Современные тенденции оценки телекоммуникационных компаний

Пономарева Е.А., бакалавр, Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Аннотация. В статье представлены особенности определения стоимостной оценки компании относительно отраслевого признака. Практическая значимость статьи определена отказом от затратного подхода, применением доходного и сравнительного подходов при оценке телекоммуникационной компании и эффективного комбинирования их методов для получения достоверного результата по отношению к стоимости объекта оценки. Особенностью оценки таких компаний считают влияние стоимости клиентской базы, лицензий и прочих нематериальных активов на рыночную стоимость компании.

Ключевые слова: оценочная деятельность, оценка стоимости компании, телекоммуникационная компания, методы оценки компании, доходный подход, сравнительный подход, затратный подход.

Modern trends in the valuation of telecommunication companies

Ponomareva E.A., bachelor, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

Annotation. Peculiarities of determining the value of the company regarding to industry features are presented in this article. Practical significance of the article determined by refusal of cost approach valuation, in line with application of income and comparative approaches in valuation of a Telecom industry companies including and effective combination methods for obtainment reliable result.Valuation features of such companies are impact of value of customer base, value of licenses and other intangible assets on the company's market value.

Keywords: evaluation activities, assessment of the company value, telecommunication company, valuation methods, income approach, comparative approach, cost approach.

Основные подходы и методы оценки компании играют важную роль при прогнозировании деятельности компании, ее будущих денежных потоков, анализе его текущего состояния для различных внешних и внутренних пользователей, а также выведении итоговой стоимости компании.

В условиях глобализации экономики, ее перехода на новый технологический уровень, появления новых методов и способов управления стоимостью компанией становится все более необходимым и важным усиление, поддержание конкурентоспособности на рынке телекоммуникаций. Поэтому исследование проблем и особенностей использования различных методик анализа финансового состояния компании, а также путей определения и максимизации рыночной итоговой стоимости телекоммуникационной компании будет наиболее актуальным для собственников, руководства компании, внешних пользователей, что является одним из главных вопросов экономической теории и современной практики.

Анализируя особенности оценки стоимости компаний в условиях российской экономики, можно сказать, что наиболее вероятными подходами к применению в оценке будут доходный и сравнительный, но каждый из них должен быть модифицирован с учетом отраслевой специфики объекта исследования. В связи с этим постараемся наглядно продемонстрировать применение данных подходов на примере отрасли телекоммуникационных услуг.

Сегмент телекоммуникационных услуг в России в последнее время характеризуется высокими темпами роста по отношению к другим отраслям, а также изменение структуры предоставляемых услуг. Для реализации услуг активнее начинают внедряться новые технологии, которые вызывают интерес со стороны компаний и населения. Однако часть рынка телекоммуникационных

услуг все еще отражает спад и определенное снижение показателей телеком компаний. Развитие российского рынка телекоммуникаций происходит по сценарию развития мирового рынка – растет количество абонентов связи и пользователей Интернета. Увеличиваются финансовые показатели наиболее крупных компаний отрасли.

По данным «ТМТ Консалтинг» в 2018 году рынок телекоммуникаций России увеличился на 3,4%, до 1,7 трлн руб., что является лучшим показателем за последние 5 лет.[1] Это произошло благодаря отмене безлимитных тарифов в 2017 году, хотя в 2018 году их начали возвращать. Темпы роста рынка в 2018 году были обеспечены в основном ускоренной динамикой выручки от мобильной связи, которая увеличилась на 5%, до 969 млрд. руб. Этот показатель, в свою очередь, рос благодаря инициативе операторов по «ремонту рынка»: отказа от ценовой конкуренции, отмены безлимитных тарифов и увеличения предложения основных и дополнительных услуг.

Ускоренные темпы роста в 2018 году стали возможны благодаря сегменту мобильной связи, который после двухлетнего спада показал положительную динамику (по итогам года он вырос на 1,5%), а также сегменту доступа в интернет, который в 2018 году вырос на 3,8 вместо 3,2% год назад. Услуги фиксированной телефонной связи, а также сегмент межоператорских услуг, напротив, оказали негативное влияние на динамику рынка. Падение обусловлено снижающейся популярностью услуг фиксированной связи и сокращением рублевых доходов от продаж межоператорских услуг зарубежным операторам на фоне укрепления рубля относительно основных мировых валют. Согласно структуре рынка телекоммуникационных услуг, большую долю за 2018 год все такую же долю занимают мобильная сеть (58%) и платное-ТВ (6%).

