

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

И. В. Осколков

канд. экон. наук, преподаватель кафедры теории финансов факультета менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ БИЗНЕСА

Насколько связаны между собой рыночные показатели деятельности компании, ее финансовые показатели и капитализация, складывающаяся на рынке акций? Возможно ли через рыночную капитализацию оценить ненаблюдаемые параметры, определяющие стоимость бизнеса компании? Справедливы ли модели оценки стоимости бизнеса, основанные на прогнозировании будущих доходов?

Сформулированные вопросы отражают основные вызовы, порождаемые практикой оценки бизнеса, а методология решения соответствующих задач составляет инструментарий корпоративных финансов.

В предлагаемой статье представлено статистическое исследование ряда правил, которыми инвесторы могут руководствоваться при установлении долгосрочных ценовых ориентиров на рынке акций. Целью статьи является поиск ответа на вопрос о том, обладает ли современная теория корпоративных финансов силой, объясняющей на модельном уровне рыночные цены акций.

В целях проверки гипотезы влияния ряда фундаментальных показателей на стоимость бизнеса в работе исследуются две группы компаний одной отрасли: на примере компаний традиционной и мобильной связи рассматривается схема влияния фундаментальных показателей на стоимость бизнеса и капитализацию. Предложенная группировка компаний подчеркивает различия в фундаментальных показателях и гипотетически соответствующие им различия в стоимости бизнеса.

Рассматриваемая модель оценки стоимости бизнеса основана на «драйверах» стоимости — доходности инвестированного капитала и темпе роста бизнеса¹. Через тестирование двух групп компаний связи моделей оценки стоимости, содержащей и не содержащей поправку на «период конкурентного преимущества», подтверждается гипотеза о влиянии фундаментальных показателей на стоимость бизнеса.

Согласуются ли модель стоимости бизнеса и рынок акций?

Параметры, определяющие стоимость бизнеса

Внутренняя, или фундаментальная, стоимость бизнеса (Intrinsic Value) оценивается через будущие доходы, которые оцениваемая компания как актив

¹ См.: (Kolle, Goedhart., Wessels, 2005; Thomae, Copeland, Weston, Shastr, 2005).

должна принести собственникам вложенного в нее капитала в будущем. Как правило, собственников вложенного в бизнес капитала можно поделить на собственников и кредиторов, а рыночную стоимость бизнеса — на рыночную стоимость акций компании (капитализацию) и рыночную стоимость долга¹. Если EV_t — стоимость бизнеса на момент t , E_t — капитализация, а ND_t — чистый долг компании², то $EV_t = E_t + ND_t$.

Согласно доходному подходу к оценке бизнеса

$$EV_t = \sum_{i=1}^T \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{CV_T}{(1+WACC)^{T-t}}, \quad (1)$$

где FCF_t — прогнозируемый свободный денежный поток бизнеса в периоде t , $WACC$ — средневзвешенная стоимость капитала, инвестированного в бизнес, CV_T — оценка продленной стоимости бизнеса на момент T .

Свободный денежный поток бизнеса FCF_t равен разности операционного и инвестиционного денежных потоков: $FCF_t = OCF_t - ICF_t$. *Операционный денежный поток* может быть оценен через показатель чистой операционной прибыли за вычетом скорректированных налогов $NOPLAT_t$: $OCF_t = NOPLAT_t + Dep_t$, где Dep_t — амортизационные отчисления соответствующего периода. *Инвестиционный денежный поток* за период равен сумме вложений в активы бизнеса и может быть оценен через разность значений инвестированного капитала на конец IC_t и на начало IC_{t-1} периода: $ICF_t = IC_t - IC_{t-1} + Dep_t$. *Инвестированный в бизнес капитал* равен сумме стоимостей активов бизнеса, за вычетом бесплатных обязательств (кредиторской задолженности).

Определим *доходность инвестированного капитала* $ROIC_t$ как

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{IC_{t-1}}. \quad (2)$$

В общем случае показатель $ROIC_t$ может изменяться со временем. Доходность инвестированного капитала показывает способность бизнеса зарабатывать прибыль на вложенные средства и определяется положением бизнеса на продуктовых рынках (доходами бизнеса) и рынках ресурсов производства (затратами бизнеса). Определим показатель темпа роста бизнеса g_t как темп роста показателя $NOPLAT_t$:

$$g_t = \frac{NOPLAT_t - NOPLAT_{t-1}}{NOPLAT_{t-1}}. \quad (3)$$

Темп роста бизнеса g_t может изменяться со временем. Темп роста бизнеса определяется его конкурентными способностями, поведением продуктового рынка, а также инвестиционными решениями бизнеса. Согласно (2) и (3)

$$IC_t ROIC_{t+1} = NOPLAT_{t+1} = NOPLAT_t (1 + g_{t+1}) = IC_{t-1} ROIC_t (1 + g_{t+1}).$$

¹ Термин «рыночная стоимость» определен в Федеральном законе от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и подразумевает денежное измерение по аналогии с ценой. Термин «стоимость» в отечественной финансовой литературе также закрепился за рядом показателей, измеряющих требуемые доходности финансовых инструментов, исчисляемых в процентах за период и отвечающих за характеристики спроса и предложения на рынке капитала. Таким показателем является стоимость капитала (стоимость собственного капитала, стоимость заемного капитала, стоимость банковского финансирования и т. п.).

² *Чистый долг* — долг, не обеспеченный ликвидными активами бизнеса.

Определим IR_t как долю $NOPLAT_t$, реинвестируемую в бизнес:

$$IR_t = \frac{IC_t - IC_{t-1}}{NOPLAT_t}. \quad (4)$$

Согласно определению IR_t — управляющая переменная, позволяющая регулировать величину инвестиций в зависимости от финансовых возможностей компании.

При том что $IR_t > 0$ практически в любом периоде, в котором не было крупных дивестиций, фактический источник инвестиций — необязательно чистая прибыль компании текущего периода, и IR_t показывает лишь величину инвестиций по отношению к $NOPLAT_t$.

Определение IR не содержит ссылки на величину инвестиционного денежного потока периода, отличающегося от числителя дроби в формуле (4) на величину амортизационных отчислений. В свою очередь, знаменатель той же дроби не совпадает с величиной операционного денежного потока периода. Идеология определения IR полностью соответствует определениям $ROIC$ и g .

Рассмотрим ситуацию не зависящих от времени $ROIC_t = ROIC$, $g_t = g$ и $IR_t = IR$. В таком случае

$$IC_t = IC_{t-1}(1+g) = IC_{t-1} + NOPLAT_t IR,$$

откуда

$$IC_{t-1}g = NOPLAT_t IR = IC_{t-1} ROIC IR$$

и

$$g = ROIC IR.$$

По определению свободного, операционного и инвестиционного денежных потоков

$$\begin{aligned} FCF_t &= OCF_t - ICF_t = NOPLAT_t + Dep_t - [IC_t - IC_{t-1} + Dep_t] = \\ &= NOPLAT_t - [IC_t - IC_{t-1}] = NOPLAT_t - NOPLAT_t \cdot IR = \\ &= NOPLAT_t [1 - IR] = NOPLAT_t \cdot \left[1 - \frac{g}{ROIC}\right] = \\ &= IC_{t-1} [ROIC - g]. \end{aligned}$$

Следовательно, свободный денежный поток периода определяется величиной вложенного на начало периода капитала, доходностью инвестированного капитала и темпом роста бизнеса. Последние два параметра называются драйверами стоимости бизнеса, а сама стоимость бизнеса может быть оценена по формуле драйверов стоимости:

$$EV_t = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g} = IC_t \cdot \frac{ROIC - g}{WACC - g}. \quad (5)$$

Хотя формула (5) справедлива только при не зависящих от времени показателях доходности инвестированного капитала, темпа роста бизнеса и средневзвешенной стоимости капитала, тем не менее она может быть принята в качестве модели, показывающей направление и характер зависимости стоимости бизнеса от ключевых драйверов стоимости.

Если темп роста бизнеса и доходность вложенного капитала не постоянны во времени, то зависимость стоимости бизнеса от драйверов стоимости будет несколько сложнее. Предположим, что на протяжении T периодов после момента темп роста бизнеса составит g_1 , а доходность инвестированного капитала — $ROIC_1$ (1), а далее — g_2 и $ROIC_2$ соответственно (2). Стоимость бизнеса можно тогда представить в виде суммы двух составляющих, соответствующих периодам различных темпов роста бизнеса:

$$EV_t = EV_t(1) + EV_t(2).$$

Сумма дисконтированных свободных денежных потоков, которые будут создаваться до периода $t+T$ включительно, составит

$$\begin{aligned} EV_t(1) &= \sum_{i=1}^T \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} = \sum_{i=0}^{T-1} \frac{FCF_{t+1}(1+g_1)^i}{(1+WACC)^i} = \\ &= FCF_{t+1} \frac{(1+g_1)^T - (1+WACC)^T}{(1+WACC)^T (g_1 - WACC)} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g_1} \left[1 - \frac{(1+g_1)^T}{(1+WACC)^T} \right] = \\ &= IC_t \frac{ROIC_1 - g_1}{WACC - g_1} \left[1 - \frac{(1+g_1)^T}{(1+WACC)^T} \right]. \end{aligned}$$

Стоимость, создаваемая после момента $t+T$, приведенная на момент t , составит

$$\begin{aligned} EV_t(2) &= \frac{FCF_{t+T+1}}{(WACC - g_2)(1+WACC)^T} = \frac{FCF_{t+1}(1+g_1^{T-1})(1+g_2)}{(WACC - g_2)(1+WACC)^T} = \\ &= IC_{t+T} \frac{ROIC_2 - g_2}{(WACC - g_2)(1+WACC)^T} = IC_t \frac{(1+g_1^T)[ROIC_2 - g_2]}{(WACC - g_2)(1+WACC)^T}. \end{aligned}$$

Таким образом, стоимость бизнеса на момент t составит

$$\begin{aligned} EV_t &= IC_t \frac{ROIC_1 - g_1}{WACC - g_1} - IC_t \frac{ROIC_1 - g_1}{WACC - g_1} \frac{(1+g_1^T)}{(1+WACC)^T} + \\ &\quad + IC_t \frac{ROIC_2 - g_2}{WACC - g_2} \frac{(1+g_1^T)}{(1+WACC)^T} = \\ &= IC_t \left[\frac{ROIC_1 - g_1}{WACC - g_1} + \frac{(1+g_1^T)}{(1+WACC)^T} \left(\frac{ROIC_2 - g_2}{WACC - g_2} - \frac{ROIC_1 - g_1}{WACC - g_1} \right) \right]. \end{aligned} \tag{6}$$

Если считать период (1) периодом конкурентного преимущества, в котором доходность инвестированного капитала превышает средневзвешенную стоимость капитала ($ROIC_1 > WACC$), а период (2) — периодом совершенной конкуренции, в котором доходность инвестированного капитала равна средневзвешенной стоимости капитала ($ROIC_2 = WACC$), то формула (6) примет следующий вид:

$$EV_t = IC_t \left[\frac{ROIC_1 - g_1}{WACC - g_1} - \frac{(1+g_1^T)}{(1+WACC)^T} \frac{ROIC_1 - WACC}{WACC - g_1} \right]. \tag{7}$$

Отметим, что формула (7) не содержит переменной, отвечающей за темп роста в периоде (2). Экономический смысл независимости стоимости бизнеса от g_2 состоит в том, что при равенстве $ROIC_1 = WACC$ любые инвестиции в рост бизнеса имеют чистую приведенную стоимость, равную нулю, и не добавляют стоимости бизнеса.

