

Анализ капитала российских сотовых операторов как источника финансирования

© 2012 Т.И. Гулюгина

Финансовый университет

при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

E-mail: tgulyugina@rambler.ru

Рассмотрены условия формирования капитала российских операторов сотовой связи. Для каждой компании проанализирована структура капитала, дана оценка его стоимости.

Ключевые слова: капитал, структура капитала, собственный капитал, заемный капитал, средневзвешенная стоимость капитала.

Во всем мире телекоммуникационный сектор переживает стадию стремительного развития в сегменте сотовой связи. Не осталась в стороне и Россия, однако развитие телекоммуникационного сектора в России происходит в условиях ухудшения инвестиционного климата, сопровождающегося как увеличением объема чистого оттока капитала¹, так и негативным изменением структуры притока иностранных инвестиций, в которой львиную долю занимают “прочие” инвестиции (90 %), отодвинув далеко на второй план прямые и портфельные инвестиции².

Подобная тенденция может свидетельствовать о возможных дальнейших проблемах финансирования компаний. Так, раньше одним из основных источников финансирования являлся заемный капитал, обусловленный притоком средств от экспорта. Возросшая доступность финансовых ресурсов на уровне производства и на уровне потребления способствовала развитию внутреннего спроса и укреплению рубля, что, в свою очередь, стимулировало приток краткосрочного капитала и внешнего долгового финансирования. Разразившийся в 2008 г. финансовый кризис продемонстрировал высокую зависимость российской экономики от внешнего капитала. Резкое снижение цен на экспорт привело к резкому сокращению спроса, обрушению финансового рынка и замедлению экономики в целом. Поэтому следует ожидать, что в дальнейшем прежние источники уже будут не столь эффективны, а доступность внешнего капитала уменьшится. В данной связи вопросы анализа капитала предприятия как источника финансирования и его структуры являются крайне актуальными³.

Другим важным фактором, влияющим на формирование капитала российских телекомов, выступает нахождение рынка связи в состоянии реформирования и перераспределения прав собственности, сопровождающихся большим количеством сделок слияния и поглощения. Причем,

реформированию подвергаются как государственные активы (длительный процесс по слиянию Ростелекома, Связьинвеста и МРК), так и частные компании.

Так, компания МТС является активным участником сделок по поглощениям, инвестируя значительные средства в покупку региональных компаний сотовой связи России и других стран. В частности, к МТС были присоединены такие компании, как “Кубань GSM”, “Донтелеком”, “ТАИФ-ТЕЛКОМ”, “Сибчелендж”, “Примтелефон”, “Горизонт-РТ”, “РеКом”, “Телесот-Алания”, “Сибинтертелеком”, “Дагтелеком”, “Башсел”. Помимо этого, создавая собственную розничную сеть, компания приобрела крупного сотового ретейлера “Телефон.Ру”, сеть салонов сотовой связи “Эльдорадо”, сеть салонов “Телефорум”. Кроме того, в октябре 2009 г. “МТС” присоединила оператора интегрированных телекоммуникационных услуг в России и СНГ “КОМСТАР - ОТС” (присоединение завершилось в июне 2011 г.), в декабре 2009 г. - оператора магистральной связи “Евротел”. Развивая свои позиции на рынке услуг сети Интернет, “МТС” присоединила к себе ряд российских региональных операторов широкополосного доступа в Интернет (“Мультирегион”, “Интелека”, “Инфоцентр”, “Альтаир”, “ТВТ”). Преследуя цель выйти на зарубежный рынок (СНГ), компания “МТС” как осуществляла покупки зарубежных активов, так и создавала совместные предприятия (СП) на территории иностранных государств. В результате компания присутствует на рынках Армении, Белоруссии, Киргизии, Туркмении, Узбекистана, Украины.

Аналогично за последние несколько лет к компании “Вымпелком” был присоединен ряд компаний, таких как: Golden Telecom, “Корбина Телеком”, “Даль Телеком Интернэшнл”, “Сахалин Телеком Мобайл”, “Северная корона”, “Форатек коммуникейшн”, “Поларком”, “Комин-

ком-Черноземье”, “Брянсктел”, “Татарстанские интеллектуальные коммуникации”, “ТелеКом-Самара”, “ТелеКом-Кубаньэлектросвязь”, “Агентство телекоммуникаций”, “Сочителеком”, “Ижсвязьинвест”. Путем приобретения зарубежных активов, “Вымпелком” обеспечил себе присутствие на внутренних рынка таких стран, как Армения, Вьетнам, Грузия, Казахстан, Камбоджа, Киргизия, Лаос, Таджикистан, Узбекистан и Украина.