В ближайшие пять лет, по прогнозу «ТМТ Консалтинга», рынок телекоммуникаций будет стабильно расти более чем на 1% в год.

[1] Аналитический обзор агентства ТМТ Консалтинг «Российский телекоммуникационный рынок – 2018», [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://tmt-consulting.ru (дата обращения 15.05.2019)

Положительная динамика сохранится при условии, что сотовые операторы не допустят нового витка ценовой конкуренции, будет реализована программа развития цифровой экономики в части развития телекоммуникационной инфраструктуры, а также создан новый рынок на базе «интернета вещей» при появлении в России коммерческих сетей пятого поколения (5G) и других технологий в 2021–2022 годах, что, безусловно, станет влияющим фактором на итоговую стоимость телекоммуникационных компаний.

Тем не менее, в условиях конкуренции между четырьмя крупными игроками, возможности роста доходов серьезно ограничены. В условиях низкой динамики рынка можно ожидать нового витка приобретений, в том числе крупных телекоммуникационных компаний, а также развития процесса слияний с поставщиками OTT и ИТ-сервисов.

Высокие темпы роста в 2018 вызваны несколькими причинами[2]:

- продолжающимся повышением тарифов;
- ростом спроса на дополнительные ТВ услуги: VoD, multiroom, отложенный просмотр и т.д.;
- перетоком клиентов от небольших КТВ операторов к крупнейшим мультисервисным провайдерам, расширяющим свой охват и предлагающим лучший набор услуг за более высокую цену;
- продвижением ТВ услуг в высокодоходном B2B сегменте.

С учетом этих причин можно подтвердить вышеописанное ожидание положительной динамики рынка связи на уровне более 1% в год.

Более того существует ряд подсегментов телекоммуникационного рынка, которые будут демонстрировать высокие показатели роста в ближайшие 5 лет:

- рынок мобильного интернет-доступа;
- рынок M2M/IoT;
- рынок аренды международных каналов;

[2] Прогноз Аналитического кредитного рейтингового агентства (АКРА) «Российский телекоммуникационный рынок: прогноз до 2022 года» [Электронный ресурс] Режим доступа: https://www.acra-ratings.ru (дата обращения 15.05.2019)

- рынок OTT ТВ и прочих OTT-сервисов, реализуемых на фиксированных и мобильных сетях.

В перспективе можно ожидать, что новый прорыв на телекоммуникационном рынке будет связан с технологией 5G, которое уже активно набирает обороты в 2019 году, однако ее коммерческое внедрение ожидается после 2020 года.

Относительно приведенных выше тенденций российского рынка телекоммуникационных услуг в настоящее время инвесторы наиболее максимально заинтересованы в акциях сотовых операторов, поэтому большое значение начинает приобретать достоверная оценка их стоимости и стоимости компаний телекоммуникационного сектора в целом. Как известно, в практике оценка стоимости компании осуществляется с использованием трех подходов: затратный, доходный и сравнительный.

Именно выбор подходов и методов при оценке телекоммуникационной компании является наиболее актуальным вопросом, с которым сталкиваются оценщики при определении рыночной стоимости объекта оценки. Рассмотрим более подробно подходы и методы, подходящие для оценки телекоммуникационных компаний.

Оценка стоимости на основе затратного подхода (оценке подлежат сумма издержек, которые необходимы для замещения объекта оценки) предусматривает рассмотрение стоимости имеющихся на балансе активов. Затратный подход базируется на утверждении, что стоимость бизнеса равна разнице между стоимостью, актуальной на момент расчета, составляющих его активов и обязательств. [3]

Исходя из специфики деятельности отрасли мобильной связи и рынка телекоммуникационных услуг применение затратного подхода для таких компаний нецелесообразно. Именно, оценивая телекоммуникационную компанию, наибольшее внимание уделяют доходности организации, а не на

[3] Деева Е.А., Левшова М.Д. Затратный подход в оценке стоимости предприятия // В сборнике: Современные проблемы и тенденции развития экономики и управления, сборник статей международной научно-практической конференции. 2017. С. 32-36.