Интересным свойством формулы (6) является то, что значение EV_t прямо пропорционально значению IC_t , причем EV_t положительно зависит от $ROIC_1$, если только $g_1 < WACC$.

Отличие формулы (7) от формулы (5) состоит в наличии дисконта на «конечность» периода конкурентного преимущества, и чем больше T , тем выше стоимость бизнеса и тем ближе она к варианту (5). Величина дисконта определяется величиной

$$\frac{(1+g_1^T)}{(1+WACC)^T} \cdot \frac{ROIC_1 - WACC}{WACC - g_1}$$

и положительно зависит от темпа роста бизнеса g_1 .

Если разделить обе части формулы (7) на IC_t , получим величину мультипликатора EV/IC , показывающего стоимость бизнеса, приходящуюся на единицу инвестированного капитала:

$$\frac{EV_t}{IC_t} = \frac{ROIC_1 - g_1}{WACC - g_1} - \frac{(1+g_1^T)}{(1+WACC)^T} \cdot \frac{ROIC_1 - WACC}{WACC - g_1}.$$

На рис. 1, 2 приведены графические изображения зависимости мультипликатора EV/IC от длины периода конкурентного преимущества при различных сочетаниях параметров, входящих в формулу (7).

Для случая (5) мультипликатор EV/IC может быть представлен в виде

$$\frac{EV_t}{IC_t} = \frac{ROIC - g}{WACC - g}.$$

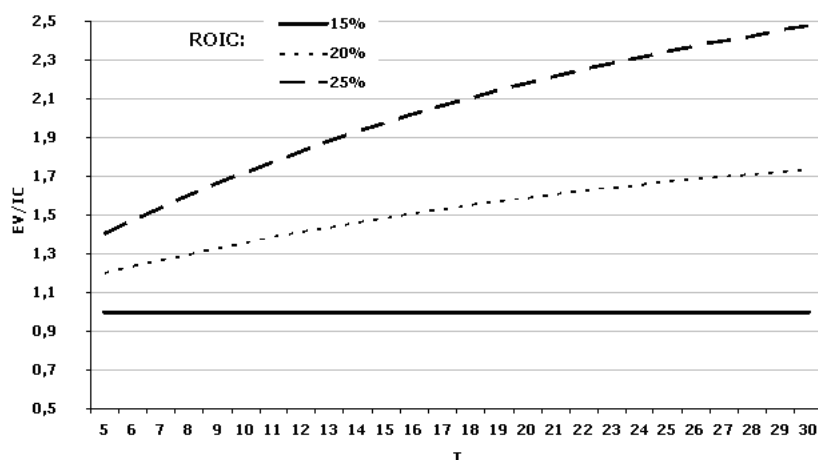


Рис. 1. EV/IC при темпе роста бизнеса 10% и $WACC$ 15% годовых

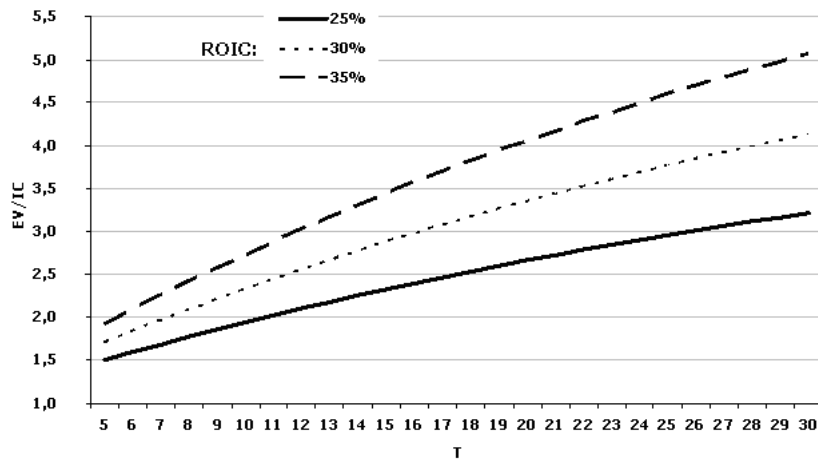


Рис. 2. EV/IC при темпе роста бизнеса 10% и $WACC$ 13% годовых

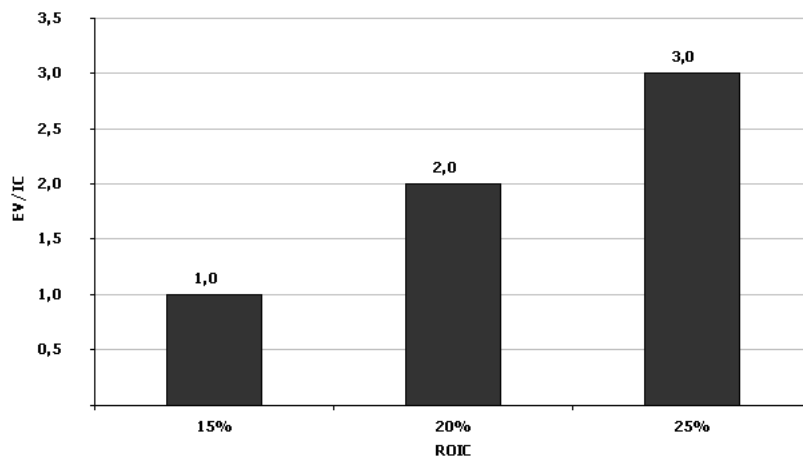


Рис. 3. EV/IC в модели с бесконечным ростом при темпе роста бизнеса 10% и $WACC$ 15% годовых

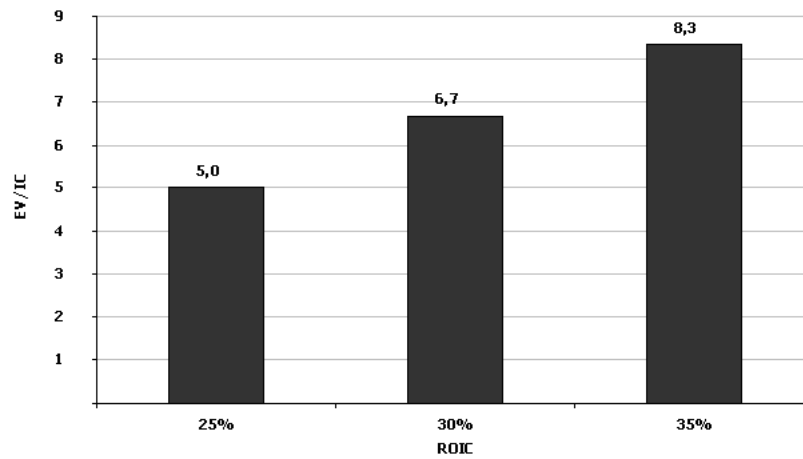


Рис. 4. EV/IC в модели с бесконечным ростом при темпе роста бизнеса 10% и $WACC$ 13% годовых

Гипотезы исследования

Следует отметить, что все параметры, составляющие формулы (5), (6) и (7), должны быть представлены ожидаемыми значениями соответствующих переменных, являющихся случайными величинами, о вероятностных распределениях которых можно судить лишь по выборкам исторических значений. К сожалению, ни подтвердить стационарность, ни определить класс соответствующих распределений для российских компаний практически невозможно: выборки неглубоки с точки зрения истории, а волатильные макроэкономическая и политическая конъюнктуры не оставляют шанса на стационарность.

Рыночная стоимость бизнеса публичных компаний EV_i может наблюдаться через рыночные котировки и цены сделок с акциями. Выше мы определили модели, в соответствии с которыми фундаментальные показатели бизнеса, такие как IC_i , $ROIC$, g или $WACC$, могут влиять на стоимость бизнеса. Речь идет о влиянии будущих значений драйверов стоимости, и в качестве переменных при изучении статистической зависимости могут выступать только ожидаемые значения соответствующих «драйверов». Поскольку даже в простейшей модели (VDF) на стоимость влияют три фактора, и одно и то же значение стоимости бизнеса может соответствовать большому количеству комбинаций значений «драйверов», использование рыночной информации о ценах акций оставляет возможность оценивать один параметр при условии выбора наиболее вероятных значений остальных. Однако точная оценка имплицированного значения «драйвера» стоимости затруднительна по двум причинам: во-первых, выбранные для описания взаимосвязи между переменными аналитические модели представляют собой всего лишь приближение истинной взаимосвязи и не были протестированы на российском рынке; во-вторых, характер зависимостей, описываемых используемыми моделями, делает заданные неявно зависимости между «драйверами» чрезвычайно эластичными к изменениям каждого из них, что требует повышенной точности прогнозирования, которая не может быть обеспечена.

Совокупность перечисленных причин оставляет лишь возможность проведения качественного исследования, которое позволит сделать вывод о состоятельности приведенных моделей в описании ценообразования.

Мы рассмотрим две группы компаний, различающихся с точки зрения значений «драйверов» стоимости и работающих на рынках с заведомо разными периодами конкурентного преимущества. Основываясь на исторических данных, мы сделаем предположения относительно диапазонов изменения в будущем темпа роста бизнеса, доходности инвестированного капитала и средневзвешенной стоимости капитала.

Наблюдаемые значения мультипликаторов EV/IC позволят косвенно подтвердить или опровергнуть предположения о подчинении ценообразования на акции приведенным выше моделям.

Отрасль электросвязи

Для проведения исследования была выбрана отрасль электросвязи. Причинами такого выбора послужили:

- однородность компаний внутри отрасли с точки зрения бизнес-схем, клиентской базы, качества активов, структуры капитала и крупнейших собственников, уровня и стиля менеджмента, перспектив развития;
- хорошая представленность отрасли на фондовом рынке;
- одинаковая история большей части компаний отрасли, прошедших процедуры консолидации;
- полярности отрасли с точки зрения различий между группами компаний традиционной связи и мобильной связи.

Выборка: группы традиционной связи и мобильной связи

Компании

Мы рассматриваем 9 компаний традиционной электросвязи — ОАО «Ростелеком», ОАО «Московская городская телефонная сеть» (МГТС), ОАО «Северо-Западный Телеком» (СЗТ), ОАО «Дальневосточная компания электросвязи» («Дальсвязь»), ОАО «Сибирьтелеком», ОАО «Южная телекоммуникационная компания» (ЮТК), ОАО «ВолгаТелеком», ОАО «Центртелеком», ОАО «Уралсвязьинформ» — и 3 компании мобильной связи — ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (МТС), ОАО «МегаФон» и ОАО «Вымпел-Коммуникации» («Вымпелком»).

