки:

- перспективы развития компании практически не учитываются, так как анализ построен на ретроспективных данных;

- дополнительные сложности, связанные с изучением целой отрасли, а не только оцениваемой компании;

– высокая вероятность необходимости внесения корректировок в итоговую стоимость компании в связи с возможными отличиями компаний-аналогов.

Таким образом, можно констатировать, что в данном параграфе были рассмотрены особенности двух подходов к оценке стоимости бизнеса: доходного и сравнительного. Итак, после указанного изучения теоретических аспектов подходов к оценке стоимости компаний, можно перейти к обзору литературы по телекоммуникационной отрасли, чтобы соотнести данные аспекты с практической составляющей исследуемой проблемы.

### 1.3 Краткий обзор литературы по оценке стоимости телекоммуникационных компаний

Перед тем, как начать непосредственное изучение научных работ и исследований по поставленной в данной работе проблеме, обозначим два основных направления этих трудов. Первое направление связано с особенностями телекоммуникационных компаний и оценки их стоимости, то есть с тем материалом, который был рассмотрен автором в предыдущих параграфах. Вторая проблема, являющаяся основной в некоторых работах, может быть представлена как управление стоимостью компании и изучение факторов данной стоимости. Безусловно, обе указанные сферы исследования, являются в равной степени важными для этой работы. Тем не менее, в будущем обзоре внимание автора будет обращено, прежде всего, на возможности управления стоимостью компании.

Итак, управление стоимостью компании, как подчеркивают в своей статье Шихвердиев А. П., Большаков С. Н. и Рауш Е. А. - это «не разовая задача, а непрерывный и возобновляющийся цикл стратегических и оперативных решений, поэтому при принятии любого управленческого решения необходимо оценивать его влияние на рыночную стоимость компании» [24, с. 98]. Обратим внимание на ключевые понятия из данного определения. Во-первых, это непрерывный цикл стратегических и оперативных решений. Здесь необходимо



отметить, что у каждой компании есть менеджмент (определенный круг управляющих лиц), который определяет направление и цели развития данной компании. Во-вторых, его управленческие решения напрямую влияют на рыночную стоимость компании. При этом авторы рассматриваемой статьи по-своему определяют понятие рыночной стоимости компании. Так, по их мнению, «рыночная стоимость компании – это система объективных экономических, экологических, социальных отношений между хозяйствующими субъектами компании (собственниками капитала, сотрудниками компании), обществом и государством, складывающихся по поводу целостного и эффективного использования совокупного капитала и распределения добавленной стоимости и прибыли» [24, с. 99]. Таким образом, Шихвердиев А. П., Большаков С. Н. и Рауш Е. А. подразумевают под рыночной стоимостью компании большую совокупность факторов различного характера, которые определяют ее в той или иной мере. Данная трактовка, безусловно, отличается от того, что было представлено автором ранее в предыдущих параграфах. Если подробнее разбираться в причинах этого расхождения, то можно указать на непосредственные цели анализа стоимости компании. Авторы рассматриваемой статьи отходят от традиционной классификации видов стоимости для построения собственной модели оценки и управления стоимостью компании, уделяя внимание, прежде всего, субъектам финансовых отношений. Таким образом, они создают определенную иерархию стоимостей, то есть для оценки каждой последующей необходимо рассчитать предыдущую. В результате данных расчетов должна получаться истинная (рыночная) стоимость, которая учитывает все возможные факторы и требования различных субъектов. При этом концепция управления рыночной стоимостью компании представлена авторами в виде динамической модели устойчивого развития (текущая стоимость стремится к истинной). Устойчивое развитие подразумевает оптимизацию, прежде всего, человеческого и произведенного капитала.

Свой взгляд на концепцию управления стоимостью компании имеют

также Марамыгин М. С. и Лебедев А. В. – авторы статьи «Концептуальные подходы к управлению стоимостью телекоммуникационной компании». В своей работе они изучают вопросы факторов изменения стоимости телекоммуникационных компаний и трактовки вида стоимости, полученного в результате оценки. Так, авторы выделяют понятие «стратегической стоимости», связывая его с долгосрочной рыночной стоимостью компании, учитывающей множество различных факторов и являющейся индикатором стратегии менеджмента на максимизацию стоимости компании [14, с. 1]. При этом они также подчеркивают традиционное понятие рыночной стоимости и говорят о нем в связи с текущей оценкой стоимости без учета будущих выгод. В данном случае в статье заметно желание авторов выделить определенный интегральный показатель стоимости для последующей возможности управления ей. Если говорить о факторах изменения стоимости компании, то в анализируемой работе Марамыгин М. С. и Лебедев А. В. предлагают следующую классификацию: факторы общего характера и специфичные отраслевые факторы. К первой группе относятся, во-первых, наличие стратегии развития компании, направленной на повышение ее стоимости, во-вторых, формирование «дерева» факторов, фактически определяющих стоимость бизнеса, и в-третьих, система управления стоимостью. Про вторую группу авторы подчеркивают, что важна, прежде всего, принадлежность компании к той или иной отрасли. Так, для телекоммуникационной отрасли следует учесть охват всех бизнес-процессов как звеньев цепочки создания стоимости. При этом современная отрасль телекоммуникаций как отмечают авторы статьи «представляет собой непрерывную борьбу за сохранение уже имеющейся базы абонентов и расширение доли рынка» [14, с.3]. Стратегия роста может включать в себя несколько направлений, например, «сделки M&A, техническое развитие сети, непрерывная разработка и запуск новых тарифных планов и услуг» [14, с.3]. Также в данной статье отмечается полезность показателя EBITDA, как ключевого показателя для инвесторов в исследуемой отрасли. Это связано с тем, что инвестиции в материальные активы в телекоммуникационных

компаниях достаточно велики, и EBITDA позволяет исключить влияние таких фактов хозяйственной деятельности на прибыльность бизнеса.

Вопрос влияния определенных факторов на рост или уменьшение стоимости компании рассматривает также Григорьев В.В. в своей статье «Основные факторы роста стоимости инновационных компаний России и ключевые показатели их эффективности». Он предлагает классификацию из трех типов внутренних факторов: ресурсных, специфических и стоимостных. Данные факторы можно расположить в иерархическом порядке, соответственно, от ресурсных до стоимостных. Автор концентрирует внимание на специфических факторах и предлагает, в связи с этим, различать следующие виды высокотехнологичных организаций: научные институты, компании-производители и инфраструктурные компании. При этом к инфраструктурным организациям относятся и изучаемые в данной работе телекоммуникационные компании. Для таких организаций Григорьев В. В. предлагает ряд основных факторов инновационного потенциала и развития. Среди них можно выделить наличие научной базы, необходимых финансовых ресурсов и полноту информационного обеспечения. Кроме того, необходимо определить главные ресурсные факторы для инновационных компаний, исходя из предложенной автором классификации. Так, к ним можно причислить количество творческого персонала, материальный потенциал и технический потенциал (оборудование и другие основные средства). Рассматривая структуру финансовых факторов роста стоимости компаний инновационного сектора, Григорьев В. В. разделяет показатели на две группы: факторы роста добавленной стоимости и факторы роста эффективности компании. В первой группе он выделяет рост рентабельности инвестированного капитала, рост общей оборачиваемости капитала, снижение стоимости привлеченного капитала, оптимизацию финансового рычага, рост собственных оборотных средств и рост оборачиваемости задолженности. Ко второй группе автор относит рост нормы прибыли, рост ликвидности активов, рост производительности труда и повышение рентабельности активов. До этого момента внимание автора данной

работы было обращено, прежде всего, на понятия стоимости компании, ее оценки, стратегического управления и, соответственно, обзор литературы по этим сферам знаний. Теперь можно перейти к работам, в которых описываются преимущества управленческих решений, направленных на максимизацию стоимости компаний, над остальными стратегиями в инновационных отраслях (в том числе и телекоммуникационной).

Так, в своей работе «Основные проблемы оценки и управления стоимостью компании на примере ведущего российского телекоммуникационного оператора» Сизых Н. В. выделяет основные причины для выбора менеджментом стратегии максимизации стоимости компании. Среди них: возрастание роли интеллектуальных ресурсов, увеличение конкуренции, а также смещение функций контроля от собственников к управленческим командам. Кроме того, необходимо отметить, что автор данной статьи выделяет различные возможные показатели стоимости в рамках управления компанией, зависящие в каждом конкретном случае от решения менеджмента. При этом не предполагается расчет интегрированного показателя, как предлагалось в предыдущих проанализированных статьях.

Романенко О. А. в своей работе «Увеличение стоимости компании как стратегическая цель и критерий оценки управленческих решений» также доказывает, что стратегическая концепция увеличения стоимости является наиболее эффективной с точки зрения развития и функционирования компании. Он приводит аргументы, заключающиеся в упорядочивании стратегией максимизации «богатства акционеров» всех прочих управленческих решений компании и гарантии ее обеспечения инвестиционным капиталом [16, с. 104]. Схожее мнение высказывают в своей статье «Стоимость бизнеса и интеллектуальный капитал» Федотова М. А. и Лосева О. В.

Так, они выделяют шесть основных целевых моделей деятельности компании:

1. Максимизация прибыли;
2. Минимизация транзакционных издержек;

3. Максимизация объема продаж;
4. Максимизация темпов роста компании;
5. Максимизация добавленной стоимости;
6. Максимизация рыночной стоимости компании.

Кратко опишем суть каждой стратегии. Итак, при выборе вектора развития компании, направленного на максимизацию прибыли, существует риск увеличения величины заемного капитала и, соответственно, неплатежеспособности. Кроме того, полученная прибыль может быть направлена не на развитие компании, а на текущие цели.

Концепция минимизации транзакционных издержек позволяет экономить на издержках по обслуживанию сделок. Однако при этом другие виды издержек могут возрасти. Также, как отмечают авторы, главная проблема в данном случае связана с нерелевантностью экономии затрат и долгосрочными экономическими интересами участников хозяйственного процесса [21, с. 310].

Максимизация темпов роста компании основывается, прежде всего, на анализе различных финансовых показателей, таких как рентабельность, темпы роста выручки, собственного капитала. По мнению Федотовой М. А. и Лосевой О. В. данные показатели не являются определяющими для развития в связи с их ориентацией на текущие условия функционирования компании. Кроме того, данная концепция имеет место только при фиксации определенного уровня прибыли и не учитывает возможности его изменения для стратегического развития компании.

Стратегия максимизации добавленной стоимости основана на расчете показателя добавленной стоимости равного разнице между выручкой от продаж и прямыми издержками на товары и услуги. Преимущество данной модели, по словам авторов, заключается в «возможности учета потребности предприятия в развитии собственных нематериальных активов за счет инвестиций» [21, с. 311]. При этом присутствуют и недостатки, такие как включение в расчеты текущих расходов (невозможность оценки эффективности использования капитала) и невозможность сопоставления результатов у различных компаний.

И, наконец, обратим внимание на концепцию управления путем максимизации рыночной стоимости компании. Как утверждают Федотова М. А. и Лосева О. В. «практически все собственники и менеджеры зарубежных компаний и большинство руководителей отечественных предприятий считают рост стоимости бизнеса важнейшей стратегической целью и основным мотивом хозяйственной деятельности» [21, с. 311]. Также показатель рыночной стоимости охватывает более широкий спектр возможностей развития компании по сравнению с другими рассмотренными целевыми показателями. Так, например, возрастание рыночной стоимости может сопровождаться не только ростом доходов, но и развитием организационной культуры, системы управления интеллектуальным капиталом. Кроме того, данная модель управления компанией позволяет гармонизировать интересы всех заинтересованных экономических субъектов и оценить возможности функционирования компании в отдаленной перспективе.

Если проводить параллели между развитием телекоммуникационной отрасли и тезисами, перечисленными выше, то стоит обратить внимание на важный фактор стоимости компании, выделяемый авторами данной статьи – интеллектуальный капитал. Как следует из работы, интеллектуальный капитал может составлять примерно 90% у инновационных и высокотехнологичных компаний. Кроме того, он играет ключевую роль в обеспечении конкурентоспособности и повышении стоимости таких организаций. Это происходит благодаря влиянию человеческого (интеллектуального капитала) на формирование рыночного, операционного и, в конечном счете, инновационного капитала. Таким образом, можно наблюдать, что концепция управления стоимостью компании обосновывается в большинстве работ путем приведения доказательств важности и необходимости развития интеллектуального и инновационного капитала, который охватывает различные факторы увеличения данной стоимости. Также очевидно, что к инновационным компаниям относятся и телекоммуникационные организации, соответственно вышеуказанные выводы являются релевантными по отношению к ним.

Теперь, рассмотрев некоторые литературные источники, можно перейти к конкретной характеристике телекоммуникационной отрасли РФ и оценке стоимости ее компаний, используя описанные выше методы и теоретические выкладки.

## 2 Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ

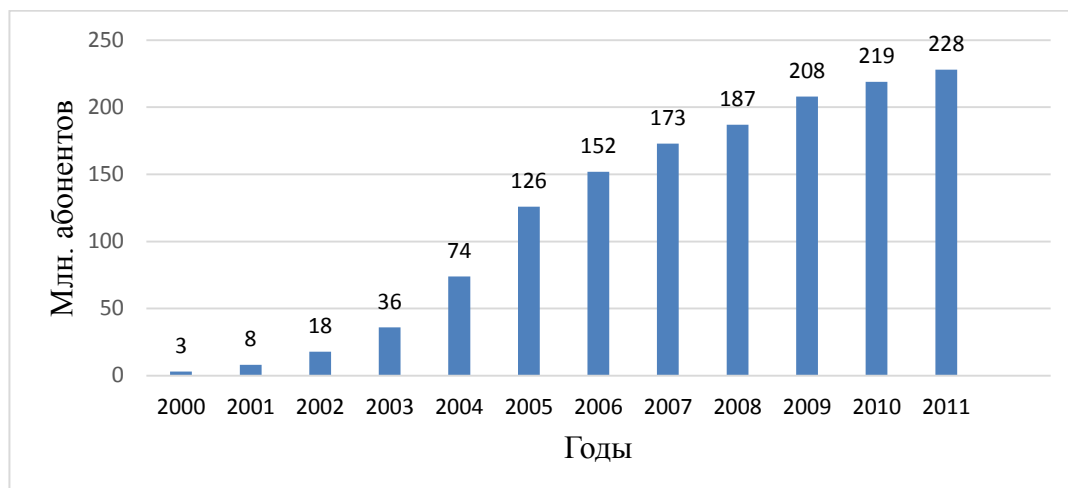
### 2.1 Обзор телекоммуникационной отрасли РФ

Итак, первое, что необходимо отметить это то, что в начале 21 века Россия значительно отставала от многих европейских стран по такому важному показателю как проникновение мобильной связи. Тем не менее, на протяжении последующих восьми лет России удалось преодолеть отставание и достигнуть достаточно высокого уровня развития мобильной связи. Так, в 2005-2006 годах рост данного сегмента был наиболее заметен, благодаря резкому повышению уровня проникновения на рынке и увеличению продаж sim-карт. При этом мобильная связь стала более доступной благодаря конкуренции между телекоммуникационными компаниями, широкому покрытию и низким ценам на услуги. Кроме того, с 2006 года в телекоммуникационной отрасли РФ стал расти показатель ARPU(доход оператора на одного абонента). Однако показатель MOU(количество минут на абонента) до 2007 года снижался. Затем после 2007 года в России стали распространяться 3Gсети, что позволило добиться устойчивого роста доходов отрасли, в первую очередь, за счет мультисервисных услуг (интернет, телевидение, мобильная связь). При этом статистика демонстрирует, что доля мобильной связи среди всех услуг в телекоммуникационном секторе, по-прежнему, велика и составляет около 40 %.

Телекоммуникационный сектор в последние годы является достаточно крупным в рамках российской экономики. Так, по словам А. Рачинского в его статье «Распространение мобильной связи в России», в 2008 году данный сектор составлял 1,5% от ВВП. По состоянию на конец 2014 г. на отрасли транспорта и связи приходилось около 9% ВВП РФ. При этом можно отметить, что темпы роста телекоммуникационной отрасли тесно коррелируют с темпами роста экономики в последние годы. Кроме того, количество абонентов и пользователей Интернета стабильно растет, а финансовые показатели крупных компаний улучшаются. Стремительность развития мобильной связи в России подтверждается на рисунке 1. На нем видно, что с 2000 по 2011 гг. количество



абонентов выросло примерно в 80 раз.



Источник: аналитические обзоры АС&М Consulting 2004-2012 гг.

Рисунок 1 - Динамика количества абонентов мобильной связи России

Если рассматривать состояние российского телекоммуникационного рынка более подробно, то необходимо, прежде всего, структурировать множество компаний, выделив следующие 4 типа: общероссийские операторы, межрегиональные операторы, региональные операторы, виртуальные операторы.

Общероссийские операторы представлены тремя крупнейшими компаниями. Их называют «Большая тройка». Вместе они занимают примерно 80% российского рынка. Это компании «МТС», «ВымпелКом» и «МегаФон». Суммарная абонентская база данных предприятий в РФ составляет более 200 млн. человек. Собственные сети сотовой связи во всех регионах РФ – также их отличительная черта. Данные факты подтверждаются на нижеприведенных диаграммах. Здесь можно увидеть лидерство трех перечисленных компаний в отрасли (на рынке мобильной связи) в 2012 году по двум важным показателям – выручке и количеству абонентов.

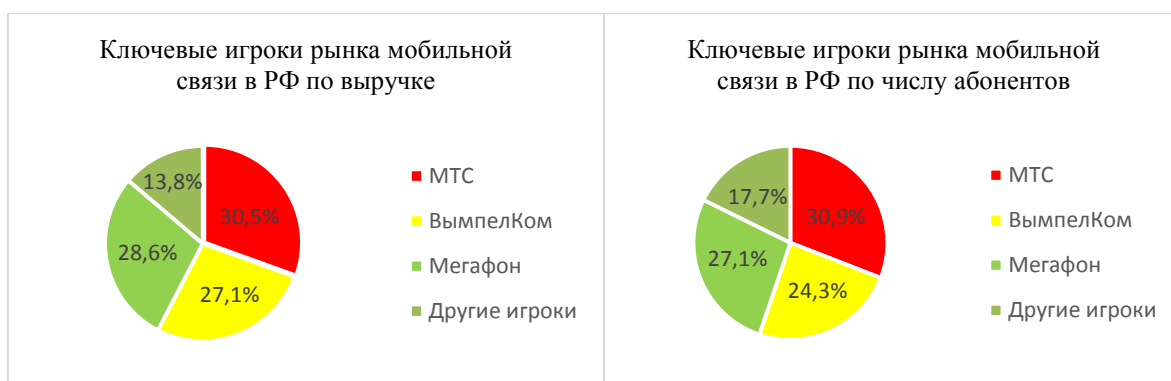


Рисунок 2 – Структура рынка мобильной связи по выручке и числу абонентов в 2012 году

Теперь расскажем о данных компаниях и дадим их краткую характеристику. ПАО «ВымпелКом» входит в группу компаний «ВымпелКом Лтд», который является одним из крупнейших интегрированным оператором связи. Среди стран присутствия оператора можно выделить такие страны, как Россия, Италия, Украина, Казахстан, Узбекистан, Армения, Грузия и многие другие. Абонентская база компании представлена 54 млн. абонентами. ПАО «ВемпелКом» предоставляет услуги мобильной, фиксированной связи с использованием проводных и беспроводных технологий, в том числе Wi-Fi, оптоволоконный доступ и сети 3G/4G. Необходимо отметить, что долгое время компания имела проблемы с высокой стоимостью тарифных планов, которые она впоследствии пересмотрела. Кроме того, были улучшены коммуникативные элементы общения с клиентами. Основной вектор стратегии ПАО «ВымпелКом» на данный момент заключается в повсеместном переходе к digital (цифровые стандарты).