Компания “Мегафон” также присоединила к себе ряд региональных компаний: “Соник Дуо”, “Уральский Джи Эс Эм”, “Мобиком-Кавказ”, “Мобиком-Центр”, “Мобиком-Новосибирск”, “Мобиком-Хабаровск”, “МСС-Поволжье”, “Волжский GSM”. В июне 2010 г. “Мегафон” приобрел одного из ведущих российских магистральных операторов - группу “Синтерра” и вышел на рынок фиксированной связи для крупных государственных и корпоративных клиентов, а также услуг фиксированного широкополосного доступа (ШПД). В 2010 г. к “Мегафону” была также присоединена компания “Метроком” - крупнейший оператор фиксированной связи, крупный интернет-провайдер и владелец оптоволоконной сети, действующей на территории Санкт-Петербурга. Весной 2011 г. “Мегафон” приобрел компанию NetByNet, одного из ведущих игроков на московском рынке ШПД и компанию “Вэб Плас” - одного из старейших интернет-провайдеров Санкт-Петербурга.

Итогом проведенных крупномасштабных реорганизаций явилось то, что более 90 % рынка сотовой связи приходится всего на четырех операторов: “МТС”, “Мегафон”, “Вымпелком” и “Теле 2”, из которых более 80 % рынка приходится на “МТС”, “Мегафон”, “Вымпелком”⁴, а оставшаяся доля (менее 10 %), приходящаяся на “прочих” операторов, неуклонно снижается (рис. 1).

Указанные выше факторы во многом предопределяют подходы к формированию капитала российских телекомов.

По состоянию на конец 2011 г. доля собственного капитала компании “МТС” составляет 30 %, “Вымпелком” - 41 %, “Мегафон” - 86 %⁵.

Согласно рассчитанному коэффициенту финансового левериджа, на каждый вложенный рубль собственного капитала “МТС” привлекает 2,4 руб. заемного капитала, “Вымпелком” - 1,5 руб., “Мегафон” - 0,2 руб.

Используя показатель отношения чистого долга к показателю EBITDA можно сделать вывод, что на погашение своих долговых обязательств компании “МТС” потребуется 1,3 года, “Вымпелкому” - 1,4 года, в то время как компания “Мегафон” имеет отрицательный чистый долг.

Более 60 % заемного капитала компании “МТС”, оцениваемого в 279 млрд. руб., приходится на банковские займы (171 млрд. руб.), остальную часть составляют облигационные займы (108 млрд. руб.)⁶.

Максимальная выплата по выпущенным облигациям приходится на 2020 г., когда на погашение сразу двух займов придется потратить 40 млрд. руб. (рис. 2). Поэтому, скорее всего, с целью финансирования выплат будут сделаны еще облигационные займы.

Банковские займы компания “МТС” привлекает в трех валютах - рублях, долларах и евро. Причем доля рублевых кредитов составляет 76 %, в американской валюте - 20 % и на европейскую валюту приходится около 4 % всех банковских займов⁷.

Займы, привлекаемые в рублях, являются самыми дорогими для компании: средневзвешенная ставка по ним составляет 8,45 %, в то время как ставка по кредитам, номинированным в аме-

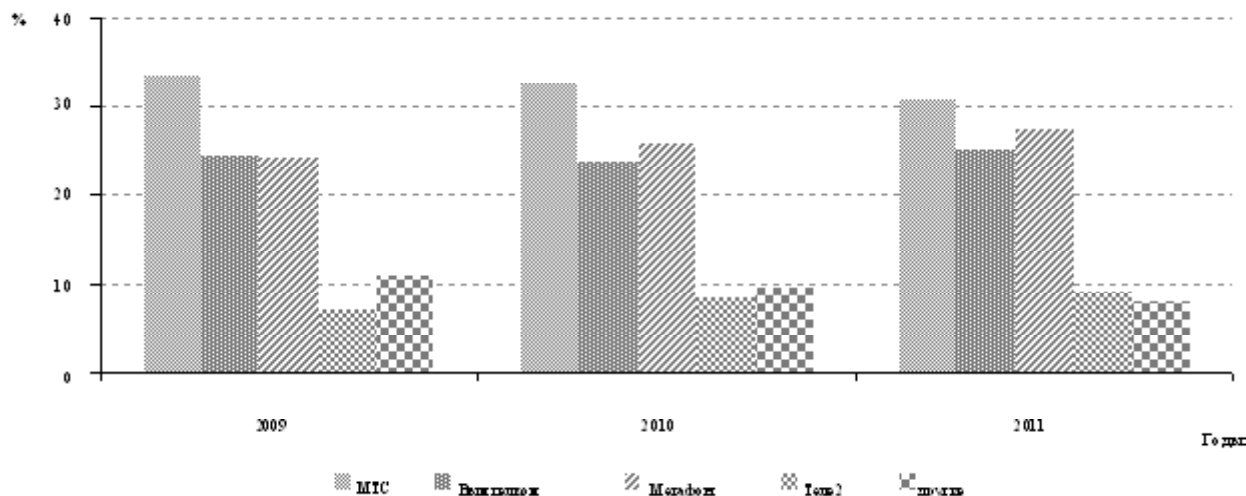


Рис. 1. Динамика долей операторов на рынке мобильной связи

Компания	Коэффициент автономии	Коэффициент финансовой зависимости	Коэффициент финансового левериджа	Отношение чистого долга к показателю EBITDA
МТС	0,2	0,6	2,4	1,3
Вымпелком	0,3	0,5	1,5	1,4
Мегафон	0,7	0,1	0,2	(Отриц.)