За исключением ОАО «МегаФон», акции всех перечисленных компаний торгуются на российских биржах РТС и ММВБ, а большинства — в виде депозитарных расписок на зарубежных биржах. В расчетах мы будем использовать ценовую информацию ФБ РТС по причине того, что накопленная ценовая история РТС более длинная, а разница между ценами РТС и ММВБ ничтожно мала.

После консолидации, проведенной государственным холдингом «Связьинвест», к 2003 г. в фиксированной телефонной связи осталось только 7 крупных межрегиональных компаний связи (МРК), образованных по географическому принципу, и несколько небольших компаний, не вошедших в процесс объединения по разным причинам. Исключение составляют крупнейшая городская телефонная сеть — МГТС, а также национальный оператор дальней связи — «Ростелеком», которые введены в группу традиционной связи наравне с МРК.

Группу мобильной связи составили 3 компании, покрывающие своими сетями всю территорию страны и обслуживающие более 90% абонентов сотовой связи в Российской Федерации.

Финансовые показатели суммируются на уровне групп и изучаются в консолидированном виде.

Выручка и прибыль¹

Выручка группы компаний «традиционной связи» растет благодаря росту абонентской платы, подключению к сетям новых абонентов и оказанию «но-

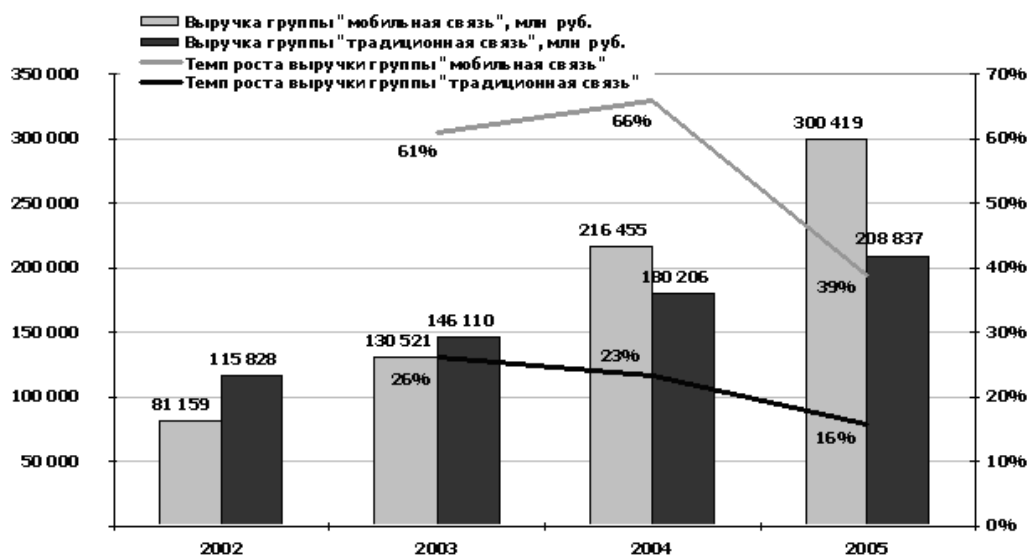


Рис. 5. Суммарная выручка групп компаний

¹ Финансовые показатели компаний, используемые в работе, взяты из официальных бухгалтерских форм.

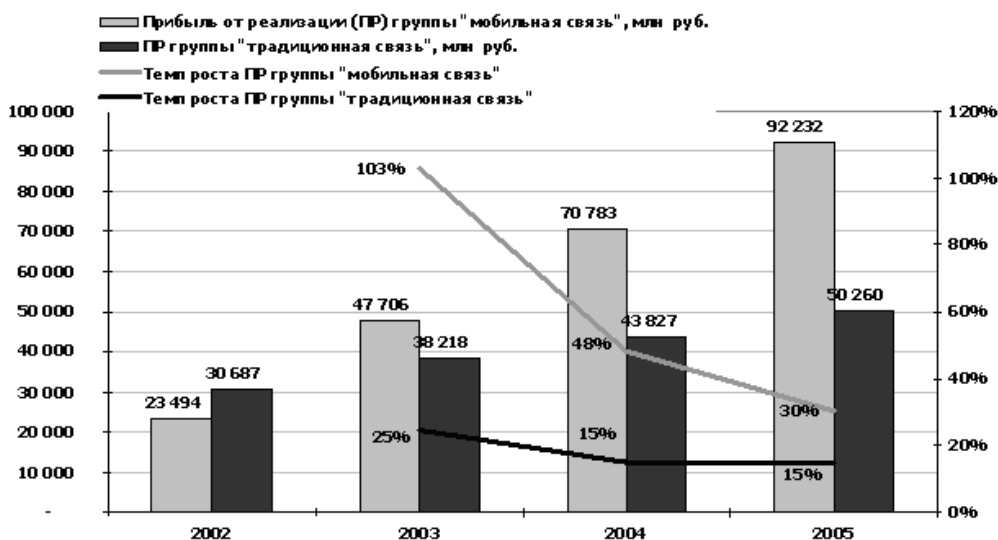


Рис. 6. Суммарная прибыль от реализации групп компаний

вых» услуг. Темп роста выручки группы незначительно выше темпа инфляции и едва ли будет выше в будущем.

Выручка группы «мобильной связи», хотя и росла существенно быстрее в последние годы, в основном прибавляла из-за накопления абонентской базы.

Дальнейший долгосрочный рост продаж «мобильной связи»

Компании «мобильной связи» прибыльнее компаний «традиционной связи», однако темп роста прибыли от реализации в группе снижается вместе с темпом роста выручки, как и в группе «традиционной связи».

Активы, стоимость бизнеса и заемный капитал

Высокие темпы роста выручки в отрасли «мобильной связи» во многом были подкреплены инвестициями в активы, которые росли в несколько раз быстрее активов компаний «традиционной связи».

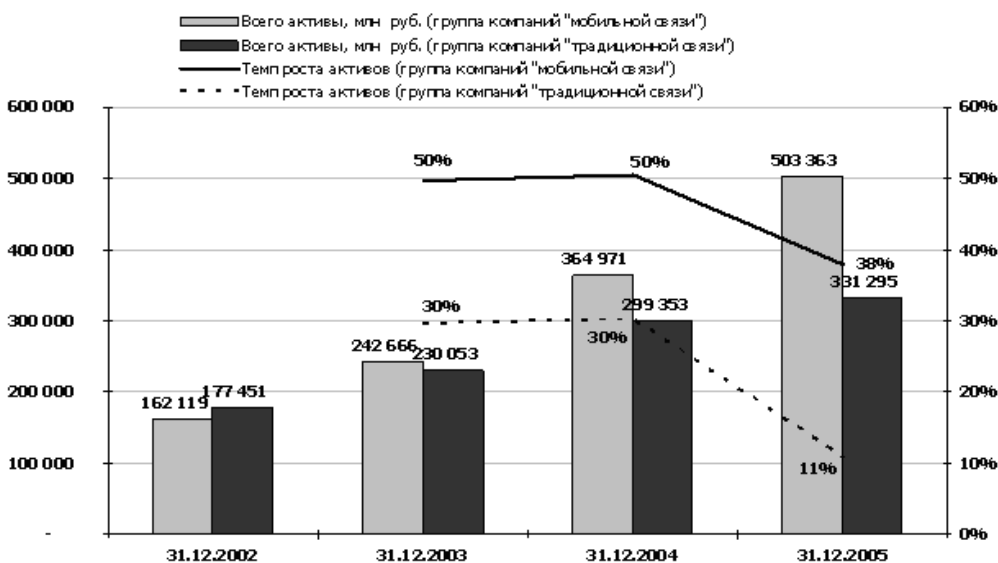


Рис. 7. Суммарные активы групп компаний

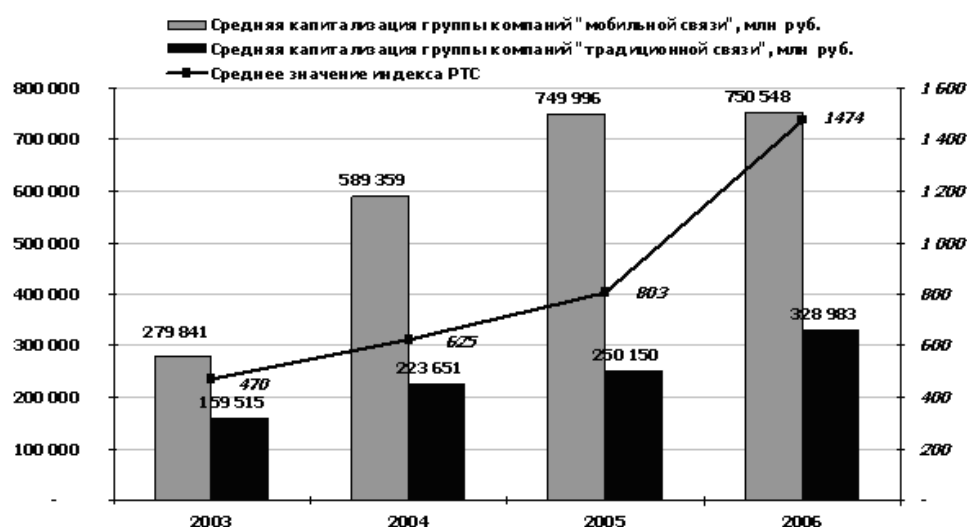


Рис. 8. Суммарные среднегодовые капитализации групп компаний

Капитализация компании представляет собой сумму рыночных стоимостей всех акций, составляющих 100% уставного капитала, включая обыкновенные и привилегированные акции, эмитированные компанией.

Показатель капитализации за каждый год рассчитывался усреднением капитализаций на момент закрытия торгов всех торговых дней. С помощью такого усреднения была получена оценка, на которой не сказываются внутригодовые колебания цены акции, имеющие спекулятивные причины.

Поскольку акции ОАО «МегаФон» не торгуются на биржах и информация о рыночных ценах на них отсутствует, в целях сохранения полноты группы компаний «мобильная связь» капитализация ОАО «МегаФон» была оценена сравнительным подходом по компаниям-аналогам (ОАО «МТС» и ОАО «Вымпелком») на основании мультипликаторов EV/IC и $EV/Sales$ ¹.

Суммарная капитализация группы компаний «мобильной связи» сделала скачок в 2004 г., а затем стабилизировалась, в то время как капитализация группы «традиционная связь» росла все последние годы вместе с индексом РТС.

Компании отрасли активно используют в финансировании заемные средства, привлекая банковские кредиты и размещая корпоративные облигации. В последние 2—3 года доходность к погашению корпоративных облигаций компаний отрасли не превышала 10% годовых.

