

**А.И. Сорокин**

## **НЕКОТОРЫЕ ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИЙ-ОПЕРАТОРОВ РОССИЙСКОГО РЫНКА УСЛУГ МОБИЛЬНОЙ СВЯЗИ**

**Александр Иванович Сорокин** – доцент кафедры «Менеджмент и маркетинг», Петербургский государственный университет путей сообщения Императора Александра I, кандидат экономических наук, доцент, г. Санкт-Петербург; e-mail: Sorok51@yandex.ru.

***Аннотация.** Сфера бизнеса мобильной связи интересна несколькими обстоятельствами. Во-первых, данный сегмент бизнеса представлен частными, негосударственными компаниями, во-вторых, данный бизнес порожден современными технологиями, он на них опирается и их использует. В-третьих, в этой отрасли занята значительная часть трудоспособного и квалифицированного населения страны. И, наконец, данная сфера остается устойчиво прибыльной, что немаловажно для государства с точки зрения налоговых поступлений. С учетом этого, анализ состояния рынка услуг мобильной связи, напоминающего классическую олигополию, возможен через изучение текущего положения компаний, чьи результаты деятельности являются индикаторами перспектив дальнейшего развития данной сферы бизнеса. Этот процесс включает в себя обзор результатов текущей операционной, и финансовой политики компаний данной отрасли бизнеса, а также рисков, с ней связанных.*

***Ключевые слова:** компании рынка мобильной связи; структура капитала; коэффициенты финансового левериджа; норма операционной прибыли; рентабельность собственного капитала; платежеспособный спрос потребителей.*

**A.I. Sorokin**

## **ON SOME FINANCIAL POLICY FEATURES WITHIN RUSSIAN MOBILE COMMUNICATION SERVICES OPERATING COMPANIES**

**Aleksandr Sorokin** – Associate Professor, the Department of Management and Marketing, Emperor Aleksander I, Saint-Petersburg State Transport University, Ph.D. in Economics, Associate Professor, St. Petersburg; e-mail: Sorok51@yandex.ru.

***Annotation.** The mobile communications business area is an interesting domain for several reasons. Firstly, this business segment is represented by private, non-state companies, and secondly, the business is generated by modern technologies and it both relies on and uses them. Thirdly, the business employs a significant part of the working and qualified population of the country. And finally, this area remains consistently profitable, which is of importance for the state in terms of tax revenues. With this in mind, the analysis of the state of the mobile communication services market, which resembles a classic oligopoly, is possible through the study of the current situation of companies whose operating results are indicators of the prospects for further development of this business area. This process includes a review of the results of the current operational and financial policies of companies in this business sector, as well as the associated risks.*

***Keywords:** mobile communication market companies; capital structure; financial leverage ratios; operating profit margin; return on equity; effective consumer demand.*

На сегодняшний день российский рынок телекоммуникационных услуг представляет собой сферу деятельности, которая на протяжении последних лет динамично развивалась, являясь прибыльной для всех операторов мобильной связи. Сегодня на рынке функционирует несколько крупных операторов мобильной связи, среди которых безусловные лидеры так называемая большая тройка: МТС, «МегаФон» и «Билайн». Они предлагают широкий спектр услуг, включая передачу данных, голосовую связь, смс-сообщения, а также доступ в Интернет. Ограниченное число участников данного рынка не отменяет конкуренцию, и компании-операторы вступают в постоянную борьбу за клиентов, предлагая новые тарифные планы, услуги и современные технологии.

Методологической базой исследования служат теоретические подходы к решению данных проблем и рекомендации, разработанные на их основе ведущими зарубежными исследователями и отечественными специалистами. Как подчеркивают зарубежные авторы: «Анализ финансовых коэффициентов и показателей представляет собой прекрасный инструмент для обеспечения особенно важного представления о финансовом состоянии компании и будущих конкурентных перспективах. Коэффициенты позволяют аналитику оценить текущую производительность, проанализировать деловые тенденции, оценить деловые стратегии и пронаблюдать за прогрессом» [2, с. 472].

