

Национальный исследовательский университет

«Высшая школа экономики»

Лицей

Дипломная работа

Оценка инвестиционной привлекательности ценных бумаг компаний сотовых-операторов, котирующихся на Московской бирже, с точки зрения стратегии пассивного инвестирования.

Выполнил Новокрещенных Александр Юрьевич

Москва 2019

Оглавление

Введение:	3
Теоретическая часть	5
Описание основного понятийного аппарата:	5
Описание метода:	8
1) Макроэкономический анализ	8
2) Отраслевой анализ.....	8
3) Анализ на уровне отдельной фирмы	10
Основная часть:	15
Глава I: Анализ факторов внешней среды, экономической конъюнктуры и их влияния на отрасль	15
Глава II: Отраслевой анализ	18
➤ Структура отраслевого рынка	19
➤ Барьеры входа на рынок	22
➤ Дифференцированность продукции, характер рыночной власти	23
➤ Структура расходов и доходов предприятия:	24
➤ Государственное и правовое регулирование	27
➤ Факторы, влияющие на спрос	28
➤ Факторы предложения	29
Вывод по отраслевому анализу:.....	30
Глава III: Анализ на уровне фирмы:	32
➤ Сопоставление результатов деятельности компаний, положение на основных рынках, изучение долгосрочных перспектив.	32
➤ SWOT анализ	34
➤ Анализ акций	38
➤ Анализ облигаций.....	43
Заключение:	45
Список литературы:	46

Введение:

Цель: Выявить акции компаний сотовых операторов, соответствующие критериям инвестиционной стратегии пассивного инвестирования, а также облигации, приведенные платежи которых позволяют получить положительную прибыль.

Ключевой вопрос: Представлены ли на Московской бирже акции компаний сотовых операторов, которые подходят под стратегию пассивного инвестирования, а также облигации, позволяющие получить положительную дисконтированную прибыль?

Обоснование актуальности: Инвестирование в фондовый рынок в последние годы набирает большую популярность и становится конкурентной альтернативой традиционному вложению денег на банковский депозит. Во-первых, это связано с доступностью разнообразной финансовой информации в интернет-источниках, а также некоторые особенности текущего Российского законодательства и текущей экономической конъюнктуры. Более того, с 2015 года появилась возможность открытия Индивидуального Инвестиционного счета, который предоставляет его владельцу избежать части налоговых вычетов и процедура открытия счета значительно упростилась, что повышает его привлекательность и доступность для населения Российской Федерации. Все эти доводы наталкивают нас на вывод о том, что заинтересованность рядового Россиянина в вопросах фондового рынка будет расти. В особенности, учитывая тот факт, что культура массового инвестирования на фондовом в рынке в России только зарождается, в отличие от развитых стран мир, к примеру США.

Человек, не обладающий обширными знаниями в финансовой сфере и не располагающий большим количеством времени для управления портфелем, вероятно, предпочтет стратегию пассивного инвестирования. Согласно материалам, изложенным в книгах: «Великие инвесторы. Практические уроки» Гленна Арнольда, «Разумный инвестор» Б. Грэхема, пассивное инвестирование—

это одна из стратегий долгосрочного инвестирования , предполагающая соблюдение определенных критериев составления инвестиционного в портфеля (они будут перечислены уже в основной части). Основная характерная специфика данного портфеля заключается в том , чтобы минимизировать потенциальные риски с учетом желаемой инвестором доходности.

Повышение заинтересованности рядового населения в вопросах фондового рынка приведет к увеличению спроса на комплексные анализ ценных бумаг из разных отраслей отечественной экономики, сделанные с расчетом на потребительские предпочтения . Одной из наиболее привлекательных отраслей для инвестирования в текущей экономической конъюнктуре и на горизонте долгосрочного планирования, является рынок телекоммуникаций, а точнее , его отдельный сегмент: оказание услуг сотовой связи. Данный сегмент характеризуется одной отличительной особенностью: в силу технологических и финансовых ограничений, на рынке могут эффективно функционировать только крупные компании, которые могут обеспечить себе постоянное должное финансирование. В связи с этим отрасль функционирует в условиях «естественной олигополии», где маленький круг компаний занимает большую часть рынка и имеет определенную рыночную власть. Более того, помимо основного вида услуг – сотовой связи, фирмы из данного сегмента охватили весь спектр телекоммуникационных услуг и продолжают стратегическое развитие , находя новые рынки и внедряя новые технологии (к примеру, запуск 5G сетей). Акции и облигации компаний из сегмента оказания услуг сотовой связи представлены на «Московской бирже» и будут являться объектами исследования.

Задачи:

- 1) Провести анализ целесообразности инвестирования в условиях текущей экономической ситуации в стране. Выявить основные внешнеполитические и макроэкономические риски для отрасли сотовой связи.
- 2) Провести отраслевой анализ в соответствии с выбранной методикой, определить основные направления развития и сопутствующие риски.
- 3) Сопоставить фирмы, находящиеся в отрасли, выделить лидеров и аутсайдеров в каждом сегменте рынка. Для каждой из изучаемых компаний провести SWOT-анализ.
- 4) Провести количественный анализ акций в соответствии с методом «Сравнительной оценки», а также анализ облигаций по модели приведенных дисконтированных потоков.
- 5) Определить акции, подходящие под критерии модели пассивного инвестирования и облигации, дающие положительную дисконтированную прибыль.

Теоретическая часть

Описание основного понятийного аппарата:

Пункт 1: Пассивное инвестирование – тип инвестирования, специфика подбора бумаг под который предполагает отсутствие необходимости часто вмешиваться в инвестиционный портфель, совершать сделки на фондовом рынке. Для описания данной стратегии была использована книга Глена Арнольда «Великие инвесторы. Практические инвесторы»¹, а конкретно глава про инвестора Бенджамина Грэхема, который определил критерии выбора ценных бумаг для основных типов инвестирования. А также необходимо обратиться к книге самого Грэхема «Разумный инвестор». Данный тип инвестирования предпочитают в

¹ Глен А. Великие инвесторы: Практические уроки от Джорджа Сороса, Уоррена Баффета и др. / пер. с англ. под ред. М.Черноглазовой – М.: Альпина Паблишер, 2014.

основном люди, которые хотят иметь дополнительный, пассивный источник заработка.

Критерии определения акций, подходящих под данную стратегию:

- 1) Эмитентом должна являться одна из наиболее крупных компаний на данном рынке
- 2) Компания выплачивает стабильные дивиденды на протяжении многих лет
- 3) Компания – эмитент имеет положительную прибыль на протяжении долгого времени
- 4) Требования к значениям основных мультипликаторов (будет раскрыто более подробно в описании метода)

Грэхем в книге «Разумный инвестор» выдвигает основные, базовые требования к некоторым мультипликаторам²:

- 4.1) Значение коэффициента P/E должно быть умеренное, не должно превышать 15.
- 4.2) Коэффициент P/BV не должен превышать 1,5
- 4.3) Соотношение между P/E и P/BV: Чем больше один, тем меньше должен быть другой и наоборот. Грэхем также приводит свое личное правило, $P/BV * P/E \leq 22,5$

Пункт 2:

- 1) Акция – эмиссионная ценная бумага , закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой.

² Грэхем Б., Цвейг Д., Разумный инвестор / пер. с англ. под ред. М.Н.Макаровой. М.: Вильямс, 2003. С.129-149.

Бывают двух видов: обыкновенные, привилегированные

Объектом исследования станут именно обыкновенные акции выбранных для анализа компаний

Дивиденд – часть прибыли, которая расходуется на выплату держателям акций.

Выплата дивидендом не является обязанностью компании.

2) Облигация – долговая эмиссионная ценная бумага, позволяющая ее держателю получить в установленный срок ее номинальную стоимость, а также других денежных обязательств.

Важные характеристики облигации, которые влияют на ее привлекательность для инвестора :

- 1) Номинальная стоимость – денежная мера, которой определяются сумма, которая должна быть выплачена держателю в момент погашения
- 2) Срок до погашения
- 3) Амортизация – номинальная стоимость облигации может выплачиваться не целиком в период погашения, а частями. Данная характеристика
- 4) Оговорка об отзыве – если у облигации присутствует данная характеристика, то эмитент имеет право изъять облигацию из обращения, выплатив при этом номинальную стоимость. При этом, будущие купонные выплаты не будут погашены.
- 5) Купонные выплаты – облигацией может быть предусмотрены дополнительные выплаты в процентном выражении от номинальной стоимости.
- 6) Накопленный купонный доход – если облигация покупается не в момент ее выпуска, то чтобы ее купить необходимо помимо рыночной цены заплатить купонный доход, который накапливался до данного момента времени

Описание метода:

В качестве основного метода оценки обыкновенных акций будут использоваться методы фундаментального анализа. Согласно книге У. Шарпа, под фундаментальным анализом стоит понимать прогнозирование движения котировок ценных бумаг в долгосрочном периоде путем трехэтапного анализа: макроэкономического, отраслевого, на уровне конкретной фирмы. Рассмотрим каждый этап анализа по отдельности.

