

**МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
МЕЖДУНАРОДНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ БИЗНЕСА И НОВЫХ  
ТЕХНОЛОГИЙ/ИНСТИТУТ/**

**КАФЕДРА БИЗНЕСА И ФИНАНСОВ**

**ДИПЛОМНАЯ РАБОТА**

**ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ РОССИИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ**

---

**Выполнил:** студент Попенкова Юлия Александровна

\_\_\_\_\_ (Ф.И.О.)

\_\_\_\_\_ (подпись)

**Руководитель:** к.э.н., доцент Белавина Алла Филипповна

\_\_\_\_\_ (должность, ученая степень, Ф.И.О.)

\_\_\_\_\_ (подпись)

**Рецензент:** к.э.н., доцент Мудревский А. Ю.

\_\_\_\_\_ (должность, ученая степень, Ф.И.О.)

\_\_\_\_\_ (подпись)

**Консультант:**

\_\_\_\_\_ (должность, ученая степень, Ф.И.О.)

\_\_\_\_\_ (подпись)

---

**Рекомендовать к защите**

Научный руководитель

«    »

200    г.

Ярославль-2003

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1. Россия на мировом рынке телекоммуникаций.....	6
1.1. Структура и тенденции развития мирового рынка телекоммуникаций.....	6
1.1.1. Объем и основные сегменты рынка.....	6
1.1.2. Сравнительный анализ мирового и российского рынков телекоммуникационных услуг .....	10
1.2.3. Вступление России в ВТО: выгоды и риски.....	13
1.2. Состояние рынка телекоммуникаций России.....	16
1.2.1 Общие сведения об отрасли.....	16
1.2.2 Акции телекоммуникационной отрасли.....	20
1.2.3 Яртелеком на рынке связи .....	29
2. Рейтинг финансовой эффективности компаний.....	34
2.1. Методология рейтинга финансовой эффективности.....	34
2.2. Анализ результатов рейтинга финансовой эффективности.....	40
2.3. Анализ тарифной политики на телекоммуникационные услуги.....	44
2.4. Пути повышения конкурентоспособности российского рынка акций телекоммуникационной отрасли.....	47
Заключение.....	52
Список использованных источников и литературы.....	57
Приложения.....	59

## ГЛАВА 1. РОССИЯ НА МИРОВОМ РЫНКЕ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИЙ.

### 1.1 Структура и тенденции развития мирового рынка развития телекоммуникаций

#### 1.1.1 Объем и основные сегменты рынка

Под телекоммуникационным рынком понимается рынок телекоммуникационных услуг, а именно: услуги телефонии (местная, междугородная, международная); подвижная (мобильная) связь; документальная связь, включая передачу данных; спутниковая связь; прочие виды услуг связи (например, аренда телекоммуникационных каналов).

Сейчас ситуация в отрасли телекоммуникаций в мире определяется следующими ключевыми факторами: быстрым ростом сегмента мобильных телекоммуникаций, взрывным развитием Интернета, практически остановившимся ростом доходов операторов традиционных услуг связи, снижением цен и усилением конкуренции, а также активным развитием процессов либерализации и приватизации.

В отрасли телекоммуникаций наблюдается настоящий бум: общий рост прибыли поставщиков телекоммуникационных услуг в последние годы примерно в два раза превышает рост мировой экономики. (см. рис. 1)

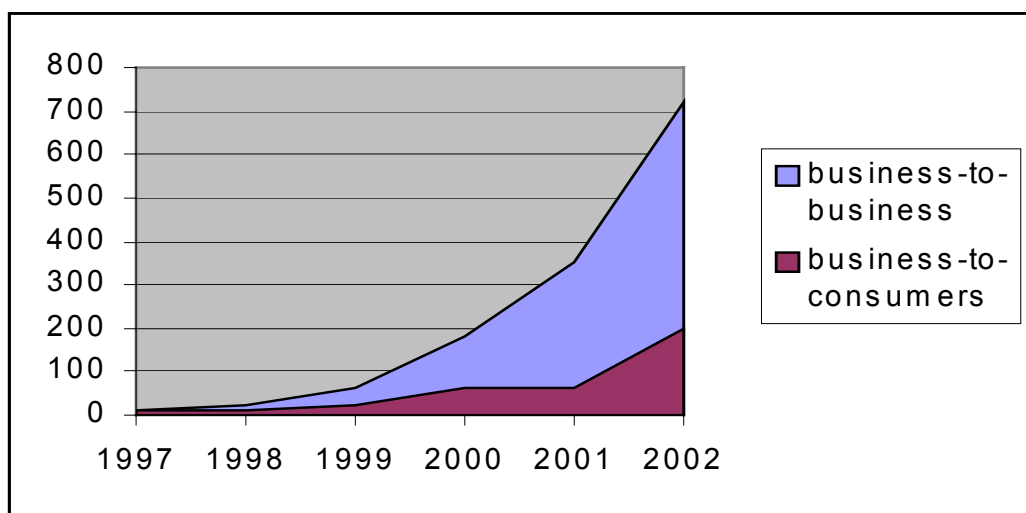
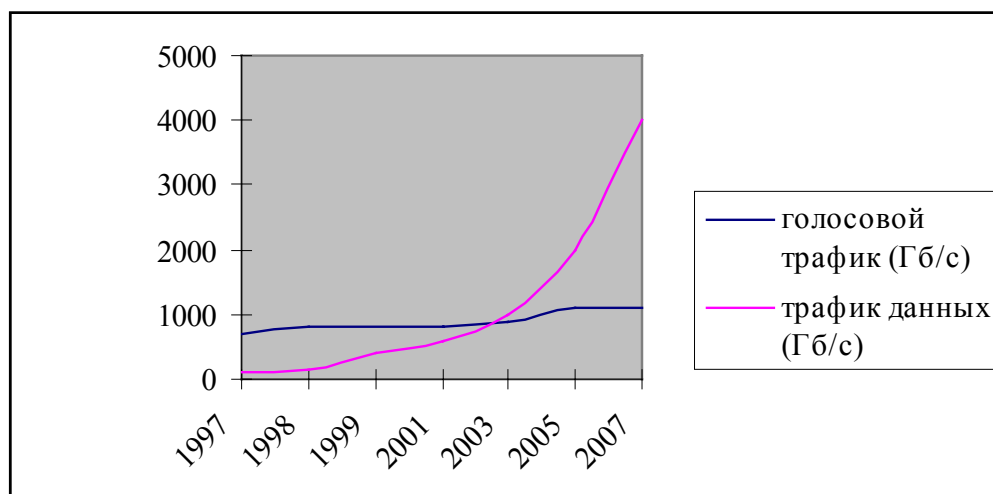


Рисунок 1. Доходы от электронной коммерции (весь мир)<sup>1</sup>

Причины такого роста телекоммуникационных услуг объясняются тем, что в современных условиях эффективная работа бизнеса все больше и больше зависит от информации и развития телекоммуникационных технологий. (см. рис.2)

<sup>1</sup> Рынок телекоммуникаций – глобальные тенденции//Рынок ценных бумаг.- 2000.- № 16.- С. 49.

**Рост мирового голосового трафика и трафика данных**  
(учтены воздушный, наземный и подводный трафики)<sup>1</sup>



Активно идет трансформация телекоммуникационной отрасли. Из эпохи господства мощных государственных монополий отрасль идет к тому, чтобы стать самым крупным, самым высококонкурентным и динамичным рынком в мире, распространяясь на все бизнес-процессы организаций. Отрасль стремительно меняется и, сливаясь с другими отраслями, идет к созданию глобального информационно-телекоммуникационного сектора.

Три движущие силы этого процесса:

- Технологии.** Цифровое телекоммуникационное оборудование развивается на основе стремительно прогрессирующих компьютерных технологий, при этом происходит снижение стоимости спутниковых каналов связи, улучшаются кабельные технологии.

Телекоммуникационные компании получают возможность предоставить услуги лучшего качества, большей сложности и надежности по более низким ценам. Так, например, с 1975 по 2000 г. произошло снижение затрат на первый голосовой канал по Транстихоокеанскому маршруту с 73 тыс. долл. до 200 долл. Ожидается, что уже в первой половине следующего десятилетия затраты снизятся до 5 долл.<sup>2</sup> Радикально меняют ситуацию в отрасли широкое распространение IP – телефонии и появление возможностей перевода ряда дрегих традиционных услуг связи на Интернет-доставку.
- Конкуренция.** Правительства большинства крупнейших государств создают условия для либерализации рынков и усиления конкуренции. Ответом телекоммуникационных компаний могут быть лишь инновации, снижение цен и повышение качества услуг.

<sup>1</sup> Рынок телекоммуникаций – глобальные тенденции//Рынок ценных бумаг.- 2000.- № 16.- С. 50

<sup>2</sup> Там же.