стоимости его активов.[4] Например, сравнивая идентичные компании с учетом разного числа активных абонентов, но с одинаковыми активами, оценщик может в итоге получить аналогичный результат, что будет считаться некорректным.

Крупнейшие мировые и отечественные специалисты в отрасли оценки телекоммуникационных компаний выявили нерациональность применения затратного подхода, а именно отмечают, что результаты оценки компании относительного затратного подхода имеют слабую связь с действительной рыночной стоимостью бизнеса, так как компания рассматривается как некая целостная действующая единица, а не сумма индивидуальных активов и обязательств, существует небольшая связь (если она вообще есть) между стоимостью акций компании и стоимостью активов, принадлежащих этой компании.

Стоимость компаний сектора телекоммуникационных услуг непосредственно определяется стоимостью клиентской базы, лицензий, доступа к частотам, емкости, каналам, различных соглашений и прочих нематериальных активов, что отражает будущие доходы от их использования.[5] Более того, оборудование таких компаний в наибольшей степени подвергается процессу морального износа, следовательно, стоимость имущественного комплекса компании занимает незначительную долю при определении итоговой стоимости бизнеса.

Основным недостатком затратного подхода можно считать неучтенные будущие денежные потоки, доход компании, что особенно важно для рынка телекоммуникационных услуг, считающегося достаточно быстрорастущим.

Обратимся как анализу следующего подхода для оценки стоимости телекоммуникационных компаний. Сравнительный подход отражает произведение показателей компаний-аналогов (например, объемы продаж, прибыль, чистые активы) на определенный мультипликатор, что демонстрирует

[4] Курилов К.Ю., Курилова А.А. К вопросу об оценке стоимости крупнейших российских телекоммуникационных компаний // Карельский Научный Журнал. 2017. Т. 6. № 1 (18). С. 62-66.
[5] Рябова Е.В., Сафронова Е.В. Выявление и анализ факторов, влияющих на развитие телекоммуникационной отрасли // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2016. № 16 (298). С. 53-66.

отношение рассматриваемого показателя и стоимость бизнеса.[6] На сегодняшний день известно, что мультипликатор может быть рассчитан относительно отрасли либо отдельных компаний-аналогов. Так, телекоммуникационные компании при приобретении операторов мобильной связи изначально обращают внимание на количество абонентов. Под клиентской (абонентской) базой телекоммуникационной компании имеется в виду совокупность действующих абонентов, с которыми у оператора установлена обратная связь.

Для эффективного управления стоимостью телекоммуникационной компании имеется перечень характеристик абонентской базы, благодаря которому можно оценить и выявить корреляцию клиентской базы и стоимость оператора. [7] Так, существует следующая группа показателей[8]:

1. Абсолютные показатели развития абонентской базы:

— количество абонентов на конец периода (по сегментам);

— прирост абонентов за период (по сегментам);

— отток абонентов за период (по сегментам).

2. Относительные показатели клиентской базы:

— средний доход от абонента (Average Revenue per User - APRU);

— среднее время разговора на абонента (Minutes on Unit - MOV);

— средняя цена минуты (Average Price per Minute - APPM);

— средние затраты на привлечение абонента (Subscriber Acquisition Costs SAC);

— средние затраты на удержание абонента (Subscriber Retention Costs SRC).

Следовательно, исходя из этого, для оценки телекоммуникационной компании используют метод, который основан на количестве абонентов объекта оценки.

---

[6] Корниенко Б.И. Оценка стоимости предприятия с использованием затратного и сравнительного подходов // Концепт. – 2015. – № 08 (август).

[7] Курилов К.Ю., Курилова А.А. К вопросу об оценке стоимости крупнейших российских телекоммуникационных компаний // Карельский научный журнал. 2017. Т. 6. № 1 (18). С. 62-66.