1) Макроэкономический анализ

Данный элемент фундаментального анализа помогает выявить ряд факторов, которые в значительной степени влияют на принятие дальнейших инвестиционных решений. Во-первых, с самого начала проводится выявление целесообразности инвестирования в данной экономической конъюнктуре. Нужно оценить стадию экономического цикла: подъем или рецессия. После этого принимается решение о выборе отрасли: во время кризисных ситуаций есть смысл выбирать лишь компании, основывающие фундамент экономики страны, которые получают финансирование и находятся в стабильном положении. Во времена подъема, наоборот, можно уделить внимание новым быстрорастущим отраслям. На данном этапе также определяется характер оптимальной инвестиционной стратегии. Рассматриваются показатели динамики ВВП, уровня безработицы и инфляции, ключевой ставки ЦБ, динамике валютных курсов и цен для важных для экономики ресурсов (к примеру, на нефть или

2) Отраслевой анализ

Проводится с целью того, чтобы выяснить реальное положение дел в отрасли, ее текущих лидеров и аутсайдеров, а также генеральные пути развития для отрасли в целом.

Отраслевой анализ будет проводиться в рамках схемы анализа отраслевых рынков, представленной в учебнике Л.В.Роя «Анализ отраслевых рынков». В данной книге приводятся две базовых модели, согласно которым проводится

анализ: Гарвардская, Чикагская.³ Анализ будет проводиться на основе Гарвардской схемы, при этом с внедренными и исключенными элементами структуры, которые адаптированы согласно цели анализа.

Структура отраслевого рынка:

- Количество фирм, доли рынка отдельно взятого предприятия.
- Барьеры входа на рынок для новых игроков.
- Характер дифференциации продукции на рынке.
- Структура затрат и доходов фирм.

Государственное регулирование:

- Налоговая политика: взимаются ли дополнительные налоги и пошлины
- Субсидирование
- Ценовой контроль
- Отраслевой рынок, как сфера государственного интереса – является ли данная отрасль важной и необходимой для функционирования государства. Это напрямую влияет на то, будет ли государство осуществлять закупки из бюджетных денег.
- Регулирование фирм
- Антимонопольное воздействие

Факторы спроса:

- Наличие товаров (услуг) субституттов
- Характер маркетинга
- Рынки сбыта
- Сезонность

³ Рой Л.В, Третьяк В.П., Анализ отраслевых рынков учебник. М.:Инфра-М, 2008. С. 13

Факторы предложения

- Сырье, поставщики расходных материалов
- Технологии производства
- Издержки на единицу продукции

3) Анализ на уровне отдельной фирмы

Для изучения и сопоставления фирм, находящихся в отрасли, на качественном уровне, необходимо выяснить особенности функционирования и конкурентного положения каждой в долгосрочном периоде. Есть две категории факторов, имеющие влияние на данные характеристики: внешние и внутренние. Последние связаны с тем, какой путь стратегического развития использует фирма: ценовая политика, выход на новые рынки, повышение качества и т.п. Внешние факторы – это те события, которые могут произойти вне зависимости от воли компании и повлиять на результаты ее деятельности, положение на рынке. Чтобы учесть обе типологии, часто используется методика SWOT-анализа. Для каждой компании составляется таблица, включающая колонки: сильные стороны, слабые стороны, возможности, угрозы.

Количественный анализ будет представлять из себя анализ ценных бумаг компании, который позволяет учесть эффективность операционной деятельности фирмы на протяжении многих лет, характер ее долговой нагрузки, а также ожидания инвесторов по поводу ее будущих финансовых успехов

Анализ акции:

В качестве основной методики для анализа акций, в исследовании будет использоваться «сравнительная оценка», основные положения которой описаны

в книге Асвата Дамодарана.⁴ Данный метод является одним из основных, наравне оценкой дисконтированных денежных потоков. Между ними существует значительная разница, потому что метод дисконтированных денежных поток оценивает «внутреннюю стоимость» ценной бумаги, она формируется независимо от положения дел на финансовом рынке. «Сравнительная оценка» же изучает относительную стоимость акции, то есть, учитывающую положение дел в отрасли у схожих компаний и конъюнктуру рынке ценных бумаг, что лучше отражает будущее движение котировок. В идеале необходимо использовать оба подхода к изучению стоимости акции, но, в конце концов, возникает проблема синтеза выводов на основе обоих анализов, ведь результаты могут получиться совершенно различными.

Базисом для сравнительной оценки является расчет и сопоставление финансовых мультипликаторов, высчитанных для каждой компании в отрасли. Финансовые мультипликаторы – отношения различных величин, связанных с деятельностью компании, которые позволяют с помощью количественного анализа перейти к качественным выводам о деятельности компании, характеристики акций. Каждый мультипликатор имеет свою функцию при анализе ценной бумаги.

Мультипликаторы, которые будут использованы для анализа:

1.1) P/E

P – цена обыкновенной акции (на период издания отчета)

$E = (\text{Чистая прибыль}) / (\text{количество обыкновенных акций в обращении})$

Показатель стоит рассматривать в исторической динамике, сопоставляя его со средним показателем по отрасли. Если P/E в среднем меньше, чем у других компаний в отрасли, значит компания имеет долгосрочную перспективу в сторону справедливой оценки, то есть ее стоимость повысится. Если P/E в

⁴ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. Под ред. М.Чекулаева, О.Осадчая М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. С.24

среднем больше, чем у других компаний в отрасли, то в долгосрочной перспективе ее рыночная стоимость должна уменьшаться. Однако при сравнении данных показателей, необходимо убедиться, что компании сопоставимы. Это определяется тем, что у них идентичные бизнес модель, источники доходов и категории расходов.

Согласно книге «Принципы корпоративных финансов» Бейли Р. данный коэффициент нельзя трактовать однозначно во всех случаях.⁵ Все зависит от специфики рассматриваемого рынка и определенной ценной бумаги. Высокий коэффициент P/E может говорить о том, что участники рынка верят в рост прибыли компании, ее прибыли являются надежными. Но также его высокое значение может быть связано лишь с тем, что прибыль в конкретный год резко уменьшилась в силу определенных временных обстоятельств.

1.2) PEG

$$PEG = (P/E)/(\text{ожидаемые темпы роста ЧП})$$

Данный мультипликатор, в отличие от P/E, позволяет аналитику сделать поправку на тот факт, что прибыль компаний в отрасли растет различными темпами.⁶

Механизм трактовки идентичен P/E.

1.3) P/BV

P– цена обыкновенной акции (на период издания отчета)

BV-балансовая стоимость одной акции (собственный капитал на одну единицу обыкновенной акции)

⁵ Брейли Р.А., Майерс С.К. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. под ред. Т.Б.Крыловой. М.: Олимп-бизнес, 1997. С. 58

⁶ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. Под ред. М.Чекулаева, О.Осадчая М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. С. 651

$BV = (\text{активы} - \text{пассивы} + \text{денежные средства и их эквиваленты}) / (\text{кол-во акций в обращении})$

Суть данного мультипликатора заключается в сравнении реальной стоимости компании и ее рыночной капитализации. Если реальная стоимость компании больше, чем она стоит в номинальном выражении, то рынок должен в конечном итоге оценить ее правильно, в сторону повышения котировок ценных бумаг.

$0 < P/BV < 1$ – акции компании недооценены

$P/BV > 1$ вероятно недооценены или оценены правильно

Однако, данный показатель также неточно отражает всю суть, потому что компания в силу специфики своего функционирования может не иметь большого количества материальных активов (к примеру, бизнес, завязанный на интернете). Тем не менее, BV будет для нее автоматически занижен, а значит и P/BV будет принимать высокие значения. Однако, тем не менее, переоценки может и не быть. Данные факторы стоит учитывать.

1.4) EV/EBITDA

$EV = \text{рыночная капитализация} + \text{чистый долг}$

Чистый долг = Долгосрочные кредиты + краткосрочные кредиты – денежные средства и эквиваленты.

$EBITDA = \text{прибыль до уплаты налогов} + \text{амортизация} + \text{проценты уплаченные} - \text{проценты полученные}$

Экономический смысл данного показателя заключается в следующем: Если бы инвестор покупал компанию целиком с долгами, то за сколько бы он смог ее окупить на денежные средства, генерируемые компанией, однако неочищенные от влияния очень волатильных элементов. К примеру, компания может в один год выплатить очень большой процент, ее чистая прибыль будет занижена. $EBITDA$ же учитывает реальные результаты деятельности фирмы. Показатель также хорошо применим для сопоставления фирм, у которых отрицательная

чистая прибыль. В основном, его трактовка вполне однозначна, чем меньше данный показатель – тем лучше.

$$1.5) \text{ ROE} = (\text{Чистая прибыль компании на акцию})/(\text{Балансовая стоимость акции})$$

Его также называют показателем рентабельности собственного капитала. Чем выше данный показатель, тем лучше компания способна генерировать прибыль на единицу капитала.

Анализ облигаций:

При анализе облигаций стоит учитывать, что деньги, которые имеет сегодня какую-то стоимость, не будут иметь ту же ценность через год. Поэтому, необходимо привести все будущие платежи по облигации к текущему моменту времени.

$$\text{NPV (Чистая приведенная стоимость)} = \text{CF}(1)/(1+r)^1 + \text{CF}(2)/(1+r)^2 + \dots + \text{CF}(n)/(1+r)^n - \text{CF}(0)$$

CF – денежный поток (включает себя выплату купона, части номинальной стоимости облигации)

n- количество периодов выплат

r- ставка дисконтирования (учитывает обесценивание денег по времени) . За ставку r чаще всего на практике принимают ставку рефинансирования Центрального Банка

В данном случае NPV – неизвестная. Если $\text{NPV} > 0$, то облигация выгодная для инвестирования

Этот метод является фундаментальным, на его основе существуют и другие показатели, IRR (внутренняя норма доходности), YTC (доходность к погашению). Однако, они используют тот же базовый принцип.