Так, под действием усиливающейся конкуренции, с приходом на рынок более чем 50 новых поставщиков телекоммуникационных услуг, международных операторов связи за последние 7 лет средний уровень тарифов на разговоры в часы пик между США и Великобританией сократился более чем в 4 раза.<sup>1</sup>

- **Потребность в изменениях.** Бизнес-обзоры показывают, что клиенты телекоммуникационных компаний ждут от них большей конкуренции и снижения цен. Существенно и политическое давление, направленное на дерегулирование рынка телекоммуникационных услуг. Конкуренция и технологический процесс не просто оказывают влияние на цены, они также способствуют расширению спектра услуг, предоставляемых клиентам. Новое поколение телекоммуникационных услуг – новые системы мобильной связи; развитие call-centers и IP-телефонии; быстрый прогресс Интернета и распространение Интра- (внутренние сети организаций) и Экстранета (внутренняя сеть организации, соединенная с Интернетом) – появляется на стыке компьютерных технологий, специализированного программного обеспечения и самой телекоммуникационной индустрии.

Таким образом, отрасль, еще в недалеком прошлом контролировавшаяся национальными телекоммуникационными операторами, постепенно превращается в сеть глобальных поставщиков, равно как и связанные с ней отрасли – производство компьютеров, программного обеспечения и индустрии развлечений. Телекоммуникационная отрасль все больше и больше оказывается под контролем глобальных гигантов.

Рассмотрим основные тенденции в отрасли, которые будут определять ее развитие в ближайшие несколько лет. Эти тенденции лежат на стыке экономики, политики и технологии и заключаются в следующем:

#### • Либерализация отрасли.

Эта тенденция наиболее заметна в промышленно развитых странах. Либерализация проявляется в снижении степени государственного регулирования деятельности операторов связи (прежде всего отмена контроля за тарифами) и в обеспечении свободной конкуренции между ними. Однако такой вид регулирования, как лицензирование деятельности операторов, остается. Например, один из лидеров телекоммуникационного рынка, американская компания Verizon Communications Inc., до сих пор не имеет лицензии на предоставление услуг международной телефонной связи во всех штатах США. Процесс либерализации проявился прежде всего в сегменте мобильной связи. В странах — участницах ОЭСР последняя монополия в этом сегменте была упразднена в 1998 г. В 2001 г. на рынке фиксированной телефонной связи в двух странах ОЭСР (Венг

<sup>1</sup> Рынок телекоммуникаций – глобальные тенденции//Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 16. - С. 50.

рия и Турция) еще существовала монополия. Либерализация и свободная конкуренция рассматриваются экономистами как положительный стимул для развития рынка, так как операторы вынуждены постоянно совершенствоваться и предлагать привлекательный пакет услуг по привлекательной цене.

• Конвергенция.

Эта тенденция заключается в размывании границ между отдельными видами связи, сближение различных видов связи появилось как реакция на запросы рынка. Цифровая передача данных ведет к слиянию телекоммуникаций, компьютерной индустрии, информационных технологий и развлечений. Уже сегодня компьютеры могут быть использованы для осуществления телефонных звонков, телевизоры – для выхода в Интернет, мобильные телефоны – для загрузки котировок акций, а простейшие сетевые терминалы могут загружать CD и переносить пользователя в торговые центры мира.

Поставщики программного обеспечения в недалеком будущем могут предоставлять телекоммуникационные услуги, компании индустрии развлечений – доминировать в Интернете (примером может являться недавнее приобретение крупнейшим провайдером США – AOL медиа-холдинга Time-Warner). Телекоммуникационные операторы могут оказаться в альянсе с банками и поставщиками розничных услуг.

• Опережающее развитие мобильной связи и Интернета.

Быстрый рост доходов от телекоммуникационных услуг объясняется прежде всего стремительным развитием сегментов мобильной связи и услуг по доступу в Интернет.

Если в 2000 г. рост доходов от услуг традиционной фиксированной телефонии составил 2% по сравнению с предыдущим годом, то рост доходов операторов мобильной связи за тот же период равнялся 20%.<sup>1</sup> Физические показатели развития сегментов мобильной связи и сети Интернет росли также опережающими темпами.

Перспективы развития услуг мобильной связи и Интернета выглядят достаточно неплохо. Основным фактором роста будет, вероятно, являться расширение данных рынков в развивающихся странах и в странах с переходной экономикой. Причины этого заключаются в недостаточном количественном и качественном уровне услуг мобильной связи и Интернета, а также в экономическом росте и увеличении реальных доходов населения в этих странах.

• Оптимизация деятельности телекоммуникационных компаний.

Современные телекоммуникационные компании — это, как правило, операторы-универсалы, предоставляющие широкий набор услуг. Однако современная тенденция оптимизации компаний носит двоякий характер: с одной стороны, ведущие операторы сливаются или поглощают своих конкурентов с целью предоставления новых услуг, выхода на новые географические сегменты рынка

<sup>1</sup> Килячков А. Россия на мировом рынке телекоммуникаций//Рынок ценных бумаг.- 2002.- №2.-С.56

или увеличения рыночной доли; с другой — по мере роста компаний они становятся трудно управляемыми из единого центра. Поэтому часть операторов выделяет свои функциональные подразделения в отдельные компании, которые либо зависят от «материнской», либо продаются другим операторам.

Кроме облегчения управления, данные меры принимаются для увеличения стоимости акций наиболее успешных подразделений или, наоборот, для отказа от убыточных видов услуг. Эта тенденция является достаточно новой на телекоммуникационном рынке и связана с появлением компаний-гигантов.

В отрасли идет процесс слияния и поглощения. В качестве примера можно привести американские компании GTE и Bell Atlantic, которые слились в 2000 г. и образовали компанию Verizon; приобретение компанией Vodafone немецкой компании Mannesmann, а также слияние трех крупных японских операторов — KDD, DDI и IDO в единую корпорацию KDDI.

В условиях интенсивной конкуренции выживут лишь сильнейшие – подлинно глобальные корпорации, способные предоставлять весь спектр телекоммуникационных услуг по всей планете при помощи нескольких сотен мениших региональных и местных партнеров и дистрибьюторов. Под ними будут тысячи или даже десятки тысяч ниш для мелких игроков, поставщиков услуг по электронной торговле, торговцев сетевым оборудованием и кабелями, консультантов в области маркетинга и фирм, занимающихся обработкой счетов, консалтинговых компаний, системных интеграторов и других поставщиков услуг. Это будет мир прозрачных рынков, на которых будут присутствовать как глобальные операторы, так и быстрые, гибкие, высококвалифицированные мелкие фирмы – поставщики услуг.

### **1.1.2 Сравнительный анализ мирового и российского рынков телекоммуникационных услуг.**

Определив, в какой мере объемы, структура и тенденции российского рынка отвечают мировым тенденциям, мы получим представление о том, насколько Россия готова либерализовать свой рынок в рамках ВТО.

#### Объем рынка

Объем российского рынка телекоммуникационных услуг, по разным оценкам, составляет 4,5—6 млрд. долл. (такой разброс показателей связан с эффектом ухода ряда альтернативных операторов от налогообложения и несовершенством статистики по малым компаниям). Однако для рассмотрения проблемы важно отметить, что российский рынок крайне мал и не превышает 0,5—0,6% мирового.<sup>1</sup>