Доля заемного капитала в активах компаний отрасли медленно растет, хотя и несущественно различается между группами «традиционной связи» и «мобильной связи».

Инвестированный в бизнес капитал и структура капитала

Чтобы рассчитать инвестированный в бизнес-активы компаний капитал, необходимо сделать поправку на краткосрочные финансовые вложения и денежные средства, которые у ряда компаний составляют значительную долю активов, но не связаны с основной деятельностью.

Предлагаемая поправка основана на концепции «чистого долга», равного заемному капиталу за вычетом ликвидных активов: ликвидные активы «отделяются» от баланса бизнеса через вычитание из суммы активов и величины заемного капитала, которая для некоторых компаний в результате может стать отрицательной.

¹ $EV/Sales$ — мультипликатор стоимость бизнеса / выручка.

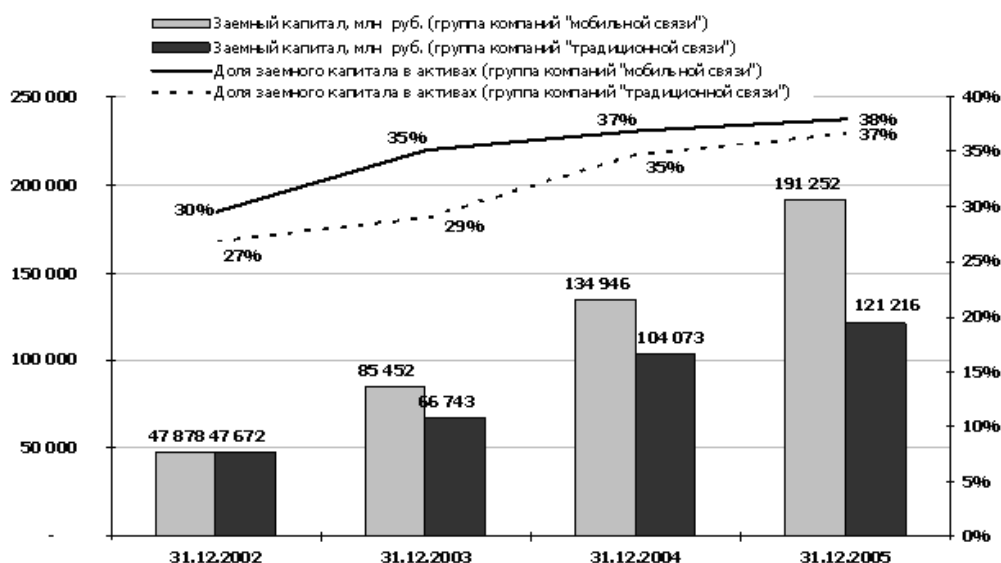


Рис. 9. Суммарный заемный капитал групп компаний

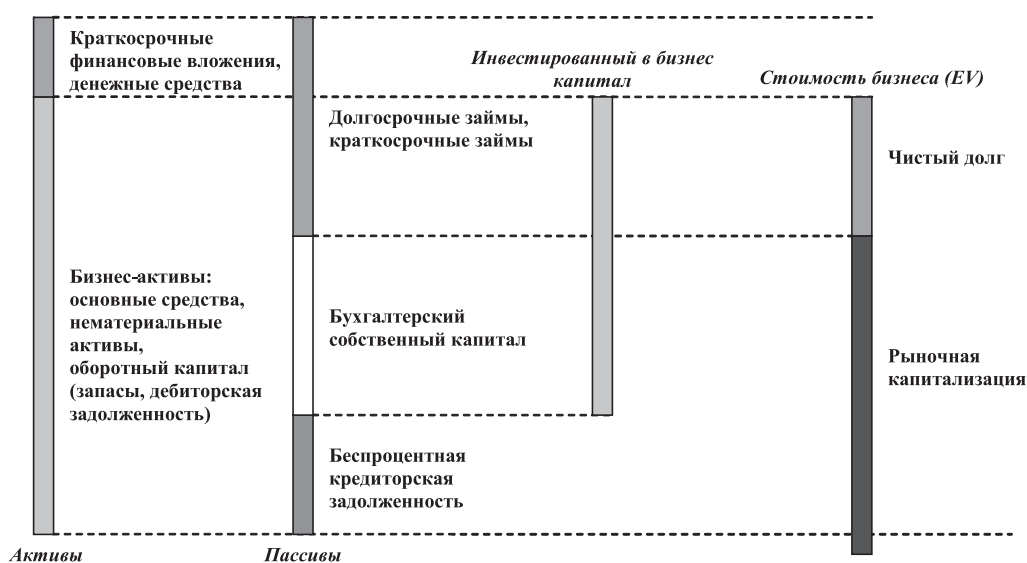


Рис. 10. Расчет инвестированного капитала и стоимости бизнеса

тельной. Экономически такая поправка обоснована тем, что размещение средств в ликвидные активы может по крайней мере покрыть процентные платежи по соответствующей части долга. В то же время на балансе краткосрочные финансовые вложения и денежные средства, как правило, отражаются по стоимости, близкой к рыночной.

«Бизнес-активы», включающие основные средства, нематериальные активы и оборотные активы, частично финансируются компаниями за счет кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками, не подразумевающей платы за пользование средствами. Следовательно, чтобы оценить капитал, требующий платного финансирования, необходимо из стоимости бизнес-активов вычесть кредиторскую задолженность.

Рыночная стоимость бизнеса *EV* рассчитывается сложением величин рыночной капитализации и чистого долга и может не совпадать с величиной инвестированного капитала. Превышение стоимости бизнеса над размером инвестированного капитала показывает то, каким образом инвесторы оценивают проекты компании (рис. 11).

Темп роста инвестированного капитала отражает интенсивность инвестиционных процессов в компаниях, и группа «мобильной связи» в несколько раз превосходит по этому показателю группу «традиционной связи».

Чистый долг соответствует той части инвестированного капитала, которая финансируется заемными средствами. Доля чистого долга в инвестированном капитале группы «мобильная связь» меньше соответствующей доли для группы «традиционная связь», хотя доля фактического долга в активах компаний мобильной связи, наоборот, выше.

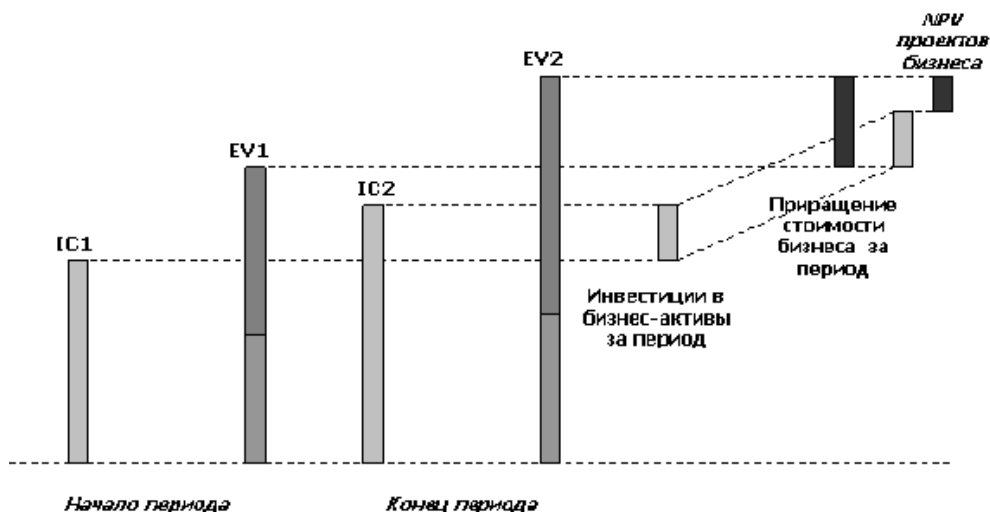


Рис. 11. Смысл превышения *EV* над *IC*

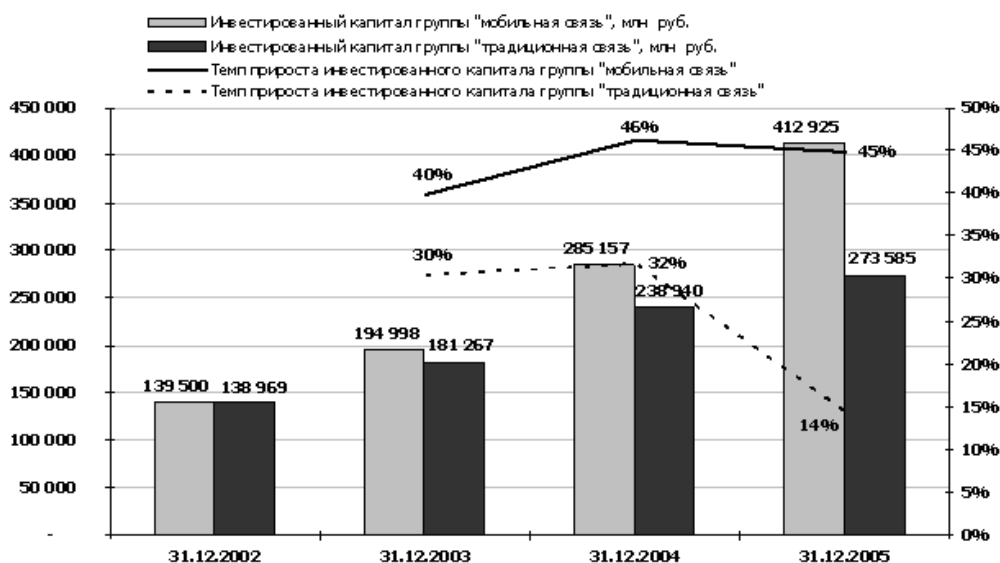


Рис. 12. Суммарный инвестированный капитал групп компаний

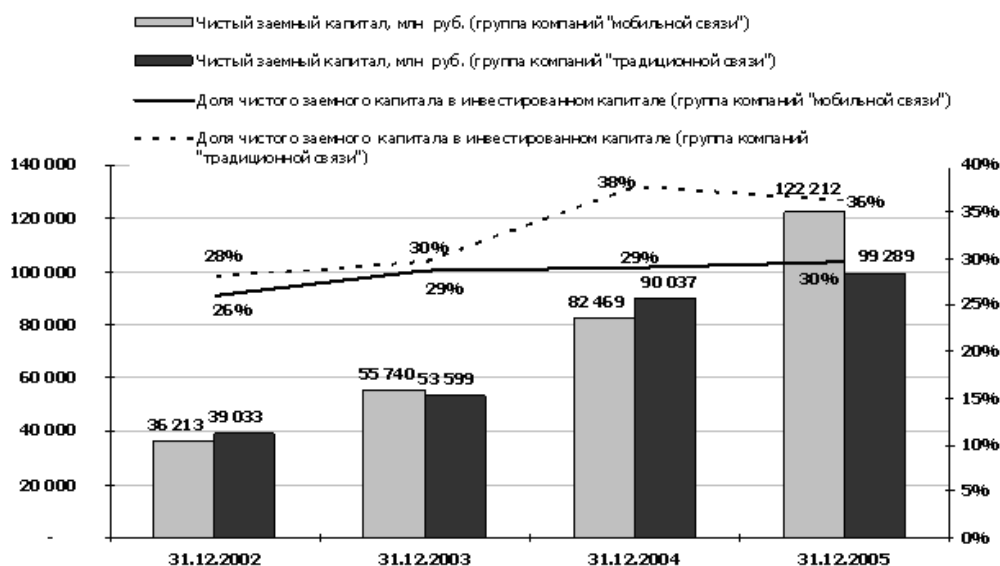


Рис. 13. Суммарный чистый долг (чистый заемный капитал) групп компаний

NOPLAT и драйверы стоимости бизнеса

Чистая операционная прибыль, за вычетом скорректированных налогов (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*), представляет собой чистую прибыль, которую компания имела бы в отсутствие долга в структуре капитала, и оценивается путем налогообложения операционной прибыли (прибыли от реализации). Показатель *NOPLAT* должен быть одинаковым у одинаковых компаний, несмотря на структуру капитала, т. е. он не зависит от величины процентных платежей.