Основная часть:

Глава I: Анализ факторов внешней среды, экономической конъюнктуры и их влияния на отрасль

При наличии заинтересованности в конкретной отрасли национальной экономике, необходимо понять, каким образом функционирует внутренний рынок в целом и является ли сложившаяся экономическая и политическая ситуация благоприятной для инвестирования.

Экономическая ситуацию в РФ на данный момент можно охарактеризовать, как стабильную. Темпы инфляции являются низкими: 4,2% и 2,5% по состоянию на 2018 и 2017 г соответственно. Подобное увеличение уровня цен практически не имеет влияние на совокупный спрос в экономике, а значит не затронет остальные важные макроэкономические показатели: ВВП, уровень безработицы. Внутренний Валовой Продукт продолжает расти убывающими темпами. Безработица по состоянию на июнь 2019 г составила 4,5%, тем самым обновив исторический минимум. Тем не менее, стабильная экономическая ситуация всегда может обратиться в долгую и затяжную рецессию. Так что выделим основные факторы риска, связанные с изменением стадии экономического цикла, а также внутренней и внешней макроэкономической политики:

1) *Ослабление курса национальной валюты*

Ослабление национальной валюты по отношению к доллару (к примеру по причине падения цен на нефть) приведет к тому, что импортировать телекоммуникационное оборудование из-за рубежа станет дороже и издержки предприятий повысятся. А, соответственно, норма прибыли в отрасли станет меньше.

Итог: уменьшение нормы прибыли в отрасли, снижение инвестиционной привлекательности

2) *Экономическая рецессия*

Данное комплексное явление безусловно затронет многие стороны функционирования предприятия внутри отрасли сотовых операторов. Однако, в итоге основных влияния будет два: уменьшение нормы прибыли, снижение притока иностранного капитала, замедление инвестиционной активности и нежелание инвесторов пользоваться существующими у компаниями финансовыми инструментами.

Итог: уменьшение нормы прибыли в отрасли, снижение инвестиционной привлекательности

3) *Увеличение темпов инфляции*

На данный момент центральный банк проводит политику таргетирования инфляции на уровне 4%. То есть по средством изменения ключевой ставки (ставки, по которой ЦБ выдает кредиты коммерческим банкам) происходит регулирование денежной массы в экономике и изменяются темпы инфляции. Если они начинают превышать уровень установленного таргета, то ЦБ повысит ключевую ставку и компании смогут получить кредиты по более высоким ставкам, а значит капитальные вложения уменьшаться, что повлияет на получаемые доходы предприятий в долгосрочном периоде. Привлекать заемные средства с помощью сторонних инструментов станет также невыгодно, поскольку инвесторы сделают поправку требуемой доходности на инфляцию.

Итог: затруднение процедуры привлечения заемных средств, удорожание кредита. Сокращение инвестиционных расходов компаний, снижение общей деловой активности. Соответственно, это приведет к тому, что на фондовом рынке произойдет падение котировок.

4) *Уменьшение кредитного рейтинга РФ*

Кредитные рейтинги отечественных компаний напрямую зависят от кредитного рейтинга государства, в котором они функционируют. Понижение кредитного рейтинг РФ, снизит доступность заемных средств от иностранных инвесторов. Это негативно повлияет на деятельность компаний сотовых операторов.

Итог: Снижение доступности кредитных средств, замедление роста основных показателей, ухудшение положения на финансовых рынках.

Тем не менее в исследовании не будет приведена оценка рисков , которые были перечислены выше . Это допустимо по нескольким причинам. Во-первых, будучи рисками, связанными с экономической ситуацией в стране в целом, они в первую очередь влияют на общие макроэкономические показатели и в той или иной степени затрагивают одинаковые механизмы в каждой отрасли , что почти никак не влияет на их относительное преимущественное положение в глазах потенциального инвестора. Тем более, согласно материалу статьи А.А. Лоткова «Рынок телекоммуникаций: современное состояние и развитие»⁷ телекоммуникационная отрасль характеризуется почти полным отсутствием влияния кризисных ситуаций на характер потребительского спроса, поскольку люди отказываются от услуг обмена информацией только в крайних случаях. Население, бизнес и муниципальные организации испытывают огромную потребность в данном типе услуг и их потребительский спрос будет не будет сокращаться в большой степени в связи с падением величины реальных доходов, вызванным спадом в экономике. Во-вторых, специфика проводимого исследования предполагает сравнительную оценку компаний в данной отрасли. Так как компании сотовые оператору имеют примерно одинаковую структуру расходов, источников дохода, идентичную клиентскую базу, характер предпочтений от государства.

⁷ Лотков А.А Рынок телекоммуникаций: современное состояние и развитие // Социально – экономический процессы и явления 2001. С. 144-147.

Факторы риска из-за особенностей внешней политики:

1) Ограничение поставок необходимого оборудования из-за рубежа:

Специфика отрасли предполагает наличие огромной системы сложного и дорогого оборудования, которое отчасти закупается у иностранных производителей телекоммуникационного оборудования, по причине того, что отечественные компании не обладают подобными технологическими новинками. Основными поставщиками подобных устройств являются компании: Huawei (Китай), Cisco (США), Nokia (Финляндия), Fujitsu (Япония). В силу политэкономических конфликтов со стороны иностранных государств могут налагаться торговые запреты. Однако, как мы видим, оборудование предоставляется не только странами запада, но также и азиатскими государствами. Наличие подобной дифференцированной сети поставщиков делает степень опасности данного риска более ограниченной, но не нивелирует его негативные последствия. Которые могут заключаться в том, что компания несет дополнительные издержки на реорганизацию технического оснащения.

Потенциальные последствия: Увеличение капитальных издержек на масштабную реорганизацию цепи оборудования, временная потеря качества связи

Глава II: Отраслевой анализ

В отраслевой экономике есть четкое устоявшееся понимание телекоммуникационного сектора. Преимущественная бизнес модель компаний, входящих в него является оказание услуги дистанционной передачи какой-либо информации. Данное понятие слишком широко , ведь услуги компаний , входящих в него , имеют колоссальные отличия друг от друга и предназначены для разного рода потребителей. Поэтому есть возможность дальнейшего рассмотрения телекоммуникационного сектора, только на более мелком уровне. Наиболее крупной и важной является отрасль операторов сотовой связи. Вне

сомнения, они оказывают ряд других услуг, но основа их бизнес модели и поле для конкуренции базируется на данном виде деятельности.

Услуги операторов связи оказывают два типа компаний: федеральные, региональные. Первые работают во всех регионах страны, а также в странах ближайшего зарубежья, в то же время вторые специализируются на оказании своих услуг в 1-2 регионе РФ. Самыми крупными компаниями в отрасли являются федеральные, которые по совместительству листингуются на бирже и выпускают ценные бумаги в публичное обращение. В связи с данным фактом фокус исследования будет смещен к анализу именно данных компаний.

➤ Структура отраслевого рынка

Список компаний:

1) ПАО «МТС»

1.1) Услуги: фиксированная телефонная связь, сотовая связь, доступ широкополосного интернета, услуги по оказанию телевизионной связи, розничная торговля.

1.2) Преимущественная бизнес модель: сотовая связь

1.3) Абонентская база (согласно данным годового отчета на состояние 2018)⁸:

78 млн – абоненты сотовой связи (31% рынка)

104,7 млн – общая абонентская база

1.4) Географическое присутствие: все субъекты РФ + Армения, Беларусь, Украина, Узбекистан и Таджикистан

1.5) Ценные бумаги, права владения: Акции и облигации компании представлены на ММВБ. Крупнейший пакет у ПАО «АФК Система» - 45,81%

⁸ Годовой отчет ПАО «МТС» за 2018 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: https://moskva.mts.ru/upload/contents/10677/Annual_Report_2018_rus.pdf

- 2) ПАО «Мегафон»
 - 2.1) Услуги: тот же спектр услуг , что и у МТС
 - 2.2) Преимущественная бизнес модель: сотовая связь
 - 2.3) Абонентская база: 75,2 млн – сотовая связь (29,4% рынка)
 - 2.4) Географическое присутствие: все субъекты РФ + республика Абхазия , Таджикистан и Южная Осетия
 - 2.5) Ценные бумаги, права владения: 27 декабря 2018 г. стало известно об обязательном выкупе акций ПАО «Мегафон» у миноритарных акционеров. Структура акционерного капитала: 70,3% - USM Group, 29,3% - Мегафон Финанс.⁹
- 3) ПАО «Вымпел-Коммуникации»
 - 3.1) Услуги: тот же спектр услуг
 - 3.2) Преимущественная бизнес модель: сотовая связь
 - 3.3) Абонентская база: 55,3 млн – сотовая связь (22,47% рынка)
 - 3.4) Географическое присутствие: Компания является владельцем бренда «Билайн», под которым она осуществляет услуги на территории РФ и некоторых других стран.
 - 3.5) Ценные бумаги, права владения: С 2010 компания входит в холдинг «Veon Ltd.». Консолидированные акции компании «Вымпелком» и «Киевстар» котируются на NYSE, NASDAQ и.т.д. Структура акционеров: 43,9 % - Альфа групп, 35,42% - Telenor.
- 4) ПАО «Ростелеком»
 - 4.1) Услуги: тот же спектр услуг
 - 4.2) Преимущественная бизнес модель: Широкополосный доступ в интернет , фиксированная связь , сотовая связь (бренд Теле2)
 - 4.3) Абонентская база: ШПД – 12 млн (41% рынка)
Платное телевидение – 10,2 млн (37% рынка)

⁹ Годовой отчет ПАО «Мегафон» за 2018 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: https://corp.megafon.ru/ai/document/11550/file/godovoj_otchet_za_2018_god.pdf

Сотовая связь (холдинг «Теле2 Россия») – 42,3 млн (22% рынка)

4.4) Географическое присутствие:

4.5) Ценные бумаги, права владения: Акции и облигации компании котируются на ММВБ. Структура владения: РФ (Росимущество) – 45,04%, Внешэкономбанк – 3,96% , ООО «Мобител» - 12,01%. Компания Ростелеком также на данный момент достигла в договоренности в сделке о покупке 100% акций компании «Теле2 Россия».