Практическими инструментами и приемами исследования в работе являются:

- экономико-статистический анализ;
- выявление, сопоставление и обобщение характера деятельности и конкурентных преимуществ компаний, а также классический анализ финансовых результатов и финансового положения компаний на основе представленной ими отчетности.

Компания АОЗТ «Мобильные ТелеСистемы» (МТС) была создана и зарегистрирована в Москве в форме акционерного общества закрытого типа 28 октября 1993 г. В её состав вошли МГТС, «Deutsche Telekom» (в лице подразделе-

ния «DT Mobile»), «Siemens» и ещё несколько российских акционеров. Российской стороне в МТС принадлежало 53% акций созданной компании, двум немецким компаниям – 47%. В июле 1994 г. компания начала коммерческую деятельность в московском регионе в стандарте GSM-900. В 1996 г. российские акционеры МТС реализовали акции компании ПАО АФК «Система» и DeTeMobile («дочке» Deutsche Telekom).

С 1997 г. МТС начала активное расширение в регионы России. Весной 2000 г. в результате слияния ЗАО «МТС» и ЗАО «РТК» было образовано ОАО «Мобильные ТелеСистемы», акции которого уже к середине года стали в виде американских депозитарных расписок (ADR) котироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже. Основным владельцем компании – российский холдинг АФК «Система», эффективная доля которого по состоянию на март 2022 г. составляла в ПАО «МТС» 49,94%. До июля 2022 г. 42,2% акций МТС находились в свободном обращении на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и ММВБ, включая 18,2% акций ПАО «МТС» и ADR на 24% акций компании. Торги ADR МТС на американской бирже были приостановлены с 28 февраля 2022 г. 9 июня 2022 г. МТС направила в банк-депозитарий JPMorgan Chase заявление о прекращении с 13 июля депозитарного соглашения в рамках ADR-программы. 23 августа 2022 г. NYSE исключила ADR МТС из котировального списка, таким образом, завершив делистинг компании.

«МегаФон» – российская телекоммуникационная компания, предоставляющая услуги телефонной связи, широкополосного доступа в Интернет, кабельного телевидения и ряд сопутствующих услуг. Изначально была основана в мае 2002 г. под именем ЗАО «Северо-Западный GSM». Принадлежит холдингу USM. Полное название – *Публичное акционерное общество «МегаФон»*. В мае того же года ЗАО «Северо-Западный GSM» в ходе ребрендинга переименовался в ОАО «МегаФон». В ноябре 2012 г. компания «Ме-

гаФон» провела IPO на Лондонской и Московской биржах. В ходе размещения инвесторам было реализовано 13,6% уставного капитала компании, и по его итогам компания была оценена в 12,4 млрд долларов. В июле 2018 г. компания объявила о решении выкупить все находящиеся в свободном обращении акции за 1,26 млрд долларов и о последующем делистинге на Лондонской фондовой бирже (LSE).

В марте 2019 г. «МегаФон» провёл обязательный выкуп своих акций и довёл свою долю до 99,2%, а в июле 2019 г. «МегаФон» ушёл и с Московской биржи. Дочерняя компания «МегаФон Финанс» выкупила у немногих инвесторов оставшиеся акции, и теперь акции компании больше не торгуются ни на одной бирже.

Компания «ВымпелКом» была основана в 1992 г. и официально зарегистрирована 15 сентября 1992 г. 15 сентября считается Днём рождения компании «ВымпелКом» (работающей под торговой маркой «Билайн»). Публичное акционерное общество «Вымпел-Коммуникации», или ПАО «ВымпелКом» специализируется на предоставлении услуг связи. «ВымпелКом» предоставляет интегрированные услуги мобильной и фиксированной (местной, внутризоновой, международной и междугородной) телефонной связи, телематики и передачи данных, в т.ч. доступа в Интернет на базе беспроводных и проводных решений, включая технологии оптоволоконного доступа, Wi-Fi и сети третьего и четвертого поколений. Среди клиентов и партнеров ПАО «ВымпелКом» – частные лица, малые, средние и крупные российские предприятия, операторы связи.