Поскольку в целях прогнозирования интересен *NOPLAT*, отражающий регулярную операционную деятельность компаний, для компаний обеих групп при расчете *NOPLAT* не были также учтены доходы и затраты, образовавшиеся от неосновных видов деятельности компаний, а также от учетных эффектов.

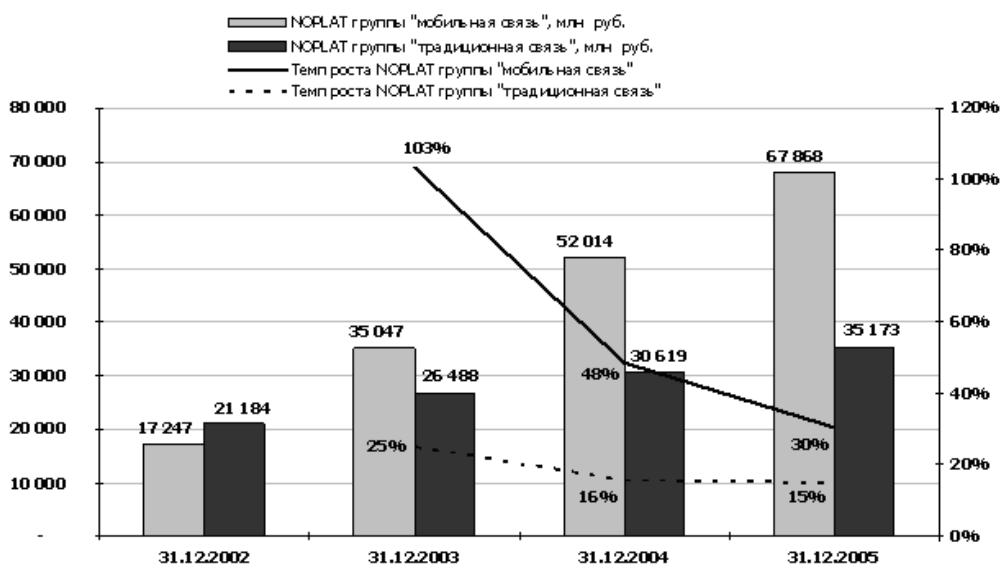


Рис. 14. NOPLAT групп компаний

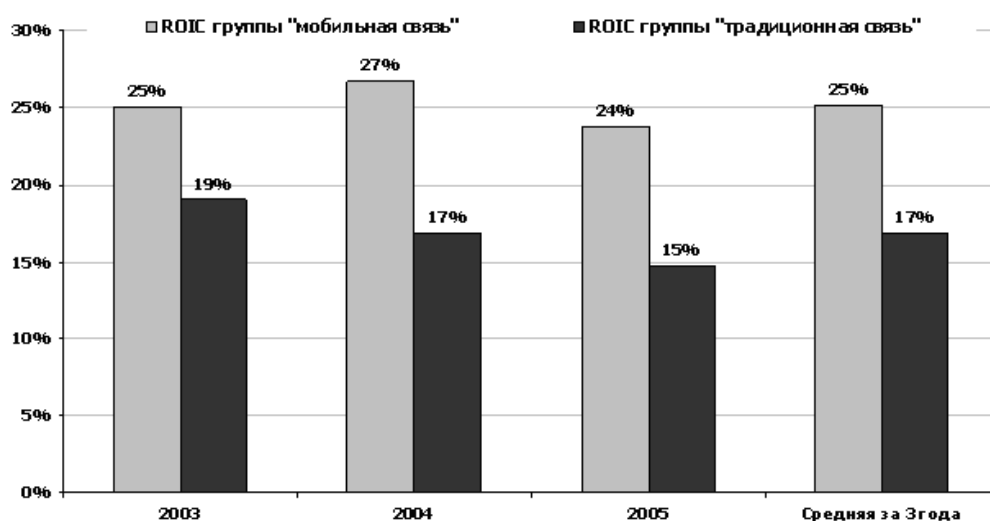


Рис. 15. Доходность инвестированного капитала (ROIC) групп компаний

Снижающиеся темпы роста бизнеса (темпы роста *NOPLAT*) показывают, что рынки, на которых работают компании, стремятся к стадии насыщения. Следовательно, логично предположить, что в будущем наступит момент, когда компании будут вынуждены менять конкурентный инструментарий, что, возможно, приведет к снижению доходности инвестированного капитала.

Доходность инвестированного капитала (2) — то, что различает группы компаний с точки зрения создания стоимости. Более высокий темп роста бизнеса группы «мобильная связь» обеспечен не только высоким приростом инвестированного капитала, но и существенно более высокой, хотя в то же время и достаточно стабильной доходностью инвестированного капитала.

Рыночная стоимость бизнеса, равная сумме капитализации и чистого долга компаний, в последние годы росла, хотя темп роста *EV* группы «мобильная связь» снизился до уровня 5%, что может говорить о полном включении в стоимость ожиданий инвесторов относительно перспектив бизнеса компаний.

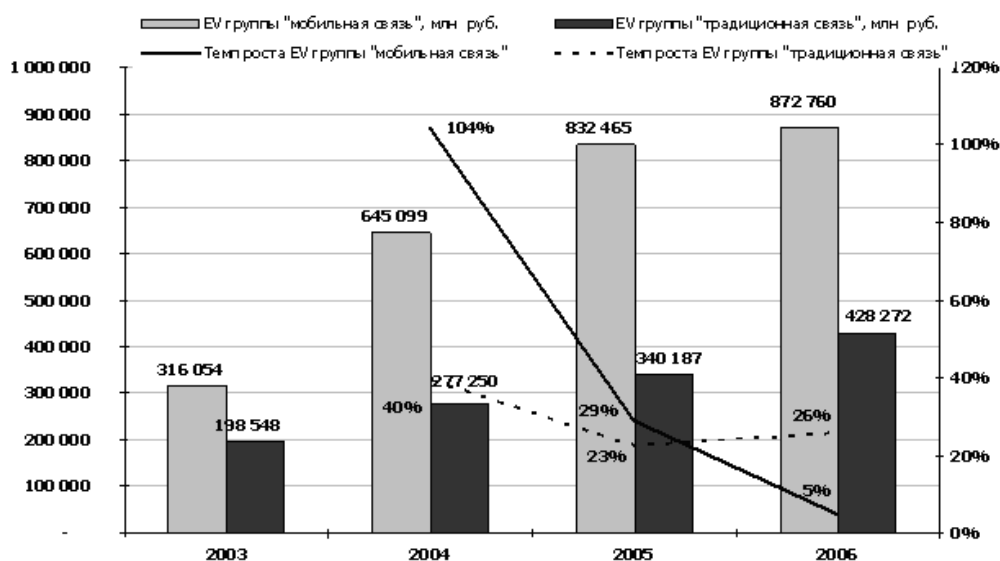


Рис. 16. Суммарная стоимость бизнеса (EV) компаний групп

В то же время стоимость бизнеса группы «традиционная связь» стабильно растет вместе с индексом РТС и всем российским рынком акций, что может говорить, в частности, о переоценке рисков, связанных с вложениями в акции российских компаний, а следовательно, о снижении стоимости капитала.

Одновременно с изменением капитализации и стоимости бизнеса компании наращивают инвестированный капитал, надеясь на отдачу по иницилируемым инвестиционным проектам. Однако оценка рынком новых инвестиций для группы компаний «мобильная связь» через мультипликатор EV/IC падает, а для группы «традиционная связь» остается относительно стабильной (рис. 17).