ПАО «Мегафон» можно охарактеризовать как одного из ведущих российских телекоммуникационных компаний. Компания осуществляет деятельность во всех сегментах телекоммуникационного рынка РФ. Количество абонентов «Мегафона» приближается к 70 млн. человек. Также необходимо отметить, что «Мегафон» представлен на всей территории России, в Республиках Южная Осетия, Абхазия и Таджикистане. Кроме того, известная компания Yota является дочерней организацией рассматриваемой компании. В

связи с этим система передачи данных в ПАО «Мегафон» развита в высокой степени и является одним из главных преимуществ компании на телекоммуникационном рынке РФ. Таким образом, основные перспективы и текущее положение «Мегафона» во многом зависят от мобильного интернета.

ПАО «МТС» является крупнейшей компанией в телекоммуникационном секторе РФ. Абонентская база организации составляет почти 80 млн абонентов. «МТС» предоставляет услуги по всей России и в некоторых странах СНГ: Белоруссии, Узбекистане, Украине, Армении и Туркменистане. Компания занимается услугами сотовой и фиксированной связи, а также кабельным телевидением. Кроме того, бренд МТС является самым распространенным и дорогим в мире среди российских телекоммуникационных компаний. Он оценивается примерно в 200 млрд рублей. Политика «МТС» в долгосрочной перспективе предполагает продвижение различных комплексных предложений и сохранение действующей абонентской базы.

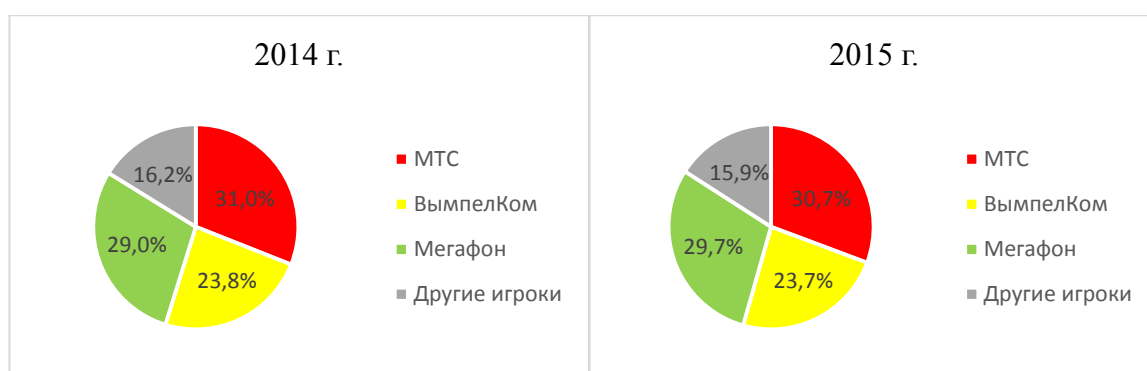
Кмежрегиональным операторам относятся компании, предоставляющие свои услуги только в некоторых регионах России. Это, прежде всего, ПАО «Ростелеком» и «Теле2-Россия». Количество абонентов у данных компаний в отличие от общероссийских всего несколько миллионов человек. Тем не менее они значительно конкурируют с компаниями из «Большой тройки» в регионах.

У региональных операторов в РФ обычно имеется небольшая абонентская база в несколько десятков или сотен тысяч человек, несравнимая по количеству абонентов с видами телекоммуникационных компаний, рассмотренными выше. Кроме того, эти операторы в основном уже поглощены крупными игроками на рынке.

Также существуют еще и виртуальные операторы. Такие компании обычно используют инфраструктуру других операторов, но при этом предлагают свои услуги под собственной торговой маркой. Виртуальные операторы не являются прямыми конкурентами классическим, так как они занимают не важные для крупных компаний позиции на рынке. После изучения

различных типов компаний, представленных в российской телекоммуникационной отрасли, перейдем к рассмотрению некоторых ее специфических особенностей.

Во-первых, телекоммуникационный рынок в РФ является олигопольным. Так на нём представлено три крупных компании, которые занимают большую часть рынка, и некоторое количество значительно более маленьких компаний. Телекоммуникационная отрасль в России является высококонцентрированной. В связи с этим, обычное явление – регулирование деятельности компаний государством. Данный факт проявляется, например, в регулировании тарифов на роуминг, что негативно влияет на развитие рынка сотовой связи в РФ. На рисунке 3 можно наблюдать распределение рыночных долей основных компаний телекоммуникационной отрасли России по показателю количества абонентов. Таким образом, очевидно, что данная структура сохраняется с 2012 года (рисунок 1), «МТС» удерживает лидирующие позиции, а «ВымпелКом» остается на 3 месте. При этом, заметим, что в 2014-2015 годы отставание небольших телекоммуникационных компаний от «большой тройки» сократилось. Так в 2014 и 2015 годах доля «большой тройки» в показателе числа абонентов связи составляла 83,8% и 84,1% соответственно против 82,3% в 2012 году.

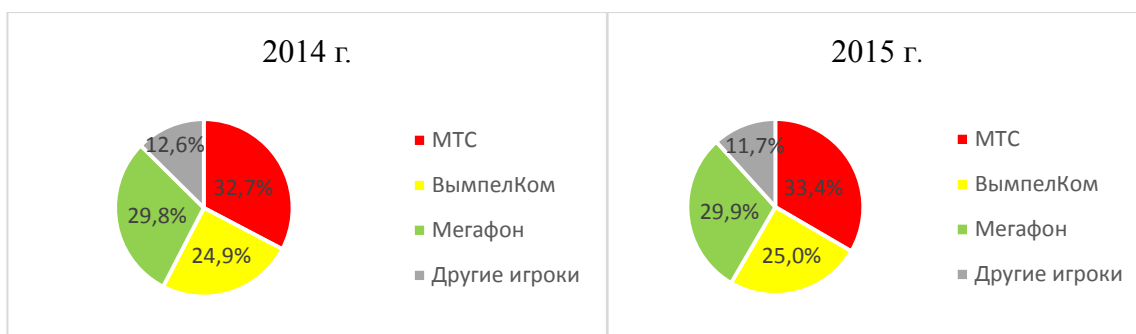


Источник: AC&MConsulting

Рисунок 3 – Структура телекоммуникационной отрасли по числу абонентов в 2014-2015 гг.

Такая же ситуация наблюдается и с показателем выручки в отрасли. Тем

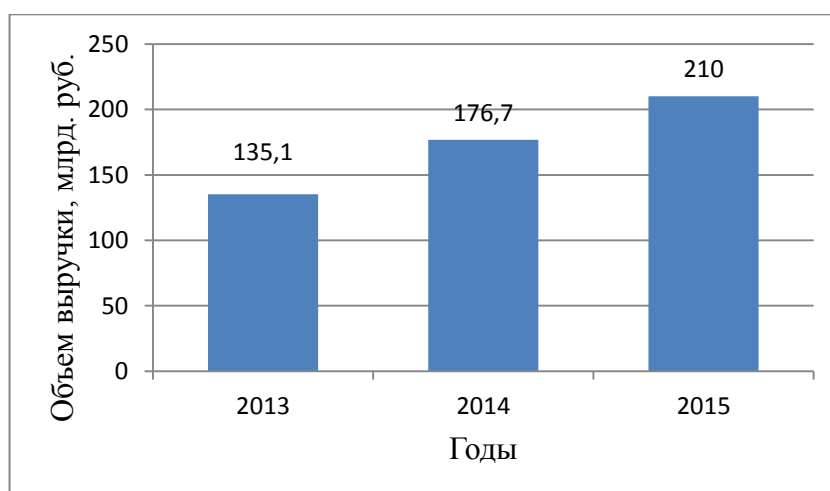
не менее, можно заметить одно отличие – «ВымпелКом» отстает значительно в 2014-2015 гг., чем в 2012 году, а «МТС» упрочил свое лидерство.



Источник: AC&MConsulting

Рисунок 4 - Структура телекоммуникационной отрасли по объему выручки в 2014-2015 гг.

Во-вторых, телекоммуникационные компании в России обладают существенным потенциалом развития. Например, в области сотовой связи можно выделить переход к 4G средствам связи. Изменения в технологиях связи происходят благодаря потребности общества в передаче больших объёмов информации с максимально высокой скоростью. Указанные утверждения можно продемонстрировать на следующей диаграмме (рисунок 5).



Источник: AC&MConsulting

Рисунок 5 – Динамика выручки на рынке услуг передачи данных в РФ

При этом необходимо отметить, что услуги передачи данных в 2015 году остались наиболее динамично развивающимся сегментом рынка мобильной

связи в России. Как видно из рисунка 5, за указанный год российский рынок мобильной передачи данных вырос почти на 20% (до 210 млрд. руб.). Кроме того, доля мобильной передачи данных в общей выручке от беспроводной связи выросла с 20% до 23,7% за период 2014-2015 гг. Основными факторами роста рынка стали увеличение проникновения устройств, поддерживающих передачу данных, указанное выше развитие 3G и 4G, а также распространенность «тяжелого» контента.

И, в-третьих, ряд характерных черт рынка телекоммуникационных услуг России может быть продолжен такими особенностями, как обширные территории страны, зависимость от иностранного оборудования и немаленькая численность населения. Данные характеристики следует рассматривать в совокупности с некоторыми другими проблемами, влияющими на развитие телекоммуникационного сектора в нашей стране.

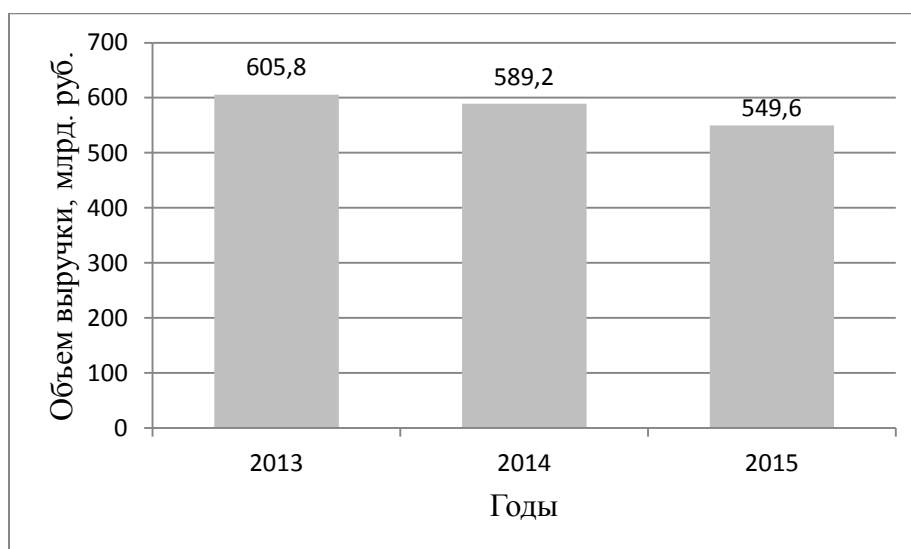
К таким проблемам относятся прежде всего: «перманентный переток нелояльных абонентов от одного поставщика услуг к другому», ошибки в расчетах количества абонентов и клиентов компаний, снижение показателя ARPU (averagerevenueperuser) и несовершенство законодательства, относящегося к связи [33]. Если говорить о первой проблеме из списка, то, прежде всего, стоит отметить, что она обычно проявляется во время проведения каким-либо оператором рекламных кампаний и, например, снижения тарифов на определенные услуги. По результатам исследований различных аналитических агентств, примерно 20% абонентов зачастую склоняются к смене оператора. Большая часть таких абонентов не лояльна, хотя некоторые могут одновременно пользоваться услугами разных телекоммуникационных компаний.

В связи с указанной непостоянностью абонентских баз имеет место другая, выделенная ранее проблема. Она заключается в расхождении и в подсчетах числа клиентов. В последние несколько лет данная проблема уже не столь актуальна, так как расхождения составляют примерно 10-15% против 40%, которые были ранее. Тем не менее, не учитывать ее при анализе

телекоммуникационной отрасли России нельзя. Теперь скажем несколько слов о негативных последствиях этой проблемы.

Так различия в числе неактивных и реальных абонентов приводит к погрешностям в подсчетах абонентских баз. Это значительно ухудшает экономические показатели деятельности телекоммуникационного оператора, так как одним из важнейших показателей его деятельности является средний доход от одного абонента в месяц (ARPU – averagerevenueperuser). В нашей стране данный показатель достаточно невелик и находится в районе 10 долларов в месяц. Однако в Западной Европе он составляет более 15 долларов в месяц. Таким образом, получается, что завышенное количество абонентов снижает среднюю выручку на клиента за счёт неактивных пользователей услуг.

Тем не менее, самым значительным препятствием для развития телекоммуникационного рынка РФ являются различные недостатки законодательства по отношению к связи. В связи с этим важно отметить в первую очередь отсутствие понятия «технологической нейтральности частотного спектра» [33]. В настоящее время усиливается взаимосвязь между IT-отраслью и телекоммуникационной отраслью. Поэтому операторы стремятся в своих сетях обеспечить доступность современных услуг связи. Но нужно учитывать, что «по закону оператор не имеет права использовать свой частотный ресурс, высвобождаемый при отказе от устаревшего стандарта связи» [33]. Поэтому для региональных операторов возникают проблемы, приводящие к трудностям перехода на новые, современные стандарты, и к снижению их способности конкурировать с крупными компаниями. Этот факт мешает развитию телекоммуникационной отрасли в нашей стране. Кроме того, в связи с данным обстоятельством падает уровень конкуренции и возникает технологическое отставание небольших компаний от крупных.



Источник: AC&MConsulting

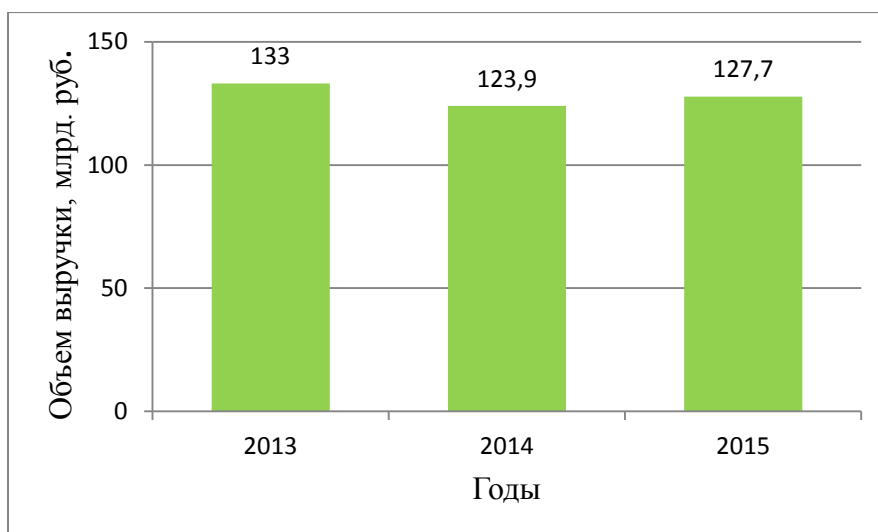
Рисунок 6 – Динамика выручки на рынке услуг мобильной голосовой связи в РФ

Обратимся к еще одной проблеме телекоммуникационной отрасли, наблюдающейся в последние годы. Это рынок услуг традиционной голосовой связи. Оставаясь крупнейшим на рынке мобильной связи, он характеризуется стабильным снижением выручки. Данная тенденция, в первую очередь, проявляется на фоне популярности сетей 3G и 4G, а также OTT-контента. Таким образом, происходит смещение акцента с голосовых услуг на передачу данных. При этом операторы стремятся сохранить спрос на услуги голосовой связи, используя разработанные тарифы, которые нацелены, прежде всего, на увеличение голосового трафика. Выше в данной работе были указаны особенности динамики выручки у двух элементов рынка мобильной связи – услуг голосовой связи и передачи данных. Теперь обратимся к последнему компоненту изучаемого рынка – VAS-услугам (услуги с высокой добавленной стоимостью).

Как видно из рисунка 7, рынок VAS-услуг в России стабильно развивается и поддерживает определенный уровень объема выручки. Среди таких услуг можно выделить контент-сервисы, короткие сообщения, электронную коммерцию. Кроме того, необходимо отметить различный медиаконтент и



мобильное телевидение, популярность которых набирает обороты в последние годы.



Источник: AC&MConsulting

Рисунок 7 – Динамика выручки на рынке VAS-услуг в РФ

Рассмотрев особенности развития сегмента мобильной связи, перейдем к изучению рынка фиксированной связи. Итак, на рисунке 8 можно увидеть, что динамика так же стабильна, как и в случае с мобильной связью. При этом, несмотря на снижение выручки в 2014 году из-за отказа многих клиентов от фиксированной телефонной связи, достижения 2015 года перекрыли предыдущие потери. Так, в 2015 году телекоммуникационные компании продвигали дополнительные опции для государственных и корпоративных клиентов.