#### Основные сегменты рынка

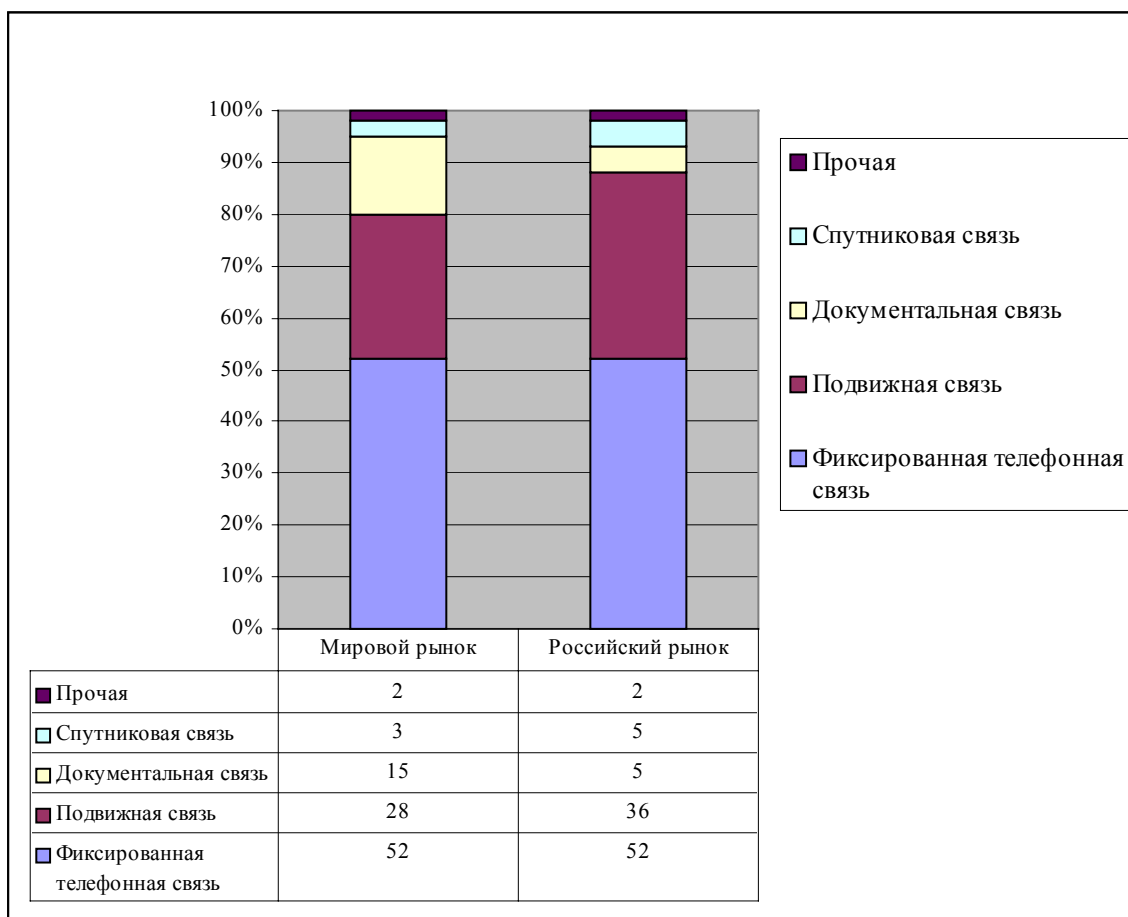
Структура российского рынка телекоммуникационных услуг во многом совпадает со структурой мирового рынка (см. рис.3):

<sup>1</sup> Килячков А. Россия на мировом рынке телекоммуникаций//Рынок ценных бумаг. - 2002. - №2. - С.56

- фиксированная телефонная связь;
- подвижная связь;
- документальная связь;
- спутниковая связь;
- прочая.

Рисунок 3

### Сравнительная структура доходов мирового и российского рынков телекоммуникационных услуг в 2000 г.<sup>1</sup>



Единственное существенное отличие — относительно низкая доля доходов от документальной связи. Это связано с тем, что услуги по передаче данных в России только начинают развиваться.

В России, в отличие от большинства зарубежных стран, телекоммуникационный рынок можно поделить на две большие части в зависимости от наличия конкуренции (см. рис.4):

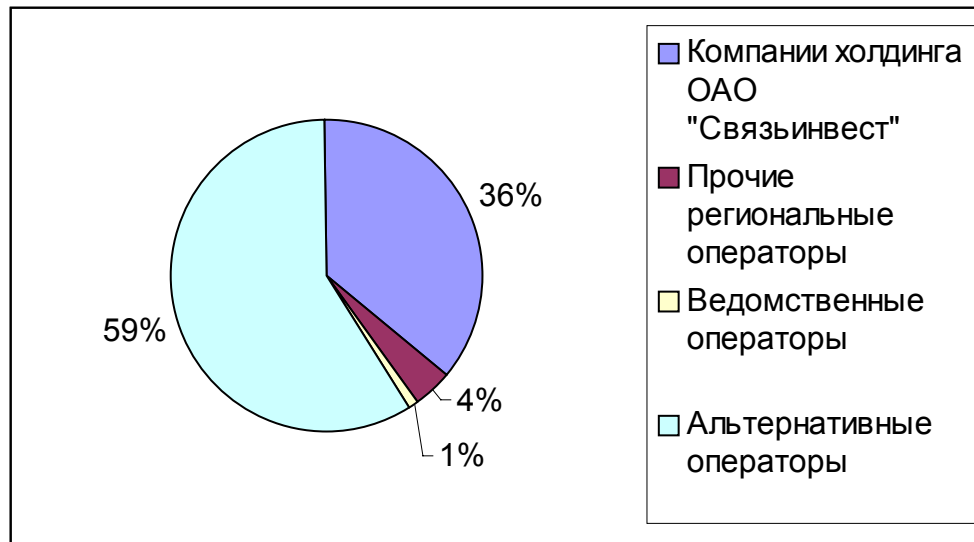
1. контролируемый государством сегмент региональных операторов и Ростелеком (традиционные операторы связи)
2. либерализованный сегмент альтернативных операторов.

<sup>1</sup> Килячков А. Россия на мировом рынке телекоммуникаций//Рынок ценных бумаг.- 2002.- №2.-С.56



Рисунок 4

**Структура доходов от услуг электросвязи по операторам в 2000 г.**  
(100% = 166,7 млрд руб.)<sup>1</sup>



Как видно из рис. 3, более половины рынка приходится на альтернативных операторов, хотя им принадлежит менее 8% инфраструктуры. Такое положение вещей объясняется следующими факторами:

- более высоким качеством услуг связи у альтернативных операторов;
- широким набором услуг, включая мобильную связь, доступ в Интернет и передачу данных (региональные операторы предоставляют преимущественно услуги фиксированной телефонии);
- большой долей корпоративных клиентов в клиентской базе, которые готовы платить более высокие тарифы, чем население;
- отсутствием контроля за тарифами со стороны государства

#### Сближение отдельных видов связи

Этот процесс набирает обороты и в России. В качестве примера можно привести услуги в рамках «мобильного Интернета» (доступ в сеть с мобильных WAP-телефонов). Три крупнейших сотовых оператора России — «МТС», «ВымпелКом» и «Северо-Западный GSM» — оказывают эту услугу с 2000 г. Необходимо отметить, что подобными комплексными услугами занимаются преимущественно альтернативные операторы связи, действующие на конкурентном рынке.

<sup>1</sup> Килячков А. Россия на мировом рынке телекоммуникаций//Рынок ценных бумаг. - 2002. - №2. - С.57

### Роль мобильной связи и Интернета

Наиболее динамичными видами услуг в России, так же как и в промышленно развитых странах, являются мобильная связь и услуги по доступу в Интернет.

Число пользователей сети Интернет в России росло опережающими темпами по сравнению с мировым рынком. Так, если увеличение числа пользователей в мире за 2000 г. составило 50%, то в России этот показатель составил 100%.<sup>1</sup>

Такой высокий рост в сегментах Интернета и мобильной связи объясняется увеличением реальных денежных доходов населения и ненасыщенностью рынка.

Эти же причины, а также успешная маркетинговая политика отдельных компаний, особенно альтернативных операторов мобильной связи, минимизировали влияние мирового кризиса в телекоммуникационной отрасли на российских операторов.

Необходимо отметить, что многие мировые тенденции телекоммуникационной отрасли затронули и Россию. Ряд сегментов развивается в России быстрее, чем на мировом рынке (Интернет, мобильная связь). Однако российский телекоммуникационный рынок весьма мал и имеет двухслойную институциональную структуру: наряду со свободными конкурентами на нем действуют естественные монополисты — региональные операторы, контролируемые государством и выполняющие социальные функции обслуживания населения по заниженным тарифам.

### **1.1.3 Вступление России в ВТО: выгоды и риски**

Сравнительный анализ мирового и российского рынков телекоммуникационных услуг показывает, насколько Россия готова либерализовать свой телекоммуникационный рынок в рамках ВТО.

Генеральное соглашение по торговле услугами (ГАТС), одна из правовых основ ВТО, имеет специальное приложение по телекоммуникациям в части доступа к сетям общего пользования. Формулировки этого приложения достаточно размыты. Требования приложения к странам — участникам ВТО сводятся к следующему:

- обеспечение открытости информации по тарифам и другим условиям доступа к сетям общего пользования, включая технические требования;
- недискриминационный доступ к сетям общего пользования для всех операторов стран—участников ВТО, включая покупку или аренду оборудования, необходимого для доступа к сети;
- ограничение доступа к сети общего пользования в некоторых случаях (обеспечение публичного предоставления услуг; защита технологической целостно

<sup>1</sup>Килячков А. Россия на мировом рынке телекоммуникаций//Рынок ценных бумаг.- 2002.- №2.- С.57

сти сети; запрет на предоставление услуг, не разрешенных в договоре страны с ВТО);

- развивающиеся страны могут договориться о специальных условиях либерализации телекоммуникационного рынка, позволяющих усилить инфраструктуру этих стран, увеличить объемы предоставляемых услуг и увеличить участие этих стран в международной торговле телекоммуникационными услугами

Фактически при вступлении в ВТО новая страна-участница должна учитывать то, что иностранные операторы получат больше возможностей для участия в капитале национальных компаний или создания собственных представительств и филиалов, развертывания собственных сетей для обслуживания клиентов и предоставления широкого набора услуг.