Можно видеть, что компании так называемой большой тройки владеют более, чем 80% рынка. Рынок услуг мобиль-

ной связи является достаточной закрытым сегментом бизнеса. Новым конкурентам войти в данный бизнес почти невозможно. Столь малое число компаний-участников рынка позволяют охарактеризовать его как олигополию, что не снимает конкуренцию между компаниями-операторами этого рынка, заставляя их бороться за свое место на рынке и за своих клиентов.

Основное преимущество анализа финансовых коэффициентов заключается в его универсальности [2, с. 478]. Он применим как к внутреннему анализу фирмы, так и к конкурентному анализу соперников. В общем, аналитическая точность может быть достигнута посредством вычисления нескольких ключевых коэффициентов в каждой оценочной группе показателей. Анализ финансовых коэффициентов позволит определить эффективность взятой на вооружение финансовой стратегии, ее способности добиваться успеха в ближайшей перспективе, а также оценить риски, с ней связанные. Важнейшие задачи, стоящие перед менеджментом любой компании – это максимизация стоимости компании, расширение бизнеса и минимизация рисков. Способы решения задач хорошо известны, во-первых, это управление ростом капитализации компании через повышение рыночной цены акций, если таковые торгуются на бирже и имеют рыночную оценку. Как явствует из текущего положения дел, акции всех представленных компаний не имеют рыночной оценки на зарубежных биржах, поэтому оценивать результативность действий менеджмента можно лишь по показателям их финансовой отчетности. Оценим результаты деятельности компаний большой тройки за рассматриваемый период. Для этого рассчитаем несколько финансовых показателей, наиболее отчет-

*Таблица 1*

**Доли операторов сотовой связи (по абонентам) за 2017-2022 гг.**

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
МТС	31%	30%	30%	30%	30%	30%
Мегафон	27%	28%	29%	29%	29%	29%
ВымпелКом	25%	24%	23%	23%	22%	22%
Теле2	16%	17%	17%	17%	17%	18%
Прочие	1%	1%	1%	1%	1%	1%

*Источник:* [3].

Таблица 2

**Коэффициенты рентабельности продаж компаний  
«МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом», %**

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
КРП (МФ)	1,7	9,8	2,3	8,1	18,4	6,2
КРП (МТС)	13,5	1,7	11,6	12,5	12,0	6,2
КРП (ВК)	2,4	2,7	5,0	1,8	1	0,6

*Источник:* Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 3

**Динамика операционной прибыли компаний  
«МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом», %\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
НОП (МФ)	18,0	17,4	17,9	22,1	18,9	17,4
НОП (МТС)	21,6	24,1	24,0	22,8	22,1	20,2
НОП (ВК)	13,4	11,8	16,4	11,9	8,6	13,6

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

*Источники:* Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 4

**Коэффициенты рентабельности совокупных активов компаний  
«МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом», %\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
РСА (МФ)	0,9	6,4	1,2	3,5	8,4	1,7
РСА (МТС)	10	0,9	6,7	6,8	6,3	3,1
РСА (ВК)	1,7	2,0	3,3	1,1	0,7	0,4

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

*Источники:* Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 5

**Коэффициенты рентабельности собственного капитала компаний  
«МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом», %\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
РСК (МФ)	32,7	46,7	7,8	141,5	28,7	12,6
РСК (МТС)	44,8	10,0	151,5	189,9	440,0	∞
РСК (ВК)	5,2	6,8	12,6	3,7	7	3

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

*Источники:* Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

ливо характеризующих динамику движения и результаты деятельности наших компаний:

- Рентабельность продаж

$$\text{ЧРП} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка от продаж}}$$

- Норма операционной прибыли

$$\text{НОП} = \frac{\text{Прибыль до вычета процентов и налогов}}{\text{Выручка от продаж}}$$

- Рентабельность совокупных активов

$$\text{НОП} = \frac{\text{Прибыль до вычета процентов и налогов}}{\text{Выручка от продаж}}$$

- Рентабельность собственного капитала

$$\text{РСК (ROE)} = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Привилегированный дивиденд}}{\text{Акционерный капитал}}$$

Все компании за истекший период имеют положительную динамику по главным показателям рентабельности своей деятельности. Однако показатели чистой прибыли у «МегаФона» и «МТС» имеют отчетливый нисходящий тренд. Рентабельность собственного капитала у МТС за 2022 г. За предельно высока, но достигается она за счет специфики политики финансирования, принятой менеджментом компании.