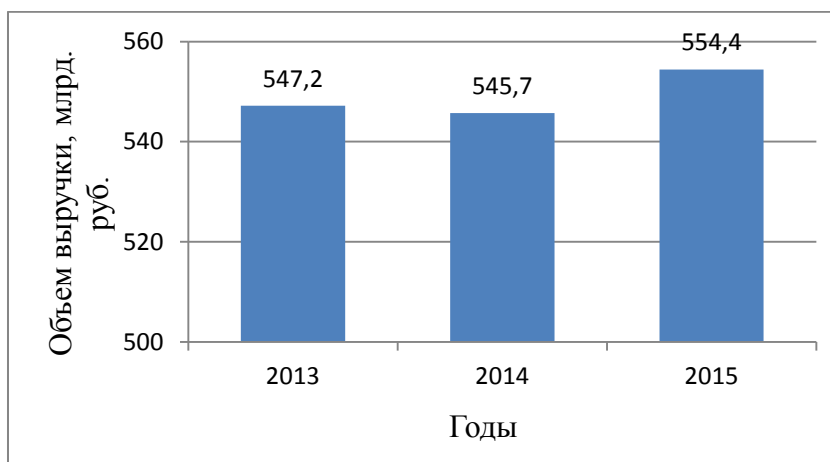


Рисунок 8 - Динамика выручки на рынке фиксированной связи в РФ

Кроме того, необходимо отметить тенденции на рынке широкополосного доступа в интернет. Во-первых, происходит насыщение данного сегмента, особенно в крупных городах. Во-вторых, конкуренция с беспроводными технологиями выражается в сокращении темпов строительства инфраструктуры фиксированной связи. Это приводит к постепенному снижению темпов роста выручки в рассматриваемом сегменте.

Переходя к последнему сегменту рынка фиксированной связи - платному телевидению, стоит подчеркнуть его позитивные перспективы. Объем указанного сегмента вырос почти на 12% за прошедший год. При этом уровень проникновения платного телевидения на данный момент не достиг отметки в 100%. Также активное распространение цифрового ТВ (60% от всех подключений) позволяет компаниям наращивать абонентскую базу. Итак, рассмотрев два основных рынка телекоммуникационной отрасли – мобильной и фиксированной связи, обратимся к последнему важному элементу – продажам оборудования.

Продажи в телекоммуникационном секторе в последние годы можно разделить на четыре категории: смартфоны, планшеты, фаблеты (смартфоны с диагональю более 5 дюймов) и модемы. В 2015 году произошло сокращение продаж смартфонов, в связи с неблагоприятными экономическими условиями и падением доходов населения. Однако при этом цены на данную категорию рынка продаж оборудования выросли. Таким образом, выручка от продаж смартфонов в рублях в 2015 году не снизилась. Если обратить внимание на реализацию планшетов, то необходимо отметить еще большее сокращение продаж. Кроме того, в случае с планшетами их средняя цена уменьшилась, что негативно отразилось на выручке в данном сегменте. Ситуация с фаблетами, наоборот, оказалась двигателем продаж в 2015 году. Продажи на данном рынке растут пропорционально увеличению популярности мобильного контента и стремлению покупателей заменить планшет телефоном с достаточно большой диагональю, тем самым оптимизируя расходы. Выручка от реализации

фаблетов возросла на 63%, при этом средняя цена устройства не изменилась по сравнению с предыдущими годами и, по-прежнему, относится к среднему ценовому сегменту. Рассматривая продажи модемов и роутеров, отметим, что они неизменно сокращаются последние несколько лет. Основные причины для этого кроются в распространенности смартфонов, планшетов и других гаджетов, не требующих установки отдельного оборудования для подключения к интернету. Кроме того, падение рынка ноутбуков привело к снижению выручки от продаж USB-модемов.

## 2.2 Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ при помощи доходного подхода

Как было указано выше в первой главе, на практике можно применять три подхода к оценке стоимости бизнеса. Однако в данной работе было решено использовать только доходный и сравнительный подходы для анализа стоимости телекоммуникационных компаний РФ. Каждый подход, как известно, включает в себя несколько методов оценки. В этой работе применяются два метода - дисконтирования денежных потоков (DCF) и рынка капитала.

Метод дисконтированных денежных потоков используется для оценки перспектив компании, ее будущих доходов. Поэтому данный метод применяется достаточно часто, в том числе инвесторами. Как было указано в первой главе поток денежных средств можно рассчитывать на весь капитал либо на его часть. В данной работе автором будет проведен расчет денежного потока на весь капитал трех главных игроков телекоммуникационной отрасли РФ – ПАО «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС». Исходя из данной предпосылки «стоимость собственного капитала компании определяется как стоимость его инвестированного капитала за вычетом стоимости заемного капитала» [8, с.157,]. Предположим период 2016-2019 годов как прогнозный. Это вполне оправданно, так как в связи с перенасыщенностью отрасли телекоммуникаций не предполагается резких изменений в темпах роста

экономических показателей. Таким образом, мы предполагаем, что к 2019 году темпы роста стабилизируются окончательно.

Теперь для того, чтобы перейти к расчету свободного денежного потока на весь инвестированный капитал необходимо найти информацию по отчетности, для начала, по ПАО «Мегафон». Она имеется в свободном доступе на сайте компании.

Далее обозначим общую формулу для расчета FCFF:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t) + D\&A - \Delta NWC - CAPEX \quad (3)$$

Таким образом, в первую очередь, для расчета свободного денежного потока на весь инвестированный капитал необходимо рассчитать ставку налога на прибыль ( $t$ ), чистый оборотный капитал ( $NWC$ ). Ставка налога на прибыль была вычислена путем деления налоговых отчислений ( $Tax$ ) на прибыль до налогообложения ( $EBT = EBIT - Total\ other\ income / (expense), net$ , где  $EBIT$  – операционная прибыль, а  $Total\ other\ income / (expense), net$  – сальдо по прочим доходам/расходам и процентам к получению/уплате). Чистый оборотный капитал рассчитывался в виде разницы между краткосрочными обязательствами ( $Current\ liabilities$ ) и оборотными активами ( $Current\ assets$ ). Значения остальных величин (амортизации, операционной прибыли и изменения во внеоборотных активах ( $CAPEX$ )) можно получить из отчетности за 2012-2015 годы.

В таблице 1 приведены расчеты по свободному денежному потоку для компании «Мегафон» за выбранный исторический период (2012-2015 гг.). Необходимо отметить, что данные итоговые значения FCFF не так важны для последующего определения стоимости капитала компании, как промежуточные величины, такие как операционная прибыль, амортизация, налоговая ставка и другие.

Таблица 1 – Расчет FCFF ПАО «Мегафон» для исторического периода

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
ЕВИТ	2054	2527	2131	1245
D&A	1713	1640	1476	924
Tax	369	484	348	202
Total other income/ (expense), net	-256	-416	-819	-400
ЕВТ	1798	2111	1312	845
Tax rate	20.5%	22.9%	26.5%	23.9%
Current assets	1758	2422	2675	1369
Current liabilities	2814	3652	3023	1910
NWC	1056	1230	348	541
ΔNWC		174	-882	193
CAPEX		1481	1471	1150
FCFF		1931	2454	528

Кроме того, заметим, что в отчетности ПАО «Мегафон» (Приложения А–Г) все величины указаны в рублях, однако в данной работе решено использовать долларовые показатели. Это связано с двумя основными причинами: во-первых, доллар – международная валюта и, таким образом, учитываются риски изменения валютных курсов для российских компаний и, во-вторых, отчетность по МСФО, использованная в данной работе, предполагает именно долларовые показатели для обеспечения их сопоставимости с аналогичными компаниями других стран. Ниже приведена таблица 2, где указаны средние годовые курсы валют, которые использовались автором для перевода рублевой отчетности в долларовую. Они были рассчитаны путем нахождения средней из квартальных курсов данных валют, найденных автором в отчетности ПАО «Мегафон».

Таблица 2 – Средние валютные курсы «руб./долл.» за 2012-2015 годы

Год	Курс руб./долл.
2012	31.1
2013	31.8
2014	38.4
2015	61.0

Следующим важным шагом для расчета прогнозного FCFE является определение текущих и будущих темпов роста изучаемой отрасли. Автором был произведен анализ годовых публикаций компаний «большой тройки» телекоммуникационной отрасли РФ для прогноза указанных темпов. Таким образом, было найдено значение равное 1,3 %, к которому придет сектор в ближайшие годы (значения за исторический период можно увидеть также в прошлых годовых отчетах). При этом в таблице 3 можно увидеть, что прогноз осуществлен путем равномерного уменьшения темпов роста за каждый год и достижения вышеуказанного значения к 2019 году. Данное предположение было выдвинуто автором в связи со стабильностью телекоммуникационной отрасли и ее развития даже в неблагоприятных экономических условиях. Тем не менее, необходимо уточнить, что текущая экономическая ситуация в стране с малой вероятностью позволяет предсказать точные темпы роста и их изменения, поэтому автор в своих расчетах основывался на мнении различных экспертов, а также на собственном профессиональном суждении.

Таблица 3 – Темпы роста телекоммуникационной отрасли РФ

Год	Темп роста отрасли, %
2012	7.0%
2013	6.0%
2014	1.7%
2015	2.1%
2016	1.9%
2017	1.7%
2018	1.5%
2019	1.3%

Теперь перейдем к описанию следующего шага расчетов. В таблице 4 можно увидеть данные по определению прогнозного денежного потока. Как было сказано, в качестве такового был выбран период 2016-2019 гг. (таким образом, определенная в итоге работы стоимость собственного капитала для трех компаний датируется 1 января 2016 года). Рассмотрим подробнее процесс прогнозирования потока из таблицы 4.

Итак, показатель EBIT прогнозировался исходя из темпов роста отрасли, определенного в таблице 3 ранее для каждого года. Корректировка на эффективную ставку налога производилась в соответствии с предположением, что данная ставка равна среднему значению из исторического периода. В этой ситуации предпосылка средней ставки является в достаточной степени обоснованной, поскольку резких изменений в налоговых расходах за последние годы не наблюдается.

Таблица 4 - Расчет FCFF ПАО «Мегафон» для прогнозного периода

Показатель, млн. долл.	Год			
	2016	2017	2018	2019
EBIT	1268	1290	1309	1326
EBIT(1-t)	971	987	1002	1015
D&A	952	968	983	996
Total other income/ (expense), net	-473	-473	-473	-473
EVT	1741	1763	1782	1799
Tax	409	414	418	422
NWC	738	938	1142	1348
$\Delta$ NWC	197	200	203	206
CAPEX	980	997	1012	1025
FCFF	746	758	770	780

Значение CAPEX определялось, основываясь на отношении CAPEX к выручке и последующему распространению среднего значения данного соотношения за исторический период на прогнозный период. В таблице 5 можно увидеть описанный выше расчет.

Таблица 5 – Прогнозирование CAPEX для ПАО «Мегафон»

Показатель, млн. долл.	Год							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Revenue	8756.8	9339.5	8197.8	5135.3	5232.9	5321.9	5401.7	5471.9
CAPEX	1457.0	1481.4	1470.6	1149.8	952.8	969.0	983.5	996.3
CAPEX/Revenue	16.6%	15.9%	17.9%	22.4%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%

Соответственно прогноз амортизации осуществлялся схожим образом, только за основу автор брал соотношение  $D\&A/CAPEX$ .  $Totalotherincome/(expense)$ , net рассчитывался как среднее за период 2012-2015 гг. Таблица 6 наглядно демонстрирует указанный процесс прогнозирования. Наконец, значение чистого оборотного капитала определялось по той же предпосылке, что и операционная прибыль, то есть использовался темп роста отрасли для соответствующего года. Таким образом, по формуле 3 был рассчитан свободный денежный поток на весь инвестированный капитал для 2016-2019 гг.

Таблица 6 – Прогнозирование значений амортизации для ПАО «Мегафон»

Показатель, млн. долл.	Год							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
D&A	1712.8	1639.7	1476.4	924.2	925.6	941.4	955.5	967.9
CAPEX	1457.0	1481.4	1470.6	1149.8	952.8	969.0	983.5	996.3
D&A/CAPEX	117.6%	110.7%	100.4%	80.4%	97.2%	97.2%	97.2%	97.2%

После этого перейдем к этапу определения ставки дисконтирования. В данном случае была выбрана ставка WACC. Для ее нахождения требовалось вначале определить скорректированную стоимость привлечения заемного капитала компании в соответствии с формулой 4.

$$K_{d \text{ скор}} = r_f + K_d \quad (4)$$

В первую очередь автором была вычислена ставка по заемному капиталу компании ( $K_d$ ). Данный процесс описан ниже в таблице 7. Здесь долгосрочные займы и кредиты ( $Loansandborrowings$ ), краткосрочные займы и кредиты ( $Loansandborrowings, currentportion$ ), их сумма ( $Totalloansandborrowings$ ) и проценты к уплате ( $Financecosts$ ) необходимы для расчета  $K_d$ . Она определяется как отношение  $Financecosts$  к  $Totalloansandborrowings$ .



Таблица 7 – Расчет ставки по заемному капиталу ПАО «Мегафон»

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
Loans and borrowings	4037.8	4110.8	4070.8	2829.1
Loans and borrowings, current portion	657.8	665.6	1332.0	770.8
Total loans and borrowings	4695.6	4776.4	5402.8	3599.8
Finance costs	248.2	382.8	359.2	242.2
Kd	5.29%	8.02%	6.65%	6.73%

Среднее значение Kd по данной таблице получилось равным 6,7%. Значение Rf (безрисковая ставка) можно определить разными способами. Для расчета стоимости привлечения заемного капитала ПАО «Мегафон» автор выбрал среднее значение доходностей к погашению долгосрочных еврооблигаций. Безрисковая ставка оказалась равна 5%. Таким образом, значение Kd<sub>сбор.</sub> равно 11,7%.

Для нахождения стоимости привлечения собственного капитала были использованы среднеотраслевые значения коэффициента бетта и премии за риск для телекоммуникационных отраслей развивающихся рынков. Данные значения можно определить, используя сайт <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Значение коэффициента  $\beta$  получилось равным 1,05, а премии за риск – 8,6%. Таким образом, по формуле 5 автором было определено значение стоимости привлечения собственного капитала.

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (5)$$

Ke получилось равным 14,1%. Теперь можно перейти к описанию расчета ставки дисконтирования – WACC. На таблице 8 представлены показатели общей суммы собственного капитала (Totalequity), долгосрочных обязательств (Totalnon-currentliabilities), краткосрочных обязательств (Totalcurrentliabilities), пассива (Equityandliabilities). Кроме того, в ней рассчитаны значения долей собственного и заемного капитала (We и Wd). В данном случае автор разделил

значение  $Total\ equity$  на  $Equity\ and\ liabilities$  для нахождения  $We$  и  $Total\ non-current\ liabilities$  вместе с  $Total\ current\ liabilities$  на  $Equity\ and\ liabilities$  для  $Wd$ .

Таблица 8 – Расчет долей собственного и заемного капитала ПАО «Мегафон»

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
Total equity	3790	4346	4110	2421
Total non-current liabilities	4694	5531	4787	3360
Total current liabilities	2814	3652	3023	1910
Equity and liabilities	11298	13529	11920	7692
Wd	0.665	0.679	0.655	0.685
We	0.335	0.321	0.345	0.315

Таким образом, были найдены все необходимые данные для определения WACC по формуле 6. Здесь нужно отметить, что  $t$  – средняя налоговая ставка из таблицы 1, а значения  $Wd$  и  $We$  выбираются за 2015 год при предположении, что они незначительно изменятся в последующие периоды.

$$WACC = K_d (1 - t) W_d + K_e W_e \quad (6)$$

Ставка дисконтирования (WACC) по результатам вышеуказанных расчетов получилась равной 10,5%. Для определения приведенной стоимости собственного капитала осталось найти стоимость компании в постпрогнозный период ( $V_{term}$ ). Формула 7 используется для данного случая, где  $g$  – целевой темп роста отрасли из таблицы 3, равно WACC.

$$V_{term} = \frac{CF_n(1+g)}{(r-g)} \quad (7)$$

Значение стоимости компании «Мегафон» в постпрогнозный период равно 8552 млн. долл. Теперь по формуле 1 можно произвести расчет стоимости ПАО «Мегафон». Значение чистой приведенной стоимости, определяющее величину капитала компании, оказалось равным 8042,72 млн. долл. Для того, чтобы найти стоимость собственного капитала, необходимо

скорректировать данную величину на денежные средства и долгосрочные и краткосрочные займы и кредиты на конец 2015 года. В итоге стоимость собственного капитала компании «Мегафон» равна 4728,82 млн. долл. Итак, описав авторские предпосылки и расчет величины капитала ПАО «Мегафон», перейдем к ПАО «ВымпелКом» и «МТС».

Так как основная часть расчетов аналогична вышеприведенным, остановимся только на тех моментах и предпосылках, которые оказались специфичны для компании «ВымпелКом». В таблице 9 можно увидеть найденные значения денежного потока для исторического периода рассматриваемой компании. Логика расчета аналогична тем, что представлены в таблице 1. Тем не менее, обращает на себя внимание факт резких колебаний налоговых выплат за 2012-2015 годы. В связи с этим FCFF также характеризуется значительными перепадами значений.

Таблица 9 - Расчет FCFF ПАО «ВымпелКом» для исторического периода

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
EBIT	4171	1691	1873	506
D&A	5597	7928	3687	2350
Tax	906	1179	599	238
Total other income/ (expense), net	-1283	-2370	-1497	-1120
EBT	2888	-679	376	-614
Tax rate	31.4%	-173.6%	159.5%	-38.8%
Current assets	9463	9045	9627	5387
Current liabilities	11884	9993	10565	5633
NWC	2421	948	938	246
$\Delta$ NWC		-1473	-10	-692
CAPEX		4233	4256	1923
FCFF		9795	-1673	1821

Таким образом, эффективная налоговая ставка для прогнозного FCFF в данном случае рассчитывалась не исходя из средних значений за 2012-2015 гг., а оценочно, принимая во внимание предыдущие периоды без колебаний. Остальные величины в таблице 10 были найдены аналогично таблице 4.

Таблица 10 - Расчет FCFF ПАО «ВымпелКом» для прогнозного периода

Показатель, млн. долл.	Год			
	2016	2017	2018	2019
EBIT	516	524	532	539
EBIT(1-t)	371	378	383	388
D&A	2331	2371	2406	2438
Total other income/ (expense), net	-1568	-1568	-1568	-1568
EBT	2083	2092	2100	2107
Tax	583	586	588	590
NWC	-433	-1100	-1757	-2406
$\Delta$ NWC	-679	-667	-657	-649
CAPEX	1765	1795	1822	1846
FCFF	1616	1620	1624	1628

Далее обратим внимание на результаты, полученные в таблице 11. Среднее значение  $K_d$  здесь получилось примерно таким же, как и в случае с  $K_d$  для компании «Мегафон». При этом в данной ситуации автор принял решение выбрать в качестве значения  $R_f$  ставку по среднесрочным российским гос. облигациям в связи с более нестабильными финансовыми показателями «ВымпелКом». В итоге, была получена ставка равная 15,4%, согласно формуле 4. При этом можно обратить внимание на тот факт, что показатель стоимости заемного капитала подвержен значительным изменениям за период 2012-2015 гг. Таким образом, выбор безрисковой ставки в вышеуказанном размере является в достаточной мере оправданным.