5) ПАО «МГТС»

5.1) Услуги: тот же спектр услуг

5.2) Преимущественная бизнес-модель: Услуги фиксированной телефонной связи, цифровое и спутниковое телевидение, широкополосный доступ в интернет.Сотовая связь составляет ничтожно малую долю доходов компании

5.3) Абонентская база: сотовая связь – более 320 тыс. (

Общая абонентская база – 5,5 млн

5.4) Географическое присутствие: Москва и МО

5.5) Ценные бумаги, права владения: Листингована на ММВБ. Имеет как обыкновенные, так и привилегированные акции. Структура владения: МТС – 99,1% (обыкновенные) , 69,7% (привилегированные). Находятся в свободном обращении.

Компания МГТС несмотря на то , что ее ценные бумаги представлены на ММВБ , не будет рассматриваться в качестве потенциального инвестиционного проекта в рамках исследования. Она не вписывается в конкурентную борьбу в рамках глобального Российского рынка сотовой связи. Во-первых, по той причине, что компания представлена только в одном регионе РФ , в Москве. Во-вторых, по той причине, что сотовая связь не является важным , приоритетным направлением деятельности компании.

Вымпелком так же не в полной мере впишется в проводимое исследование, поскольку ценные бумаги эмитента очень ограничены для покупки обычным Российским инвесторам, законы американского рынка имеют разительные отличия.

➤ Барьеры входа на рынок

- Невозможность привлечения необходимого количества заемного капитала

Компания, чтобы развернуть собственную телекоммуникационную сеть, должна реализовать приток большого количества стартовых инвестиций. Сделать это можно на основе заемных средств либо включением крупных инвесторов в акционерную структуру компании. В связи с тем, что риск неуспеха является высоким, то и ставка доходности для «кредитора» тоже должна быть оправданной величины. Однако норма прибыли для отрасли является низкой. Поэтому представляется невозможной ситуация, когда компания открывается лишь на основе заемных средств или денег инвесторов (к примеру за счет листинга акций). Развертывание сети и привлечение клиентов в данной отрасли занимает долгий промежуток времени, в рамках которого компания не функционирует и не генерирует денежные потоки, а только требует новых капиталовложений

- Невозможность привлечения клиентов

Особенность рынка сотовой связи заключается в том, что все клиенты уже поделены между основными компаниями на рынке. При этом мобильность абонентской базы чрезвычайно низка, поскольку люди предпочитают заключать договоры об оказании услуг на долгий срок, выбирая наиболее выгодный тариф и оставаясь на нем на протяжении многих лет. Смена оператора связана с большими транзакционными издержками для человека, что, конечно, частично нивелируется тем, что можно перейти на услуги другого оператора с возможностью сохранения номера, но проблема не исчезает. Однако все усложняется и тем, что новая компания не может

изначально развернуть сеть на всей территории России, возможности оказания ею услуг будут сильно ограничены технически . в связи с чем клиенты предпочтут остаться у своих операторов, даже если цена у конкурента будет значительно ниже.

- Приход на рынок виртуальных операторов

Тем не менее, вопреки всем приведенным ограничениям, на рынок могут выйти другого рода компании – виртуальные операторы. Они заключают с крупными телекоммуникационными компаниями договор

по использованию их сетевой инфраструктуры для осуществления своей деятельности на ее основе. При этом, существующие компании не страдают от подобного рода конкуренции, ведь доля виртуальных операторов все еще очень мала, их технические возможности не подходят для обслуживания большого количества клиентов. Напротив, они получают выгоду от MVNO (mobile network virtual operator) за счет тех денег , которые платят виртуальные за эксплуатацию оборудования.

➤ Дифференцированность продукции, характер рыночной власти

Согласно материалам исследования «Конкуренция в телекоммуникационной отрасли: сетевой рынок в условиях продуктовой дифференциации»¹⁰ , рынок телекоммуникационных услуг является примером сетевой олигополии , где продукция имеет ограниченный характер дифференцируемости. То есть, существенной качественной разницы между характеристиками услуг двух отдельно взятых предприятий не прослеживается. Однако сказывается субъективное восприятие потребителем того факта, что услуги на рынке сотовой связи являются несовершенными субститутами. Таким образом, фирмы получают рыночную власть и имеют возможность повышать цены на свои

¹⁰ Розанова Н.М., Буличенко Д.А. Конкуренция в телекоммуникационной отрасли: сетевой рынок в условиях продуктовой дифференциации // Terra economicus 2011г. С. 17-32.

услуги, при наличии на это объективных причин (высокое качество услуг, высокая репутация). Таким образом, дифференциация продукции на рынке является вертикальной. То есть, чем выше качество товара, тем, соответственно, выше полезность потребитель и цена, которую он готов заплатить. Рассматривая математическую модель взаимодействия двух фирм на рынке (которые устанавливают уровень качества и цену товара), исследователи приходят к следующим выводам. Если товар воспринимается потребителем как не дифференцированный (то есть, имеющий идентичные свойства у каждой фирмы), то на рынке останется только одна компания, которая станет естественным монополистом. Если же товар будет казаться потребителю дифференцированным, то рынок будет поделен на сегменты, в рамках которых составы компаний и их относительные доли охвата рынка будут оставаться постоянными, даже при условии его расширения (притока покупателей со схожими интересами). Компании в рамках отрасли сотовой связи добиваются эффекта дифференциации продукции путем введения различных тарифных планов, активного позиционирования отличительных черт своей продукции, проведения характерных маркетинговых кампаний.

➤ Структура расходов и доходов предприятия:

Информация о том, за счет чего формируются денежные потоки у компании представляется очень важной при дальнейшем анализе. Можно понять, как компания может оптимизировать свои расходы и увеличить доходы, а, соответственно, увеличить норму прибыли. Более того, появляется возможность оценить риски, связанные с источниками формирования у компании денежных потоков. Согласно материалам статьи «Классификация затрат телекоммуникационных компаний по бизнес-процессам», можно привести

следующую таблицу.¹¹ Будут приведены расходы, характерные только для отрасли телекоммуникационные.

Категория расходов	Составные части
Оказание услуг связи	<ol style="list-style-type: none"> 1) Оплата труда 2) Маркетинговые расходы 3) Расходные материалы, необходимые для оказания услуг 4) Обязательные отчисления. пошлины 5) Услуги межсетевого взаимодействия
Повышение качества связи	<ol style="list-style-type: none"> 1) Введение в эксплуатацию технологических новшеств и их обслуживание 2) Усовершенствование технологии оказания услуг, процессов труда и управления
Расходы на эксплуатацию биллинговых систем	<ol style="list-style-type: none"> 1) Затраты на обслуживание технического оборудования 2) Амортизация биллингового оборудования 3) Затраты на рассылку счетов клиентам
Эксплуатация сетевого оборудования, линий связи	<ol style="list-style-type: none"> 1) Зарплата задействованных работников

¹¹ Туякова З.С, Чермушникова Т.В Классификация затрат телекоммуникационных компаний по бизнес-процессам // Вестник Оренбургского государственного университета 2013г. С.233-240.

	2) Ремонт и эксплуатация 3) Амортизационные отчисления 4) Капитальная реорганизация сетевого оборудования 5) Электроэнергия
--	---



Внешние причины увеличения расходов (независящие от деятельности предприятия):

1) Ослабление национальной валюты

Значительная часть расходов, обязательств предприятий номинирована в долларах США, при этом потоки доходов числятся в национальной валюте. Расходы могут вырасти непропорционально сильно, если рубль упадет.

2) Особенности технологического развития в отрасли связи предполагают, что компании должны постоянно реорганизовывать сеть в соответствии с последними новшествами технического прогресса. К примеру, скоро будет

повсеместно внедряться технология 5G. Это требует огромных капитальных вложений , при этом приносить доходы технология станет нескоро.

- 3) Возможное увеличение налогов, стоимости лицензий на данный вид деятельности.
- 4) Увеличение расходов и себестоимости услуг из-за правового регулирования и особых государственных требований. К примеру, осуществление закона «Яровой» потребовало больших капиталовложений для компании «Мегафон», которая даже приостановила выплату дивидендов.