[8] Аналитический отчет телекоммуникационной отрасли компании McKinsey «Telecommunications industry at cliff's edge – 2016» [Электронный ресурс] // Режим доступа: https://www.mckinsey.com (дата обращения 15.05.2019)

Для определения стоимости компании используют сравнительный подход, так как в телекоммуникационной отрасли существует доступный рынок компаний-аналогов, по которым были сделки в прошлом.

Отметим, что рынок телекоммуникационных услуг - это капиталоемкая отрасль с высокими постоянными издержками, что приводит к высоким затратам на финансирование и инвестирование. Кроме того, телекоммуникационные компании характеризуются высокими затратами на амортизацию, что является существенной статьей для капиталоемких отраслей.[9] Данные расходы, издержки и налоговые льготы делают доходы неустойчивыми в годовом исчислении. Они также влияют на FCF (свободный денежный поток), который рассчитывается после налогообложения и капитальных затрат. Поэтому мультипликатор P/E не может в полной мере отражать справедливую стоимость телекоммуникационной компании.

Для определения справедливой стоимости мобильных операторов используются общеизвестные мультипликаторы, например, EV/EBITDA (Стоимость инвестированного капитала компании / Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации), P/B (Цена / Балансовая стоимость собственного капитала), P/E (Цена / Чистая прибыль), EV/U (Стоимость инвестированного капитала компании / Количество абонентов).

Вышеперечисленные мультипликаторы, с одной стороны, демонстрируют особенности деятельности мобильного оператора и включают в себя мультипликаторы всех четырех групп классификации по показателю, лежащему в основе мультипликатора. С другой стороны, исключаются во многом дублирующие выбранные мультипликаторы, что ограничивает необходимый объем работ.

Так, мультипликатор EV/EBITDA является наиболее эффективным показателем для оценки стоимости организаций, принадлежащих рынку телекоммуникаций. Такой мультипликатор позволяет определить стоимость

[9] Федулова Н.Л. Формирование себестоимости услуг связи на основе бизнес-процессов в телекоммуникационных компаниях. // В сборнике: Наука и образование в современном мире, материалы Международной (заочной) научно-практической конференции. Научно-издательский центр «Мир науки». 2018. С. 44-49.

компании относительно денежного потока, остающегося в организации до налогообложения, процентов и амортизации. Поэтому данный показатель, прежде всего, применяют для оценивания стоимости компаний капиталоемких отраслей, где амортизация является существенной статьей.[10] Именно такой отраслью можно считать и рынок телекоммуникационных услуг.

Стоимость доходным подходом на практике, как правило, определяют благодаря методу дисконтированных денежных потоков (DCF). Такую оценку, основанную на модели дисконтированных денежных потоков, проводят исходя из расчета свободного денежного потока для организации (FCFF - Free Cash Flow to Firm) либо свободного денежного потока для собственного капитала (FCFE - Free Cash Flow to Equity).[11] Применяя вариант модели дисконтированных денежных потоков на основе свободного денежного потока для фирмы, оценщик рассчитывает стоимость как сумму следующих элементов: чистая прибыль, процентные расходы (прочие расходы), амортизационные отчисления, капитальные вложения во внеоборотные активы, прирост собственных оборотных средств, уменьшение собственных оборотных средств, реализация внеоборотных активов.

Для построения прогноза прибыли до выплаты процентов и налогов (EBIT) определяются прогнозные значения выручки компании на каждый год прогнозного периода, точно также определяют и эту величину в постпрогнозном периоде. Выручку мобильного оператора (телекоммуникационной компании) за определенный временной период можно определить как произведение среднего за период размера абонентской базы и среднего дохода от одного абонента за этот же период (ARPU - Average Revenue per User). Таким образом, для построения прогноза выручки телекоммуникационной компании необходимо провести расчёт, как, во-первых, в будущем будут изменения относительно размера абонентской базы и, во-

[10] Дорофеева О.К., Хасанов Р.Х. Применение мультипликаторов при оценке стоимости бизнеса сравнительным подходом // В сборнике: Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации, материалы Международной научно-практической конференции студентов и аспирантов: в 2 частях. Под ред. В.А. Ковалева и А.И. Ковалева. 2018. С. 145-148.