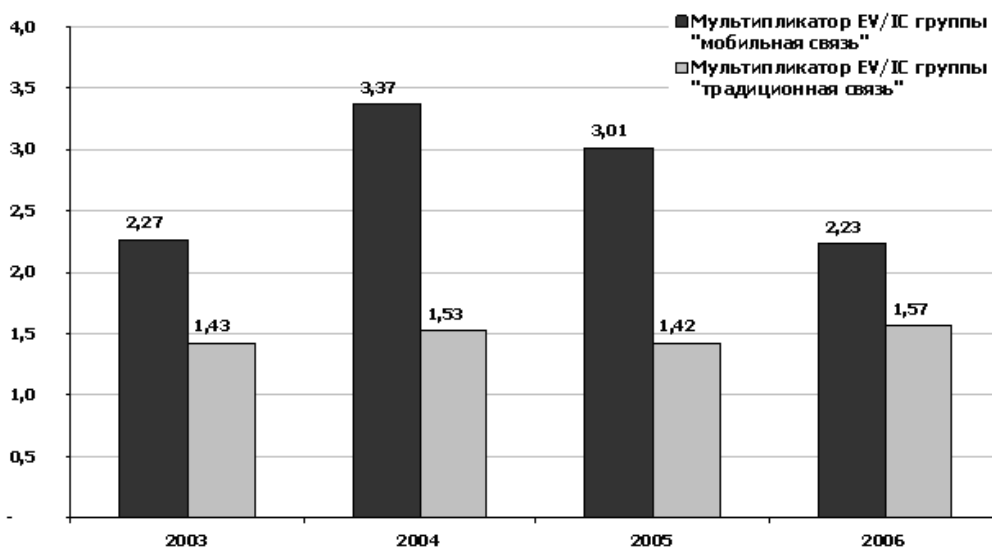


Рис. 17. Мультипликатор EV/IC групп компаний

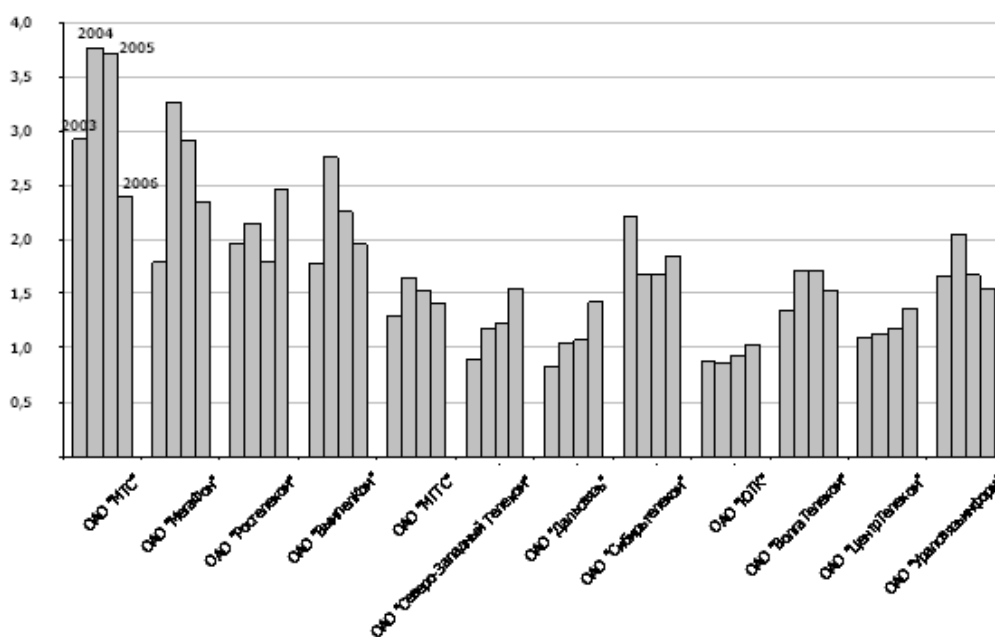


Рис. 18. Мультипликатор EV/IC компаний

Мультипликатор EV/IC для группы «мобильная связь» в 2006 г. вернулся на уровень 2003 г., оставаясь существенно выше 2.

При том что среднее значение мультипликатора EV/IC для группы «традиционная связь» остается выше 1,5, высокие значения в выборку добавляет ОАО «Ростелеком», до последнего времени остававшийся на своем рынке монополистом. В то же время среднее значение мультипликатора для группы «традиционной связи» без учета «Ростелекома» (МРК и МГТС) не превышает 1,5.

Проверка гипотезы о влиянии фундаментальных параметров на стоимость бизнеса

Драйверы стоимости бизнеса

Для построения по модели (7) необходимо сделать предположения о параметрах модели (1) ожидаемого темпа роста бизнеса, модели (2) ожидаемой доходности инвестированного капитала и модели (3) — средневзвешенной стоимости капитала.

1. Ожидаемый темп роста бизнеса в долгосрочном периоде может быть задан интервалом. Нижняя граница для ожидаемого темпа роста бизнеса не должна опуститься ниже темпа роста номинального ВВП, который в долгосрочной перспективе может составить, например, 8%. Верхней границей с запасом можно назначить 12%.

2. Поскольку показатель $ROIC$ в исследуемых бизнесах относительно стабилен, ожидаемая доходность инвестированного капитала может быть выбрана на уровне средней $ROIC$ за последние периоды: 25% — для «мобильной связи» и 17% — для «традиционной связи».

3. Средневзвешенная стоимость капитала $WACC$ оценивается по следующей формуле:

$$WACC = \frac{E}{EV} r_E + \frac{ND}{EV} r_{ND} (1 - \tau),$$

где r_E — требуемая доходность на собственный капитал (стоимость собственного капитала), r_{ND} — требуемая доходность заемного капитала (стоимость долга), τ — ставка налога на прибыль. Стоимость долга для телекоммуникационных компаний по данным рынка облигаций¹ составляет в среднем 9% годовых. Стоимость собственного капитала не может быть оценена напрямую, поскольку включает не только требования инвесторов к дивидендным платежам, но и ожидания относительно роста курсовой стоимости акций. *Предположим, что стоимость собственного капитала составляет от 15% до 20% годовых*². В таком случае при фактической структуре капитала (средняя по выборке доля чистого долга в EV — 24%) $WACC$ будет составлять в среднем около 15% годовых.

Построение моделей стоимости бизнеса

Модель (7) с заданными параметрами $ROIC_1$, $WACC$ и g_1 и модель (5) с заданными параметрами $ROIC$, $WACC$ и g дают возможность аналитически оценить мультипликатор $\frac{EV_t}{IC_t}$. Причем модель (7) дает зависимость $\frac{EV_t}{IC_t}$ от срока

¹ Информация ММВБ.

² На стоимость собственного капитала, кроме всего спектра систематических рисков, оказывает влияние структура капитала: чем выше доля долга в капитале компании, тем выше при прочих равных требуемая доходность акционеров.

конкурентного преимущества (периода, в течение которого доходность инвестированного капитала выше средневзвешенной стоимости капитала).

Фактические значения мультипликатора $\frac{EV_t}{IC_t}$ должны быть сопоставлены с расчетным, аналитически оцененным по моделям с целью проверки объясняющей силы соответствующих моделей.

Модель (7) для группы «традиционная связь» при заданных параметрах $ROIC = 17\%$, $WACC = 15\%$ и g от 8 до 12% не покрывает фактических значений мультипликатора $\frac{EV_t}{IC_t}$ на горизонте до 30 лет, «предсказывая» значения ниже уровня 1,57.

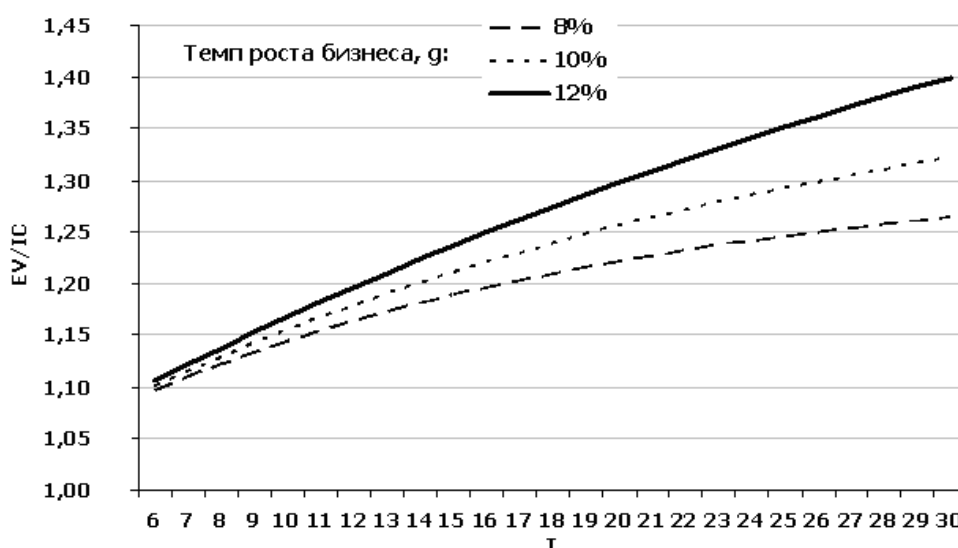


Рис. 19. Зависимость мультипликатора EV/IC от срока конкурентного преимущества для группы «традиционная связь»

Модель (5) для группы «традиционная связь» с теми же параметрами дает оценочные значения мультипликатора от 1,2 до 1,8 в зависимости от ожидаемого темпа роста бизнеса и, очевидно, покрывает фактическое значение $\frac{EV_t}{IC_t} = 1,57$.

Модель (7) для группы «мобильная связь» при заданных параметрах $ROIC = 25\%$, $WACC = 15\%$ и g от 8 до 12% покрывает фактическое значение мультипликатора $\frac{EV_t}{IC_t}$ (2,23) на горизонтах от 17 до 30 лет в зависимости от ожидаемого темпа роста бизнеса.

Модель (5) для группы «мобильная связь» с теми же параметрами дает оценочные значения мультипликатора от 2,5 до 4,6 в зависимости от ожидаемого темпа роста бизнеса и не покрывает фактическое значение $\frac{EV_t}{IC_t}$, равное 2,23.

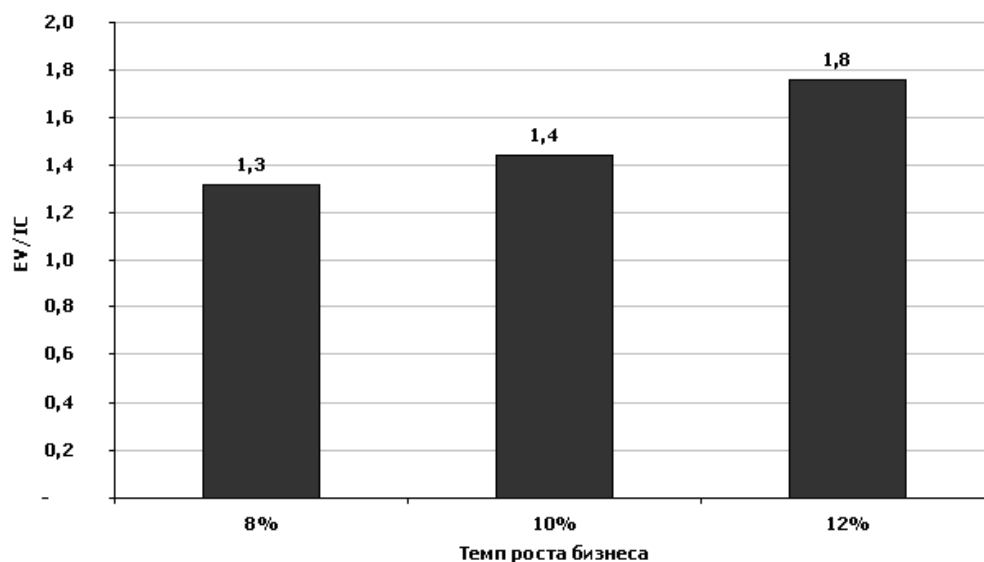


Рис. 20. Зависимость мультипликатора EV/IC в модели с бесконечным ростом от ожидаемого темпа роста бизнеса для группы «традиционная связь»