➤ Государственное и правовое регулирование

- Налоговая политика

Компании операторы связи выплачивают налоги , идентичные тем налогам , которые выплачивают остальные юридические лица (НДС, налог на прибыль предприятия и т.д.) . Тем не менее, согласно Федеральному закону «О связи», оператор сотовой связи вынужден также выплачивать ежегодные платежи, зависящие от ширины используемых частот, технологичности оборудования и количества радиочастот.

- Вмешательство в ценообразование на рынке

Согласно ФЗ «О связи» ст. 26, «тарифы на услуги связи устанавливаются оператором связи самостоятельно, если иное не предусмотрено настоящим Федеральным законом и законодательством Российской Федерации о естественных монополиях». Согласно материалам реестра ФАС «Субъекты естественных монополий, в отношении которых осуществляется государственное регулирование и контроль», услуги сотовой связи не числятся в списке, а , значит, компании могут сами устанавливать цены на свои услуги. И государство не вмешивается в их ценообразование. Тем не менее, услуги

фиксированной связи попадают под прямую юрисдикцию ФАС, в частности деятельность компании МГТС и Ростелеком в Москве.

- Рынок, как сфера государственного интереса

Государство напрямую заинтересовано в развитии отрасли услуг связи, поскольку в мире информационных технологий каналы связи важны как для нужд населения, так и для нужд правительства. В сфере государственного интереса основную роль играет компания Ростелеком, которая является единоличным поставщиком услуг фиксированной связи для правительственных структур. Более того, данная компания имеет огромную долю госучастия и государство заинтересовано в увеличении ее нормы прибыли.

➤ Факторы, влияющие на спрос

- Наличие товаров заменителей

Услуги сотовой связи, являющиеся основным источником дохода для изучаемых компаний, не имеют близких заменителей на данном этапе развития технологий. Лишь побочные виды деятельности компании сталкиваются с конкуренцией. К примеру, телевидение замещается онлайн сервисами по подписке.

- Степень эластичности спроса по цене

Спрос на услуги отдельной компании характеризуется низкой степенью реакции изменения величины спроса на изменение цены. Объяснить это можно несколькими эффектами. Во-первых, люди предпочитают заключать с оператором долгосрочные контракты, а поиск нового связан с высокими альтернативными издержками. Если же говорить о совокупном спросе на услуги сотовой связи, то он характеризуется почти полным отсутствием реакции изменения количества потребляемых услуг от цены на продукцию.

- Рынки сбыта

Если говорить о территориальных рынках сбыта, то сотовые операторы охватили всю территорию России , часть стран СНГ , а также некоторые другие государства. Возможности для дальнейшего экстенсивного роста ограничены. Если говорить о площадках, на которых компании предлагают свои услуги, то операторы используют все данные им возможности. Они продают услуги через салоны связи, интернет ресурсы, осуществляет оказание услуг в рамках тендеров от частных и государственных компаний.

- Сезонность

Услуги компаний сотовых операторов обладают определенным сезонным характер. Во второй половине года люди чаще уходят берут отпуска, а, соответственно, расходуют больше денег на услуги связи . Поэтому операционная прибыль сотовых операторов во втором полугодии чаще всего больше.

➤ Факторы предложения

- Сырье, поставщики расходных материалов

Риски потери иностранных поставщиков оборудования были рассмотрены в Главе 1.

- Технологии

Как уже было замечено ранее, компании в данной отрасли вынуждены постоянно внедрять новые технологии, несмотря на то, что их реализация стоит больших капиталовложений и начинает приносить доход лишь через определенный промежуток времени. Иначе технологию внедрит другая компания и переманит к себе всех абонентов.

- Издержки на единицу продукции

Данный параметр невозможно объективно оценить в численном выражении. Дело в том, что стоимость передачи будет варьироваться в зависимости от региона, поскольку пропускная способность сети различная, отличаются также стоимость электричества и оплаты туда. При этом, люди в различных регионах потребляют различное количество трафика. Можно отметить лишь устойчивую тенденцию: себестоимость передачи информации в связи с развитием технологического прогресса уменьшается, но при этом тарифные планы также реагируют на эти изменения, в них предлагают больше большее количество трафика за те же деньги. Тем не менее, изменение тарифных планов не успевают за удешевлением производства и компании могут извлекать большую норму прибыли.

Вывод по отраслевому анализу:

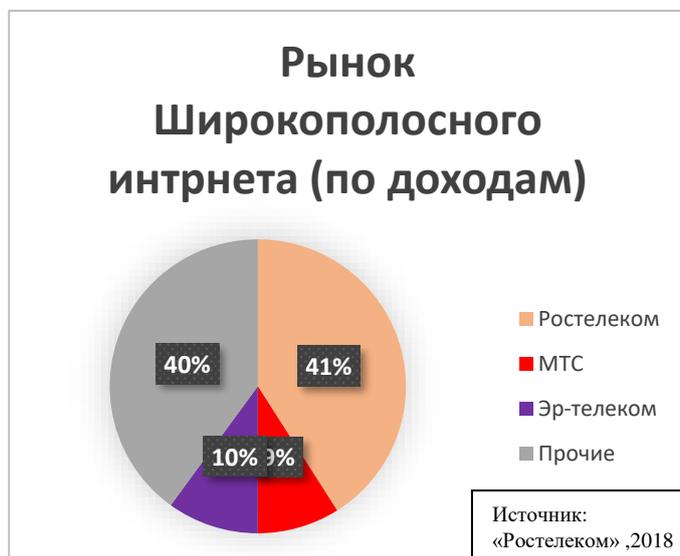
Отрасль оказания услуг сотовой связи имеет высокую внутреннюю стабильность: новые игроки не имеют возможности выйти на рынок по вышеперечисленным причинам. Поэтому структура компаний и характер конкуренции между ними меняться не будет, изменениям подлежат лишь относительные доли абонентской базы, которые зависят от успешного стратегического развития компанией своего бизнеса, повышением качества продукции. Также важным положительным фактором является то, что на рынке складывается абсолютно свободное ценообразование, почти не зависящее от внешнего влияния. Государство в лице ФАС не вмешивается в процесс установки тарифов на мобильную связь. У услуг сотовой связи нет близких заменителей и спрос на эти услуги характеризуется низкой эластичностью, что помогает компаниям в полной мере реализовывать свою ценовую власть при отсутствии потерь абонентов. Нужно отметить негативные стороны функционирования отрасли: сильная зависимость нормы прибыли предприятий от валютного курса, отсутствие Российских поставщиков телекоммуникационного оборудования (могут появиться проблемы в связи с введением санкций), постоянная необходимость предприятия расширять свои

капитальные мощности и внедрять новые технологии (сильное увеличение капиталовложений и долгий период окупаемости технологий). Однако на данный момент цикл изменения технологий увеличивается, что позволит реже реорганизовывать сеть и дольше извлекать прибыль из технологии. Таким образом, можно сделать вывод о том, что отрасль ожидает устойчивое долгосрочное развитие на основе выбранных компаниями стратегий развития, при наличии несущественных рисков увеличения расходов. Тем самым мы подтверждаем факт, что акции компаний из отрасли сотовых операторов могут подходить под стратегию долгосрочного пассивного инвестирования.

Глава III: Анализ на уровне фирмы:

- Сопоставление результатов деятельности компаний, положение на основных рынках, изучение долгосрочных перспектив.

- Широкополосный доступ в интернет



Данный сегмент рынка связи является одним из основных для федеральных операторов связи. Согласно материалам годового отчета компании МТС, рынок ШПД начинает сбавлять темпы своего роста, но он еще имеет потенциал

дальнейшего развития.

Поскольку степень

проникновения услуги еще не достигла предельного значения, даже по сравнению с иностранными рынками. Несомненный лидер рынка – компания Ростелеком. МТС занимает небольшую долю рынка, в то время как Мегафон и Вымпелком почти не занимаются развитием в условиях данного сегмента.



- Рынок телевидения

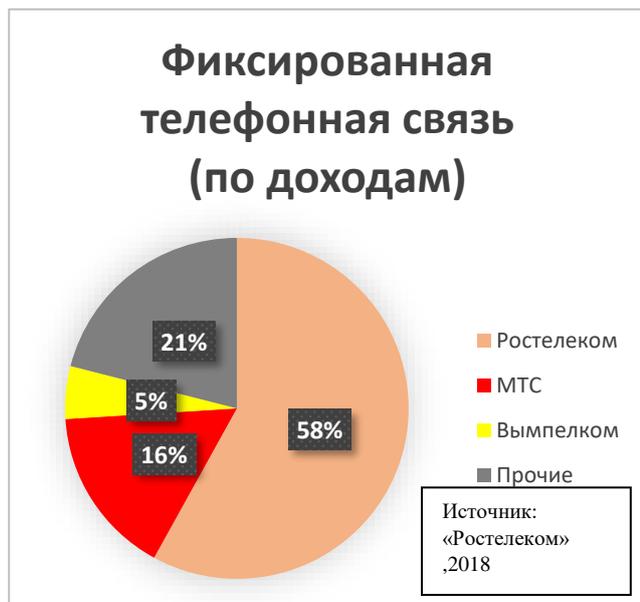
Сегмент платного телевидения также характеризуется низким уровнем проникновения (около 75%¹²), что позволяет ему расти на несколько процентных пунктов в год. Более того, рынок пока еще не насыщен новыми технологиями

¹² Годовой отчет ПАО «Ростелеком» за 2018 г. [Электронный ресурс] Режим доступа:

https://www.company.rt.ru/upload/iblock/f9c/AR18_Rostelecom_RU_Spreads.pdf

передачи связи, вскоре спутниковое телевидения будет повсеместно заменяться на цифровое. Лидирующие позиции на данном рынке также сохраняет Ростелеком, в то время как другие федеральные операторы преуспевают в данном сегменте в меньшей степени. Из операторов «большой четверки» можно отметить лишь МТС, входящий в пятерку операторов Платного ТВ.