Таблица 11 - Расчет ставки по заемному капиталу ПАО «ВымпелКом»

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
Loans and borrowings	25693	26802	23936	8095
Loans and borrowings, current portion	3388	2426	3188	1693
Total loans and borrowings	29081	29228	27124	9788
Financial costs	2029	2150	1077	829
$K_d$	6.98%	7.36%	3.97%	8.47%

Теперь перейдем к описанию процесса нахождения стоимости привлечения собственного капитала, а также долей собственного и заемного

капитала. По формуле 5 и учитывая измененную  $R_f$ , получаем ставку  $K_e$ , равную 17,8%. Заметим, что коэффициент бетта и премия за риск были взяты в той же величине, что и для ПАО «Мегафон», так как автор считает необходимым обеспечить сопоставимость результатов в оценке компаний изучаемой отрасли. Кроме того, важно подчеркнуть, что в случае с долями капитала компании, в таблице 12 их значения рассчитывались как средние за период. Напомним, что для «Мегафона» были выбраны значения за 2015 год в аналогичной ситуации. Данная предпосылка связана с нестабильными соотношениями собственного и заемного капитала для ПАО «ВымпелКом».

Таблица 12 - Расчет долей собственного и заемного капитала ПАО «ВымпелКом»

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
Total equity	14749	11308	3976	3858
Total non-current liabilities	28067	29048	26501	8874
Total current liabilities	11884	9993	10565	5633
Equity and liabilities	54737	50419	41042	18364
$W_d$	0.730	0.774	0.903	0.790
$W_e$	0.269	0.224	0.097	0.210

В итоге, после всех произведенных вычислений, получилась ставка дисконтирования (WACC по формуле 6) равная 12,4%. Соответственно, значение  $V_{term} = 14851$  (по формуле 7). Суммарная величина капитала компании, продисконтированная по WACC, оказалась равна 14066 млн. долл., а собственного капитала – 7892 млн. долл.

Описав и изучив расчеты стоимости капитала ПАО «ВымпелКом», обратимся к последней рассматриваемой компании – «МТС». Прежде всего, отметим, что предпосылки анализа данной компании практически повторяют таковые для ПАО «Мегафон». Поэтому ниже представим только основные расчетные таблицы и укажем на их особенности.

Так в таблице 13 можно увидеть расчет свободного денежного потока для «МТС» за 2012-2015 годы. Обратим внимание, что налоговая ставка в данном случае достаточно стабильна во времени, и среднее значение равно 22%

(практически идентично расчету для ПАО «Мегафон»). При этом тенденция по значениям FCFF в данной ситуации прослеживается лучше, чем для компании «Мегафон».

Таблица 13 - Расчет FCFF ПАО «МТС» для исторического периода

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
ЕБИТ	3143	3025	2196	1338
D&A	2467	2575	2105	1424
Tax	623	617	426	217
Total other income/ (expense), net	-479	13	-406	-344
ЕВТ	2664	3038	1790	994
Tax rate	23.4%	20.3%	23.8%	21.9%
Current assets	2970	3666	3673	2606
Current liabilities	3646	3201	3630	2540
NWC	677	-465	-44	-66
$\Delta$ NWC		-1142	422	-23
CAPEX	2823	2563	2501	1643
FCFF		3565	856	849

Кроме того, по таблице 14 можно увидеть, что сказанное выше подтверждается. Расчеты и значения схожи с таковыми для «Мегафона». При этом денежный поток у ПАО «МТС» получился более высоким, по сравнению с ПАО «Мегафон» на протяжении всего прогнозного периода.

Таблица 14 - Расчет FCFF ПАО «МТС» для прогнозного периода

Показатель, млн. долл.	Год			
	2016	2017	2018	2019
ЕБИТ	1363	1387	1407	1426
ЕБИТ(1-t)	1059	1077	1093	1107
D&A	1457	1481	1504	1523
Total other income/ (expense), net	-304	-304	-304	-304
ЕВТ	1667	1691	1711	1730
Tax	372	378	382	386
NWC	-88	-110	-131	-152
$\Delta$ NWC	-22	-22	-21	-21
CAPEX	1611	1638	1663	1684
FCFF	927	942	955	967

Если посмотреть внимательно на таблицу 15 и проведенные в ней

расчеты, то можно увидеть, что доли заемного и собственного капитала компании «МТС» скорее близки к значениям ПАО «ВымпелКом», чем ПАО «Мегафон». Так доли заемного капитала в данном случае достаточно велики, особенно в 2012 и 2013 годах. При этом значения стоимостей привлечения заемного и собственного капитала получились равными 11,6% и 14,1% соответственно. Отметим также, что величина безрисковой ставки в данном случае выбрана как 5% в связи со схожей тенденцией потоков ПАО «МТС» и ПАО «Мегафон». В итоге, можно сделать вывод, что по величине долей капитала компания «МТС» схожа с компанией «ВымпелКом», а по значениям  $K_d$  и  $K_e$  – с ПАО «Мегафон». Кроме того, отметим, что в отличие от ситуации с ПАО «ВымпелКом» в данном случае значения долей собственного и заемного капитала, выбранные для дальнейшего расчета WACC, являлись не средними величинами, а показателями за 2015 год.

Таблица 15 - Расчет долей собственного и заемного капитала ПАО «МТС»

Показатель, млн. долл.	Год			
	2012	2013	2014	2015
Total equity	2012	2013	4652	2759
Total non-current liabilities	4024	4026	7326	5408
Total current liabilities	8048	8052	3630	2540
Equity and liabilities	14084	14091	15607	10707
$W_d$	0.857	0.857	0.702	0.742
$W_e$	0.143	0.143	0.298	0.258

Результирующие значения WACC и стоимости инвестированного капитала ПАО «МТС» - 10,3% и 10227 млн. долл. (при  $V_{term} = 10872$ ). С учетом корректировок, величина собственного капитала данной компании получилась равна 5107,6 млн. долл.

Таким образом, произведя расчеты по нахождению чистой приведенной стоимости собственного капитала компаний «Мегафон», «Вымпелком» и «МТС», сравним данные значения с рыночной стоимостью этих компаний. Для

этого необходимо умножить стоимость акции каждой компании на начало 2016 года на их количество (в обращении).

Итак, на сайте ЦБ РФ автором было найдено значение курса валют руб./долл. на начало 2016 года. Данная величина равна 73руб. Кроме того, необходимо определить количество акций в обращении каждой из тех рассматриваемых компаний. Так, ПАО «Мегафон» имело 595700967 выпущенных акций на конец 2015 года по цене в 850 рублей или 11,6\$. Среднее взвешенное количество акций ПАО «МТС» при этом составляло 1990196000 по цене 210 рублей за акцию или 2,88\$.1757 млн. – это соответствующее количество акций компании «ВымпелКом», обращающихся на рынке. Их цена на начало 2016 года равнялась 3,3 \$.

Таким образом, рыночные стоимости на начало 2016 года получились в размере 6910, 5732 и 5798 млн. долл. соответственно для ПАО «Мегафон», «МТС» и «ВымпелКом». Однако автором было обнаружено, что на балансе компаний «Мегафон» и «МТС» на конец 2015 года находилось определенное количество акций (4% и 3,3%), на величину которых необходимо скорректировать найденные стоимости. В итоге, получились значения равные 6634 и 5543 млн. долл. Теперь, рассчитав стоимость всех трех компаний, можно увидеть, что данные величины оказались завышены относительно найденных выше фундаментальных стоимостей для двух компаний – «Мегафон» и «МТС». При этом в случае с ПАО «ВымпелКом» наблюдается обратная ситуация. По результатам проведенного анализа получается, что рынок переоценивает стоимость компаний «Мегафон» и «МТС» и недооценивает «ВымпелКом». Теперь рассмотрим оценку стоимости указанных компаний с точки зрения сравнительного подхода, используя метод рынка капитала для возможности уточнения итогов и их сравнения.



## 2.3 Оценка стоимости телекоммуникационных компаний РФ при помощи сравнительного подхода

Итак, при проведении оценки стоимости ПАО «МегаФон», «ВымпелКом» и «МТС» методом рынка капитала автор опирался на следующие предпосылки: из всех возможных мультипликаторов были выбраны два – EV/ЕВITDA и P/E, первый мультипликатор был признан более весомым для итоговой оценки, и наконец, для анализа была составлена таблица компаний-аналогов, состоящая из крупных компаний развивающихся рынков Европы и Азии. Ниже можно увидеть данную таблицу 16, где не только представлены сами компании, но и соответствующие рыночные оценки мультипликаторов EV/ЕВITDA и P/E и их средние за 2015 год. Отметим, что здесь EV (Enterprisevalue) – совокупная стоимость заемного и собственного капитала компании, P–стоимость акции компании, а E (Earningspershare) –прибыль на акцию компании.

Таблица 16 – Компании-аналоги и значения мультипликаторов

Компания	Показатель	
	EV/ЕВITDA	P/E
EE Peers	7.0	13.8
Telefonica Czech Republic	7.0	13.8
China Mobile	5.2	15.2
China Unicom Hong Kong	3.6	17.9
Singapore Telecom	14.5	16.3
Axiata Group Berhad	7.9	20.0
Bharti Airtel	6.2	23.9
Reliance Communications	7.2	17.4
Telcom	3.7	9.4
MTN Group	4.1	11.6
Vodacom Group	8.0	16.9
Cellcom Israel	6.5	30.8
Turkcell Iletisim Hizmet	5.6	10.7
Emirates Telecom Corporation	6.4	20.1
Turk Telekomunikasyon	5.4	22.8
Среднее значение	6.5	17.0

Теперь осталось определить значения ЕВITDA и EPS для каждой из трех изучаемых компаний и рассчитать скорректированные на мультипликаторы стоимости капитала на конец 2015 года. Так, величину ЕВITDA за 2015 год несложно найти, используя операционную прибыль и амортизацию (таблицы

1,9 и 13). В итоге получаем значения 2169, 2856 и 2762 млн. долл. Соответственно для ПАО «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС». Таким образом, умножив данные величины на средний мультипликатор развивающихся рынков, автор получил стоимости компаний равные 14098, 18564 и 17952 млн. долл. Скорректированные на долг стоимости оказались равны 10784, 12390 и 12833 млн. долл.

В случае с мультипликатором P/E (цена/прибыль на акцию) итоговая стоимость собственного капитала определяется тривиально путем умножения показателя цены акции на среднее количество акций в обращении за период. Однако, в первую очередь, необходимо найти величину прибыли на акцию за 2015 год для каждой компании. Итак, из отчетности компаний определяем, что значение EPS для ПАО «Мегафон» равно 1,08\$, для «ВымпелКом» - 0,15 \$, а для «МТС» - 0,41 \$. Теперь, умножив данные величины на средний мультипликатор из таблицы 16, можно рассчитать цену акции каждой компании. Затем для получения итоговой величины собственного капитала, необходимо произвести действие, указанное выше в начале абзаца (умножение цены акции на их количество). Результирующие значения для трех компаний равны 10514, 4480 и 13333 соответственно.

Последним важным этапом в расчете стоимости рассматриваемых акционерных обществ является выведение интегрированного значения, основанного на предпосылке о разных весах мультипликаторов. В данном случае, автор присвоил следующие веса для мультипликаторов EV/EBITDA и P/E (таблица 17). Здесь можно заметить, что веса заметно различаются как для каждой компании в отдельности, так и при их сравнении. Однако соответствующие значения для EV/EBITDA больше, чем для P/E вне зависимости от компании согласно предпосылке о его стабильности и частоте применения специалистами. При этом необходимо подчеркнуть, что веса 0.9 и 0.1 для ПАО «ВымпелКом» были выбраны не случайно. Основная причина занижения значимости показателя P/E в оценке, в данном случае, – это заметное различие в стоимости капитала компании, полученное при ее подсчете

с использованием двух разных мультипликаторов. Таким образом, используя вышеуказанную предпосылку, автор решил присвоить соответствующие веса для выбранных показателей.

Таблица 17 – Веса мультипликаторов для получения оценки стоимости собственного капитала телекоммуникационных компаний

Компания	Вес мультипликатора	
	EV/EBITDA	P/E
Мегафон	0.6	0.4
ВымпелКом	0.9	0.1
МТС	0.7	0.3

Полученные в результате оценки стоимости равны 10676, 11599 и 12983 млн. долл. Если сравнивать эти величины с оценками, полученными методом DCF (доходный подход) и рыночными показателями, то можно обнаружить некоторые особенности. По таблице 18 видно, что стоимости капитала всех трех компаний получились значительно более высокими при использовании сравнительного подхода по сравнению с доходным подходом. Кроме того, для двух акционерных обществ, а именно для ПАО «Мегафон» и «МТС» величины, рассчитанные при помощи рыночных показателей, превысили соответствующие значения фундаментальной стоимости. Если обратить внимание на соотношение показателей стоимости в разрезе компаний, а не типов стоимостей, то можно заметить схожее положение ПАО «Мегафон» на 3 месте в 1 и 3 столбцах таблицы (метод DCF и рынка капитала). При этом положение компании «ВымпелКом» отличается при подсчете стоимости с помощью данных методов. Так по модели DCF результат – 1 место, а по методу рынка капитала – 2 место среди компаний отрасли. Если же брать во внимание рыночную стоимость, то здесь данные компании оцениваются достаточно ровно, но, при этом, лидирующую позицию занимает «Мегафон».

Таблица 18 – Сравнение стоимостей телекоммуникационных компаний, полученных с использованием разных методов

Компания	Виды стоимостей		
	Фундаментальная стоимость (DCF)	Рыночная стоимость	Стоимость по методу рынка капитала
Мегафон	4729	6634	10676
Вымпелком	7891	5543	11599
МТС	5108	5798	12983

В итоге, можно отметить, что оценка стоимости собственного капитала телекоммуникационных компаний, изучаемых в данной работе, различается в зависимости от метода оценки и предпосылок оценщика. Тем не менее, полученные результаты позволяют подтвердить высокую конкуренцию среди основных игроков телекоммуникационного рынка, а также выявить некоторые особенности этого рынка. Кроме того, необходимо отметить, что полученные оценки стоимости в столбце «Стоимость по методу рынка капитала» так же, как и соответствующие значения из 2 столбца, являются рыночными, но скорректированными на отраслевую специфику развивающихся рынков. Поэтому автор предлагает обозначить величины из 2 столбца – значения «базовой» рыночной стоимости, а из 3 – скорректированной рыночной стоимости. В следующей главе автор попытается более подробно рассмотреть итоги расчета стоимости компаний, выявить возможные причины расхождений в оценках, найденных при помощи рассмотренных методов, а также изучить вопрос управления стоимостью в отрасли.

### 3 Возможности и особенности по управлению стоимостью телекоммуникационных компаний

#### 3.1 Особенности эффективного управления стоимостью в телекоммуникационных компаниях

Как было описано выше в главе «Теоретические основы оценки стоимости телекоммуникационных компаний» концепция управления стоимостью является одной из важнейших современных управленческих моделей. Это обусловлено тем, что, так называемый VBM (стоимостной менеджмент), ориентирован на стратегическое развитие компании в большей степени, чем, например, финансовый менеджмент. При этом компания может иметь стабильные финансовые показатели, определенные путем стандартного финансового анализа, в настоящий момент и обанкротиться в ближайшем будущем, что будет обнаружено благодаря стратегическому финансовому анализу. Однако VBM применяется, не только для вышеуказанного примера. Необходимо отметить, что стоимостной менеджмент базируется, прежде всего, на увеличении стоимости компании при помощи эффективного управления факторами, определяющими данную стоимость. Особенно актуальна рассматриваемая концепция для компаний инновационных секторов экономики, к которым, в частности, относится и телекоммуникационная отрасль. Стоимостной менеджмент может основываться на различных показателях. Эти показатели позволяют инвесторам и оценщикам понять, насколько успешно и эффективно менеджмент изучаемой компании управляет стоимостью капитала.

Переходя к обзору конкретных показателей, необходимо отметить, что они подразделяются на различные категории в зависимости от факторов стоимости. Как было указано выше в первой главе, данные факторы можно разделить на ресурсные, специфические и стоимостные. В текущей главе автор сконцентрирует свое внимание, прежде всего, на последней из указанных категорий. Также в следующем параграфе будут рассмотрены специфические

факторы, характерные для изучаемых в работе ПАО «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС». Отмечая основные показатели, демонстрирующие эффективность управления стоимостными факторами, начнем с MVA (рыночная добавленная стоимость). Формула 8, представленная ниже, показывает суть расчета добавленной стоимости.

Прежде всего, отметим, что наличие положительной рыночной добавленной стоимости отражает оценку отдельно не идентифицируемых активов (как правило, это нематериальные активы, например, деловая репутация или гудвилл). Кроме того, MVA демонстрирует, в какой мере компания создает благосостояние для акционеров. При этом, наличие положительной величины MVA указывает на покрытие затрат на привлечение капитала отдачей от инвестированного капитала, что создает основу для роста стоимости изучаемой компании. Если показатель MVA получается меньше 0, то отдача от инвестированного капитала в данный момент ниже стоимости его привлечения. При этом, подразумевается, что компания не увеличивает свою стоимость, а, наоборот, разрушает ее.

$$MVA = O + K - A, \text{ или } \text{marketvalue} - \text{capital}, \quad (8)$$

где O – сумма обязательств фирмы (рыночная оценка);

K – рыночная капитализация;

A – стоимость активов.

Кроме того, важно отметить, что данный показатель принимается во внимание, в первую очередь инвесторами, как элемент их решения по инвестированию в конкретную компанию. Существует также показатель (соотношение) расчет которого осуществляется похожим образом. Однако у него есть свои особенности.

Так для определения эффективности управления финансовыми факторами стоимости телекоммуникационной компании может использоваться соотношение между рентабельностью инвестированного капитала (ROIC) и средневзвешенной стоимостью привлеченного капитала (WACC). При этом для

подтверждения факта увеличения стоимости компании необходимо, чтобы соблюдалось условие  $ROIC > WACC$ . Рентабельность инвестированного капитала определяется в соответствии с формулой 9. Можно сказать, что это соотношение является ключевым в вопросе оценки эффективности управления стоимостью компании. Однако ниже будут рассмотрены еще два показателя, которые также определяют финансовые факторы роста стоимости компании. Это рентабельность активов и ликвидность активов.

$$ROIC = \frac{NI + non\text{-}current\ liabilities}{Average\ assets} \times 100\%, \quad (9)$$

где NI – чистая прибыль;

non-current liabilities – долгосрочные обязательства;

average assets – средняя величина активов за период.