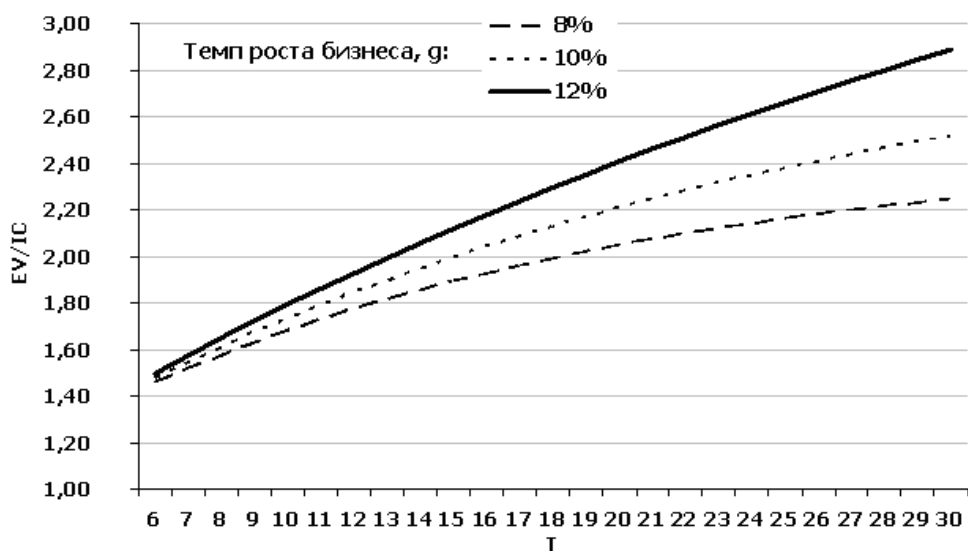


Рис. 21. Зависимость мультипликатора EV/IC от срока конкурентного преимущества для группы «мобильная связь»

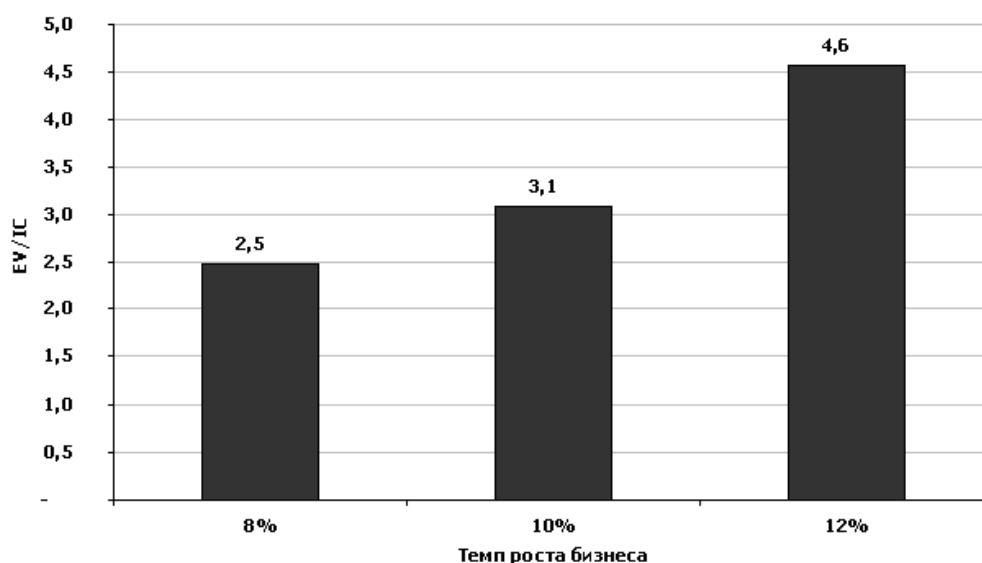


Рис. 22. Зависимость мультипликатора EV/IC в модели с бесконечным ростом от ожидаемого темпа роста бизнеса для группы «мобильная связь»

Выводы

Проведенный анализ показал, что фактические значения мультипликатора $\frac{EV_t}{IC_t}$ для группы «традиционная связь» при выбранных параметрах соответствуют модели (5), в то время как фактические значения мультипликатора $\frac{EV_t}{IC_t}$ для группы «мобильная связь» при выбранных параметрах соответствуют модели (7).

К сожалению, говорить о выявлении твердой закономерности невозможно по нескольким причинам:

- анализ затронул компании только одной отрасли, пусть достаточно разнообразные, но живущие по одним рыночным законам;
- акции некоторых компаний из исследуемых групп не являются ликвидными инструментами фондового рынка, и степень доверия к котировкам как к рыночным ценам невысока;
- анализ был проведен по консолидированным показателям групп компаний, и индивидуальные характеристики каждой компании оказались скрытыми;
- ряд финансовых показателей компаний, используемых в процессе проверки гипотез, может не отражать возложенного на них экономического смысла; так, остаточная стоимость основных средств МРК, МГТС и «Ростелекома» может не соответствовать рыночной стоимости, более того, может существенно отличаться от нее в результате, во-первых, старости и прошедших бурных инфляционных процессов и, во-вторых, — многочисленных переоценок, целью которых могло являться не преследование рыночной стоимости, а, к примеру, налоговая оптимизация;
- выбранные прогнозные значения «драйверов» стоимости обоснованы лишь на уровне тенденций, хотя обе модели чрезвычайно чувствительны к значениям параметров; так, показательный характер зависимости стоимости бизнеса от параметра «срок конкурентного преимущества» и, следовательно, логарифмический характер обратной зависимости дают оценку срока конкурентного преимущества

в зависимости от значения мультипликатора, весьма эластичную по параметрам модели;

- характер взаимосвязей стоимости бизнеса и «драйверов» стоимости, описываемый обеими моделями, существенно упрощен по сравнению с истинными зависимостями на уровне предположений о динамике «драйверов»; к примеру, показатели темпа роста бизнеса доходности на инвестированный капитал в жизни практически никогда не бывают стационарными и меняют значения со временем.

Тем не менее оправданно говорить о том, что выявленные взаимосвязи имеют экономический смысл. Так, группа «традиционная связь», имея значительно более низкие темпы роста бизнеса и доходность на инвестированный капитал, но тем не менее сохраняя «зазор» между значениями $ROIC = 17\%$ и $WACC = 15\%$, скорее всего, находится на траектории долгосрочного стабильного роста, что и оценивает рынок.

Наоборот, при активном инвестиционном поведении и высоких темпах роста и доходности инвестированного капитала группа «мобильная связь», очевидно, имеет тренд в сторону стабилизации роста бизнеса, которому отмерен конечный период. Точные значения имплицированного «срока конкурентного преимущества», полученные в результате оценки, тесно связаны со значениями параметров моделей — значений «драйверов» стоимости и не могут рассматриваться в качестве оценок рынка данному параметру. Суть сопоставления оценок по двум моделям для группы «мобильная связь», которую следует вынести из исследования, состоит в том, что *высокодоходный и быстрорастущий бизнес рынком оценивается с учетом конечности периода роста.*

Итак, на исследуемой выборке полученные результаты позволяют говорить об учете фундаментальных «драйверов» стоимости бизнеса в рыночных оценках.

Источники

Kolle T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 4th ed. John Wiley & Sons, Inc., 2005.

Thomae E., Copeland J., Weston F., Shastri K. Financial Theory and Corporate Policy. 4th ed. Pearson Addison Wesley, 2005.

Приложение

Данные финансовой отчетности компаний¹

Таблица

Финансовые показатели компаний

	Краткосрочные финансовые вложения и денежные средства, руб.			
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005
ОАО «МТС»	2 054 926 580	9 876 558 150	9 643 402 500	3 060 551 540
ОАО «МегаФон»	520 524 620	3 438 582 000	9 206 395 500	7 871 416 340
ОАО «Ростелеком»	5 550 975 000	8 462 619 000	9 160 348 000	14 323 137 000
ОАО «ВымпелКом»	8 378 701 660	4 641 643 950	8 487 531 750	10 465 731 880
ОАО «МГТС»	1 167 112 000	1 247 863 000	1 443 730 000	2 521 019 000
ОАО «Северо-Западный Телеком»	351 793 000	286 829 000	255 471 000	1 189 793 000
ОАО «Дальсвязь»	99 554 000	140 043 000	130 536 000	210 746 000
ОАО «Сибирьтелеком»	439 533 000	908 541 000	312 833 000	404 778 000
ОАО «ЮТК»	218 525 000	303 518 000	458 533 000	810 059 000
ОАО «ВолгаТелеком»	158 796 000	245 324 000	352 484 000	1 139 722 000
ОАО «ЦентрТелеком»	306 169 000	1 039 756 000	1 371 790 000	957 023 000
ОАО «Уралсвязьинформ»	346 643 000	508 573 000	550 372 000	371 309 000
	Бизнес-активы (внеоборотные активы и оборотный капитал), руб.			
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005
ОАО «МТС»	69 925 597 560	114 560 028 800	145 234 536 750	214 106 996 860
ОАО «МегаФон»	36 117 080 160	47 602 685 500	68 235 057 750	96 807 199 660
ОАО «Ростелеком»	35 398 154 000	35 456 239 000	35 435 745 000	38 585 504 000
ОАО «ВымпелКом»	45 121 879 600	62 546 999 650	124 164 156 000	171 050 764 200
ОАО «МГТС»	22 411 100 000	23 644 775 000	34 957 565 000	37 245 784 000
ОАО «Северо-Западный Телеком»	14 586 249 000	17 328 000 000	25 097 595 000	28 423 943 000
ОАО «Дальсвязь»	4 986 743 000	7 633 680 000	10 956 222 000	11 846 613 000
ОАО «Сибирьтелеком»	13 628 287 000	19 405 341 000	24 881 192 000	28 769 214 000
ОАО «ЮТК»	16 248 939 000	30 684 706 000	42 907 655 000	42 658 513 000
ОАО «ВолгаТелеком»	15 473 733 000	20 884 067 000	27 857 028 000	30 684 143 000
ОАО «ЦентрТелеком»	23 032 333 000	31 634 650 000	43 147 971 000	44 221 502 000
ОАО «Уралсвязьинформ»	23 046 072 000	30 238 522 000	40 075 712 000	46 932 278 000
	Заемный капитал, руб.			
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005
ОАО «МТС»	16 863 421 400	48 887 000 000	53 754 525 000	82 040 268 000
ОАО «МегаФон»	10 338 796 720	18 688 734 400	37 315 008 750	50 553 681 680
ОАО «Ростелеком»	10 959 662 000	6 916 639 000	5 326 487 000	7 017 812 000
ОАО «ВымпелКом»	20 675 432 400	17 875 884 950	43 876 579 500	58 657 928 220
ОАО «МГТС»	5 329 565 000	4 266 731 000	4 563 020 000	4 441 533 000
ОАО «Северо-Западный Телеком»	2 009 425 000	3 288 800 000	6 555 493 000	10 349 347 000
ОАО «Дальсвязь»	384 098 000	2 460 759 000	3 551 090 000	4 067 762 000
ОАО «Сибирьтелеком»	11 988 428 000	6 393 875 000	10 209 185 000	13 341 313 000
ОАО «ЮТК»	2 457 812 000	13 571 011 000	23 681 093 000	24 502 520 000
ОАО «ВолгаТелеком»	1 824 754 000	4 842 519 000	9 236 170 000	9 393 091 000
ОАО «ЦентрТелеком»	5 633 877 000	13 294 769 000	22 760 552 000	24 259 493 000
ОАО «Уралсвязьинформ»	7 084 622 000	11 707 419 000	18 190 224 000	23 843 563 000
	Инвестированный капитал, руб.			
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005
ОАО «МТС»	59 251 267 600	97 271 730 250	121 631 441 250	180 890 502 300
ОАО «МегаФон»	32 915 499 400	40 109 250 800	56 861 775 750	85 825 586 280
ОАО «Ростелеком»	25 095 130 000	25 234 440 000	28 967 372 000	32 345 346 000
ОАО «ВымпелКом»	47 333 195 560	57 616 804 600	106 663 701 750	146 208 645 260
ОАО «МГТС»	21 149 508 000	22 419 733 000	27 832 932 000	35 067 832 000
ОАО «Северо-Западный Телеком»	12 612 206 000	14 485 503 000	21 646 823 000	26 038 627 000
ОАО «Дальсвязь»	3 821 383 000	6 006 187 000	8 511 734 000	9 822 088 000
ОАО «Сибирьтелеком»	10 735 956 000	15 958 940 000	21 080 232 000	25 141 471 000
ОАО «ЮТК»	12 900 041 000	26 238 276 000	36 158 329 000	37 186 979 000
ОАО «ВолгаТелеком»	13 435 982 000	17 781 609 000	23 935 723 000	27 170 906 000
ОАО «ЦентрТелеком»	19 800 588 000	27 800 867 000	36 991 912 000	39 574 734 000
ОАО «Уралсвязьинформ»	19 418 042 000	25 341 838 000	33 815 090 000	41 236 739 000
	Чистый заемный капитал, руб.			
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005
ОАО «МТС»	6 189 091 440	31 598 701 450	30 151 429 500	48 823 773 440
ОАО «МегаФон»	7 137 215 960	11 195 299 700	25 941 726 750	39 572 068 300
ОАО «Ростелеком»	5 408 687 000	-1 545 980 000	-3 833 861 000	-7 305 325 000
ОАО «ВымпелКом»	22 886 748 360	12 945 689 900	26 376 125 250	33 815 809 280
ОАО «МГТС»	4 162 453 000	3 018 868 000	3 119 290 000	1 920 514 000
ОАО «Северо-Западный Телеком»	1 657 632 000	3 001 971 000	6 300 022 000	9 159 554 000
ОАО «Дальсвязь»	284 544 000	2 320 716 000	3 420 554 000	3 857 016 000
ОАО «Сибирьтелеком»	11 548 895 000	5 485 334 000	9 896 352 000	12 936 535 000
ОАО «ЮТК»	2 239 287 000	13 267 493 000	23 222 560 000	23 692 461 000
ОАО «ВолгаТелеком»	1 665 958 000	4 597 195 000	8 883 686 000	8 253 369 000
ОАО «ЦентрТелеком»	5 327 708 000	12 255 013 000	21 388 762 000	23 302 470 000
ОАО «Уралсвязьинформ»	6 737 979 000	11 198 846 000	17 639 852 000	23 472 254 000