Источник. Данные компаний, Bloomberg.

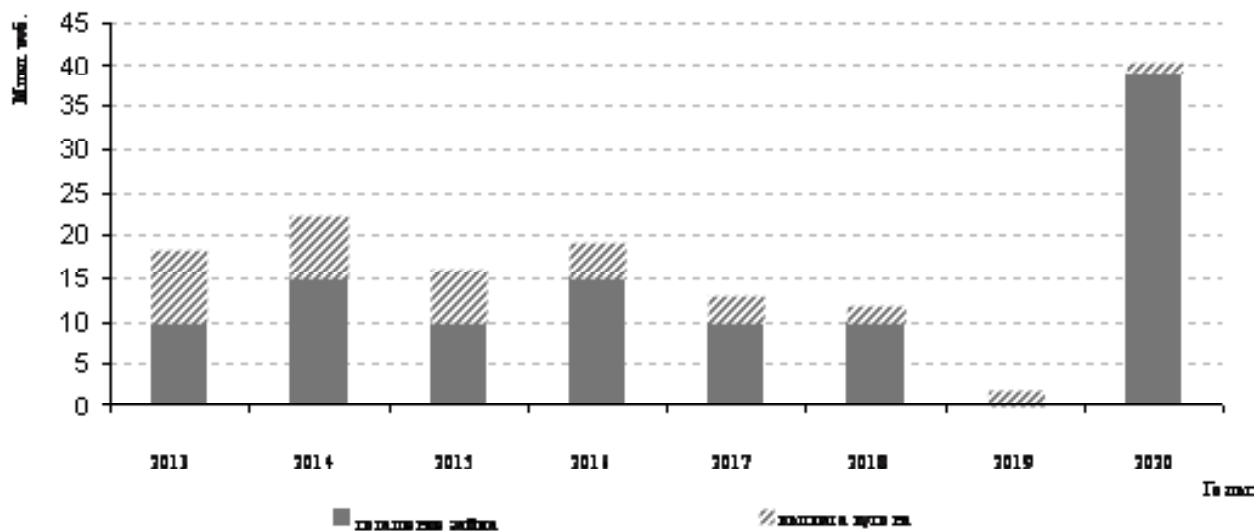


Рис. 2. Распределение выплат по облигационным займам

риканской валюте, составляет 6,97 % (в пересчете на рублевый эквивалент), в евро - 8,38 % (в рублевом эквиваленте)⁸. Получаем, что средневзвешенная ставка по банковским кредитам составляет 8,15 %. Средневзвешенная стоимость всего заемного капитала компании “МТС” на конец 2011 г. составляет 8,49 %.

На конец 2011 г. заемный капитал компании “Вымпелком” составляет 818 млрд. руб., 57 % которого составляют облигационные займы, 43 % - банковские кредиты⁹.

Кроме облигационных займов, заемный капитал компании почти наполовину состоит из банковских кредитов, номинированных в различных валютах. Более половины из них (56 %) номинированы в евро, 35 % - в рублях. Доля американской валюты составляет около 7 %. Наиболее дорогими являются банковские кредиты в американской валюте (12,3 % в рублевом эквиваленте), самыми дешевыми - кредиты в европейской валюте (6,27 %) в рублевом эквиваленте. Стоимость рублевых кредитов составляет 9 %¹⁰. Таким образом, стоимость банковских кредитов компании “Вымпелком” составляет 7,54 %. С учетом того, что стоимость облигационного долга составляет 8,76 %, средневзвешенную стоимость заемного капитала компании “Вымпелком” на конец 2011 г. можно оценить в 8,24 %.

Структура заемного капитала компании “Мегафон” отличается от компаний-конкурентов.

Основное отличие в том, что по состоянию на конец 2011 г. у “Мегафона” нет непогашенных облигационных займов. Практически весь долг, оцениваемый в 77,2 млрд. руб., приходится на финансовый лизинг (99,8 %) ¹¹.

Погашение по долговым обязательствам “Мегафона” предстоит в более короткие сроки (до 2016 г.), чем для компаний-конкурентов.

По валютной структуре долга “Мегафона” существенно преобладают долларové займы (88,7 %). Доля займов в европейской валюте составляет 9,8 %, доля рублевых займов составляет около 1,5 %¹².