Рентабельность активов рассчитывается как отношение операционной прибыли к величине активов, скорректированной на кредиторскую задолженность. Ликвидность активов можно оценивать при помощи различных коэффициентов. В данной работе автор предпочел использовать коэффициенты текущей и срочной ликвидности как самые распространенные среди специалистов. Кроме того, их вполне достаточно для оценки платежеспособности компании в краткосрочном и среднесрочном периодах. Коэффициент текущей ликвидности определяется путем деления оборотных активов на краткосрочные обязательства. Коэффициент срочной (быстрой) ликвидности можно рассчитать в виде суммы высоколиквидных активов (денежные средства, краткосрочные финансовые вложения и краткосрочная дебиторская задолженность), деленной на краткосрочные обязательства. Теперь описав и изучив особенности основных финансовых (стоимостных) факторов и показателей, перейдем к их применению на конкретных компаниях. В данной работе необходимо определить, насколько эффективно происходит управление стоимостью в ПАО «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС».

Итак, расчеты, приведенные ниже в таблице 19, показывают, что управленческие решения менеджмента компаний «Мегафон» и «МТС»

действительно позволяют эффективно управлять стоимостью данных компаний. По отношению к компании «ВымпелКом» возникают вопросы, так как показатель MVA за 2015 год получился меньше 0 при превышении соотношении ROIC над WACC. Очевидно, что необходимо изучить дополнительные риски и специфические факторы, влияющие на стоимость данной компании.

Таблица 19 – Основные показатели эффективности управления стоимостью компаний за 2015 год

Компания	Показатель		
	MVA, млн. долл.	ROIC, %	WACC, %
Мегафон	6406	41	10.5
Вымпелком	-140	22	12.4
МТС	7252	47	10.3

Кроме того, были рассчитаны дополнительные показатели, которые отражают эффективность компаний в целом, а также эффективность управленческих решений по поводу роста их стоимости. Так в таблице 20 автор отобразил показатель рентабельности активов (ROA) трех изучаемых компаний и его динамику за последние 4 года. По ней можно сделать вывод о том, что показатель ROA постепенно снижался в последние годы в рассматриваемых компаниях. При этом самые низкие значения рентабельности наблюдались у ПАО «ВымпелКом». Таким образом, необходимо констатировать, снижение эффективности использования активов в данных компаниях, особенно в акционерном обществе «ВымпелКом». Соответственно этот факт может оказывать негативное влияние на стоимость телекоммуникационных компаний и представляет интерес для автора.

Таблица 20 – Динамика показателя рентабельности активов за последние годы в телекоммуникационных компаниях РФ

Компания	ROA, %			
	2012	2013	2014	2015
Мегафон	19.5%	20.3%	19.4%	17.9%
Вымпелком	8.3%	3.7%	5.1%	3.0%
МТС	21.7%	22.0%	18.7%	14.8%



Теперь перейдем к рассмотрению итогов по рассчитанным показателям ликвидности. Результаты представлены ниже в таблицах 21 и 22. Как видно из таблицы 21 ситуация с текущей ликвидностью в трех изучаемых компаниях достаточно оптимистичная, показатели стабильно растут. При этом лидером по данному показателю является ПАО «МТС», а аутсайдером – «Мегафон». Необходимо также отметить, что рекомендованное аналитиками и специалистами значение коэффициента должно превышать единицу. Данное условие соблюдается только в отношении ПАО «МТС». Однако заметим, что компания «ВымпелКом» также приближается к оптимальной величине по изучаемому показателю последние несколько лет. Таким образом, можно сделать промежуточный вывод о хорошем потенциале ПАО «Вымпелком» и «МТС» по поддержанию текущего коэффициента ликвидности и, соответственно, их уровня платежеспособности на достойном уровне. Обращая внимание на компанию «Мегафон», автор делает вывод о том, что необходимо рассмотреть коэффициент срочной ликвидности для более полного понимания ситуации.

Таблица 21 – Динамика коэффициента текущей ликвидности за последние годы в телекоммуникационных компаниях РФ

Компания	Коэффициент текущей ликвидности			
	2012	2013	2014	2015
Мегафон	0.62	0.66	0.88	0.72
Вымпелком	0.80	0.91	0.91	0.96
МТС	0.81	1.15	1.01	1.03

Так, если обратиться к таблице 22, то в ней прослеживается схожая с предыдущей тенденция, но уже для коэффициента срочной (быстрой) ликвидности. Тем не менее, существует небольшое различие в случае рассмотрения ситуации отдельно по компаниям. По показателю срочной ликвидности лидирующую позицию занимает компания «ВымпелКом», а «МТС» уступает незначительно. Отметим, что рекомендуемое значение здесь должно приближаться к единице и быть не меньше 0,6-0,8. Условие соблюдается для всех трех компаний в последние два года. Тем не менее, по

данному показателю у телекоммуникационных компаний РФ есть очевидный потенциал роста. При этом ПАО «Мегафон» занимает последнее место среди компаний «большой тройки» и по данному коэффициенту, что говорит об определенной закономерности и наличии некоторых проблем с ликвидностью в компании.

Таблица 22 – Динамика коэффициента срочной ликвидности за последние годы в телекоммуникационных компаниях РФ

Компания	Коэффициент срочной ликвидности			
	2012	2013	2014	2015
Мегафон	0.45	0.52	0.75	0.56
Вымпелком	0.65	0.72	0.80	0.83
МТС	0.52	0.78	0.76	0.76

Необходимо отметить, что рассмотренные коэффициенты ликвидности далеко не всегда адекватно отражают успешность действий менеджмента по управлению стоимостью компаний, в отличие от того же ROA. Тем не менее, следует принять во внимание его значения для выявления дополнительных факторов и рисков, влияющих на стоимость конкретных компаний. Необходимо уточнить, что рассчитанные выше показатели, отражающие эффективность реализации моделей управления стоимостью изучаемых компаний, не являются исчерпывающей характеристикой данной эффективности. Так в статье Грязновой А.Г. «Развитие методов и приемов диагностики состояния и перспектив развития бизнеса» можно найти некоторые дополнительные показатели. Среди них выделяются два показателя: изменение чистой кредитной позиции за период и коэффициент процентного покрытия. Первый характеризуется как чистое изменение краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов за год (скорректированных на наличность), а второй – как отношение EBITDA к «процентам к уплате».

Данные показатели были рассчитаны автором, и результаты, приведенные ниже, относятся к тому же периоду, что и предыдущие итоги таблиц 20-22 для обеспечения их сравнимости. Рекомендуемые значения для значений таблицы 23 должны быть больше 0. Это означает, что компания может привлекать

денежные средства с финансового рынка для развития своего бизнеса. При этом большое скопление наличности у компании обычно свидетельствует об отсутствии перспективных инвестиционных проектов, а ее дефицит – о чрезмерных объемах финансирования данных проектов. Таким образом, сильные отклонения как в положительную, так и в отрицательную сторону показателя изменения чистой кредитной позиции могут негативно характеризовать исследуемую компанию.

По таблице 23 видно, что наиболее сглаженные значения чистой кредитной позиции за период 2013-2015 годов у ПАО «МТС». Данный факт в достаточной степени соотносится с лидирующей позицией компании на телекоммуникационном рынке РФ и означает отсутствие необходимости постоянного финансирования дополнительных проектов для реализации догоняющего сценария развития этой компании. Также достойные результаты наблюдаются у ПАО «Мегафон». Однако если обратиться к компании «ВымпелКом», то можно увидеть, что она имеет значительное скопление наличности за 2015год. Данный факт с высокой вероятностью говорит о догоняющем сценарии развития данной компании в отрасли и определенной нестабильности в управленческой системе.

Таблица 23 –Динамика показателя изменения чистой кредитной позиции за последние годы в телекоммуникационных компаниях РФ

Компания	Изменение чистой кредитной позиции		
	2013	2014	2015
Мегафон	155	-360	1510
ВымпелКом	-642	3,992	14,608
МТС	1127	743	833

Кроме того, обращая внимание на результаты расчета коэффициента процентного покрытия, автор может сделать вывод об аналогичной ситуации по всем трем компаниям, так как рекомендуемые значения для данного показателя, определенные специалистами колеблются в интервале от 6 до 8. В итоге, по таблице 24 видно, что у ПАО «Мегафон» и «МТС» величина выручки (ЕБИТДА) значительно покрывает величину процентов к уплате по кредитам и

займам. При этом у компании «ВымпелКом» коэффициент процентного покрытия меньше 6 и не попадает в рекомендуемый интервал 6-8. Теперь посмотрим на динамику данного показателя.

По таблице 24 можно сказать о нисходящей тенденции изменения коэффициента процентного покрытия для всех трех компаний. С учетом положительного значения показателя чистой кредитной позиции за 2015 год и снижающегося коэффициента покрытия следует подчеркнуть влияние различных политических и экономических событий последних лет на рассматриваемую отрасль. Так влияние изменения курса рубля к доллару, а также санкции и политическая нестабильность привели к возрастанию долговой нагрузки. При этом накопление наличности может говорить об элементе страховки в телекоммуникационных компаниях на случай возникновения непредвиденных рисков.

Таблица 24 – Динамика коэффициента процентного покрытия за последние годы в телекоммуникационных компаниях РФ

Компания	Коэффициент процентного покрытия			
	2012	2013	2014	2015
Мегафон	15.2	10.9	10.0	9.0
ВымпелКом	4.7	4.4	5.1	3.4
МТС	9.2	11.3	10.8	6.4

Итак, определив основные критерии для изучения эффективности менеджмента по поводу управления стоимостью компаний и рассмотрев результаты расчетов отдельных финансовых показателей для ключевых участников телекоммуникационного сектора РФ, перейдем к рассмотрению возможностей для роста стоимостей указанных компаний. Таким образом, в следующем параграфе автор попытается выявить основные риски, присущие ПАО «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС», и факторы, влияющие на решения менеджмента по управлению стоимостью данных компаний.

### 3.2 Возможности для увеличения стоимости телекоммуникационных компаний РФ

Как уже было определено в предыдущих параграфах данной работы, увеличение стоимости является основной стратегической целью многих крупных компаний, в том числе и телекоммуникационных. Чтобы получить более глубокое понимание стратегий ПАО «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС», рассмотрим их особенности в годовых отчетах этих компаний за 2015 г.

Так, акционерное общество «Мегафон» подчеркивает важность обеспечения потребностей своих клиентов, в особенности цифровых абонентов. Кроме того, большое внимание данная компания уделяет развитию дополнительных услуг и инновационных продуктов. Также в списке стратегических задач ПАО «Мегафон» значится строительство и модернизация сети и реализация преимуществ в обширной доступности частотного спектра.

ПАО «ВымпелКом» в ближайшей перспективе концентрирует свое внимание на расширении деятельности как по стране в целом, так и в регионах. Нужно отметить, что «ВымпелКом» планирует создавать максимально стандартизированную сеть в регионах и получать экономию от роста масштабов деятельности. При этом данная компания подчеркивает важность взаимодействий с клиентами и их потребностями и собирается улучшать качество обслуживания.

Если обратиться к стратегическим приоритетам ПАО «МТС», которая является лидером отрасли по многим финансовым показателям, то можно отметить, тройственность данных приоритетов. Так, основная стратегия компании называется «3Д», под которыми подразумеваются «Данные», «Дифференциация» и «Дивиденды»[43]. При этом, «МТС» уделяет внимание развитию 3G и LTE сетей, диверсификации портфеля услуг, укреплению своей конкурентной позиции и обеспечению высокой доходности для акционеров.

Таким образом, после краткого обзора особенностей стратегического развития компаний «большой тройки», нужно отметить, что, несмотря на

определенные различия, в данном случае, существуют и общие тенденции, связанные с отраслью телекоммуникаций. При этом глобальная цель каждой из изучаемых компаний заключается в эффективном управлении стоимостью капитала и соответственно ее увеличением, благодаря определенным факторам, которые будут изучены далее.

В первую очередь, обратимся к различным категориям рисков, присущим которым телекоммуникационной отрасли и ее компаниям. Их описание можно найти в годовых отчетах ПАО «Мегафон», «ВымпелКом» и «МТС». Нужно отметить, что данные категории включают три основных вида: страновые, отраслевые и специфические риски (присущие конкретной компании). Далее последовательно рассмотрим перечисленные риски для всех трех компаний, выявляя, прежде всего специфические факторы, управление которыми может повлиять на рост стоимости этих компаний в будущем.

Итак, в первую очередь, проанализируем страновые риски, способные воздействовать на стоимость компаний телекоммуникационного сектора. Так, отметим удешевление рубля по отношению к доллару, происходящего на фоне падения цен на нефть. Кроме того, общая макроэкономическая и политическая ситуации приводит к появлению дополнительных рисков, в виде различных санкций и ограничений. Также необходимо отметить понижение суверенного кредитного рейтинга РФ, в том числе, из-за политических отношений с Украиной. Если обратить внимание на страны ближнего зарубежья, в которых изучаемые телекоммуникационные компании частично осуществляют свою деятельность, то страновой риск, в данном случае, может быть значительным в связи с не только политическими, но и определенными техническими и организационными сложностями. Страновые риски были учтены в модели DCF во 2 главе в виде безрисковой ставки, а также при переводе рублевых доходов и расходов в долларовые (учет валютного риска). Теперь обратим внимание на возможные отраслевые риски.

Среди отраслевых рисков в телекоммуникационной отрасли наиболее часто встречаются: вероятность неполучения лицензий на деятельность в

ближайшие годы, удорожание импортного оборудования и материалов от поставщиков, возрастающая конкуренция и сотрудничество конкурентов друг с другом, возрастающее проникновение на телекоммуникационный рынок, отнесение информационных систем и сетей связи к критической информационной инфраструктуре РФ, вероятное осложнение строительства новых линий связи с 2016 года в связи с новыми положениями законодательства о разрешении строительства только после оформления проекта планировки территории. Если обратиться к расчетам стоимости капитала и модели DCF из предыдущей главы, то необходимо отметить, что отраслевые риски учитывались при помощи коэффициента бета, а также премии за риск. Переходя к описанию специфических рисков, подчеркнем особую значимость учета данной категории как для обнаружения возможных вариантов управления стоимостью ПАО «Мегафон», ВымпелКом» и «МТС», так и для выявления различий между рыночной и фундаментальной оценкой, полученными во второй главе работы.

Итак, изучая риски, присущие деятельности компании «Мегафон», отметим, что в годовом отчете за 2015 год были найдены, прежде всего, геополитические (страновые) и отраслевые риски. Тем не менее, можно попытаться определить несколько специфических рисков для данной компании. Так, Мегафон старается удерживать свое конкурентное преимущество в доступе к широкому диапазону радиочастотного спектра. В связи с этим, риск образования стратегических альянсов конкурентов проведение ими агрессивной политики достаточно высок. Кроме того, ПАО «Мегафон» может быть включено в список стратегически важных компаний и, таким образом, ограничено в сотрудничестве с банками, кроме указанных в № 213-ФЗ «Об открытии банковских счетов и аккредитивов». Обратим внимание, что эти риски влияют на возможную операционную прибыль, стоимость привлечения заемного капитала компании, WACC и стоимость данной компании соответственно. Однако, ПАО «Мегафон» является стабильно развивающейся организацией с неплохими перспективами, как показали расчеты,

осуществленные автором выше. Так по показателю рыночной стоимости собственного капитала компания занимает уверенное первое место в отличие от ситуации с фундаментальной оценкой. Это означает, что рынок считает риски, присущие деятельности ПАО «Мегафон» минимальными на данный момент и высоко оценивает стоимость акций компании. Тем не менее, если посмотреть на оценки, полученные с помощью моделей DCF и рынка капитала, то наблюдается иная ситуация. Объяснение можно найти из расчетов показателей в начале данной главы, из которых видны определенные проблемы у компании с наличностью и соответствующими коэффициентами, характеризующие платежеспособность. При этом показатель ROA за последние годы у ПАО «Мегафон» стабильно высок, что характеризует в целом успешную политику менеджмента по созданию стоимости внутри компании. С учетом положительного значения показателя MVA и достаточно высокой величины коэффициента процентного покрытия в 2015 году, а также небольшой вероятности возникновения серьезных рисков, можно сделать вывод о хороших перспективах компании на телекоммуникационном рынке РФ.

Если говорить о рекомендациях менеджменту компании, то автор советует обратить внимание на дальнейшую реализацию конкурентного преимущества на рынке мобильного интернета и передачи данных вместе с заключением выгодных договоров с конкурентами по поводу развития сети и капитальных вложений как превентивных мер, покрывающих описанные выше риски. Теперь, рассмотрев особенности рисков и некоторых факторов стоимости, характерных для компании «Мегафон», перейдем к подробному изучению ПАО «ВымпелКом».

В отчете за 2015 год у акционерного общества «ВымпелКом» были найдены разнообразные специфические риски. Во-первых, непростая ситуация в некоторых странах СНГ и Юго-Восточной Азии, связанная с социальной нестабильностью и сложными экономическими условиями может в будущем повлиять на национализацию или экспроприацию иностранной собственности. Особенно указанный выше риск соотносится с экономическими и социальными



проблемами на Украине. Во-вторых, у ПАО «ВымпелКом» существуют сложности с развитием и поддержанием инфраструктуры в странах присутствия. В-третьих, компания в своем отчете указывает на определенные технологические риски, связанные с распространением 4G сетей, новыми технологиями, а также возможные сбои, связанные с несовершенством оборудования и ИТ-систем, особенно в странах СНГ. И, наконец, в-четвертых, на текущий момент и в обозримом будущем ПАО «ВымпелКом» задействовано в различных судебных разбирательствах, в том числе, по поводу налогообложения и разногласий с абонентами. Таким образом, можно отметить, что для данной компании большая часть специфических рисков связана с деятельностью за пределами РФ, а также с технологическими проблемами и распространением сети. Теперь попытаемся соотнести перечисленные выше риски с конкретными факторами, влияющими на стоимость капитала ПАО «ВымпелКом».

Так, риски возникновения проблем в странах присутствия можно связать со страновыми рисками, которые, в свою очередь, определяют стоимость привлечения заемного капитала и WACC. При этом, рост закупочных цен на импортное оборудование вследствие изменения курса ведет к росту затрат и, соответственно, к росту амортизационных отчислений и уменьшению прибыли. Данный риск также объединяет категории страновых (кредитный рейтинг страны), финансовых (рост инфляции) и специфических рисков (рост амортизационных отчислений и проблемы с инфраструктурой). Кроме того, для рассматриваемой компании необходимо отдельно выделить риск развития сети и новых технологий в регионах, который способен повысить CAPEX и негативно повлиять на стоимость ПАО «ВымпелКом». И последнее, что можно отметить – это дополнительные издержки на судебные разбирательства и налогообложение, которые негативно влияют на денежные потоки, так как бухгалтерская прибыль до налогообложения занижается, а налоговая – увеличивается, способствуя, завышению эффективной налоговой ставки. Далее рассмотрим, каким образом, описанные риски и факторы могли повлиять на

расчеты стоимости изучаемой компании и расхождения в оценках фундаментальной и рыночной стоимости.