*Коэффициенты структуры капитала.* Финансовый левиредж возникает, когда компания финансируется, по меньшей мере, частично, за счет заимствований, помимо средств, предоставляемых собственниками. Левиредж является важным фактором при оценке риска.

- *Коэффициент финансового левиреджа* (далее – КФЛ). Отношение общей суммы долга к сумме активов обычно называется коэффициентом левиреджа, который измеряет процент активов компании, предоставляемых кредиторами.

$$\text{КФЛ} = \frac{\text{Суммарные обязательства}}{\text{Совокупные активы}}$$

- *Коэффициент соотношения заемного и собственного капитала.* Данный показатель дает соотношение объемов капитала, предоставляемого кредиторами и собственниками.

- *Коэффициент покрытия процентов* (далее – КПП). Данный коэффициент показывает, до какого предела может снизиться операционный доход, прежде чем компания не сможет производить ежегодные выплаты процентов. Другими словами, данный показатель отражает способность компании обслуживать свой долг. Коэффициент покрытия процентов рассчитывается как частное от деления прибыли до выплаты процентов и налогов (ЕВИТ) и расходов на выплату процентов. Его можно рассчитывать как на основе отчета о прибылях и убытках, так и на основе отчета о движении денежных средств.

$$\text{КПП} = \frac{\text{ЕВИТ}}{\text{Проценты к выплате}}$$

- *Мультипликатор собственного капитала* (далее – МСК). Этот показатель является одним из вариантов показателя финансового левиреджа. Он вычисляется по формуле:

$$\text{МСК} = \frac{\text{Совокупные активы}}{\text{Собственный капитал}}$$

Анализ данной группы коэффициентов дает нам следующую картину. Все компании на протяжении пятилетнего периода наращивали долю заемного капитала, снижая, соответственно, долю собственного капитала в обязательствах компании. Динамика, отраженная в таблице, четко показывает эту тенденцию. Нельзя не отметить результат такой политики у менеджмента компании «МТС». Как явствует из табл. 10, собственный капитал в

Таблица 6

**Коэффициенты финансового левиреджа компаний «МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом», %\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
КФЛ (МФ)	62	86	85	70	71	86
КФЛ (МТС)	77	92	96	96	99	100
КФЛ (ВК)	67	70	74	84	89	89

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

Источники: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 7

**Коэффициенты D/E компаний «МегаФон» и «МТС», раз\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
D/E (МФ)	2,4	6,2	5,6	2,3	2,4	6,2
D/E (МТС)	3,4	11	22	27	69	∞
D/E (БК)	2,1	2,4	2,8	5,2	7,8	8,5

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

Источники: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 8

**Коэффициенты покрытия процентов\* компаний «МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом»**

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
КПП (МФ)	2,36	2,25	1,44	1,92	2,01	0,83
КПП (МТС)	3,87	2,94	2,47	2,7	2,91	1,98
КПП (БК)	2,3	2,0	1,95	1,8	1,7	3,4

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

Источники: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 9

**Расчет МСК компании «МегаФон»\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Совокупные активы	561727	510009	693156	773566	788135	654728
Собственный капитал	165309	70403	104649	233024	229023	91546
МСК (МФ)	3,4	7,2	6,6	3,3	3,4	7,2

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компании за рассматриваемый период.

Источник: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 10

**Расчет МСК компании «МТС»\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Совокупные активы	551070	915993	823910	919203	1015828	1082930
Собственный капитал	124205	77565	36394	32690	14604	(3617)
МСК (МТС)	4,4	11,8	22,6	28,1	69,6	∞

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компании за рассматриваемый период.