Рассмотрим краткосрочные (2—3 года) экономические последствия от немедленного вступления России в ВТО при полной либерализации рынка. Условием рассмотрения являются дальнейшее развитие экономики и благоприятный инвестиционный климат в России. (Политические аспекты, имеющие важное значение для вступления в ВТО, в рамках данной статьи не затрагиваются. Не рассматриваются также долгосрочные аспекты вступления России в ВТО из-за сложности их прогнозирования.)

При анализе выгод и рисков от вступления России в ВТО необходимо рассмотреть два уровня: микроэкономический (производители оборудования, операторы, клиенты) и макроэкономический.

#### Микроэкономический уровень

Что касается производителей оборудования, то ими являются преимущественно иностранные компании. Более 90% всего телекоммуникационного оборудования, которое продается сейчас на российском рынке, представляет собой либо импорт, либо изделия, произведенные на заводах иностранных компаний в России. Единственной областью, в которой сильны российские производители, является производство радиорелейных станций. Однако компании — производители этой продукции достаточно малы по сравнению с иностранными конкурентами. Для иностранных производителей открытие российского рынка телекоммуникационных услуг будет благоприятным явлением: этот рынок насыщен, а доходы населения и, следовательно, спрос на телекоммуникационное оборудование и услуги растут. Немногочисленные российские производители либо будут куплены иностранными компаниями, либо разорятся и уйдут с рынка.

Что касается операторов связи и их клиентов, то либерализация российского рынка телекоммуникаций будет иметь для этих двух групп противоположные последствия. Зарубежные компании значительно крупнее российских операторов.

Так, оборот крупнейшей американской телекоммуникационной компании AT&T за 2000 г. (66 млрд. долл.) более чем в 10 раз превысил оборот всех рос

сийских операторов вместе взятых<sup>1</sup>. Благодаря размерам, большой клиентской базе и развитой инфраструктуре иностранных компаний в них в полной мере проявляется эффект экономии от масштаба. Поэтому они предоставляют услуги связи по более низким тарифам, чем российские операторы. Кроме того, зарубежные компании обладают значительными инвестиционными ресурсами, что позволяет им быстро развертывать собственные сети связи на новом рынке. Так, инвестиции той же компании AT&T в 2000 г. составили 16 млрд. долл., а это значит, что при подобном положении вещей свободная конкуренция между иностранными гигантами и отечественными компаниями представляется весьма проблематичной для последних<sup>1</sup>. Если рынок будет полностью либерализован для иностранных участников, то российских операторов постигнет та же участь, что и немногочисленных отечественных производителей телекоммуникационного оборудования. Корпоративные и частные клиенты могут, напротив, выиграть от низких тарифов и более широкого набора услуг, предоставляемых зарубежными компаниями.

### Макроэкономический уровень

Если рассматривать отрасли — потребители телекоммуникационных услуг, то для них либерализация телекоммуникационного рынка принесет, вероятно, больше выгод, чем потерь. С приходом иностранных операторов и развертыванием ими сетей связи качество услуг повысится, а сам набор услуг расширится. При благоприятном инвестиционном климате телекоммуникационная инфраструктура улучшится за счет иностранных вложений.

Таким образом, немедленная либерализация телекоммуникационного рынка принесет с собой как новые риски, так и новые выгоды для отдельных групп участников. Задача государства и бизнеса состоит в минимизации рисков и максимизации выгод.

## **1.2 Состояние рынка телекоммуникаций России**

### **1.2.1 Общие сведения об отрасли.**

---

<sup>1</sup>Килячков А. Россия на мировом рынке телекоммуникаций//Рынок ценных бумаг.- 2002.- №2.- С.58

<sup>1</sup>Рынок телекоммуникаций – глобальные тенденции//Рынок ценных бумаг.- 2000.- № 16.- С.59.

Инфраструктура связи, доставшаяся России от СССР, была мало пригодна для ведения бизнеса. Пионеры иностранного бизнеса, приехавшие работать в Россию в начале 1990-х, были неприятно удивлены состоянием местных систем связи. Телефонные сети общего пользования были не в состоянии пропускать трафик корпоративных клиентов. Иностранные операторы, пришедшие в РФ вслед за своими клиентами, решили построить «параллельную реальность» – проложить в России новые сети для корпоративных пользователей.

Однако российское законодательство запрещало иностранным операторам связи создавать на территории РФ стопроцентные дочерние предприятия. Единственная возможность проникнуть в Россию для иностранных операторов состояла в создании совместных предприятий с местными телефонными компаниями. В этих условиях российские предприятия электросвязи начали плодить СП с иностранцами. Например, в Москве МГТС создала с участием AT&T компанию «Телмос», вместе с Metromedia учредила «Комстар», совместно с Alcatel – «Голден Лайн». Не менее активно действовала ЛГТС – в Петербурге было образовано около 20 СП с иностранными компаниями. Такие СП создавались, как правило, по принципу «здания и провода – российские, оборудование – иностранное».

Выдавая в начале 1990-х лицензии совместным предприятиям, Минсвязи поощряло приток новых технологий в отрасль. Результат получился «пестрым» и избыточным – на территории РФ было создано большое число дублирующих друг друга альтернативных операторов фиксированной связи. В конце 1990-х владельцы этих компаний поняли, что наплодили больше «дочек», чем нужно рынку. Появление множества операторов, создавших мелкие дублирующие друг друга сети, было вызвано не политикой выдачи лицензий, а теми условиями, в которых находились базовые операторы. Менеджеров «Электросвязей» к этому подталкивала неповоротливость полугосударственных структур, возможные проблемы с повышением тарифов на традиционную связь в случае появления доходов от новых услуг, и желание обеспечить себе «запасной аэродром». В этих условиях инвестиционные ресурсы были потрачены на создание дублирующих инфраструктур». В результате Россия уже на первом этапе реформы смогла получить очень дорогие новые качественные телекоммуникационные услуги.

В сентябре 1995 года был создан холдинг «Связьинвест». Уставный капитал «Связьинвест» был сформирован путем консолидации закрепленных в федеральной собственности пакетов акций 89 акционерных обществ электросвязи. Основной задачей «Связьинвест» было привлечение инвестиций для развития региональных сетей электросвязи общего пользования. Открытое акционерное общество «Инвестиционная компания связи» (ОАО «Связьинвест») является крупнейшим холдингом на территории РФ. В настоящее время компании, входящие в холдинг, являются операторами сетей связи общего пользования и обладают уникальной по масштабам клиентской сетью, смонтированной емкостью

более 25 млн. абонентов, услугами которой пользуется более 93 % населения России. Уставный капитал холдинга превышает 19,5 млрд.руб.<sup>1</sup>

На сегодняшний день ОАО "Связьинвест" имеет голосующее большинство в 7 межрегиональных компаниях (ОАО "ЦентрТелеком", ОАО "Северо-Западный Телеком", ОАО "ВолгаТелеком", ОАО "ЮТК", ОАО "Уралсвязьинформ", ОАО "Сибирьтелеком", ОАО "Дальсвязь"), в ОАО "Центральный телеграф", в ОАО "Ленсвязь", в ОАО "Дагсвязьинформ", в ОАО "Ростелеком" и в ОАО "Гипросвязь". Кроме того ОАО "Связьинвест" владеет и пакетами (неконтрольными) акций АО "Московская городская телефонная сеть" (АО "МГТС" - 28% голосующих акций), ОАО "Связь" Республики Коми (25% голосующих акций), ОАО "Костромская ГТС" (37% голосующих акций), ОАО "Руслизингсвязь" (38% голосующих акций). ОАО "Связьинвест" также владеет 1,22% акций коммерческого банка "СвязьБанк", 12,09% акций компании "Регистратор-Связь", 25%+1 акций финансовой компании "Связь", 0,5% акций одного из лидеров национальнорго рынка IP-услуг ОАО "РТКомм.РУ" и выступает учредителем ОАО "Мобильные телекоммуникации" ("МобиТел"), ОАО "СтартКом", ОАО "Руслизингсвязь" и др. (см. рис.5)

Рисунок 5.