В первую очередь, напомним, что по стоимости, полученной по методу DCF акционерное общество «ВымпелКом» опережает другие компании в отрасли. При этом по двум другим оценкам, отражающим рыночную стоимость, данная компания отстает от лидера. Таким образом, можно сделать вывод о занижении рыночной стоимости относительно фундаментальной стоимости. Отметим, что для компании «Мегафон» наблюдалась обратная ситуация. Теперь изучим внимательнее специфику данных расхождений для ПАО «ВымпелКом». Во-первых, из показателей, представленных в таблице 19, следует, что «ВымпелКом» в 2015 году имел проблемы с созданием дополнительной рыночной стоимости по итогам своей деятельности. Во-вторых, из таблицы 20 по расчетам рентабельности активов просматривается отставание данной компании от других участников рынка, что также указывает на возможные недоработки менеджмента при принятии управленческих решений. В-третьих, динамика показателя изменения чистой кредитной позиции для ПАО «ВымпелКом» нестабильна и указывает на «догоняющий» принцип развития компании. И, наконец, в-четвертых, исходя из значений рассчитанного коэффициента процентного покрытия и его динамики за последние несколько лет, автор может сделать вывод о возрастающей стоимости долга компании, что подтверждает наличие определенных ранее специфических рисков. В итоге, объясняя различия в фундаментальной и рыночной стоимости ПАО «ВымпелКом», отметим учет рынком дополнительных рисков, занижающих стоимость собственного капитала компании. При этом фундаментальная стоимость получается завышенной ввиду, прежде всего, большого оборота компании за границей (высокие величины стоимости основных средств и амортизации), который покрывает высокое (по отрасли) значение WACC. Теперь выделим определенные рекомендации, которые автор данной работы может предложить для менеджмента ПАО «ВымпелКом».

В первую очередь, необходимо сказать об отстающем положении компании в отрасли, выражающемся в различных показателях деятельности, а также выявленных рисках. Кроме того, деятельность менеджмента по нивелированию влияния данных рисков не позволяет предсказать резкое улучшение позиции ПАО «ВымпелКом» в телекоммуникационной отрасли РФ. Поэтому основные рекомендации заключаются в создании альянсов с другими компаниями на рынке для снижения дополнительных издержек, а также продолжение развития сетей 3G и 4G в регионах при повышении качества оказываемых услуг клиентам для достижения стабильного роста прибыли. Итак, выше автором были изучены основные риски, влияющие на стоимость компаний «Мегафон» и «ВымпелКом» и характерные особенности факторов, определяющих данные величины стоимости, а также даны некоторые рекомендации, которые могут быть полезны менеджменту указанных компаний. Теперь, рассмотрим единственную оставшуюся компанию – ПАО «МТС», которая по оценкам, полученным автором ранее в работе, является лидером телекоммуникационной отрасли РФ по ключевым показателям.

При изучении отчета компании «МТС» были выявлены следующие характерные риски. Во-первых, ОАО АФК «Система» как мажоритарный акционер может принимать невыгодные для ПАО «МТС» решения, не учитывая мнения миноритарных акционеров. Во-вторых, для компании «МТС» существует высокая вероятность возможных судов с «Apple» из-за невыполнения условий договора по покупке определенного числа смартфонов в рамках сотрудничества. В-третьих, наличие специфичных ограничений, наложенных антимонопольным законодательством на «МТС» как оператора с существенным рыночным преимуществом (SMP-оператор) также может существенно повлиять на деятельность компании. В-четвертых, конкуренция с компанией «Алтын-Асыр» в Туркменистане, не позволяющая реализовывать возможности по развитию 4G сетей в данной стране в полной мере и соответствующее ограничение по доступу к частотному диапазону. И, наконец, в-пятых, риск роста оплаты за радиочастотные ресурсы на Украине в связи с

соответствующим ростом инфляции в указанной стране. Таким образом, можно заметить, что специфические риски в отчете ПАО «МТС» раскрыты более подробно, чем в ситуации с предыдущими анализируемыми компаниями. Теперь попытаемся соотнести данные риски с факторами, влияющими на стоимость капитала акционерного общества «МТС».

Итак, в первую очередь, заметим, что характерные риски, определенные для компании «МТС» похожи на соответствующие риски компании «ВымпелКом». Поэтому попытаемся объединить эти риски в более общие категории, выделив три ключевые категории: риски, связанные с деятельностью компании за границей (в странах присутствия), регуляторные риски и риски, характерные для компаний-лидеров на рынке. Про первую группу можно сказать, что она соотносится со страновыми рисками и определяется, прежде всего, влиянием на кредитный рейтинг компании и стоимостью привлечения капитала в ПАО «МТС». Вторая категория рисков, по мнению автора, влияет на такие факторы стоимости, как прибыль и ROA. Если говорить про третью группу, то ее можно соотнести с фактором WACC и эффективной налоговой ставкой. Теперь обратимся к результатам по оценке стоимости собственного капитала ПАО «МТС» из второй главы и сопоставим выявленные риски расхождению между фундаментальной и рыночной стоимостью для данной компании.

Так, по итогам расчетов в таблице 18 видно, что рыночная стоимость (по методу рынка капитала и первоначальная) превышает фундаментальную стоимость для ПАО «МТС». Это говорит, прежде всего, о заниженных рисках, которые рынок определяет по отношению к рассматриваемой компании. Подобная ситуация наблюдалась, когда автор изучал компанию «Мегафон». В итоге, можно сделать промежуточный вывод о предпочтении рынком акций данных компаний и их большей перспективе в сравнении с ПАО «ВымпелКом». Теперь обратимся к индикаторам стоимости, рассчитанным в данной главе для компании «МТС», чтобы подтвердить вышеуказанные предположения. Например, если посмотреть на показатель рыночной

добавленной стоимости, то можно увидеть, что его значение в ПАО «МТС» значительно больше 0. Кроме того, изучаемая компания, не только является лидером по данному показателю, но и превосходит конкурентов по величине коэффициента текущей ликвидности. При этом, «МТС» поддерживает конкуренцию и по другим ключевым величинам, таким как коэффициент процентного покрытия, рентабельность активов и чистая кредитная позиция. В результате можно утверждать, что данные индикаторы и значение рыночной стоимости капитала компании тесно связаны и рыночная оценка, во многом, определяется, исходя из исторических значений перечисленных показателей. Однако занижение фундаментальной стоимости компании с определенной вероятностью вызвано усреднением значений основных рисков и завышением фундаментальной стоимости ПАО «ВымпелКом».

Предлагая рекомендации для менеджмента ПАО «МТС» отметим, что показатель рентабельности активов в последние годы значительно снижается и в перспективе необходимо принимать меры по нивелированию страновых и финансовых рисков (изменение курса валют и инфляции). Кроме того, выделим регуляторные риски и возможные потери, связанные с антимонопольным законодательством, в связи с которыми управленческому персоналу компании «МТС» рекомендуется добиться повышения коэффициента срочной ликвидности и процентного покрытия. Данные целевые ориентиры могут быть достигнуты благодаря грамотному привлечению заемного капитала и выбору проектов для инвестирования с учетом отраслевой специфики. Также необходимо предпринять действия по предотвращению образования альянсов компаний в отрасли для сохранения лидирующего положения и уменьшения возможностей этих компаний по реализации своих конкурентных преимуществ.

## Заключение

В ходе проведенного исследования автор пришел к следующим концептуальным выводам:

1. Теоретические аспекты оценки стоимости компании по большей части подтверждают субъективный характер такой оценки, зависящий от мнения исследователя, а также особенностей и рисков анализируемой компании, отрасли и страны.

2. Процесс оценки стоимости телекоммуникационных компаний показал тесную взаимосвязь между выбранными предпосылками и полученными результатами, а также значимые различия между методами получения данной стоимости.

3. Управление стоимостью телекоммуникационных компаний и его результаты могут быть количественно оценены и сопоставлены с основными рисками и факторами, влияющими на данную стоимость.

Кроме того, автор получил следующие практические результаты:

1. ПАО «МТС» является лидером телекоммуникационной отрасли РФ по различным ключевым финансовым показателям, а также по величине рыночной оценки стоимости его собственного капитала. Кроме того, данный факт подтверждает успешные действия менеджмента по нивелированию влияния основных рисков в процессе стратегического управления стоимостью компании. При этом среди специфических рисков в ПАО «МТС» можно выделить: риск агрессивной политики конкурентов (образование альянсов и заключение соглашений между конкурентами) и регуляторные риски (возможные неэффективные решения мажоритарного акционера – АФК «Система», а также последствия антимонопольного законодательства).

2. ПАО «ВымпелКом» занимает последнее место в отрасли среди компаний «большой тройки» по основным финансовым показателям. Кроме того, были выявлены различия в полученных оценках фундаментальной и рыночной стоимости для данной компании (в сторону завышения фундаментальной стоимости) в связи с учтенными рынком многочисленными

дополнительными факторами риска. Среди главных рисков и факторов, влияющих на стоимость компании, выделяются: риск последующего ухудшения ситуации в странах присутствия (Украина, Юго-Восточная Азия), риск технологического отставания, а также фактор «догоняющего» развития.

3. ПАО «Мегафон» занимает лидирующее положение в отрасли на основе рыночной оценки его капитала, при этом уступая другим компаниям по оценке, полученной при помощи метода DCF. Таким образом, рынок высоко оценивает управленческие решения менеджмента компании по нивелированию основных рисков, что отражается в нескольких финансовых показателях, таких как коэффициент процентного покрытия и рентабельность активов.

## Библиографический список

1. Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 06.12.2011 № 402-ФЗ
2. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ (с изменениями на 22.07.2010), ст. 3
3. Федеральный закон от 27.07.2010 № 208-ФЗ (ред. от 04.11.2014) «О консолидированной финансовой отчетности»
4. Барташевич, Н.И. Методические подходы к оценке стоимости организаций // Инновационное развитие экономики. – № 1 (18), 2014. – С. 22-25
5. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2012, С. 759-787
6. Григорьев, В. Основные факторы роста стоимости инновационных компаний России и ключевые показатели их эффективности // Актуальные вопросы инновационной экономики. – № 5, 2013. – С. 103-120
7. Грязнова, А.Г., Мельник, М.В., Бердников, В.В. Развитие методов и приемов диагностики состояния и перспектив развития бизнеса // Школа университетской науки: парадигма развития. – № 1, 2010, Т. 1. – С. 6-11
8. Грязнова, А.Г., Федотова, М.А. Оценка стоимости предприятия – М.: «Интерреклама», 2003, С. 20-157
9. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 5е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. С.35-111, 201-291, 356-425, 628-724
10. Коупленд, Т., Коллер, Т., Муррин, Д. Стоимость компаний: оценка и управление – 3е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2007. С. 234
11. Ларичкина, Д.А. Особенности развития отрасли телекоммуникационных услуг в России // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. – № 5-3, 2015. – С. 473-477
12. Логоев, А.А., Мехтиева, Л.Ф. Анализ и сравнение методов прогнозирования денежных потоков при оценке стоимости бизнеса // Научные записки молодых исследователей. – № 6, 2015. – С. 36-43



13. Любимова, М.В., Федорова, В.К. Оценка и управление стоимостью бизнеса// Вестник Института экономики и управления Новгородского государственного университета им. Ярослава Мудрого.– № 1 (20), 2016.– С. 41-45
14. Марамыгин, М.С., Лебедев, А.В. Концептуальные подходы к управлению стоимостью телекоммуникационной компании // Журнал экономической теории. – № 2, 2010. – С. 309-315
15. Новиков, А.А. Особенности оценки и управления стоимостью телекоммуникационной компании // Вестник молодых ученых Самарского государственного экономического университета. – № 2 (32), 2015. – С. 133-137
16. Романенко, О.А. Увеличение стоимости компании как стратегическая цель и критерий оценки управленческих решений // Наука и общество. – № 3 (22), 2015. – С. 103-108
17. Сизых, Н.В. Основные проблемы оценки и управления стоимостью компании на примере ведущего российского телекоммуникационного оператора// XII всероссийское совещание по проблемам управления ВСПУ-2014 Институт проблем управления им. В.А. Трапезникова РАН. – 2014. –С. 8484-8488
18. Стрижова, С.В. К вопросу об оценке стоимости компании// Мир науки и образования.– № 4, 2015.– С. 20
19. Сутягин, В.Ю., Шепелев, О.М. Факторы и проблема роста стоимости российских компаний // Социально-экономические явления и процессы. – № 1 (59), 2014. – С. 104-112
20. Тарасов, А.И. Оценка стоимости телекоммуникационных компаний различными подходами // Электронный экономический вестник Татарстана. – № 1, 2014. – С. 72-77
21. Федотова, М.А., Лосева, О.В. Стоимость бизнеса и интеллектуальный капитал // Управление устойчивым развитием Санкт-Петербург, 2015. – С. 309-319
22. Федотова, М.А., Тазихина, Т.В., Мальцев, А.С. Количественные методы анализа зависимости финансовой устойчивости от стоимости компании// Эффективное антикризисное управление. - № 2, 2014. - С. 52-63

23. Щербаков, В.А., Щербакова, Н.А. Оценка стоимости предприятия —М.: «Омега-Л», 2006, С. 93-193
24. Шихвердиев, А.П., Большаков, С.Н., Рауш, Е.А. Управление рыночной стоимостью компаний в концепции устойчивого развития// Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета.—№ 1, 2015.— С. 97-115
25. Анализ зависимости между финансовыми результатами и балансом. [Эл. ресурс]. Режим доступа:<http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/dependence.shtml> (Дата обращения 21.09.2016)
26. Ваганов, В.И. Современные телекоммуникации России – отраслевой информационно аналитический журнал, статья на тему «Золотая эра сотовой связи завершена?», от 12.05.12. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://www.telecomru.ru/article/?id=6201> (Дата обращения 10.08.2016)
27. Взгляд на стоимостный подход к управлению. [Эл. ресурс]. Режим доступа:[http://www.cfin.ru/management/finance/valman/managerial\\_aspect.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/valman/managerial_aspect.shtml) (Дата обращения 10.04.2016)
28. Журнал Планово-Экономический Отдел, Выпуск № 11 от 2012 года, Гормыкин В.А., статья на тему «Лизингополучатель под микроскопом». [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.profiz.ru/peo/11\\_2012/lizingopolychatel/](http://www.profiz.ru/peo/11_2012/lizingopolychatel/) (Дата обращения 15.08.2016)
29. Зависимость финансовой устойчивости от стоимости компании: количественные методы анализа. [Эл. ресурс]. Режим доступа:[http://www.cfin.ru/management/finance/valman/financial\\_stability.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/valman/financial_stability.shtml) (Дата обращения 10.01.2016)
30. Инвесткафе – независимое аналитическое агентство. Данные о мультипликаторах. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://investcafe.ru/companies/mfon> (Дата обращения 12.02.2016)
31. Инвесткафе – независимое аналитическое агентство, статья на тему «Мегафон оправдал надежды» от 03.03.13. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://investcafe.ru/blogs/bestaten/posts/25917> (Дата обращения 13.02.2016)

32. Интернет журнал РБК, статья на тему «Аналитики SberbankInvestmentResearch начали финансовый анализ акций МегаФона» от 14.01.2013. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://quote.rbc.ru/comments/emitents/2013/01/14/33860358.html> (Дата обращения 14.03.2016)

33. Кобылко А. А. Рынок телекоммуникационных услуг в России: проблемы и перспективы развития: [Электронный документ]. – [www.econorus.org/c2013/files/kt8o.doc](http://www.econorus.org/c2013/files/kt8o.doc) (Дата обращения 12.12.2015)

34. Консалтинговая компания Агентство Консалт-МК, статья на тему «Затратный подход к оценке бизнеса». [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.konsaltnk.ru/aprtheobus\\_sa.htm](http://www.konsaltnk.ru/aprtheobus_sa.htm) (Дата обращения 15.10.2016)

35. Концепция управления стоимостью предприятия. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/valman\\_concept.shtml](http://www.cfin.ru/management/valman_concept.shtml) (Дата обращения 10.07.2016)

36. Максимизация стоимости, теория заинтересованных сторон (stakeholders) и целевая функция предприятия. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://www.cfin.ru/management/finance/valmax.shtml> (Дата обращения 12.05.2016)

37. Методы оценки, основанные на информации о компаниях-аналогах. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/appraisal/business/methods/comparative\\_companies.shtml](http://www.cfin.ru/appraisal/business/methods/comparative_companies.shtml) (Дата обращения 10.06.2016)

38. Модель экспресс оценки стоимости компании. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/appraisal/business/prompt\\_evaluation.shtml](http://www.cfin.ru/appraisal/business/prompt_evaluation.shtml) (Дата обращения 20.05.2016)

39. Отчетность, ориентированная на создание стоимости. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/finance/valman/value\\_reporting.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/valman/value_reporting.shtml) (Дата обращения 18.04.2016)

40. Официальный сайт Банка России, Срочная структура процентных ставок. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbr.ru/GCurve/Curve.asp> (Дата обращения 15.10.2016)

41. Официальный сайт ПАО «ВымпелКом». Отчетность по МСФО. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <https://www.vimpelcom.com/Investor-relations/Reports--results/Results/> (Дата обращения 17.10.2016)
42. Официальный сайт ПАО «Мегафон». Отчетность по МСФО. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://ir.megafon.com/> (Дата обращения 23.10.2016)
43. Официальный сайт ПАО «МТС». Отчетность по МСФО. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.mtsgsm.com/resources/annual\\_reports/](http://www.mtsgsm.com/resources/annual_reports/) (Дата обращения 26.10.2016)
44. Оценка бизнеса в управлении компанией. Пример практического использования. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/finance/valman/distr\\_value.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/valman/distr_value.shtml) (Дата обращения 09.10.2016)
45. Оценка стоимости фирмы. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/appraisal/business/intro/company\\_value.shtml](http://www.cfin.ru/appraisal/business/intro/company_value.shtml) (Дата обращения 11.05.2016)
46. Портал spbIT.ru – издание, посвященное рынку информационных технологий и телекоммуникаций Санкт-Петербурга и Северо-Западного округа, статья на тему «ИТОГИ РАБОТЫ МТС, «ВЫМПЕЛКОМ» И «МЕГАФОН» В 2012 ГОДУ. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://spbit.ru/news/n93482/> (Дата обращения 24.11.2015)
47. Российский интернет-портал и аналитическое агентство TAdviser: Государство. Бизнес. ИТ, статья на тему «Сотовая связь (рынок России)» от 19.06.12. [Эл. ресурс]. Режим доступа: [http://www.tadviser.ru/index.php/Статья:Сотовая\\_связь\\_\(рынок\\_России\)](http://www.tadviser.ru/index.php/Статья:Сотовая_связь_(рынок_России)) (Дата обращения 19.03.2016)
48. Свободная энциклопедия Википедия, статья на тему «МегаФон». [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/wiki/Мегафон> (Дата обращения 25.09.2016)
49. Синтез оценки и получение заключения об оценке. [Эл. документ]. Режим доступа: <http://www.cfin.ru/appraisal/other/synthesis.shtml> (Дата обращения 07.07.2016)