Источник: Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 11

**Расчет МСК компании «ВымпелКом»\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Совокупные активы	431 478	346063	431478	413497	466735	406497
Собственный капитал	93 246	55 129	64 953	66 400	53 051	42 970
МСК (БК)	4,6	6,3	6,6	6,2	8,8	9,9

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компании за рассматриваемый период.

Источник: Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).



го капитала;

(2) – коэффициент оборачиваемости совокупных активов. Этот коэффициент говорит нам о том, сколько раз рентабельность продаж достигается на протяжении года;

(3) – числитель коэффициента (3) можно представить следующим образом:

$$\text{Совокупные активы} = \text{Обязательства} + \text{Собственный капитал}$$

В результате получаем один из вариантов показателя финансового левериджа, или его еще называют мультипликатором собственного капитала:

$$\text{МСК} = \frac{\text{Обязательства} + \text{Собственный капитал}}{\text{Собственный капитал}}$$

В этом случае значение коэффициента (3) тем выше, чем выше доля заемного капитала в пассивах компании.

Расчет рентабельности собственного капитала:

$$\text{РСК (2017)} = 1,7\% * 0,57 * 3,4 = 3,3; \text{РСК (2018)} = 9,8 * 0,66 * 7,24 = 46,8;$$

$$\text{РСК (2019)} = 2,3 * 0,50 * 6,6 = 7,59; \text{РСК (2020)} = 8 * 0,43 * 3,32 = 11,4\%;$$

$$\text{РСК (2021)} = 18,6 * 0,45 * 2,32 = 19,4\%; \text{РСК (2022)} = 6,2 * 0,28 * 7,2 = 12,7\%.$$

Благодаря методике компании Дюпон, мы можем увидеть составляющие показателя рентабельности собственного капитала компании «Мегафон»:

I фактор – рентабельность продаж. Она за период выросла с 1,7% до 6,2%, т.е. в 3,6 раза;

II фактор – оборачиваемость. Она снизилась за период на 0,57 до 0,28, т.е. также в два раза;

III фактор – Мультипликатор собственного капитала. Значение этого фактора выросло с 3,4 до 7,2 раза, т.е. в два

раза. Налицо явный перекося в источниках финансирования бизнеса в пользу заемного капитала.

Расчет рентабельности собственного капитала:

$$\text{РСК (2017)} = 13,5\% * 0,758 * 4,44 = 45,4\%; \text{РСК (2018)} = 1,7\% * 0,463 * 11,8 = 9,3\%;$$

$$\text{РСК (2019)} = 11,6\% * 0,58 * 22,64 = 152,3\%; \text{РСК (2020)} = 12,5\% * 0,54 * 28,12 = 189,8\%;$$

$$\text{РСК (2021)} = 12\% * 0,53 * 69,6 = 442,4\%; \text{РСК (2022)} = 6,2 * 0,5 * 299 = \infty\%.$$

Оценка факторов, влияющих на РСК компании МТС:

– I фактор – рентабельность продаж. Она за период снизилась с 13,5% до 6,2%, т.е. в два раза. Это важный показатель, демонстрирующий нам, насколько близко компания в своей ценовой политике приблизилась к пределу покупательского спроса;

– II фактор – оборачиваемость. Она упала за период с 0,76 до 0,5, т.е. на 35%;

– III фактор – мультипликатор собственного капитала. Значение этого фактора выросло с 4,4 более, чем в 70 раз. Это означает, что компания «МТС» к концу 2022 г. полностью перешла на финансирование своего бизнеса за счет заемного капитала. Невероятные значения рентабельности собственного капитала компании объясняются почти полным замещением собственного капитала заемным в структуре пассивов.