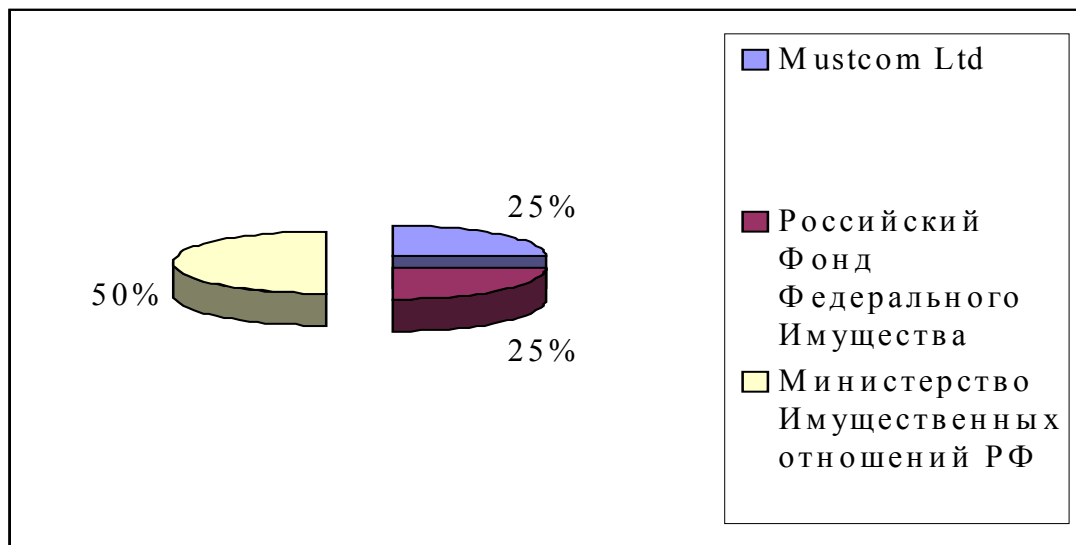
<sup>1</sup> Рынок телекоммуникаций – глобальные тенденции//Рынок ценных бумаг.- 2000.- № 16.- С. 50

<sup>2</sup> Иншутин А. Российские телекоммуникации: отрасль нуждается в реструктуризации// Рынок ценных бумаг.- 2000.- № 16.- С.13.

Величина уставного капитала холдинга превышает 19,5 млрд. руб. и состоит из 19 518 337 220 обыкновенных акций номиналом 1 руб. Основным акционером холдинга является государство (Российская Федерация) в лице Министерства Имущественных Отношений (50% + 1 акция) и Российского Фонда Федерального Имущества (25% - 2 акции). Блокирующий пакет (25% + 1 акция) принадлежит кипрскому консорциуму Mustcom Ltd.(см. рис.6)

Рисунок 6

### Структура акционерного капитала ОАО «Связьинвест»<sup>1</sup>



Основной доход холдингу приносит традиционная телефония: «Примерно 30% выручки приходит от местной телефонии, 50% – от международной и междугородной связи. Доходы от новых услуг разнятся в зависимости от региона. В остальных областях они составляют менее 5%, в развитых регионах – до 30%».<sup>2</sup>

Почему нет внимания инвесторов к акциям российских региональных предприятий электросвязи? Основная причина – чрезмерная раздробленность. При наличии более 80 дочерних компаний «Связьинвест» просто не в состоянии осуществлять эффективный управленческий контроль. Раздробленность отрасли противоречит также интересам государства как главного акционера «Связьинвест». Наличие большого количества дочерних компаний ведет к неэффективному расходованию инвестиционных ресурсов, неоптимальному планированию сети, излишним административным и управленческим расходам и тд.

Отсутствие интереса стратегических инвесторов к российским телекоммуникационным компаниям не дает возможность государству получить сколько-

<sup>1</sup> [www.sinvest.ru](http://www.sinvest.ru)

<sup>2</sup> [www.pcweek.ru/year2001/№28/communications](http://www.pcweek.ru/year2001/№28/communications)

нибудь значительные средства от приватизации сектора, а также привлечь финансовые ресурсы на модернизацию морально и физически устаревшего оборудования сети общего пользования.

С 2000 г. ОАО «Связьинвест» начал объединение областных «Электросвязей» в семь крупных межрегиональных компаний – по количеству федеральных округов. План реструктуризации компаний «Связьинвест» выглядит следующим образом. (см. табл. 1)

Таблица 1

### План реструктуризации ОАО «Связьинвест»<sup>1</sup>

Регион	Базовая компания	Консультант	Предприятия электросвязи, подлежащие объединению	Кол-во линий, млн шт.
Центр	«Электро-связь» Московской обл.	ИК «ЛВ Финанс»	Белсвязь, Брянсксвязьинформ, Воронежсвязьинформ, Ивтелеком, Костромская ГТС, Липецкэлектросвязь, Смоленсксвязьинформ, Тамбовская электросвязь, Тулателеком, Центральный телеграф, <b>Яртелеком</b> , Электросвязи Владимирской, Калужской, Костромской, Курской, Орловской, Рязанской, Тверской обл., под вопросом МГТС	4,9
Северо-Западно	ПТС	ИБ «Ренессанс-Капитал»	Артеком, Ленсвязь, Мурманскэлектросвязь, Новгородтелеком, Псковэлектросвязь, Череповецэлектросвязь, Электросвязь Вологодской, Калининградской обл., Республики Карелия. Под вопросом Электросвязь Республики Коми	3,3
Урал	«Урал-связьинформ» Пермской обл.	ИК «ЛВ Финанс»	Связьинформ Челябинской обл., Тюменьтелеком, Уралтелеком, Хантымансийскокртелеком, Электросвязь Курганской обл., Ямалэлектросвязь	2,5
Северный Кавказ	«Кубань-электро-связь»	ИБ «Ренессанс-Капитал»	Волгоградэлектросвязь, Дагсвязьинформ, Каббалктелеком, Карачаево-Черкесскэлектросвязь, Связьинформа Астраханской обл., Североосетинэлектросвязь, Электросвязь Республик Адыгея, Калмыкия, Ростовской обл., Ставропольского края	3
Волга	«Нижегородсвязьинформ»	ИБГ «Тамма»	Кировэлектросвязь, Мартелеком, Саратовэлектросвязь, Связьинформ Республик Мордо	3,3

<sup>1</sup> [www.telekom.kondrashov.ru](http://www.telekom.kondrashov.ru)



			вия, Чувашия, Удмурттелеком, Пензенской, Самарской обл., Электросвязь Оренбургской, Ульяновской обл.	
Си- бирь	"Электросвязь" Новосибирской области	Альфа-банк	Алтайтелеком, Томсктелеком, Электросвязь Республик Алтай, Бурятия, Хакасия, Кемеровской, Иркутской, Омской, Читинской обл., Красноярского края	3
Даль- ний Вос- ток	"Электро-связь" Хабаров-ского края	Альфа-банк	Амурсвязь, Магадансвязьин- форм, Камчатсвязьинформ, Са- халинсвязь, ТТК Еврейской АО, Электросвязь Хабаровского края	0,9

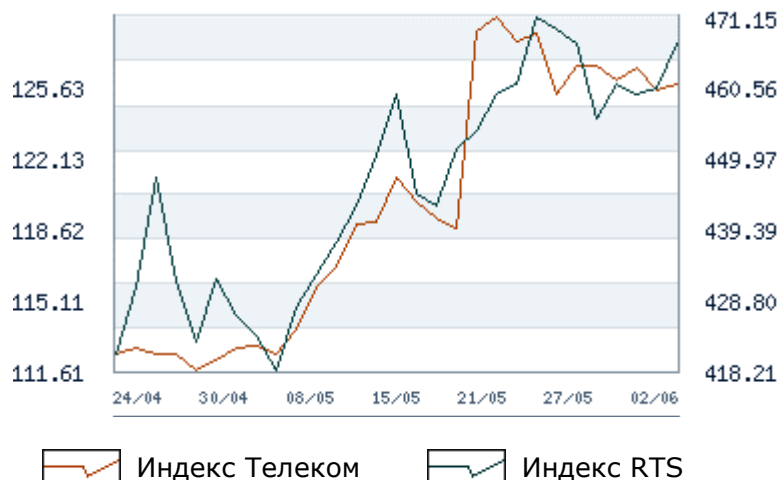
Как видно из таблицы Яртелеком входит в одну из крупных межрегиональных компаний – Центральный регион

### 1.2.2 Акции телекоммуникационной отрасли.

Связь и телекоммуникации до последнего времени были третьей по значимости отраслью на российском фондовом рынке (после нефтегазовой и энергетической). Сейчас телекоммуникационная отрасль занимает второе место после нефтегазовой. По-видимому, такое соотношение сохранится и в ближайшее время, но при этом разрыв явно сокращается. Об этом можно судить по последним данным показателей индекса Телеком и индекса РТС: с апреля по июнь 2003 произошло увеличение биржевого оборота. (см. рис. 7)

Рисунок 7.