50. Способы и методы оценки бизнеса. [Эл. документ]. Режим доступа:[http://www.cfin.ru/finanalysis/value/cases\\_n\\_method.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/value/cases_n_method.shtml) (Дата обращения 17.08.2016)
51. Стратегия финансирования и управление стоимостью компании. [Эл. документ]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/finance/capital/finstrat\\_and\\_val.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/capital/finstrat_and_val.shtml) (Дата обращения 29.02.2016)
52. Управление капиталом. [Эл. документ]. Режим доступа:[http://www.cfin.ru/management/finance/valman/capital\\_management.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/valman/capital_management.shtml) (Дата обращения 16.09.2016)
53. Финансовый портал Yahoo! Finance, данные о котировках государственных пятилетних облигациях США за период 2000-2012 гг. [Эл. ресурс]. Режим доступа: <http://finance.yahoo.com/q?s=FVX&q1=1> (Дата обращения 11.11.2015)
54. Целесообразность применения доходного подхода. [Эл. документ]. Режим доступа:[http://www.cfin.ru/appraisal/business/methods/income\\_approach\\_nuances.shtml](http://www.cfin.ru/appraisal/business/methods/income_approach_nuances.shtml) (Дата обращения 22.10.2016)
55. Этапы процесса оценки стоимости бизнеса. [Эл. документ]. Режим доступа:[http://www.cfin.ru/finanalysis/value\\_stages.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/value_stages.shtml) (Дата обращения 28.07.2016)
56. Altman E.I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy // *Journal of Finance*. 23 (1968). P. 589-609
57. Blume M. Betas and their regression tendencies: Some further evidence // *Journal of finance*. 24 (1979). P. 265-267
58. Brown L.D., Rozeff M.S. Analysts can forecast accurately! // *Journal of Portfolio Management*. 6 (1980). P. 31-34
59. Chan K.C., Karolyi G.A., Stulz R.M. Global financial markets and the risk premium on U.S. equity // *Journal of Financial Economics*. 32 (1992). P. 132-167
60. Ehrbar A. EVA: The real key to creating wealth — New York: John Willey&Sons, 1998. P. 56-79

61. Fama E.F., Schwert G.W. Asset returns and inflation // Journal of Financial Economics. 5 (1977). P. 115-146
62. Gordon. M. The investment, financial and valuation of the corporation – Homewood,IL: Irwin. 1962. P. 94-95
63. Kisor M., Whitbeck V.S. A new tool in investment decision-making // Financial Analysts Journal. 19 (1963). P. 55-62
64. O’Byrne S.F. EVA and market value // Journal of Applied Corporate Finance. 9 (1996). P. 116-125
65. Rappaport A. Creating shareholders value – New York: Free Press.1998. P. 241-245
66. Senchack A.J., Martin J.D. The relative performance of the PSR and PER investment strategies // Financial Analysts Journal. 44 (1988).P. 18-44
67. Shapiro A. Modern corporate finance — New York: Macmillan. 1989. P. 165-170
68. Capital Asset Pricing Model (CAPM) [Эл. документ]. Режим доступа:<http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-valuation/capital-asset-pricing-model-capm-1125> (Дата обращения 21.11.2015)
69. Value-based management и показатели стоимости. [Эл. документ]. Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/finance/value-based\\_management.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/value-based_management.shtml) (Дата обращения 18.10.2016)

«МегаФон»

Консолидированный отчет о финансовом положении

(в миллионах рублей)

		31 декабря	
	Прим.	2013	2012
<b>Активы</b>			
<b>Внеоборотные активы</b>			
Основные средства	14	221 805	215 549
Нематериальные активы, за исключением гудвила	15	57 776	16 991
Гудвил	9, 15	31 530	23 950
Инвестиции в ассоциированные и совместные предприятия	10	35 460	35 662
Внеоборотные финансовые активы	17	425	—
Внеоборотные нефинансовые активы	18	1 300	1 956
Отложенные налоговые активы	12	3 673	2 573
<b>Итого внеоборотные активы</b>		<b>351 969</b>	<b>296 681</b>
<b>Оборотные активы</b>			
Запасы	19	8 376	5 277
Оборотные нефинансовые активы	18	5 960	4 963
Предоплата по налогу на прибыль	12	2 777	5 066
Торговая и прочая дебиторская задолженность	20	10 732	13 542
Прочие оборотные финансовые активы	17	39 296	23 449
Денежные средства и их эквиваленты	21	9 939	2 387
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>77 080</b>	<b>54 684</b>
Активы, предназначенные для продажи	22	1 516	—
<b>Итого активы</b>		<b>430 565</b>	<b>351 365</b>
<b>Капитал и обязательства</b>			
<b>Капитал</b>			
Капитал, приходящийся на собственников Компании	7	138 034	117 355
Неконтролирующие доли участия		271	518
<b>Итого капитал</b>		<b>138 305</b>	<b>117 873</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>			
Кредиты и займы	17	130 825	125 575
Прочие долгосрочные финансовые обязательства	17	20 838	501
Долгосрочные нефинансовые обязательства	18	1 170	1 843
Резервы	23	5 355	5 724
Отложенные налоговые обязательства	12	17 844	12 333
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>176 032</b>	<b>145 976</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>			
Торговая и прочая кредиторская задолженность	24	33 875	23 723
Кредиты и займы	17	21 184	20 457
Прочие краткосрочные финансовые обязательства	17	40 785	23 282
Краткосрочные нефинансовые обязательства	18	19 490	20 037
Задолженность по налогу на прибыль	12	894	17
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>116 228</b>	<b>87 516</b>
<b>Итого капитал и обязательства</b>		<b>430 565</b>	<b>351 365</b>

Прилагаемые примечания к консолидированной финансовой отчетности являются ее неотъемлемой частью

**«МегаФон»**  
**Консолидированный отчет о совокупном доходе**  
*(в миллионах рублей)*

	Прим.	За годы по 31 декабря	
		2013	2012
<b>Выручка</b>			
Услуги мобильной связи		260 459	241 074
Услуги фиксированной связи		18 628	17 938
Продажа оборудования и аксессуаров		18 142	13 324
<b>Итого выручка</b>		<b>297 229</b>	<b>272 336</b>
<b>Операционные расходы</b>			
Себестоимость услуг		57 563	54 555
Себестоимость оборудования и аксессуаров		17 829	12 399
Коммерческие расходы	27	18 687	19 747
Общие и административные расходы	28	70 558	68 486
Амортизация основных средств	14	44 851	45 508
Амортизация нематериальных активов	15	6 131	6 046
Убыток от выбытия внеоборотных активов		1 200	1 713
<b>Итого операционные расходы</b>		<b>216 819</b>	<b>208 454</b>
<b>Операционная прибыль</b>		<b>80 410</b>	<b>63 882</b>
Финансовые расходы	17	(12 184)	(7 718)
Финансовые доходы		1 888	1 193
Доля в прибыли/(убытках) ассоциированных и совместных предприятий	10	(202)	213
Прочие внеоперационные доходы/(расходы)		(81)	191
Прибыль по финансовым инструментам, нетто	17	269	6 348
Убыток по курсовым разницам, нетто		(2 914)	(8 196)
<b>Прибыль до налогообложения</b>		<b>67 186</b>	<b>55 913</b>
Расход по налогу на прибыль	12	15 416	11 466
<b>Прибыль за год</b>		<b>51 770</b>	<b>44 447</b>

*Прилагаемые примечания к консолидированной финансовой отчетности являются ее неотъемлемой частью*



**Консолидированный отчет о финансовом положении**  
(в миллионах рублей)

	Прим.	31 декабря	
		2015	2014
<b>Активы</b>			
<b>Внеоборотные активы</b>			
Основные средства	3.1	234 417	224 655
Нематериальные активы, за исключением гудвила	3.2.1	61 800	57 427
Гудвил	3.2.2	33 909	32 292
Инвестиции в ассоциированные и совместные предприятия	3.3	47 885	34 944
Внеоборотные финансовые активы	3.4	4 102	2 863
Внеоборотные нефинансовые активы	3.7	2 894	2 053
Отложенные налоговые активы	2.4	832	782
<b>Итого внеоборотные активы</b>		<b>385 839</b>	<b>355 016</b>
<b>Оборотные активы</b>			
Запасы	3.6	8 684	6 484
Оборотные нефинансовые активы	3.7	6 649	5 161
Предоплата по налогу на прибыль	2.4	2 641	3 713
Торговая и прочая дебиторская задолженность	3.5	21 156	16 260
Прочие оборотные финансовые активы	3.4	26 973	48 887
Денежные средства и их эквиваленты	3.4.1	17 449	22 223
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>83 552</b>	<b>102 728</b>
<b>Итого активы</b>		<b>469 391</b>	<b>457 744</b>
<b>Капитал и обязательства</b>			
<b>Капитал</b>			
Капитал, принадлежащий не собственникам Компании	4	147 898	157 689
Неконтролирующие доли участия		(147)	144
<b>Итого капитал</b>		<b>147 751</b>	<b>157 833</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>			
Кредиты и займы	3.4	172 643	156 319
Прочие долгосрочные финансовые обязательства	3.4	5 033	1 270
Долгосрочные нефинансовые обязательства	3.7	2 435	1 712
Резервы	3.8	4 603	4 958
Отложенные налоговые обязательства	2.4	20 358	19 572
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>205 072</b>	<b>183 831</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>			
Торговая и прочая кредиторская задолженность	3.4	45 961	36 549
Кредиты и займы	3.4	47 037	51 149
Прочие краткосрочные финансовые обязательства	3.4	2 900	7 731
Краткосрочные нефинансовые обязательства	3.7	20 567	20 493
Задолженность по налогу на прибыль	2.4	103	158
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>116 568</b>	<b>116 080</b>
<b>Итого капитал и обязательства</b>		<b>469 391</b>	<b>457 744</b>



Генеральный директор  
И.В. ТАВРИН



Главный бухгалтер  
Л.Н. СТРЕЛКИНА

16 марта 2016 года

## Консолидированный отчет о совокупном доходе

(в миллионах рублей)

	Прим.	За годы по 31 декабря	
		2015	2014
<b>Выручка</b>	<b>2.1</b>	<b>313 383</b>	<b>314 795</b>
<b>Операционные расходы</b>			
Себестоимость		84 410	84 629
Коммерческие расходы	2.2	18 122	16 456
Общие и административные расходы	2.3	78 494	75 190
Амортизация основных средств	3.1, 3.8	48 173	47 431
Амортизация нематериальных активов	3.2	7 313	7 827
Убыток от выбытия внеоборотных активов		913	1 437
<b>Итого операционные расходы</b>		<b>237 425</b>	<b>232 970</b>
<b>Операционная прибыль</b>		<b>75 958</b>	<b>81 825</b>
Финансовые расходы		(14 779)	(13 792)
Финансовые доходы		2 508	1 155
Доля в убытке ассоциированных и совместных предприятий	3.3	(649)	(516)
Прочие внеоперационные расходы	5.2	(2 949)	(1 370)
Прибыль/(убыток) по финансовым инструментам, нетто	3.4.3	1 502	(50)
Убыток по курсовым разницам, нетто		(10 041)	(16 884)
<b>Прибыль до налогообложения</b>		<b>51 550</b>	<b>50 368</b>
Расход по налогу на прибыль	2.4	12 334	13 368
<b>Прибыль за год</b>		<b>39 216</b>	<b>37 000</b>

Открытое акционерное общество «Вымпел-Коммуникации»  
(дочерняя компания в полной собственности «VimpelCom Ltd.»)

Консолидированные отчеты о финансовом положении  
по состоянию на 31 декабря 2013 г. и 2012 г.

	Прим.	На 31 декабря 2013 г.	На 31 декабря 2012 г.*
<i>(Все суммы приведены в тысячах долларов США, если не указано иное)</i>			
<b>Активы</b>			
<b>Внеоборотные активы</b>			
Основные средства	13	7 681 834	7 783 187
Нематериальные активы	14	881 227	1 067 164
Гудвилл	9,14	3 357 221	3 603 922
Инвестиции в ассоциированные компании и совместные предприятия	11.3	426 924	483 825
Отложенные налоговые активы		5 609	10 281
Прочие финансовые активы	15	791 759	4 788 582
Прочие внеоборотные нефинансовые активы	16	16 799	18 231
<b>Итого внеоборотные активы</b>		<b>13 161 376</b>	<b>17 713 192</b>
<b>Оборотные активы</b>			
Запасы	17	129 618	97 101
Торговая и прочая дебиторская задолженность	18	509 677	641 448
Прочие оборотные нефинансовые активы		187 228	212 430
Текущий актив по налогу на прибыль		78 715	115 140
Прочие оборотные финансовые активы	15	3 655 102	431 042
Денежные средства и их эквиваленты	19	997 752	981 845
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>5 558 092</b>	<b>2 479 006</b>
Активы, классифицированные как предназначенные для продажи	6	–	86 089
<b>Итого активы</b>		<b>18 719 468</b>	<b>20 278 287</b>
<b>Капитал и обязательства</b>			
<b>Капитал</b>			
Капитал, приходящийся на собственников материнской компании	21	4 845 936	6 850 119
Неконтрольные доли участия	11.2	200 999	(10 524)
<b>Итого капитал</b>		<b>5 046 935</b>	<b>6 839 595</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>			
Финансовые обязательства	15	9 109 653	8 278 505
Резервы	24	127 161	226 259
Прочие долгосрочные нефинансовые обязательства	16	36 403	40 394
Отложенное налоговое обязательство	12	532 364	488 702
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>9 805 581</b>	<b>9 033 860</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>			
Торговая и прочая кредиторская задолженность	20	1 585 394	1 431 872
Дивиденды к выплате	22	461 299	–
Прочие краткосрочные нефинансовые обязательства	16	697 178	809 253
Прочие финансовые обязательства	15	1 005 686	2 040 749
Текущая задолженность по налогу на прибыль		4 013	5 826
Резервы	24	113 382	59 484
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>3 866 952</b>	<b>4 347 184</b>
Обязательства, непосредственно связанные с активами, классифицированными как предназначенные для продажи	6	–	57 648
<b>Итого капитал и обязательства</b>		<b>18 719 468</b>	<b>20 278 287</b>

Открытое акционерное общество «Вымпел-Коммуникации»  
(дочерняя компания в полной собственности «VimpelCom Ltd.»)

Консолидированные отчеты о прибылях и убытках  
за годы, закончившиеся 31 декабря 2013 г. и 2012 г.

	Прим.	За годы по 31 декабря	
		2013 г.	2012 г.*
<i>(Все суммы приведены в тысячах долларов США, если не указано иное)</i>			
Выручка от реализации услуг		10 612 115	10 538 602
Реализация оборудования и принадлежностей		358 800	377 938
Прочая выручка		23 661	31 109
<b>Итого выручка по операционной деятельности</b>	7	<b>10 994 576</b>	<b>10 947 649</b>
<b>Операционные расходы</b>			
Себестоимость услуг		(2 950 533)	(2 812 565)
Себестоимость оборудования и принадлежностей		(398 236)	(351 931)
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	8	(3 133 521)	(3 134 344)
Износ основных средств	13	(1 469 786)	(1 464 270)
Амортизация нематериальных активов	14	(276 712)	(370 847)
Убытки от обесценения	6,9	(105 945)	(26 168)
Убыток от выбытия внеоборотных активов		(66 085)	(162 359)
<b>Итого операционные расходы</b>		<b>(8 400 818)</b>	<b>(8 322 484)</b>
<b>Прибыль по операционной деятельности</b>		<b>2 593 758</b>	<b>2 625 165</b>
Финансовые расходы		(775 276)	(836 983)
Финансовые доходы		333 310	365 559
Чистые положительные курсовые разницы		24 436	31 792
Прочие внеоперационные расходы (нетто)	10	(8 619)	(22 454)
Доля в прибыли/(убытке) ассоциированных компаний и совместных предприятий, учитываемых по методу долевого участия	11.3	(13 402)	62 075
<b>Прибыль до налогообложения</b>		<b>2 154 207</b>	<b>2 225 154</b>
Расход по налогу на прибыль	12	(573 231)	(495 571)
<b>Прибыль за год</b>		<b>1 580 976</b>	<b>1 729 583</b>
<b>Приходящаяся на:</b>			
Собственников материнской компании		1 541 203	1 673 672
Неконтрольные доли участия		39 773	55 911
		<b>1 580 976</b>	<b>1 729 583</b>

Публичное акционерное общество «Вымпел-Коммуникации»  
(дочерняя компания, полностью принадлежащая «VimpelCom Ltd.»)

Консолидированный отчет о финансовом положении  
по состоянию на 31 декабря 2015 г.

	Прим.	На 31 декабря 2015 г.	На 31 декабря 2014 г.
<i>(Все суммы приведены в миллионах рублей, если не указано иное)</i>			
<b>Активы</b>			
<b>Внеоборотные активы</b>			
Основные средства	13	265 899	274 549
Нематериальные активы	14	35 976	29 299
Гудвил	9	113 369	113 557
Инвестиции в совместные предприятия и ассоциированные компании	12	14 519	13 346
Отложенные налоговые активы	11	2 225	923
Прочие финансовые активы	15	99 388	248 934
Прочие внеоборотные нефинансовые активы	16	436	910
<b>Итого внеоборотные активы</b>		<b>531 812</b>	<b>681 518</b>
<b>Оборотные активы</b>			
Запасы	17	6 266	3 627
Торговая и прочая дебиторская задолженность	18	27 980	29 097
Прочие оборотные нефинансовые активы	16	8 025	8 623
Текущий актив по налогу на прибыль	11	5 713	3 264
Прочие оборотные финансовые активы	15	29 108	15 888
Денежные средства и их эквиваленты	19	63 385	87 197
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>140 477</b>	<b>147 696</b>
<b>Активы, классифицированные как предназначенные для продажи</b>		<b>178</b>	<b>308</b>
<b>Итого активы</b>		<b>672 467</b>	<b>829 522</b>
<b>Капитал и обязательства</b>			
<b>Капитал</b>			
Капитал, приходящийся на собственников Компании	20	266 329	224 666
Неконтролирующие доли участия	12	14 059	8 074
<b>Итого капитал</b>		<b>280 388</b>	<b>232 740</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>			
Финансовые обязательства	15	199 657	378 592
Резервы	22	3 600	5 394
Прочие долгосрочные нефинансовые обязательства	16	804	880
Отложенные налоговые обязательства	11	19 096	22 971
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>223 157</b>	<b>407 837</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>			
Торговая и прочая кредиторская задолженность		58 684	61 146
Дивиденды к выплате	21	8	7
Прочие краткосрочные нефинансовые обязательства	16	25 191	25 668
Прочие финансовые обязательства	15	82 180	97 686
Текущая задолженность по налогу на прибыль	11	258	172
Резервы	22	2 601	4 266
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>168 922</b>	<b>188 945</b>
<b>Итого капитал и обязательства</b>		<b>672 467</b>	<b>829 522</b>

Генеральный директор  М.Ю. Слободин 31 марта 2016 г.