- **Фиксированная телефонная связь**



Сегмент фиксированной телефонной связи, напротив, уже претерпел период подъема и уходит на долгосрочный спад, частные потребители в меньшей степени нуждаются в фиксированной телефонной связи. Уровень проникновения снизился на 3 п.п и составил 34,5%. Однако бизнес сфера, а также государственные структуры все еще нуждаются в услуге, что будет

замедлять падение рынка. В особенности, меньше всего пострадает компания Ростелеком, которая обслуживает все госучреждения в РФ.

- **Мобильная связь:**



Для федеральных компаний сотовых операторов рынок мобильной связи является наиболее важным, причем не относительно, а абсолютном выражении. Достаточно отметить, что доля доходов от сотовой связи для компании

Мегафон составляет 82%¹³, а для МТС – 72%¹⁴ (компания МТС, в отличие от Мегафона, лучшим образом диверсифицирует свою деятельность). С течением времени компании большой тройки, основатели рынка, начинают отдавать свои позиции компании Теле2 (ныне принадлежащая Ростелекому), который мог путем снижения цен переманивать к себе клиентов. Tele2 – оператор дискаунтер, который работает на долгосрочную перспективу и имеет довольно крупные убытки.

Самой технологически развитой компанией в сегменте является Мегафон. Согласно данным Роскомнадзора, она имеет наибольшее количество базовых станций (238,52 тыс.), в том числе на базе технологий 4G. Также ее связь не раз признавалась наиболее качественной и быстрой на рынке.

➤ SWOT анализ

На основе полученных данных, структурируем знания о операционной деятельности изучаемых компаний. Из категории «Угрозы» исключены те риски, которые были перечислены в более ранних частях работы (макроэкономические риски, внешнеполитические риски, риски изменения конкурентного положения). В основном, они связаны с каждой из рассматриваемых компаний в одинаковой степени и не представляют никакой сравнительной ценности

- Мегафон

Сильные стороны	Слабые стороны
1) Самое большое покрытие сети среди сотовых операторов.	1) Сильная зависимости от оказания услуг мобильной связи (82%).

¹³ Открытие брокер «Мегафон» [Электронный ресурс] Режим доступа: <https://journal.open-broker.ru/visit-card/megafon/>

¹⁴ Открытие брокер «МТС» [Электронный ресурс] Режим доступа: <https://journal.open-broker.ru/visit-card/mts/>

<p>2) Самое большое покрытие сети среди сотовых операторов.</p> <p>3) Наилучшее качество мобильной связи в силу технологических особенностей</p> <p>4) Активная стратегия внедрения технологий 5G, разработанная вместе с компанией Huawei</p> <p>5) Отсутствие публичного характера компании позволит Мегафону реинвестировать большую часть прибыли и не задумываться над размером капитализации</p>	<p>2) Сильная зависимости от оказания услуг мобильной связи (82%).</p> <p>3) Слабое положение на рынке фиксированной связи и отсутствие стремления его развивать</p>
<p>Возможности</p>	<p>Угрозы</p>
<p>1) Появление большего спектра цифровых услуг в связи с появлением 5G.</p> <p>2) Получением компанией статуса естественной монополии.</p>	<p>1) Невозможность государства быстро предоставить радиочастоты для разворачивания 5G сетей.</p> <p>2) Стремление государства создать единую сеть нового поколения, создание государственной монополии на услугу (к примеру , за счет сотрудничества с Ростелекомом)</p>

Пересечение слабых сторон и Угроз: не наблюдается

Пересечение возможностей и сильных сторон: С приходом технологии 5G на Российский рынок. Компания, как самая развитая с точки зрения технологий,

сможет быстро развернуть сеть и переманить потребителя за счет того , что ее издержки на ед

- МТС

Сильные стороны	Слабые стороны
<p>1) Дифференцированная бизнес-модель, множество источников дохода (фиксированная связь, банковские услуги, развитый ритейл)</p> <p>2) МТС направляет много сил на создание цифровой экосистемы, как для в плане потребительских услуг, так и в рамках управления. Помимо традиционных услуг связи, МТС занимается развитием таких направлений как: Big data, облачные сервисы, системная интеграция, интернет-банкинг, AI.</p>	<p>1) Публичный характер компании, а также политика высокой доходности дивидендов, может неблагоприятным образом влиять на принятие решений о трате крупных капиталов для расширения бизнеса.</p>
Возможности	Угрозы
<p>1) Появление большего спектра цифровых услуг в связи с появлением 5G.</p>	<p>1) Давление со стороны мажоритарного акционера «АФК система», который может захотеть действовать в своих интересах</p> <p>+ те, что были прописаны у компании Мегафон</p>

Пересечение слабых сторон и Угроз: АФК «Система» , которая имеет вес в совете акционеров, может влиять на принятие решений, которые будут соответствовать ее интересам, но препятствовать развитию компании.

Пересечение возможностей и сильных сторон: Развитие 5G сетей могут дать компании плацдарм для интегрирования своих информационных наработок и создание экосистемы для потребителя. А это приведет к консолидированию абонентов и завоеванию лояльности.

Сильные стороны	Слабые стороны
1) Доминирование на рынках фиксированной связи и платного телевидения. 2) Тесное сотрудничество и протекция правительства. Обеспечение государственных структур своими услугами 3) Статус естественной монополии на осуществление услуг фиксированной связи на территории Москвы. 4) Наличие в дочерних компаниях быстрорастущего сотового оператора Tele2.	1) Смещение акцента основной деятельности в сторону развития медленнорастущих, во многом устаревших потребительских услуг (фиксированная связь)
Возможности	Угрозы
1) Наличие новых информационных проектов, предложенных государством.	1) Появление конфликта интересов между Tele2 и Ростелекомом 2) Изменение структуры потребительских предпочтений и

	технологического развития. Услуги компании (фиксированная связь) могут стать полностью ненужными.
--	--

Пересечение возможностей и сильных сторон: Ростелеком благодаря своим связям с государственными структурами, может получить право на реализацию новых проектов, необходимым правительству.

Пересечение слабых сторон и Угроз: Устаревание предоставляемых потребительских услуг приведет к тому, что компания будет получать меньшее количество дохода и вынуждена будет в экстренном темпе наращивать упущенное.

➤ Анализ акций

В начале работы были приведены методы расчета различных финансовых мультипликаторов, которые позволяют произвести оценку ценных бумаг компаний. Данные для расчетов были взяты из отчетов компаний по МСФО, котировки ценных бумаг на определенные периоды были найдены на сайте Московской биржи. Далее будут приведены главные данные, общие расчеты можно найти в приложении.

• *Мультипликаторы стоимости*

Мегафон	Погодовые					
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Выручка	335541	373297	316275	313383	314795	297229
Операционная прибыль	58450	59768	57084	75958	81825	80410
Прибыль от продол. деятельности	21270	5325	25589	39216	37000	51770
Прибыль от прекращ. деятельности	11584	ND	ND	ND	ND	ND
Чистая прибыль за период	32854	5325	25589	39216	37000	51770
Капитал	70403	165309	124123	147751	157833	138305
P	639,7	512,9	579,6	850	820	1104,1
P/E	12,53	11,71	17,66	16,20	5,93	11,80
P/BV	0,75	0,66	0,87	0,93	0,91	1,43
ROE	5,98%	5,63%	4,93%	5,76%	15,42%	12,08%
Ср. темп роста Чистой прибыли	22,09%					
Ср. темп роста Чистой прибыли (с поправкой)	-2,92%					
PEG	17,82					

Ростелеком	Погодовые					
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Выручка	320239	305329	297446	297355	310917	325704
Операционная прибыль	35800	37885	39836	38586	42891	44868
Прибыль до налога	284439	267444	257610	258769	268026	280836
Чистая прибыль за период	15012	14050	12249	14391	37807	24131
Капитал	250953	249364	248633	249664	245227	199756
P (цена за акцию)	73,07	63,9	84	90,55	87,01	110,6
P/E	12,53	11,71	17,66	16,20	5,93	11,80
P/BV	0,75	0,66	0,87	0,93	0,91	1,43
ROE	5,98%	5,63%	4,93%	5,76%	15,42%	12,08%
Ср. темп роста Чистой прибыли	-2,48%					
PEG	12,72					

МТС	Погодовые					
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Выручка	480293	442911	435692	431232	410780	398443
Операционная прибыль	116185	96100	87669	87859	105702	101758
Прибыль от продол. деятельности	66882	56590	52471	ND	ND	77055
Убыток от прекращ. деятельности	59050	0	4021	ND	ND	-3733
Чистая прибыль за период	7832	56590	48450	47404	51496	80788
Капитал	77565	124205	143948	168371	157833	158985
P (цена за акцию)	238	276	259	210	169,05	328,16
P/E	60,73	9,75	10,68	8,85	6,56	8,12
P/BV	6,13	4,44	3,60	2,49	2,14	4,12
ROE	10,10%	45,56%	33,66%	28,15%	32,63%	50,81%
Ср. темп роста Чистой прибыли	-2,60%					
Ср. темп роста Чистой прибыли (с поправкой)	12,57%					
PEG	11,88					