#### Динамика Телеком индекса в сравнении с индексом РТС.<sup>1</sup>



Сравнив предприятия отрасли телекоммуникаций по показателю рыночной капитализации, мы видим, что лидирующие позиции занимают альтернативные

<sup>1</sup> [www.rts.ru](http://www.rts.ru)

операторы – МТС и Вымпелком, их рыночная капитализация составляет соответственно 5,149.79 млн. долл. и 2,961.50 млн. долл. (предприятия Центр Телекома, например, имеют рыночную капитализацию 438.69 млн). долл. Это объясняется тем что традиционные операторы, вынужденные завышать тарифы для юридических лиц, чтобы покрывать убытки от предоставления услуг населению, теряют конкурентоспособность по отношению к альтернативным операторам, обслуживающим только высокодоходные категории клиентов. Альтернативные операторы не оказывают убыточных услуг и не подчиняются государственному регулированию тарифов. Среди компаний холдинга «Связьинвест» наибольшую капитализацию имеет Уралсвязьинформ – 649.21 млн. долл. Высокая оценка уральской компании обусловлена несколькими факторами. Во-первых, основными промышленными клиентами компании являются крупные предприятия нефтегазовой и металлургической отрасли. Во-вторых, Уралсвязьинформ уже давно проводит программу по модернизации своей сети. Наименьший показатель рыночной капитализации имеет Дальсвязь – 72.40 млн. долл. Это самый мелкий межрегиональный оператор среди «большой семерки», что существенно ограничивает ее привлекательность для инвесторов. Значительная удаленность территорий, обслуживаемых компанией, также является причиной низкого интереса к акциям. (см. табл. 2)

Таблица 2.

### Цены и котировки отрасли телекоммуникаций на 03.06.2003 г.<sup>1</sup>

	Тикер	Цена, \$	Объем, \$000	Изменение, %			За 52 недели		Рын.кап, млн.\$
				за день	за неделю	с начала года	Макс	Мин	
РТС индекс		460.500	15,711.1	0.25	-1.82	28.25	471.220	305.560	
РТХ индекс		788.890		-1.71	7.54	34.15	812.32	505.95	
<b>Телекоммуникации</b>									
МТС	MBT	51.9300	n.a.	0.29	-3.06	39.82	54.450	23.750	5,149.79
Вымпелком	VIMP	43.5500	0.0	0.93	-2.68	36.05	46.300	20.620	2,961.50
Ростелеком	RTKM	1.7600	356.9	-1.40	0.57	45.46	1.990	0.948	1,282.51
Ростелеком, прив.	RTKMP	1.1000	77.0	-3.51	2.33	40.13	1.140	0.520	267.11
МГТС	MGTS	7.2500	0.0	0.00	0.00	16.94	7.250	5.950	566.79
С-З Телеком	SPTL	0.3750	0.0	0.00	1.08	-2.60	0.520	0.345	269.35
Центртелеком	ESMO	0.2780	12.4	0.36	-2.80	1.46	0.293	0.191	438.69
Уралсвязьинформ	URSI	0.0201	130.3	0.00	2.03	53.44	0.021	0.009	649.21
ВолгаТелеком	NNSI	1.8300	3.2	-0.54	-1.61	46.40	1.870	0.810	450.12
ЮТК	KUBN	0.0830	8.3	0.00	-1.07	14.48	0.087	0.054	245.72
Сибирьтелеком	ENCO	0.0285	91.8	-2.73	-4.49	7.55	0.031	0.017	342.32
Дальсвязь	ESPK	0.7700	0.0	0.00	-1.28	3.36	0.800	0.525	72.40

### Характеристика отдельных компаний холдинга Связьинвест.

<sup>1</sup> [www.aton-line.ru](http://www.aton-line.ru)

Сейчас уровень рентабельности в отрасли находится на уровне 12%, в то же время рентабельность семи консолидированных телекомов несколько ниже, около 10%. Уровень рентабельности телекоммуникационного сектора в России значительно выше среднего значения и электроэнергетике (3,5-4%), пищевой (5%) и металлургии (около 6%), но пока уступает предприятиям нефтегазовой отрасли (16%). Если сравнить семь региональных операторов связи с голубыми фишками по показателю EV/EBITDA'02, то более низкий уровень рентабельности в отрасли компенсируется недооценкой по показателю EV/EBITDA'02(см. табл.3)

EV - это сумма текущей капитализации компаний плюс чистый дол;

EBITDA – это прибыль от реализации

Таблица 3

**Сравнение телекомов с голубыми фишками по показателю EV/EBITDA, 2002 г.<sup>1</sup>**

Компания	EV/EBITDA'02
<i>Blue Chips</i>	
Газпром	4.24
ЛУКОЙЛ	4.05
ЮКОС	3.61
Сургутн сфтсгаз	1.96
Сибнефть	5.20
РАО ЕЭС	4.76
Мосэнерго	4.28
ГМК НорНикель	6.45
<i>В среднем по фишкам</i>	4.57
Волга Телеком	3.49
Дальсвязь	2.91
Ссв-Зап Телеком	4.03
Сибирь Телеком	3.75
Урал Телеком	4.77
Центр Телеком	4.56
Юг Телеком	3.34
<i>В среднем по телекомам</i>	3.52

Что касается сравнений с телекоммуникационными компаниями развивающихся рынков, то по всем показателям российские телекомы значительно дешевле своих зарубежных аналогов. Так дисконт по коэффициентам EV/EBITDA'02 составляет 47 %, по P/E'02 – 25 %, а по стоимости линии – 85 %. ( см. табл.4)

Таблица 4.

<sup>1</sup> [www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002)

**Сравнение российских телекоммуникационных компаний с их зарубежными аналогами<sup>2</sup>**

	P/Lines	EV/EBITDA			P/E		
	2000	2000	2001	2002F	2000	2001	2002F
<b><i>Российские телекомы</i></b>							
Волга Телеком	86,31	4,58	3,69	3,59	16,50	14,47	12,14
Даль связь	71,69	3,28	2,93	2,63	8,42	9,48	8,03
Сев-Западный Телеком	105,91	4,74	4,33	3,86	9,93	14,49	12,25
Сибирь телеком	98,33	4,81	3,92	3,54	12,46	10,71	8,89
Урал Телеком	167,23	6,13	4,98	3,67	16,06	21,49	18,89
Центр Телеком	96,02	5,88	4,60	3,99	13,27	13,75	11,57
Юг Телеком	77,35	4,57	3,38	3,19	8,84	7,50	4,58
МГТС	158,18	7,47	6,27	5,24	22,77	50,50	18,29
Ростелеком	-	4,08	3,78	3,74	32,35	15,54	6,03
Центральный телеграф	-	6,80	2,84	1,61	8,28	6,35	4,40
Башинформсвязь	43,10	3,77	3,38	2,91	4,76	6,12	5,46
<i>В среднем по России</i>	<i>108,07</i>	<i>5,00</i>	<i>4,24</i>	<i>3,81</i>	<i>18,83</i>	<i>21,30</i>	<i>15,69</i>
<b>Дисконт к EM<sup>1</sup>, %</b>	<b>-85,50</b>	<b>-33,25</b>	<b>-43,14</b>	<b>-47,46</b>	<b>-5,17</b>	<b>-7,08</b>	<b>-25,04</b>
<b><i>Развивающиеся рынки</i></b>							
Bezeq (Израиль)	3734,05	18,84	21,27	22,10	-91,82	430,85	243,52
Cesky Telecom	2378,91	17,80	17,49	17,17	42,71	44,58	46,63
Mahanagar Tel Nigam (Индия)	443,18	4,28	3,67	3,80	5,71	6,10	6,37
Matav (Венгрия)	1187,58	6,99	6,13	5,28	13,16	11,51	10,83
OTE (Греция)	919,10	8,29	6,58	6,55	8,78	8,90	8,57
Telecom Malaysia	1278,12	8,15	8,03	8,00	32,21	12,56	12,10
Telekomunikacja Polska	428,05	2,51	2,65	2,53	13,64	99,40	35,79
Telemar (Бразилия)	166,70	4,23	5,86	5,73	8,31	177,49	65,05
<i>В среднем по EM</i>	<i>745,18</i>	<i>7,48</i>	<i>7,46</i>	<i>7,25</i>	<i>19,86</i>	<i>22,92</i>	<i>20,93</i>

EM – emerging markets – развивающиеся рынки

Такой разрыв оправдан во-первых, низкими тарифами на услуги связи, во-вторых, низким технологическим уровнем развития сети, а также незначительными доходами от новых высокотехнологичных услуг. Следовательно, основным фактором, препятствующим росту привлекательности телекоммуникации

<sup>1</sup> [www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002)

онной отрасли, является отсутствие адекватного механизма регулирования сектора.

Рассмотрим характеристику трех региональных операторов связи:

## 1. ЦЕНТР ТЕЛЕКОМ

Крупнейшей объединенной компанией связи является Центр Телеком. На базе Электросвязи Московской области консолидированы предприятия шестнадцати регионов Центра России: Белгородэлектросвязь, Брянсксвязьинформ, Владимирэлектросвязь, Воронежсвязьинформ, Ивтелеком, Калугаэлектросвязь, Костромаэлектросвязь, Костромаэлектросвязь, Курскэлектросвязь, Липецкэлектросвязь, Орелэлектросвязь, Рязаньэлектросвязь, Смоленсксвязьинформ, Тамбовэлектросвязь, Тверьэлектросвязь, Тулателеком, **Яртелеком**.