*Таблица 13*

**Расчет рентабельности собственного капитала акционеров компании «Мегафон»\***

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Рент. продаж = Чистая прибыль/Выручка	5325/ 321797 = 0,017 = 1,7%	32854/ 335541 = 0,098 = 9,8%	8179/ 348961 = 0,023 = 2,3%	26864/ 332159 = 0,08 = 8%	65811/ 354190 = 0,186 = 18,6%	11508/ 185691 = 0,062 = 6,2%
Оборачиваемость совок. активов = Выручка/ Совок. активы	321797/ 561727 = 0,57	335541/ 510009 = 0,66	348961/ 693156 = 0,5	332159/ 773566 = 0,43	354190/ 788135 = 0,45	185691/ 654728 = 0,28
МСК = Совок. активы/ собственный капитал	561727/ 165309 = 3,4	510009/ 70403 = 7,24	693156/ 104649 = 6,6	773566/ 233024 = 3,32	788135/ 339023 = 2,32	654728/ 91546 = 7,2
РСК	3,3%	46,8%	7,6%	11,4%	19,4%	12,7%

\*Рассчитано на основе форм финансовой отчетности компании.

Источник: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 14

Расчет рентабельности собственного капитала акционеров компании «МТС»\*

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Рент. продаж = Чистая прибыль/Выручка	56590/ 417918 = 0,135 = 13,5%	7832/ 451466 = 0,017 = 1,7%	55099/ 476106 = 0,116 = 11,6%	62073/ 494926 = 0,125 = 12,5%	64269/ 534403 = 0,12 = 12%	33435/ 541749 = 0,062 = 6,2%
Оборачиваемость совок. активов = Выручка/ Совок. активы	417918/ 551070 = 0,76	451466/ 915993 = 0,493	476106/ 823910 = 0,58	494926/ 919203 = 0,54	534403/ 1015828 = 0,53	541749/ 1082930 = 0,5
МСК = Совок. активы/ Собственный капитал	551070/ 124205 = 4,44	915993/ 77565 = 11,8	823910/ 36394 = 22,64	919203/ 32690 = 28,12	1015828/ 14604 = 69,6	1082930/ (3617) = ∞
РСК	45,4%	9,3%	152,3%	189,8%	442,4%	930%

\*Рассчитано на основе форм финансовой отчетности компании.

Источник: Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 15

Расчет рентабельности собственного капитала акционеров компании «ВымпелКом»\*

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Рент. продаж = Чистая прибыль/Выручка	8203/ 341422 = 0,02 = 2%	9351/ 349741 = 0,03 = 3%	17435/ 314061 = 0,06 = 6%	5829/ 299366 = 0,02 = 2%	3013/ 286238 = 0,01 = 1%	1624/ 279983 = 0,006 = 0,6%
Оборачиваемость совок. активов = Выручка/ Совок. активы	341422/ 431478 = 0,73	349741/ 346069 = 1,01	314061/ 431478 = 0,73	299366/ 413497 = 0,72	286238/ 466735 = 0,61	279983/ 406497 = 0,69
МСК = Совок. активы/ собственный капитал	431478/ 157146 = 2,75	346069/ 136816 = 2,53	431478/ 138816 = 3,1	413497/ 66400 = 6,2	466735/ 53051 = 8,8	406497/ 42970 = 9,5
РСК	4,0%	8,3;	13,6%	8,9%	5,4%	3,9%

\*Рассчитано на основе форм финансовой отчетности компании.

Источник: Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Расчет рентабельности собственного капитала:

РСК (2017) = 2% \* 0,73 \* 2,75 = 4,02%;

РСК (2018) = 3% \* 1,01 \* 2,75 = 8,3%;

РСК (2019) = 6 \* 0,73 \* 3,1 = 13,6%;

РСК (2020) = 2% \* 0,72 \* 6,2 = 8,9%;

РСК (2021) = 1% \* 0,61 \* 8,8 = 5,4%;

РСК (2022) = 0,6% \* 0,69 \* 9,5 = 3,9%.

Составляющие показателя РСК компании «ВымпелКом»:

– I фактор – рентабельность продаж. Она за период упала с 2% до 0,6%, т.е. более, чем в два раза;

– II фактор – оборачиваемость. Она, в целом, колебалась вокруг начальной отметки;

– III фактор – МСК вырос с 2,75 до 9,5 раза, т.е. в 3,5 раза. Тенденция та же, что и у основных конкурентов – перекося в ис-

точниках финансирования бизнеса в пользу заемного капитала.

В результате мы видим, что основным фактором, обеспечивающим рентабельность (положительное значение) собственного капитала всех компаний, является наращивание удельного веса заемного капитала в структуре обязательств.