P/E	Мегафон	МТС	Ростелеком		Сред P/E	Средний по рынку
2018	12,07	7,11	12,53		10,57	11,59
2017	14,97	9,75	11,71		12,14	
2016	14,04	10,68	17,66		14,13	
2015	13,44	8,85	16,2		12,83	
2014	13,74	6,56	5,93		8,74	
2013	13,22	8,12	11,8		11,05	
Сред P/E	13,59	8,50	12,40			

-P/E (Цена/Чистая прибыль на акцию)

Стоит отметить, что P/E для Мегафона и МТС за 2017 и 2018 соответственно, были скорректированы. В эти года чистая прибыль предприятий была слишком мала по сравнению с остальными, по причинам , не затрагивающим операционную деятельность компании. В 2018 г. МТС была вынуждена выплатить штраф по «Узбекскому делу», а в 2017 Мегафон понесла расходы от

обесценивания инвестиций в компанию Евросеть, эти расходы не являются операционными и не показывают структуру работы компании, поэтому ими можно пренебречь, иначе невозможно рассчитать средние значения. По итогу расчета средних значений по рынку за 5 лет, можно заметить следующий результат. Только компания МТС обладает показателем Р/Е, меньшим, чем средний по рынку, причем отклонение значительное. Низкий Р/Е, в данном случае, может говорить об относительной недооценке компании, и повышении ее курсовой стоимости в будущем. Мультипликатор PEG, делающий поправку на среднегодовой рост прибыли, показывает тот же результат.

P/BV	Мегафон	МТС	Ростелеком		Сред P/BV	Итоговый
2018	5,63	6,13	0,74		4,17	2,60
2017	1,92	4,44	0,66		2,34	
2016	2,89	3,6	0,87		2,45	
2015	3,56	2,49	0,93		2,33	
2014	3,22	2,14	0,91		2,09	
2013	4,94	4,12	1,43		3,50	
Сред P/BV	3,54	3,84	0,91			

-P/BV (Цена/балансовая стоимость акции)

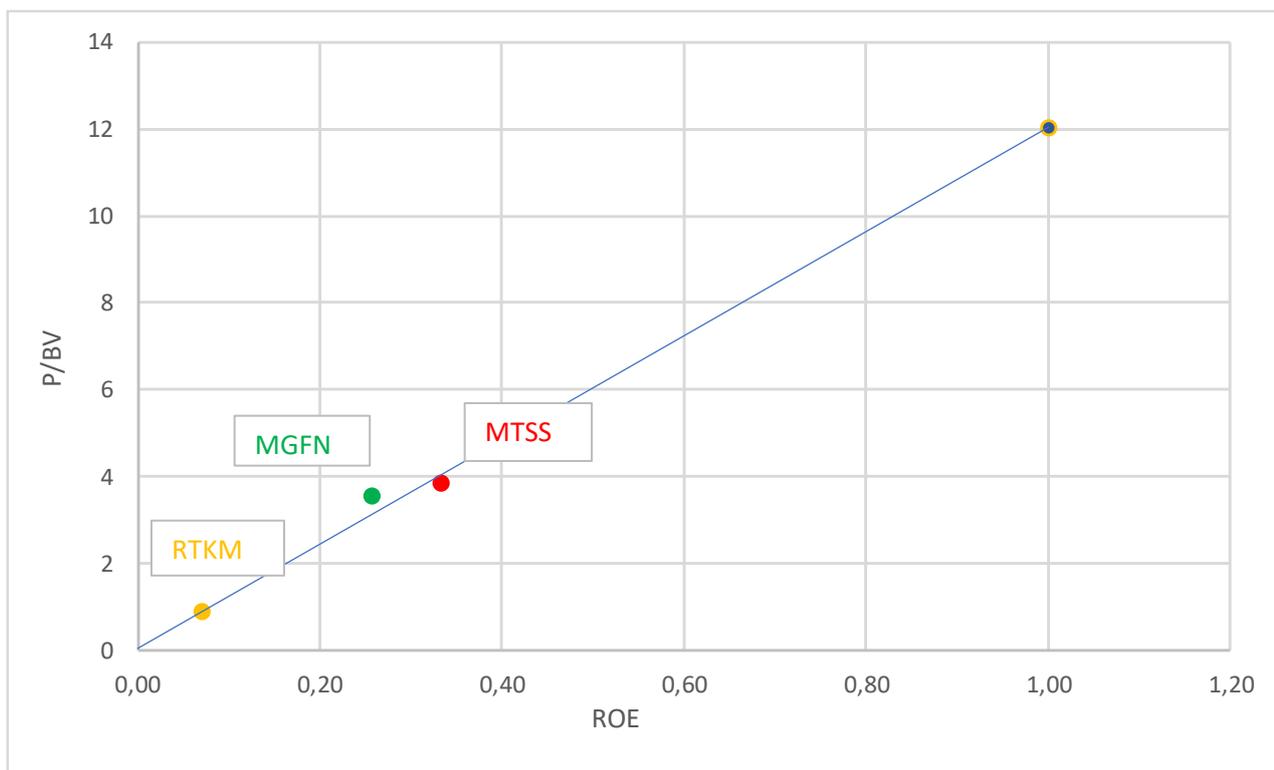
Этот мультипликатор показывает отношение рыночной стоимости и количеством активов, которыми располагает компания. Что бы говорить о недооценке компании , то данный мультипликатор должен принимать значения от 0 до 1. Этому критерию соответствует только компания.

ROE	Мегафон	МТС	Ростелеком		Сред ROE	Итоговый
2018	46,67%	10,10%	5,98%		20,92%	21,62%
2017	3,22%	45,56%	5,63%		18,14%	
2016	20,62%	33,66%	4,93%		19,74%	
2015	26,54%	28,15%	5,76%		20,15%	
2014	23,44%	32,63%	15,42%		23,83%	
2013	37,43%	50,81%	12,08%		33,44%	
Сред ROE	25,66%	33,32%	7,09%			

-ROE (Чистая прибыль на акцию/Балансовая стоимость акции)

Этот показатель еще именуется рентабельностью собственного капитала, он показывает, насколько хорошо компания генерирует прибыль. Чем выше показатель ROE, тем лучше. Самый высокий средний показатель ROE у компании МТС, а самый низкий – у компании Ростелеком. Причем разброс значений по компаниям большой.

Тем не менее, трактовать по отдельности показатель P/BV и ROE не является корректным. Ведь компания может быть оценена ниже, чем ее балансовая стоимость, тем не менее, ее ROE также будет низким, что не может говорить о ее недооценке. В своей книге Асват Дамодаран приводит классификацию соотношения P/BV и ROE, которые могут трактоваться как переоценка/недооценка компании.¹⁵ Он предлагает посмотреть на их соотношения и расположения на графике относительно аппроксимирующей прямой.



¹⁵ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. Под ред. М.Чекулаева, О.Осадчая М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342с.

Коэффициент прямой был высчитан, как соотношений средних P/BV и ROE. Можно заметить, что точка, обозначающая соотношения коэффициентов для компании МТС, находится под разделяющей плоскостью прямой. Это означает, что ее акции недооценены относительно остального рынка.

- *Мультипликаторы долговой нагрузки*

Мегафон	Погодовые								
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013	Среднее	Медианное	Сред между
долг/ЕБИТДА	3,22	2,04	1,79	1,72	1,59	1,13	1,92	1,75	1,83
долг/капитализация	75,71%	71,69%	56,54%	38,37%	36,44%	20,75%	49,92%	47,46%	48,69%

Ростелеком	Погодовые								
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013	Среднее	Медианное	Сред между
долг/ЕБИТДА	4,01	2,02	1,99	1,94	1,75	1,87	2,26	1,97	2,12
долг/капитализация	103,22%	113,99%	84,54%	76,94%	77,25%	73,69%	88,27%	80,89%	84,58%

МТС	Погодовые								
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013	Среднее	Медианное	Сред между
долг/ЕБИТДА	5,29	1,57	1,65	2,00	1,89	1,51	2,32	1,77	2,05
долг/капитализация	67,59%	50,90%	54,55%	79,03%	86,08%	35,62%	62,29%	61,07%	61,68%

Согласно высчитанным коэффициентами, Мегафон обладает наименьшей закредитованностью, затем идет компания МТС, а потом компания Ростелеком. Тем не менее, МТС, являющийся наиболее стабильной организацией с точки зрения получаемой прибыли и выручки, может обеспечить себе подобную долговую нагрузку. В связи с этим она является оправданной.