### Акции компании Центр Телекома:<sup>1</sup>

Цена обыкновенной акции	\$0.2425
Цена привилегированной акции	\$0.1450
Количество обыкновенных акций после слияния	1,578,025,729
Количество привилегированных акций после слияния	526,024,966
Рыночная капитализация	\$510.2млн.
Тикер	ESMO(P)
Рекомендации:	
Краткосрочная	АККУМУЛИРОВАТЬ
Долгосрочная	ВЫШЕ РЫНКА
Target price обыкновенной акции	\$0.45
Target price прив. акций	\$0.23

### Финансовые показатели Центр Телекома:<sup>2</sup>

Финансы, \$млн.	'01	'02F	'03F	'04F
Выручка	439	485	509	551
ЕБИТДА	133	153	165	178
ЕБИТ	96	118	126	140
Чистая прибыль	37	44	48	54
Рентабельность, %				
ЕБИТДА	30.27	31.61	32.45	32.38
Опер. прибыль	21.91	24.41	24.80	25.43
Чистая прибыль	8.46	9.10	9.50	9.83
Коэффициенты				
P/S	1.16	1.05	1.00	0.93
P/E	13.75	11.57	10.54	9.41
EV/ЕБИТДА	4.12	3.57	3.31	3.07

<sup>1</sup> [www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002)

<sup>2</sup> Там же

EV/S	1.25	1.13	108	0.99
Показатели				
Линий. 000	5.300	5.500	5.650	5.800
МСАР/линия. \$	96.27	92.77	90.31	87.97
Прибыль/линия. \$	7.00	8.02	8.57	9.35

Центр Телеком последним из объединенных компаний завершает консолидацию.

С точки зрения географического положения наиболее привлекательной является как раз головная компания: уровень доходов населения в городах-сателлитах Москвы практически сравним со столичными. Активно развивается и сектор высокотехнологичных услуг. Центр Телеком пытается утвердиться на этом рынке и создает новые мультисервисные сети, позволяющая предоставлять его клиентам широкий спектр современных услуг связи. Строительство подобных сетей требует значительных капвложений. Центр Телеком вкладывает не только собственные средства, но привлекает заемные средства на рынке облигаций. Размещая свои облигации, компания вынуждена увеличивать операционные расходы из-за выплаты процентов, что не может не сказываться на ее операционной прибыли. Так, головная компания по итогам трех кварталов получила убыток в размере \$2.9млн. Центр Телеком не присутствует на самом прибыльном рынке - столичном. Связьинвест не сумел договориться о вхождении в консолидированную компанию МГТС, где не является владельцем контрольного пакета. Тем не менее возможность выхода на московский рынок у Центр Телекома остается.

## 2. СЕВЕРО-ЗАПАДНЫЙ ТЕЛЕКОМ

Консолидированная компания связи Северо-Западного региона была создана на базе оператора СПТС после присоединения к нему следующих региональных телекомов: Артелеком, Вологда электросвязь, Калининградэлектросвязь, Карелияэлектросвязь, Мурманэлектросвязь, Новгородтелеком, ПскобЭлектросвязь, Черсповсцэлктросвязь.

### Акции Северо-Западного телекома:<sup>1</sup>

Цена обыкновенной акции	\$0.38
Цена привилегированной акции	\$0.19
Количество обыкновенных акций после слияния	735,953,739
Количество привилегированных акций после слияния	183,767,271
Рыночная капитализация	\$349.5млн.
Тикер	SPTL(P)
Рекомендации:	

<sup>1</sup> [www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002)

Краткосрочная	ДЕРЖАТЬ
Долгосрочная	НАРАВНЕ С РЫНКОМ
Target price обыкновенной акции	\$0.56
Target price прив. акций	\$0.30

### Финансовые показатели Северо-Западного телекома:<sup>1</sup>

Финансы, \$млн.	'01	'02F	'03F	'04F
Выручка	276	322	352	376
ЕБИТДА	93	104	112	124
ЕВ IT	69	80	65	77
Чистая прибыль	24	29	33	35
Рентабельность, %				
ЕБИТДА	33.73	32.34	31.89	33.03
Опер. прибыль	25.17	24.91	18.50	20.51
Чистая прибыль	8.75	8.85	9.50	9.38
Коэффициенты				
P/S	1.27	1.08	0.99	0.93
P/E	14.49	12.25	10.45	9.90
EV/ЕБИТДА	4.33	3.86	3.58	3.24
EV/S	1.46	1.25	1.14	1.07
Показатели				
Линий. 000	3.200	3.300	3.400	3.450
МСАР/линия, \$	109.2	105.9	102.8	101.3
Прибыль/линия, \$	7.54	8.64	9.84	10.23

Северо-Западный Телеком сейчас является наиболее малоперспективной компанией сектора. Причин тому несколько. Головная компания объединенного телекома приносит почти половину выручки и практически 2/3 чистой прибыли, но ее позиции в своем регионе - Санкт-Петербурге - весьма незначительны. Северо-Западный Телеком испытывает сильную конкуренцию со стороны альтернативных операторов связи в сегменте высокодоходных тслскомуни-кационных услуг, поэтому ему приходится довольствоваться обслуживанием низкодоходных абонентов жилого сектора, и то время как значительная доля корпоративных клиентов пользуется более дешевыми и качественными услугами его конкурентов.

Что касается производственной деятельности, то компания работает пока со значительной нормой рентабельности по ЕБИТДА и операционной прибыли благодаря своевременному повышению тарифов на услуги связи. Сравнивая показатели рыночной оценки Северо-Западного Телскома с аналогичными компаниями других регионов, следует обратить внимание прежде всего на значительную переоценку компании по показателю стоимости линии. Если не учитывать наиболее капитализированную компанию из объединенных операторов Урал Телеком со стоимостью линии \$167, то среднее значение по региональным компаниям находится на уровне \$88, что означает 20%-ную премию. С премией по

<sup>1</sup> [www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002)



среднотрасловому показателю торгуется Северо-Западный телеком и по коэффициенту EV/EBITDA'02.

### 3. УРАЛ ТЕЛЕКОМ

Головной компанией объединенной компании Уральского региона стал пермский Уралсвязьинформ. В процессе консолидации в него вошли следующие региональные телекомы: Курганэлектросвязь, Тюменьтелеком, Уралтелеком, Хантымансиокртелском, Челябинсксвязьинформ, Ямалэлектросвязь.

#### Акции компании Урал Телеком:<sup>1</sup>

Цена обыкновенной акции	\$0.0125
Цена привилегированной акции	Нет котировок
Количество обыкновенных акций после слияния	32,298,782,020
Количество привилегированных акций после слияния	7,835,941,286
Рыночная капитализация	\$501.7млн.
Тикер	URSI(P)
Рекомендации:	
Краткосрочная	ПОКУПАТЬ
Долгосрочная	ВЫШЕ РЫНКА
Target price обыкновенной акции	\$0.03
Target price прив. акций	-

#### Финансовые показатели Урал Телекома:<sup>2</sup>

Финансы, \$млн.	'01	'02F	'03F	'04F
Выручка	364	430	460	501
EBITDA	118	159	172	184
EBIT	68	113	119	130
Чистая прибыль	23	27	29	35
Рентабельность, %				
EBITDA	32.24	37.01	37.33	36.65
Опер. прибыль	18.77	26.23	25.89	25.89
Чистая прибыль	6.40	6.17	6.29	7.04
Коэффициенты				
P/S	1.38	1.17	1.09	1.00
P/E	21.49	18.89	17.33	14.20
EV/EBITDA	4.98	3.67	3.40	3.13
EV/S	1.60	1.36	1.27	1.17
Показатели				

<sup>1</sup> [www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002)

<sup>2</sup> Там же



Линий. 000	2.800	3.000	3.250	3.500
МСАР/шния. \$	179.2	167.2	154.4	143.3
Прибыль/линия. \$	8.34	8.85	8.91	10.09

Урал Телеком одним из первых завершил процесс объединения.