Публичное акционерное общество «Вымпел-Коммуникации»  
(дочерняя компания, полностью принадлежащая «VimpelCom Ltd.»)

Консолидированный отчет о прибылях и убытках  
за год, закончившийся 31 декабря 2015 г.

Прим.	За годы, закончившиеся 31 декабря	
	2015 г.	2014 г.
	<i>(Все суммы приведены в миллионах рублей, если не указано иное)</i>	
	363 322	346 155
Выручка от реализации услуг	10 749	8 133
Реализация оборудования и принадлежностей	1 167	762
Прочая выручка		
<b>Итого выручка по операционной деятельности</b>	<b>375 238</b>	<b>355 050</b>
<b>Операционные расходы</b>		
Себестоимость услуг	(100 749)	(96 821)
Себестоимость оборудования и принадлежностей	(12 933)	(9 189)
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	8 (116 039)	(108 572)
Износ основных средств	13 (58 781)	(50 699)
Амортизация нематериальных активов	14 (9 892)	(6 939)
Убыток от обесценения	9, 13, 14 (4 698)	(3 329)
Убыток от выбытия внеоборотных активов	(1 809)	(1 798)
<b>Итого операционные расходы</b>	<b>(304 901)</b>	<b>(275 345)</b>
<b>Прибыль по операционной деятельности</b>	<b>70 337</b>	<b>79 705</b>
Финансовые расходы	(26 805)	(29 104)
Финансовые доходы	2 391	13 930
Чистые отрицательные курсовые разницы	(18 236)	(21 488)
Прочие внеоперационные (расходы) / доходы (нетто)	10 (3 063)	4 473
Доля в прибыли / (убытке) совместных предприятий и ассоциированных компаний, учитываемых по методу долевого участия	12 1 173	(518)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>25 797</b>	<b>47 000</b>
Расход по налогу на прибыль	11 (4 358)	(9 742)
<b>Прибыль за год</b>	<b>21 439</b>	<b>37 258</b>
<b>Приходящаяся на:</b>		
Собственников Компании	12 19 260	36 185
Неконтролирующие доли участия	2 179	1 073
	<b>21 439</b>	<b>37 258</b>

**ОАО «МОБИЛЬНЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ**

**КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ  
ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ДЕКАБРЯ 2013 И 2012 ГОДОВ**

*(в миллионах российских рублей, за исключением количества акций)*

	Прим.	31 декабря	
		2013	2012
<b>ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ:</b>			
Денежные средства и их эквиваленты	5	30,612	22,014
Краткосрочные финансовые вложения (включая вложения в ценные бумаги, доступные для продажи, в размере 4,154 и ноль соответственно), включая вложения в связанные стороны в размере 9,235 и 101 соответственно	6	14,633	4,034
Дебиторская задолженность по основной деятельности, за вычетом резерва по сомнительной задолженности в размере 3,753 и 3,461 соответственно	7	34,554	33,372
Дебиторская задолженность связанных сторон	22	965	336
Товарно-материальные запасы и запасные части	8	8,498	8,586
Расходы будущих периодов, включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере 123 и 60 соответственно		9,811	9,905
Отложенные налоговые активы	21	7,933	6,998
НДС к возмещению		6,651	5,415
Прочие оборотные активы		3,019	1,702
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>116,676</b>	<b>92,362</b>
<b>ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА, за вычетом накопленной амортизации в размере 293,369 и 242,886, включая авансы, выданные связанным сторонам, в размере 367 и 1,024 соответственно</b>			
	9	270,660	271,781
<b>ЛИЦЕНЗИИ, за вычетом накопленной амортизации в размере 3,194 и 4,060 соответственно</b>			
	3, 10	3,202	3,293
<b>ГУДВИЛ</b>			
	3, 11	32,704	32,428
<b>ПРОЧИЕ НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ, за вычетом накопленной амортизации в размере 58,153 и 47,994, включая авансы, выданные связанным сторонам, в размере 232 и 279 соответственно</b>			
	3, 12	38,423	37,727
<b>РАСХОДЫ ПО ВЫПУСКУ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, за вычетом накопленной амортизации в размере 2,375 и 3,184 соответственно</b>			
		2,023	3,574
<b>ФИНАНСОВЫЕ ВЛОЖЕНИЯ И СРЕДСТВА, ПРЕДОСТАВЛЕННЫЕ ЗАВИСИМЫМ ПРЕДПРИЯТИЯМ</b>			
	13	13,393	5,532
<b>ПРОЧИЕ ФИНАНСОВЫЕ ВЛОЖЕНИЯ, включая вложения в связанные стороны в размере 743 и 3,024</b>			
	14	4,392	5,814
<b>ПРОЧИЕ ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ, включая ограниченные в использовании денежные средства в размере ноль и 115, отложенные налоговые активы в размере 862 и 2,186 соответственно</b>			
	21	4,051	2,467
<b>Итого активы</b>		<b>485,524</b>	<b>454,978</b>

Прилагаемые примечания являются неотъемлемой частью данной консолидированной финансовой отчетности.

ОАО «МОБИЛЬНЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ДЕКАБРЯ 2013 И 2012 ГОДОВ

(в миллионах российских рублей, за исключением количества акций)

	Прим.	31 декабря	
		2013	2012
<b>КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА:</b>			
Кредиторская задолженность перед связанными сторонами	22	3,315	2,338
Кредиторская задолженность по основной деятельности		23,864	22,588
Авансовые платежи и депозиты, полученные от абонентов		17,884	16,548
Долговые обязательства, краткосрочная часть	15	7,564	17,422
Облигации к погашению, краткосрочная часть	15	17,462	10,039
Отложенные платежи за подключение, краткосрочная часть	17	1,604	1,463
Задолженность по налогу на прибыль		997	728
Оценочные обязательства	20	27,674	25,438
Резерв по претензиям в Узбекистане	4	-	8,031
Обязательство в отношении «Бител»	27	-	6,718
Прочая кредиторская задолженность (включая обязательства по финансовой аренде в размере 38 и 163 соответственно)		1,498	2,092
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>101,862</b>	<b>113,405</b>
<b>ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА:</b>			
Облигации к погашению, за вычетом краткосрочной части	15	85,282	70,737
Долговые обязательства, за вычетом краткосрочной части	15	108,792	133,695
Отложенные платежи за подключение, за вычетом краткосрочной части	17	2,045	2,354
Отложенные налоговые обязательства	21	21,202	10,670
Обязательства по пенсионному обеспечению		1,059	1,212
Безвозмездно полученные основные средства		2,428	2,684
Прочие долгосрочные обязательства (включая обязательства по финансовой аренде в размере 10 и 49 соответственно)		3,869	3,932
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>224,677</b>	<b>225,284</b>
<b>Итого обязательства</b>		<b>326,539</b>	<b>338,689</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА БУДУЩИХ ПЕРИОДОВ И УСЛОВНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
	27		
Доля неконтролирующих акционеров, подлежащая выкупу	24	2,932	2,298
<b>КАПИТАЛ:</b>			
Обыкновенные акции (2,066,413,562 выпущенных акций на 31 декабря 2013 и 2012 годов, из которых 777,396,505 акций в виде АДА по состоянию на 31 декабря 2013 и 2012 годов)	23	207	207
Собственные акции, выкупленные у акционеров (обыкновенные акции в количестве 77,582,378 и 77,494,385 штук по состоянию на 31 декабря 2013 и 2012 годов по стоимости выкупа)		(24,482)	(24,462)
Добавочный капитал		3,019	283
Накопленный прочий совокупный убыток		(15,030)	(13,676)
Нераспределенная прибыль		188,217	148,371
<b>Итого капитал, относящийся к Группе</b>		<b>151,931</b>	<b>110,723</b>
Доля неконтролирующих акционеров, не подлежащая выкупу		4,122	3,268
<b>Итого капитал</b>		<b>156,053</b>	<b>113,991</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>		<b>485,524</b>	<b>454,978</b>

Прилагаемые примечания являются неотъемлемой частью данной консолидированной финансовой отчетности.



**ОАО «МОБИЛЬНЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ**

**КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ И СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ  
ЗА ГОДЫ, ЗАКОНЧИВШИЕСЯ 31 ДЕКАБРЯ 2013, 2012 И 2011**

*(в миллионах российских рублей, за исключением количества акций и прибыли на акцию)*

Прим.	Годы, закончившиеся 31 декабря		
	2013	2012	2011
<b>ВЫРУЧКА</b>			
Выручка от предоставления услуг и платежи за подключение, включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере 1,113 и 492 и 398 соответственно	371,950	349,338	322,546
Выручка от продажи телефонов и аксессуаров	26,493	28,902	26,025
<b>Итого выручка от реализации</b>	<b>398,443</b>	<b>378,240</b>	<b>348,571</b>
<b>ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ</b>			
Себестоимость услуг за вычетом амортизации, отдельно представленной ниже, включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере 1,186 и 692 и 468 соответственно	83,777	83,051	74,753
Себестоимость телефонов и аксессуаров	22,636	25,042	26,286
Общехозяйственные и административные расходы, включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере 2,047 и 2,097 и 1,843 соответственно	25 85,458	77,977	69,181
Резерв по сомнительной задолженности	3,106	2,606	3,189
Коммерческие расходы, включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере 1,853 и 1,941 и 2,444 соответственно	22,861	21,667	24,800
Амортизация основных средств и нематериальных активов	73,253	67,910	63,932
Прочие операционные расходы / (доходы), включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере 370 и (116) и 16 соответственно	5,594	6,193	6,135
<b>Операционная прибыль</b>	<b>101,758</b>	<b>93,794</b>	<b>80,295</b>
<b>РАСХОДЫ / (ДОХОДЫ) ОТ КУРСОВЫХ РАЗНИЦ</b>	<b>5,473</b>	<b>(3,952)</b>	<b>4,403</b>
<b>ПРОЧИЕ (ДОХОДЫ) / РАСХОДЫ</b>			
Процентные доходы, включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере 742 и 172 и 445 соответственно	(2,793)	(2,588)	(1,850)
Процентные расходы, за вычетом капитализированных процентов, включая суммы, относящиеся к связанным сторонам, в размере ноль и 367 и 12 соответственно	13 15,498	17,673	19,333
Доля в чистой прибыли зависимых предприятий	(2,472)	(869)	(1,430)
Прочие (доходы) / расходы, включая доход в размере (11,087) от урегулирования разбирательства, связанного с «Бител» в 2013 году	27 (10,636)	688	180
<b>Итого прочие (доходы) / расходы</b>	<b>(403)</b>	<b>14,904</b>	<b>16,233</b>
<b>Прибыль от продолжающейся деятельности до налогообложения</b>	<b>96,688</b>	<b>82,842</b>	<b>59,659</b>
<b>НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ</b>	<b>19,633</b>	<b>19,384</b>	<b>15,526</b>
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ ОТ ПРОДОЛЖАЮЩЕЙСЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>	<b>77,055</b>	<b>63,458</b>	<b>44,133</b>
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ / (УБЫТОК) ОТ ПРЕКРАЩЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>	<b>4 3,733</b>	<b>(32,846)</b>	<b>1,806</b>
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ</b>	<b>80,788</b>	<b>30,612</b>	<b>45,939</b>
<b>ЗА ВЫЧЕТОМ ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ, ОТНОсяЩЕЙСЯ К ДОЛИ НЕКОНТРОЛИРУЮЩИХ АКЦИОНЕРОВ</b>	<b>(949)</b>	<b>(970)</b>	<b>(3,624)</b>
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ, ОТНОсяЩАЯСЯ К ГРУППЕ</b>	<b>79,839</b>	<b>29,642</b>	<b>42,315</b>

ПАО «МОБИЛЬНЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ  
НА 31 ДЕКАБРЯ 2015 И 2014 ГОДОВ И 1 ЯНВАРЯ 2014 ГОДА  
(в миллионах российских рублей)

	Прим.	31 декабря 2015 года	31 декабря 2014 года	1 января 2014 года
<b>АКТИВЫ</b>				
<b>ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ:</b>				
Основные средства	12	302,662	299,023	269,838
Инвестиционная недвижимость		364	290	2,233
Гудвил	13	34,488	36,311	32,704
Прочие нематериальные активы	15	74,596	62,209	41,625
Финансовые вложения в зависимые предприятия	8	9,299	15,217	11,232
Прочие финансовые вложения	9	34,667	17,065	6,320
Отложенные налоговые активы	20	9,287	6,186	2,334
Авансы по налогу на прибыль		-	-	1,358
Дебиторская задолженность связанных сторон	22	3,335	-	-
Прочие финансовые активы	18	25,203	21,950	1,831
Прочие нефинансовые активы		480	-	-
<b>Итого внеоборотные активы</b>		<b>494,361</b>	<b>458,251</b>	<b>369,475</b>
<b>ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ:</b>				
Товарно-материальные запасы	11	14,510	7,509	8,498
Торговая и прочая дебиторская задолженность	10	34,542	34,463	37,016
Дебиторская задолженность связанных сторон	22	6,326	4,525	965
Краткосрочные финансовые вложения	7	49,840	9,942	14,633
Авансы выданные и расходы будущих периодов		4,648	4,278	3,149
НДС к возмещению		9,815	8,071	6,651
Авансы по налогу на прибыль		5,190	8,656	7,051
Активы, предназначенные для продажи		549	2,138	29
Денежные средства и их эквиваленты	6	33,464	61,410	30,612
Прочие активы		133	63	139
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>159,017</b>	<b>141,053</b>	<b>108,743</b>
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>		<b>653,378</b>	<b>599,304</b>	<b>478,218</b>

ПАО «МОБИЛЬНЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)  
 НА 31 ДЕКАБРЯ 2015 И 2014 ГОДОВ И 1 ЯНВАРЯ 2014 ГОДА  
 (в миллионах российских рублей)

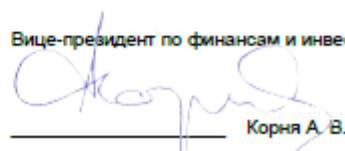
	Прим.	31 декабря 2015 года	31 декабря 2014 года	1 января 2014 года
<b>КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>				
<b>СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ:</b>				
Уставный капитал	23	207	207	207
Собственные акции, выкупленные у акционеров	23	(24,468)	(24,464)	(24,482)
Добавочный капитал		-	5,052	2,506
Нераспределенная прибыль		173,200	174,556	172,527
Накопленный прочий совокупный доход	23	11,178	13,478	1,733
Капитал акционеров Компании		180,115	168,829	152,491
Доля неконтролирующих акционеров		8,256	9,793	4,106
<b>Итого капитал</b>		<b>168,371</b>	<b>178,622</b>	<b>156,597</b>
<b>ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА:</b>				
Долговые обязательства	16	292,168	248,549	192,664
Отложенные налоговые обязательства	20	27,346	24,809	14,739
Резервы	17	2,565	2,838	4,535
Прочие нефинансовые обязательства		4,342	4,564	4,863
Прочие финансовые обязательства	18	678	522	3,321
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>327,097</b>	<b>281,302</b>	<b>220,122</b>
<b>КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА:</b>				
Торговая и прочая кредиторская задолженность		57,756	52,584	39,260
Кредиторская задолженность связанных сторон	22	1,809	4,674	3,315
Авансовые платежи, полученные от абонентов		17,451	19,355	17,884
Долговые обязательства	16	53,701	41,416	24,460
Обязательства по налогу на прибыль		831	1,368	997
Резервы	17	7,863	8,684	7,469
Обязательства, относящиеся к группе активов, предназначенных для продажи		-	227	-
Прочие нефинансовые обязательства		8,721	5,852	8,114
Прочие финансовые обязательства	18	9,778	5,220	-
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>157,910</b>	<b>139,380</b>	<b>101,499</b>
<b>ИТОГО КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>		<b>653,378</b>	<b>599,304</b>	<b>478,218</b>

Прилагаемые примечания являются неотъемлемой частью данной консолидированной финансовой отчетности.

Президент

  
 Дубовсков А. А.  
 24 марта 2016 года

Вице-президент по финансам и инвестициям

  
 Корня А. В.

ПАО «МОБИЛЬНЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ  
ЗА ГОДЫ, ЗАКОНЧИВШИЕСЯ 31 ДЕКАБРЯ 2015 И 2014

(в миллионах российских рублей, за исключением прибыли на акцию)

	Прим.	За год, закончившийся 31 декабря 2015	За год, закончившийся 31 декабря 2014
Выручка от реализации услуг связи		390,890	381,245
Выручка от реализации товаров		40,542	29,535
	26	<u>431,232</u>	<u>410,780</u>
Себестоимость услуг		130,592	119,567
Себестоимость реализации товаров	11	38,580	25,450
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	24	89,302	88,275
Амортизация основных средств и нематериальных активов		82,473	75,021
Доля в чистой прибыли зависимых предприятий – операционная часть	8	(3,457)	(3,458)
Резерв под обесценение инвестиций в неплатежеспособных банках Украины	29	1,698	5,138
Доход от возобновления деятельности в Узбекистане		-	(6,734)
Обесценение гудвила в Армении	14	3,516	-
Прочие расходы		2,689	1,819
<b>Операционная прибыль</b>		<u><b>87,859</b></u>	<u><b>105,702</b></u>
Финансовые доходы	25	(8,368)	(4,519)
Финансовые расходы	25	26,630	17,260
Убыток от курсовых разниц		6,213	17,911
Доля в чистом убытке зависимых предприятий – неоперационная часть	8	3,781	6,538
Изменение в справедливой стоимости финансовых инструментов		(1,014)	95
Прочие (доходы) / расходы		(56)	938
<b>Прибыль до налогообложения</b>		<u><b>60,673</b></u>	<u><b>67,481</b></u>
Расходы по налогу на прибыль	20	13,269	15,985
<b>ПРИБЫЛЬ ЗА ГОД</b>		<u><u><b>47,404</b></u></u>	<u><u><b>51,496</b></u></u>
Прибыль / (убыток) за год, относящаяся к:			
акционерам Компании		49,489	51,306
доле неконтролирующих акционеров		(2,085)	190
Прибыль на акцию (базовая и разводненная), в российских рублях	21	24.88 и 24.87	25.80 и 25.78

Прилагаемые примечания являются неотъемлемой частью данной консолидированной финансовой отчетности.

Президент

Дубовсков А. А.

24 мая 2016 года

Вице-президент по финансам и инвестициям

Корня А. В.