Тенденция очевидна: все компании нарастили в своих пассивах долю заемного капитала, и этот рост являлся главным фактором, обеспечивающим положительные значения рентабельности собственного капитала. К особенностям сложившегося положения дел можно отнести структуру пассивов компании «МТС». Отрицательное значение собственного капитала – явление, довольно редко встречающееся в практике бизнеса. У компании «МТС»

Таблица 16

**Обобщенная таблица коэффициентов рентабельности собственного капитала компаний «МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом», в %\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
МФ	3,3	46,8	7,6	11,4	19,4	12,7
МТС	45	9	152	190	442	∞
ВК	4,0	8,3	13,6	8,9	5,4	3,9

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний.

Источники: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Таблица 17

**Обобщенная таблица мультипликаторов собственного капитала компаний «МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом»\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
МФ	3,4	7,2	6,6	3,3	2,3	7,2
МТС	4,4	11,8	22,6	28,1	69,6	299
ВК	2,8	2,8	3,1	6,2	8,8	9,5

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

Источники: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).



Рис. 1. Показатели доли заемных средств в пассивах компаний

Таблица 18

**Объявленные дивиденды и процентные платежи компании «МТС»\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Чистая прибыль	56590	7832	55099	62073	64269	33435
Дивиденды объявленные	50621	48921	74302	52012	61967	56573
В % от чистой прибыли	89	625	135	84	96	169
Процентные платежи	23366	37056	46186	41762	40632	55227
В % от чистой прибыли	41	473	84	67	63	165

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компании за рассматриваемый период.

Источник: Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

сложившиеся ситуация была обусловлена двумя факторами: с одной стороны, дивидендной политикой, с другой стороны, политикой финансирования. Данные таблицы ниже показывают взаимосвязь этих двух важных факторов.

Известно, что процентные платежи есть обязательство компании, они должны быть выплачены, и выплачивались строго в соответствии с обязательствами по обслуживанию долга. В случаях, когда размер платежей не покрывался полученной за год чистой прибылью, компании приходилось, соответственно, уменьшать величину собственного капитала, что наглядно видно из отчетов «Об изменениях в собственном капитале». Кроме того, компания, придерживаясь выбранной стратегии, одновременно с погашением долговых обязательств объявляла и выплачивала существенные дивиденды, что усугубляло перекос в структуре пассивов в сторону заемного капитала.

Абсолютные значения и динамика выплачиваемых платежей по взятым кредитам может нам дать еще одну причину, возможно, не главную, в силу которой кредиторы, т.е. банки, продолжают ссужать деньги компании, имеющей формально высокую степень риска. Процентные платежи – это существенная часть дохода кредиторов, поэтому банки будут кредитовать, пока у них есть надежда на выполнение заемщиком своих обязательств.

Компании «МегаФон» и «ВымпелКом», в целом, придерживались той же стратегии, поэтому балансовая стоимость

всех компаний падала на протяжении всего анализируемого периода, что отражено в таблице ниже. Более интересным и более информативным показателем являлась бы рыночная стоимость компаний, однако, по известным причинам, только акции компании «МТС» обращаются на Московской бирже, поэтому сравнение компаний по этому показателю невозможно.

Выявленная картина не особенно информативна для кредиторов, поскольку с политикой финансирования компаний, которая приносит им доход, несмотря на возросшие риски, они, по умолчанию, согласились. Нам необходимо выяснить, до каких пределов компании смогут продолжать рискованную финансовую политику, смещая акцент в сторону все большего использования заемного капитала. В решении данной проблемы нам помогут показатели рентабельности бизнеса, рассчитанные ранее. Представим табл. 2 в форме рисунка, что поможет более наглядно отразить динамику показателей.