Поскольку стоимость банковских кредитов в 2-3 раза превышает стоимость лизинга и принимая во внимание тот факт, что заемный капитал компании на 99,81 % состоит из обязательств, возникших по договору лизинга, общая стоимость долга “Мегафона” составляет 7,63 %.

Таким образом, наименьшую стоимость заемного капитала имеет компания “Мегафон”, наибольшую - “МТС”. Это вполне можно объяснить соотношением собственного и заемного капитала компаний. Чем больше доля заемного капитала, тем больший риск банкротства несет в себе компания, а значит, тем большую доходность будут требовать ее кредиторы.

Стоимость собственного капитала может быть рассчитана с помощью модели CAPM, согласно которой такая стоимость складывается из

безрисковой ставки и премии за риск, которая, в свою очередь, представляет собой разность между ожидаемой доходностью рыночного портфеля и безрисковой ставкой с учетом коэффициента бета.

Для компании “МТС” оценка стоимости собственного капитала, согласно модели CAPM, на конец 2011 г. составляла 13,3 %¹³, для компании Вымпелком - 15,6 %¹⁴. На конец 2011 г. компания “Мегафон” не являлась публичной компанией, ее акции не обращались на фондовом рынке, а значит, модель CAPM для оценки стоимости ее собственного капитала может быть применена достаточно условно. Применим ее исходя из условия равенства коэффициента бета среднему значению по сектору, равному 0,6¹⁵. Тогда оценка стоимости собственного капитала компании “Мегафон” на конец 2011 г. составит 11,6 %, что ниже аналогичного показателя у “МТС” и “Вымпелкома”, что соответствует разным уровням финансового левериджа компаний.

С учетом полученных результатов оценим средневзвешенную стоимость капитала (WACC), %:

Компания	Доля СК	Доля ЗК	Стоимость СК	Стоимость ЗК	WACC
"МТС"	30	70	13,3	7,8	8,3
"Вымпелком"	41	59	15,6	8,2	10,3
"Мегафон"	86	14	11,6	7,6	10,8

Таким образом, наименьшую стоимость капитала имеет компания “МТС”, что объясняется высокой долей относительно дешевых заемных источников в структуре капитала, наибольшую - “Мегафон”, большую часть капитала которого составляют собственные источники финансирования.

Отметим, что в 2012 г. структура капитала “Мегафона” кардинально изменилась. Компания привлекла значительный объем заемного капитала (более 100 млрд. руб.) в виде банковских кредитов и облигационного займа и в конце ноября 2012 г. осуществила первичное размещение своих акций на фондовой бирже (ИРО). В результате доля заемного капитала выросла до 65 %.

Основными причинами увеличения капитала являются: во-первых, изменение структуры собственников, заключающейся в выкупе доли акций у одного из акционеров - компании Altimo (25,1 % акций за 5,2 млрд. долл.); во-вторых, финансирование сделок по слияниям и поглощениям, а также на инвестиции в перспективные технологии связи.

В результате изменения структуры капитала, согласно проведенной оценке, стоимость заемного капитала выросла до 8,0 %, стоимость собственного капитала - до 15,0 %. Однако средневзвешенная стоимость капитала снизилась до 9,4 %. Таким образом, стоимость финансовых ресурсов “Мегафона” может оказаться ниже, чем стоимость финансовых ресурсов “Вымпелкома”.

¹ Мазелис Л.С. Прямые иностранные инвестиции как ведущая форма экспорта капитала // Экон. науки. 2007. □ 12 (37). С. 414.

² URL: www.cbr.ru.

³ Шкода Р.В. Принципы формирования оптимальной структуры совокупного капитала // Экон. науки. 2007. □ 12 (37). С. 359.

⁴ Брум А.Н. Особенности инновационной политики операторов связи // Экон. науки. 2008. □ 1 (38). С. 182.

⁵ Bloomberg.

⁶ URL: www.mts.ru.

⁷ Там же.

⁸ Там же.

⁹ URL: www.vimpelcom.com.

¹⁰ Там же.

¹¹ URL: www.megafon.ru.

¹² Там же.

¹³ В качестве безрисковой ставки взята доходность по ОФЗ (6,5 %), ожидаемая рыночная доходность оценивается на уровне 15 %, коэффициент бета взят равным 0,8. Данные взяты из системы “Bloomberg”.

¹⁴ Стоит отметить, что акции “Вымпелкома” торгуются только на Лондонской бирже. Безрисковая ставка доходности составляет 3 %, ожидаемая рыночная доходность оценивается на уровне 8 %, коэффициент бета составляет 0,8, страновой риск оценивается в 3 % (данные взяты из системы “Bloomberg”).

¹⁵ По данным системы “Bloomberg”.

Поступила в редакцию 04.09.2012 г.