¹ В работе использована финансовая отчетность компаний традиционной связи — по данным «СКРИН» в рублях, отчетность компаний мобильной связи — по данным компаний (по международным стандартам) в долларах США. Показатели отчетности компаний мобильной связи пересчитывались в рубли с использованием официальных курсов ЦБ РФ на конец года — для показателей балансового отчета, с использованием средних курсов за год — для показателей отчета о прибылях и убытках.

Окончание таблицы

	Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг, руб.				
	2002	2003	2004	2005	
ОАО «МТС»	44 067 477 070	78 096 637 755	111 976 665 623	141 880 048 150	
ОАО «МегаФон»	12 990 973 515	24 985 606 807	42 637 939 618	67 620 563 845	
ОАО «Ростелеком»	25 408 768 000	29 927 943 000	37 470 471 000	40 291 672 000	
ОАО «ВымпелКом»	24 100 628 761	27 438 281 000	61 840 166 913	90 918 367 576	
ОАО «МГТС»	10 101 968 000	12 775 163 000	14 981 620 000	18 374 005 000	
ОАО «Северо-Западный Телеком»	10 091 841 000	12 336 392 000	15 355 680 000	20 381 867 000	
ОАО «Дальсвязь»	5 331 534 000	6 846 740 000	8 938 445 000	10 512 736 000	
ОАО «Сибирьтелеком»	12 210 796 000	15 644 057 000	19 039 837 000	21 906 693 000	
ОАО «ЮТК»	10 531 981 000	13 506 587 000	16 752 576 000	18 133 104 000	
ОАО «ВолгаТелеком»	10 967 595 000	14 677 305 000	18 604 604 000	21 348 394 000	
ОАО «ЦентрТелеком»	16 389 267 000	20 890 007 000	24 963 116 000	27 593 610 000	
ОАО «Уралсвязьинформ»	14 793 945 000	19 505 738 000	24 099 807 000	30 294 790 000	
	Прибыль (убыток) от продаж, руб.				
	2002	2003	2004	2005	
ОАО «МТС»	15 027 404 612	28 297 800 014	40 880 418 917	46 208 701 877	
ОАО «МегаФон»	1 417 207 702	6 636 808 518	10 481 026 319	18 331 595 180	
ОАО «Ростелеком»	7 720 129 000	9 029 071 000	11 920 261 000	11 961 115 000	
ОАО «ВымпелКом»	7 049 650 929	12 771 671 987	19 421 110 758	27 691 624 187	
ОАО «МГТС»	2 607 811 000	3 735 590 000	4 248 448 000	5 805 604 000	
ОАО «Северо-Западный Телеком»	2 648 472 000	2 852 667 000	3 093 697 000	3 800 458 000	
ОАО «Дальсвязь»	945 022 000	981 291 000	1 187 835 000	1 713 683 000	
ОАО «Сибирьтелеком»	2 777 821 000	3 532 804 000	2 919 915 000	3 023 635 000	
ОАО «ЮТК»	2 697 192 000	3 092 889 000	3 393 593 000	4 180 741 000	
ОАО «ВолгаТелеком»	3 170 965 000	4 206 154 000	5 340 467 000	6 015 343 000	
ОАО «ЦентрТелеком»	4 257 348 000	5 241 455 000	5 261 008 000	6 345 107 000	
ОАО «Уралсвязьинформ»	3 862 425 000	5 546 122 000	6 461 435 000	7 414 630 000	
	NOPLAT, руб.				
	2002	2003	2004	2005	
ОАО «МТС»	10 957 230 453	20 633 337 830	29 807 953 048	33 693 069 994	
ОАО «МегаФон»	1 051 056 267	4 922 114 930	7 773 136 138	13 595 422 873	
ОАО «Ростелеком»	5 535 630 517	6 474 192 460	8 547 287 300	8 576 581 195	
ОАО «ВымпелКом»	5 239 007 357	9 491 375 414	14 432 961 741	20 579 263 330	
ОАО «МГТС»	2 146 047 871	3 074 131 893	3 496 178 514	4 777 610 074	
ОАО «Северо-Западный Телеком»	1 631 759 425	1 757 566 727	1 906 068 570	2 341 513 583	
ОАО «Дальсвязь»	587 041 025	609 571 073	737 874 754	1 064 527 836	
ОАО «Сибирьтелеком»	1 626 307 841	2 068 321 482	1 709 498 438	1 770 222 527	
ОАО «ЮТК»	2 093 765 569	2 400 935 675	2 634 364 990	3 245 409 135	
ОАО «ВолгаТелеком»	2 248 904 719	2 983 079 150	3 787 554 084	4 266 188 134	
ОАО «ЦентрТелеком»	2 494 728 292	3 071 397 048	3 082 854 749	3 718 116 994	
ОАО «Уралсвязьинформ»	2 819 827 662	4 049 038 683	4 717 278 174	5 413 174 050	
	Средняя капитализация, руб.				
	2002	2003	2004	2005	2006
ОАО «МТС»	94 229 975 981	158 701 310 058	327 708 107 920	406 999 082 815	354 213 920 563
ОАО «МегаФон»	18 281 429 525	49 030 122 048	116 120 525 977	137 602 824 639	158 949 063 561
ОАО «Ростелеком»	31 530 674 948	44 019 586 664	55 788 429 722	55 570 752 507	87 444 256 548
ОАО «ВымпелКом»	41 379 282 423	72 109 560 603	145 530 590 343	205 394 020 573	237 385 182 711
ОАО «МГТС»	17 926 461 989	23 095 691 006	33 842 945 050	39 271 845 652	47 684 615 328
ОАО «Северо-Западный Телеком»	7 244 063 958	9 710 089 939	13 863 274 928	20 328 056 551	31 327 599 296
ОАО «Дальсвязь»	750 943 523	2 853 614 366	3 882 702 711	5 736 513 611	10 141 582 188
ОАО «Сибирьтелеком»	2 167 146 701	12 275 317 319	21 247 560 992	25 449 871 564	33 700 947 181
ОАО «ЮТК»	3 142 362 480	9 181 445 616	9 282 256 319	10 605 179 242	14 282 833 107
ОАО «ВолгаТелеком»	3 500 684 255	16 424 425 012	25 914 824 047	31 989 135 922	33 345 256 321
ОАО «ЦентрТелеком»	4 493 242 729	16 541 290 503	19 256 228 577	22 145 234 483	30 382 971 967
ОАО «Уралсвязьинформ»	3 202 115 638	25 413 776 102	40 572 688 369	39 053 652 663	40 673 167 489
	ЕК, руб.				
	2002	2003	2004	2005	2006
ОАО «МТС»	92 182 643 981	164 890 401 498	359 306 809 370	437 150 512 315	403 037 694 003
ОАО «МегаФон»	17 608 217 525	56 167 338 008	127 315 825 677	163 544 551 389	198 521 131 861
ОАО «Ростелеком»	43 524 915 948	49 428 122 664	54 242 449 722	51 736 891 507	80 138 931 548
ОАО «ВымпелКом»	38 025 379 423	94 996 308 963	158 476 280 243	231 770 145 823	271 200 991 991
ОАО «МГТС»	22 753 216 989	27 258 144 006	36 861 813 050	42 391 135 652	49 605 129 328
ОАО «Северо-Западный Телеком»	8 150 979 958	11 367 721 939	16 865 245 928	26 628 078 551	40 487 153 296
ОАО «Дальсвязь»	900 834 523	3 138 158 366	6 203 418 711	9 157 067 611	13 998 598 188
ОАО «Сибирьтелеком»	2 395 050 701	23 824 212 319	26 732 894 992	35 346 223 564	46 637 482 181
ОАО «ЮТК»	3 808 178 480	11 420 732 616	22 549 749 319	33 827 739 242	37 975 294 107
ОАО «ВолгаТелеком»	3 634 694 255	18 090 383 012	30 512 019 047	40 872 821 922	41 598 625 321
ОАО «ЦентрТелеком»	5 376 421 729	21 868 998 503	31 511 241 577	43 533 996 483	53 685 441 967
ОАО «Уралсвязьинформ»	4 866 499 638	32 151 755 102	51 771 534 369	56 693 504 663	64 145 421 489