О чем свидетельствует динамика рентабельности анализируемых компаний? У компании «Вымпелком» рентабельность упала в четыре раза, достигнув критической отметки в 0,6%. Компании «МТС» и «МегаФон» подошли с одинаковыми показателями в 6,2% на конец 2022 г., но у «МТС» рентабельность упала в два раза за период, с 13,5 до 6,2%, и лишь компании «МегаФон» удалось повысить рентабельность продаж за период до той же отметки в 6,2%. Однако, глядя на расчеты рентабельности собственного капитала (см. табл. 13), видно, что этот прирост съедал

*Таблица 19*

**Балансовая стоимость компаний\***

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Собственный капитал компании «МегаФон», млн руб.	165 309	70 403	104 649	233 024	229 023	91 546
Собственный капитал компании «МТС», млн руб.	124205	77565	36394	32690	14604	(3617)
Собственный капитал компании «ВымпелКом», млн руб.	93246	55129	64963	66400	53051	42970

\*Рассчитано на основе финансовой отчетности компаний за рассматриваемый период.

Источники: Финансовая отчетность компании «МегаФон». URL: <https://corp.megafon.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «МТС». URL: <https://cdn.financemarket.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

Финансовая отчетность компании «ВымпелКом». URL: <https://Moskva.beeline.ru> (дата обращения: 09.02.2024).

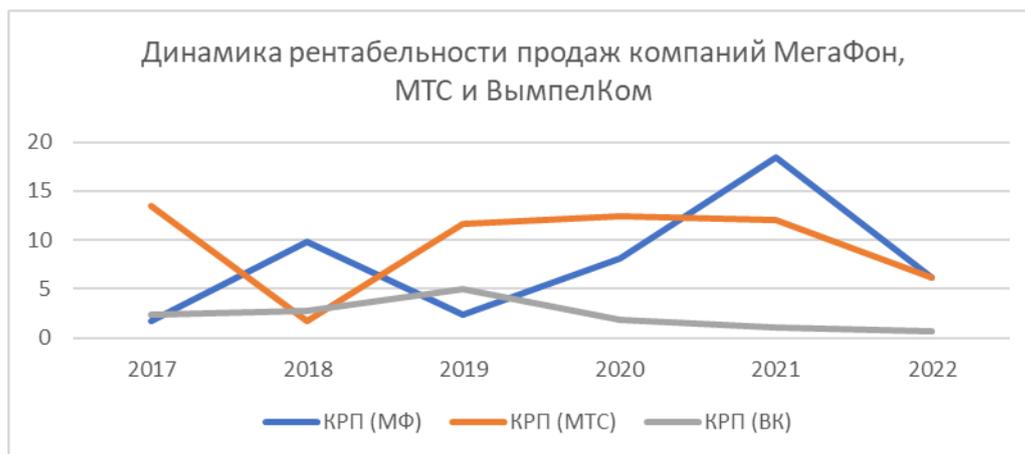


Рис. 2. Рентабельность продаж компаний «МегаФон», «МТС» и «ВымпелКом»

ся двукратным падением оборачиваемости активов (с 0,57 до 0,28 раз в год), что негативно отразилось на рентабельности собственного капитала.

С макроэкономической точки зрения, показатель рентабельности продаж – это предел платежеспособного спроса контрагентов (население и бизнес) на данного рода услуги. Однако вследствие ухудшения экономической обстановки в стране (падение доходов населения, инфляция, рост цен на товары первой необходимости, рост безработицы) вероятен сценарий, при котором платежеспособный спрос на услуги компаний-операторов данного рынка может снизиться. Тогда у компаний большой тройки возникнут проблемы с обслуживанием огромных кредитов, что создаст проблемы у банков-кредиторов. Пока рынок генерирует при-

быль, перспективы компаний-лидеров выглядят достаточно безоблачными, но менеджмент компаний обязан принимать в расчет и худший вариант экономического сценария. Представляется, что увеличение доли собственного капитала добавит компаниям устойчивости, для чего необходимо пожертвовать некоторой частью получаемой сегодня прибыли в пользу долгосрочных перспектив бизнеса, т.е. направляя ее на погашение долга.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Ван Хорн Д.К., Вахович мл. Д.М. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. М.: Вильямс, 2016. 1232 с.
2. Фляйшер К., Бенсуссан Б. Стратегический и конкурентный анализ. Методы и средства конкурентного рынка. М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2005. 541 с.