[11] Бутаков В.А. Актуальные вопросы построения модели дисконтированных денежных потоков (DCF) для целей управления стоимостью компании // Научный альманах. 2016. № 6-1 (19). С. 74-80.

вторых, как данные изменения повлияют на средний доход на одного абонента.[12]

Так, изучив более подробно применение доходного подхода и его основных методов при оценке телекоммуникационной компании, можно обратиться к иным существующим методикам оценки, которые применимы для оценки таких компаний.

Иным способом определения стоимости телекоммуникационной компании можно считать метод, основанный на «Золотом правиле» расчета справедливой стоимости. Недостатком данного метода можно считать его приблизительный характер и отсутствие уверенности в точной оценки стоимости компании, так как рынок телекоммуникаций достаточно капиталоемкий. Главная сущность метода заключается в том, что потенциальный покупатель не будет платить за компанию более четырехкратного размера годовой прибыли до налогообложения и восьмикратной величины EBITDA. [13] Так, например, годовая прибыль до налогообложения ПАО «Ростелеком» составила 19 439 млн. руб. в 2018 году, а показатель EBITDA составил 96,129 млрд. рублей. Таким образом, компания не будет пользоваться спросом при покупке согласно стоимости более 77,756 млрд.руб.

Вторым нераспространенным методом доходного подхода можно считать «Метод 5-7 EBITDA». Данный метод особенно популярен в технологических секторах экономики, так как может отразить доходность организации в будущем. Данный показатель компании ПАО «Ростелеком», как говорилось ранее, составлял 96,129 млрд.руб., следовательно, согласно такому методу компания может быть оценена в размере 480,65 - 672,90 млрд.руб. Отметим, что чистая прибыль компании составляет менее величины показателя EBITDA, то, скорее всего, справедливая цена лежит ближе к нижней границе.

---

[12] Новиков А.А. Особенности оценки и управления стоимостью телекоммуникационной компании // Вестник молодых ученых Самарского государственного экономического университета. 2015.№ 2 (32). С. 133-137.
[13] Официальный сайт компании ПАО «Ростлеком» - [Электронный ресурс]- https://www.company.rt.ru

Подводя итоги, можно сказать, что изучение вопроса касательно расчета стоимости телекоммуникационной компании в системе финансового менеджмента, нацеленного на рост стоимости, позволяет определить показатель стратегической стоимости как аналитическую оценку долгосрочной рыночной стоимости компании, учитывающую ее инновационный потенциал, а также объективные и субъективные преимущества, отражающие положение компании на рынке, динамику ее развития, технологии бизнеса, уровень менеджмента и др. В связи с этим для эффективного процесса определения стоимости телекоммуникационной компании мы определили наиболее подходящие методы и подходы оценки, среди которых можно выделить доходный и сравнительный подходы с учетом общих и специфических факторов, формирующих итоговую стоимость компаний телекоммуникационного сектора. Среди таких факторов носят общий характер: наличие стратегии компании, нацеленной на рост ее внутренней стоимости; выделение ключевых показателей, позволяющих управлять стоимостью компании на всех организационных уровнях; формирование системы управления факторами, способствующими росту стоимости компании. К факторам специфичного характера, отражающим особенность рынка телекоммуникационных услуг, следует отнести управление техническим развитием и формированием пакетов товаров и услуг, позволяющее создавать добавленную экономическую стоимость телекоммуникационной компании. Данные факторы и их влияние на динамику рынка телекоммуникаций мы подробно рассмотрели в данной статье.

Библиографический список

1. Бутаков В.А. Актуальные вопросы построения модели дисконтированных денежных потоков (DCF) для целей управления стоимостью компании // Научный альманах. 2016. № 6-1 (19). С. 74-80.

2. Деева Е.А., Левшова М.Д. Затратный подход в оценке стоимости предприятия // В сборнике: Современные проблемы и тенденции развития

экономики и управления, сборник статей международной научно-практической конференции. 2017. С. 32-36.