- *Дивидендная политика*

Мегафон	Погодовые								
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013			
Дивиденд на акцию	0	0	32,25	80,63	80,64	64,51			
Общая сумма	0	0	20000	50000	50000	40000	Среднее	Медианное	Сред между
Див. Доходность	0,00%	0,00%	5,56%	9,49%	9,83%	5,84%	5,12%	5,70%	5,41%
DIV/Чистая прибыль	0	0	0,78	1,27	1,35	0,77	0,84	0,78	0,81

Ростелеком	Погодовые								
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013			
Дивиденд на акцию	2,5	5,045	5,38	5,91	3,34	3,11			
Общая сумма	6437,287	12992,571	13871,07	15232	8602,904	7808,156	Среднее	Медианн	Сред между
Див. Доходность	3,42%	7,90%	6,40%	6,53%	3,84%	2,81%	5,15%	5,12%	5,14%
DIV/Чистая прибыль	0,43	0,92	1,13	1,06	0,23	0,32	0,68	0,68	0,68

МТС	Погодовые								
год	2018	2017	2016	2015	2014	2013			
Дивиденд на акцию	19,98	26	26	26	25,2	24,8			
Общая сумма	39900	52000	52000	52000	52000	51200	Среднее	Медианное	Сред между
Див. Доходность	8,39%	9,42%	10,04%	12,38%	14,91%	7,56%	10,45%	9,73%	10,09%
DIV/Чистая прибыль	5,09	0,92	1,07	1,10	1,01	0,63	1,64	1,04	1,34

Для пассивного инвестора стабильные дивиденды и их высокая доходность является одним из определяющим факторов для покупки ценной бумаги. У компании МТС средняя дивидендная доходность почти в два раза больше, чем

у конкурентов, а их выплаты более регулярные и стабильные. Это не удивительно, ведь принцип лидерства в области выплаты дивидендов, провозглашен, как одна из главных стратегий компании.

➤ Анализ облигаций

В этом разделе будут проанализированы облигации компаний операторов связи, размещенные в свободном доступе и доступные для покупки. Будут наложены некоторые ограничения: облигация должна быть размещена не позднее 2018 г. (некоторая часть купонных выплат уже упущена) и сроком не более чем на 10 лет (большие риски изменения процентных ставок).

У компаний Вымпелком и Ростелеком не оказалось подходящих кандидатов, их облигации были рассчитаны сроком на 10 лет, а также купоны, начиная с определенного периода, были не установлены и определялись самой компанией, что затрудняет возможности анализа и сопоставления данных облигаций.

Ставкой дисконтирования избрана ставка рефинансирования ЦБ, которая по состоянию на 5 ноября равняется 6,5%. Характеристики облигаций были взяты с интернет ресурса finam.ru.

- МТС

МТС-001P-12		МТС-001P-09	
Дата размещения	31.10.2019	Дата размещения	22.04.2019
Дата погашения	26.10.2023	Дата погашения	14.10.2024
Номинал	1000	Номинал	1000
Ставка купона	6,85%	Ставка купона	8,60%
Купон (процент от номинала)	1,71%	Купон (процент от номинала)	2,114%
Квартальный купон	17,08	Квартальный купон	21,44
Годовой купон	68,32	Годовой купон	85,76
Рыночная стоимость	1002	Рыночная стоимость	1071
НКД	0,19	НКД	2,59
NPV	8,62 ₺	NPV	-2,32 ₺
IRR	6,77%		6,43%

МТС-001P-08		МТС-001P-07	
Дата размещения	22.04.2019	Дата размещения	29.01.2019
Дата погашения	17.10.2022	Дата погашения	23.01.2024
Номинал	1000	Номинал	1000
Ставка купона	8,40%	Ставка купона	8,70%
Купон (процент от номинала)	2,094%	Купон (процент от номинала)	2,169%
Квартальный купон	20,94	Квартальный купон	21,69
Годовой купон	83,76	Годовой купон	86,76
Рыночная стоимость	1048,5	Рыночная стоимость	1067,4
НКД	2,53	НКД	0,72
NPV	-1,26 ₹	NPV	-23,65 ₹
IRR	6,45%	IRR	5,91%

МТС-001P-06		МТС-001P-10	
Дата размещения	07.03.2018	Дата размещения	03.07.2019
Дата погашения	26.02.2025	Дата погашения	25.06.2025
Номинал	1000	Номинал	1000
Ставка купона	7,25%	Ставка купона	8,00%
Купон (процент от номинала)	3,615	Купон (процент от номинала)	1,995%
Полугодовой купон	36,15	Квартальный купон	19,95
Годовой купон	72,3	Годовой купон	79,8
Рыночная стоимость	1008	Рыночная стоимость	1048,3
НКД	11,52	НКД	6,58
NPV	-14,62 ₹	NPV	-1,85 ₹
IRR	6,13%	IRR	6,46%

Из облигаций МТС, положительной чистой приведенной стоимостью обладает только МТС-001P-12. Ее IRR (значение ставки дисконтирования, при которой NPV=0) также больше учетной ставки ЦБ. Исходя из этого, можно понять, что облигация соответствует заданным критериям и подходит для покупки пассивным инвестором с целью додержать ее до погашения.

- Мегафон

МЕГАФОН-БО-001P-06		МЕГАФОН-БО-001P-05	
Дата размещения	18.03.2019	Дата размещения	04.02.2019
Дата погашения	11.03.2024	Дата погашения	31.01.2022
Номинал	1000	Номинал	1000
Ставка купона	8,90%	Ставка купона	8,55%
Купон (процент от номинала)	4,438%	Купон (процент от номинала)	4,263%
Полугодовой купон	44,38	Полугодовой купон	42,63
Годовой купон	88,76	Годовой купон	85,26
Рыночная стоимость	1077	Рыночная стоимость	1038,5
НКД	11,22	НКД	20,61
NPV	-20,54 ₹	NPV	-38,26 ₹
IRR	5,99%	IRR	5,003%

Облигаций Мегафон, имеющих положительный NPV, на момент их рассмотрения, не нашлось.

Заключение:

В результате проведенного исследования с помощью методики фундаментального анализа, а также других сопутствующих ему инструментов, был получен ответ на ключевой вопрос исследования. С точки зрения стратегии пассивного инвестирования акции ПАО «МТС» является наилучшим выбором среди компаний отрасли сотовой связи. Эта компания является лидером на данном рынке на протяжении многих лет. Согласно материалам SWOT анализа, она имеет большие перспективы в развитии набора своих услуг с приходом технологии 5G. При этом явных угроз для бизнеса (не затрагивающих при этом других компаний из отрасли) не предвидится. Количественный анализ данных позволяет понять, что акции компании недооценены относительно других представителей отрасли, а, значит имеют возможности для роста. Более того, компания имеет самую благоприятную дивидендную политику для инвестора. Все эти признаки наилучшим образом соответствуют критериям стратегии пассивного инвестирования, предложенной Бенджамином Грэхемом (см. Теоретический обзор).

Из представленных на рынке облигаций, единственной и самой прибыльной оказалась МТС-001P-12, которая позволяет инвестору получить положительную дисконтированную прибыль от инвестиции и внутренняя норма доходности которой превышает ставку рефинансирования ЦБ.

Вышеперечисленные ценные бумаги с большой вероятностью хорошо впишутся в инвестиционный портфель консервативного инвестора либо начинающего игрока на рынке.

Список литературы:

- 1) *Грэхем Б., Цвейг Д.*, Разумный инвестор / пер. с англ. под ред. М.Н.Макаровой. М.: Вильямс, 2003. – 672 с.
- 2) *Рой Л.В, Третьяк В.П.*, Анализ отраслевых рынков учебник. М.:Инфра-М, 2008. – 442 с.
- 3) *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. Под ред. М.Чекулаева, О.Осадчая М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342с.
- 4) *Шарп У.Ф., Александер. Г., Бейли Дж.*, Инвестиции / пер. с англ. под ред. Б.А.Жалинского. М.: Инфра-М, 2001. -1028с.
- 5) *Глен А.* Великие инвесторы: Практические уроки от Джорджа Сороса, Уоррена Баффета и др. / пер. с англ. под ред. М.Черноглазовой – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 320с.
- 6) *Брейли Р.А., Майерс С.К.* Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. под ред. Т.Б.Крыловой. М.: Олимп-бизнес, 1997. – 1120с.
- 7) *Лотков А.А* Рынок телекоммуникаций: современное состояние и развитие // Социально – экономический процессы и явления 2001. С. 144-147.
- 8) Годовой отчет ПАО «МТС» за 2018 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: https://moskva.mts.ru/upload/contents/10677/Annual_Report_2018_rus.pdf
- 9) Годовой отчет ПАО «Мегафон» за 2018 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: https://corp.megafon.ru/ai/document/11550/file/godovoj_otchet_za_2018_god.pdf
- 10) Годовой отчет ПАО «Ростелеком» за 2018 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: https://www.company.rt.ru/upload/iblock/f9c/AR18_Rostelecom_RU_Spreads.pdf
- 11) *Розанова Н.М., Буличенко Д.А.* Конкуренция в телекоммуникационной отрасли: сетевой рынок в условиях продуктовой дифференциации // Terra economicus 2011г. С. 17-32.
- 12) *Туякова З.С, Черемушников Т.В* Классификация затрат телекоммуникационных компаний по бизнес-процессам // Вестник Оренбургского государственного университета 2013г. С.233-240.

- 13) Открытие брокер «Мегафон» [Электронный ресурс] Режим доступа:
<https://journal.open-broker.ru/visit-card/megafon/>
- 14) Открытие брокер «МТС» [Электронный ресурс] Режим доступа:
<https://journal.open-broker.ru/visit-card/mts/>
- 15) МТС отчетность МСФО 2013-2018 [Электронный ресурс] Режим доступа:
<https://moskva.mts.ru/about/investoram-i-akcioneram/korporativnoe-upravlenie/raskritie-informacii/godovaya-otchetnost>
- 16) Мегафон отчетность МСФО [Электронный ресурс] Режим доступа:
<https://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/msfo/>