3. Дорофеева О.К., Хасанов Р.Х. Применение мультипликаторов при оценке стоимости бизнеса сравнительным подходом // В сборнике: Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации, материалы Международной научно-практической конференции студентов и аспирантов: в 2 частях. Под ред. В.А. Ковалева и А.И. Ковалева. 2018. С. 145-148.

4. Корниенко Б.И. Оценка стоимости предприятия с использованием затратного и сравнительного подходов // Концепт. – 2015. – № 08 (август).

5. Курилов К.Ю., Курилова А.А. К вопросу об оценке стоимости крупнейших российских телекоммуникационных компаний // Карельский научный журнал. 2017. Т. 6. № 1 (18). С. 62-66.

6. Новиков А.А. Особенности оценки и управления стоимостью телекоммуникационной компании // Вестник молодых ученых Самарского государственного экономического университета. 2015.№ 2 (32). С. 133-137.

7. Рябова Е.В., Сафронова Е.В. Выявление и анализ факторов, влияющих на развитие телекоммуникационной отрасли // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2016. № 16 (298). С. 53-66.

8. Федулова Н.Л. Формирование себестоимости услуг связи на основе бизнес-процессов в телекоммуникационных компаниях. // В сборнике: Наука и образование в современном мире, материалы Международной (заочной) научно-практической конференции. Научно-издательский центр «Мир науки». 2018. С. 44-49.

9. Аналитический обзор агентства TMT Консалтинг «Российский телекоммуникационный рынок – 2018» [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://tmt-consulting.ru (дата обращения 15.05.2019).

10. Аналитический отчет компании McKinsey «Telecommunications industry at cliff’s edge» (TMT practice, 2016) [Электронный ресурс] // Режим доступа: https://www.mckinsey.com (дата обращения 15.05.2019).

11. Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА) [Электронный ресурс] / Режим доступа: https://www.acra-ratings.ru (дата обращения 15.05.2019).

12. Официальный сайт компании ПАО «Ростелеком». – [Электронный ресурс] / Режим доступа: https://www.company.rt.ru (дата обращения 15.05.2019).

References

1. Butakov V.A. Topical issues of discount cash flow model (DCF) construction for company valuation management // Science almanac. 2016. № 6-1 (19). p. 74-80.

2. Deeva E.A., Levshova M.D. Cost approach in the company valuation // Collection: Current problems and trends in the development of economics and management, collection of articles per the international scientific-practical conference. 2017. p. 32-36.

3. Dorofeeva O.K., Khasanov R.Kh. Application of multiplicators in the evaluation of a business values by comparative approach // Collection: The potential of the Russian economy and innovative ways to implement it: 2 parties, edited by Kovaleva V.A. and Kovaleva A.I. 2018. p. 145-148.

4. Kornienko B.I. Valuation of the company using the cost and comparative approaches // Concept. 2015. № 08 (August).

5. Kurilov K.U., Kurilov A.A. To the question of Evaluation of the cost of the largest Russian telecommunication companies // Karelian scientific journal. 2017. T. 6. № 1 (18). p. 62-66.

6. Novikov A.A. Assessment features of telecommunication companies' cost // Vestnik of Samara State University of Economics. 2015.№ 2 (32). p. 133-137.

7. Ryabova E.V., Safronova E.V. Identification and analysis of factors influencing the development of the telecommunications sector// Financial analytics: problems and solutions. 2016. № 16 (298). p. 53-66.

8. Feduloba N.L. Formation of the cost of communication services based on business processes in telecommunication companies // Collection: Science and education in the modern world, materials of the International (extramural) scientific-practical conference. Scientific and Publishing Center «World of Science». 2018. p. 44-49.

9. Analytical review of the agency TMT Consulting «Russian telecommunications market – 2018» [Electronic resource] / Access mode: http://tmt-consulting.ru

10. Analytical report of the company «McKinsey» «Telecommunications industry at cliff's edge» (TMT practice, 2016) [Electronic resource] / Access mode: https://www.mckinsey.com.

11. Official website of the company «Analytical credit rating agency» (ACRA) [Electronic resource] / Access mode: https://www.acra-ratings.ru

12. Official website of the company «Rostelecom PJSC». – [Electronic resource] / Access mode: https://www.company.rt.ru.