По уровню капитализации Урал Телеком сравним с самой крупной по установленной емкости телекоммуникационной компанией среди консолидированных операторов Центр Телекомом, несмотря на то, что в его состав входят всего семь региональных компаний. По отношению капитализации к емкости Урал Телеком превосходит даже МГТС (\$167 за линию против \$158). По коэффициентам P/S'02 и P/E'02 компания торгуется со значительной премией к другим консолидированным операторам - 23% и 49% соответственно. Однако по более значимому показателю EV/EBITDA'02 Урал Телеком торгуется с небольшим дисконтом к сектору в целом. Рентабельность же по EBITDA у компании самая высокая среди укрупненных компаний. Высокая оценка Урал Телекома рынком обусловлена несколькими факторами. Во-первых, основными промышленными клиентами компании являются крупные предприятия нефтегазовой и металлургической отрасли. Во-вторых, Урал Телеком уже давно проводит программу по модернизации своей сети. Сейчас уровень цифровизации компании гораздо выше среднеотраслевого значения. Так, например цифровизация ГТС Хаптымапсийского филиала компании составляет 95%. Средства на модернизацию сети Урал Телеком привлекает как из собственных источников, так и с помощью облигационных займов. Компания активно использует также кредиты поставщиков оборудования. Еще одним позитивным моментом являются сильные позиции компании на рынке сотовой связи и доступа в Интернет в регионе, где показатель среднемесячной выручки на одного абонента (APRU) составляет около \$60. Количество абонентов дочерней сотовой компаний Урал Телскома Ермак RMS, работающей на самом прибыльном участке - в Ханты-Мансийском округе, достигло 66 тысяч абонентов. У компании Южно-Уральский сотовый телефон более 110, собственный сотовый бизнес головной компании включает более 150 тысяч абонентов. Всего мобильный бизнес консолидированной компании объединяет шесть операторов

Уралсвязьинформ был первой телекоммуникационной компанией, выпустившей ADR на свои акции. На 1 июня 2002 года в ADR было конвертировано 7.8% уставного капитала компании. Сейчас руководство компании разрабатывает планы по выпуску ADR третьего уровня, размещение которых может произойти уже в следующем году<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> [www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/telc27nov2002)

### 1.2.3 Яртелеком на рынке связи.

В результате перехода России к рыночным отношениям в начале 90-х годов стала очевидной необходимость изменения сложившихся за многие годы региональных структур управления предприятиями электросвязи, организация новых маркетинговых направлений их деятельности, основная цель которых – работа с пользователями.

Один из вариантов комплексной структуры сервисного обслуживания пользователей, направленной на повышение качества услуг и культуры обслуживания, был разработан ОАО «Яртелеком» и удачно внедрен в Ярославской области. В частности, в структуре предприятия был выделен отдельный самостоятельный филиал, специализирующийся непосредственно на работе с клиентами.

«Практически это был революционный шаг для нашего предприятия, - считает генеральный директор ОАО «Яртелеком» В.Ф. Корольков. - На такое мы решились первыми в России и только через 3 - 4 года предприятия связи стали делать что-то аналогичное».

Рождение Яртелекомсервиса обусловлено в первую очередь самой специфической услуг электросвязи. Ведь эти услуги нуждаются в постоянном сервисном сопровождении, представляя собой непрерывный процесс взаимодействия предприятия и абонента.

Как же происходил процесс обслуживания пользователей до создания сервисного филиала? Услуги местной телефонной связи в Ярославле предоставляла Городская телефонная сеть, которая вела картотеку пользователей и расчеты с ними производила по абонентским книжкам. Услуги междугородной (международной) связи предоставлялись другим предприятием – Телефонно-телеграфной станцией, и оплачивать их пользователям приходилось по другим платежным документам, для получения которых часто нужно было идти в отделение связи. Если у абонента появлялись проблемы с качеством услуг или расчетами за них, ему приходилось иногда не по одному разу посетить каждое из этих предприятий, а также вычислительный центр. Таким образом, клиента невольно втягивали в технологию производства услуг, и выяснение любого вопроса порой выливалось в мытарства между многими предприятиями. Да и само предприятие несло дополнительные расходы из-за неэффективной организационной структуры.

Все это создало предпосылки для проведения работ по совершенствованию инфраструктуры предприятий связи, созданию технологий по повышению уровня сервиса и оперативной эффективной информационной среды взаимодействия с потребителями услуг. В основу этой работы был положен постулат о том, что в работе с клиентами необходим комплексный подход, при котором потребитель должен получить весь спектр услуг связи, всеобъемлющее инфор

мационно-справочное обслуживание, удовлетворение претензий по качеству предоставляемых услуг в лице одного предприятия.

В Ярославле таким предприятием и стал филиал «Яртелекомсервис», образованный в 1992 году на базе сервисной и абонентской служб Городской телефонной сети и телеграфно-телефонной станции.

Для обеспечения деятельности сервисного филиала была разработана биллинговая система, которая прошла сертификацию одной из первых в России. В настоящее время биллинговая система Яртелекома позволяет не только обслуживать в режиме реального времени более 2 миллионов услуг ежедневно, но и автоматизировать систему повременного учета и процесс управления продажами и качеством услуг.

Создание специализированного филиала по работе с клиентами послужило началом организации единой сети сервисных служб. Сегодня на территории Ярославской области действует более двух десятков сервисных центров. Они открыты не только в самом Ярославле, но и в Пошехонье, Данилове, Серede, Мышкине, Некоузе, других населенных пунктах. В результате жители так называемой глубинки могут свободно воспользоваться всем спектром услуг электросвязи хорошего качества, заключить договоры на предоставление услуг, решить проблемы, связанные с качеством электросвязи, не выезжая для этого в областной центр. Более того, из мест предоставления услуг сервисные центры Яртелекома, оснащенные на европейском уровне, превращаются в признанные центры высококультурного общения.

Еще одним следствием создания Яртелекомсервиса стало то, что теперь потребитель сам активно участвует в управлении качеством и ассортиментом предлагаемых услуг через сервисные службы АЦБРК (автоматизированного централизованного бюро по работе с клиентами). Благодаря системе анализа и управления качеством у предприятия появилась возможность внедрять услуги, которые будут необходимы людям, как говорится, завтра, что в условиях современного рынка весьма актуально.

Закономерным результатом проделанной работы явилась победа филиала «Яртелекомсервис» в 1999 году в конкурсе по качеству Министерства связи России в номинации «Предприятия связи, обеспечивающие основную деятельность отрасли связи». А в 2001 году ОАО «Яртелеком» первым среди телекоммуникационных компаний стало лауреатом Премии Правительства РФ в области качества.

ОАО "Яртелеком" представляет как традиционные услуги электросвязи – местная телефонная связь, междугородная и международная телефонная связь, телеграфная связь, проводное вещание, так и принципиально новые – сотовая радиотелефонная и пейджинговая связь, услуги интеллектуальных сетей с интеграцией услуг, сети передачи данных. Обслуживание клиентов, оформление

договоров на предоставление услуг, расчеты за услуги, взаимное согласование интересов пользователей и Яртелекома возложено на филиал "Яртелекомсервис".

Особое внимание уделяется внедрению цифровых технологий на местных телефонных сетях, активному освоению новых возможностей ISDN. Так, например, в Ярославле 96 % межстанционных соединительных линий – цифровые. Доля современных цифровых АТС в общей емкости постоянно растет. Все это позволяет значительно улучшить качество связи. Использование при строительстве линий оптического волокна обеспечивает увеличение пропускной способности и в конечном счете улучшает качество телефонных переговоров.

### 1. Акции Яртелекома

Уставный капитал: 216097500 руб.

Рыночная капитализация: 20,7 млн. долл. (данные РТС на 01.07.2002)

Котировки акций на торговых площадках (РТС/ММВБ): котируются с 23 ноября 2000 г.(YATK, YATKP)

Таблица 5.

#### **Котировки акций Яртелекома<sup>1</sup>:**

	Тикер	Количество (шт.)	Номинальная стоимость (руб.)	Рыночная стоимость,(\$), Курс на 01.07.02 31,44 руб./\$
Обыкновенные акции	YATK	8103675	20	2,32
Привилегированные акции типа А	YATKP	2701200	20	1,59

В структуре акционерного капитала Яртелекома наибольший вес занимает ОАО «Связьинвест» - 38 %, на втором месте – иностранные юридические лица – 22%, физические лица занимают третье место в структуре акционерного ка

<sup>1</sup> [www.yartelecom.ru](http://www.yartelecom.ru)

питала – 20,28 %, российские юридические лица – 19,63 %, а наименьший вес имеют работники общества – 13%. (см. табл. 6)

Таблица 6.

**Структура акционерного капитала.**(данные РТС на 01.07.2002)<sup>1</sup>:

	Количество счетов	Количество АОИ	Количество АПИ	% в УК
Иностранные юридические лица	11	1431752	955072	22,09
Российские юридические лица	34	1105259	1016207	19,63
ОАО «Связь-инвест»	1	410587	-	38,00
Физические лица	1733	1460789	729921	20,28
В том числе: Работники общества	855	978822	440731	13,22

Анализ рыночных мультипликаторов проведен на основании таблицы по данным за три года. (см. табл. 7)

Таблица 7 .

**Рыночные мультипликаторы:**<sup>2</sup>

	1999 г.	2000 г.	2001 г.
Прибыль на обыкновенную акцию(EPS), руб	12,0	15,92	19,76
Чистые активы, тыс.руб.	979687	1153512	1276467
Чистые активы на 1 акцию, руб.	120,89	142.34	157,52
Дивиденды на акцию (DPS),руб	1,34	1,65	2,14
Цена/доход на акцию (P/E)	2,03	2,10	4,42

<sup>1</sup> [www.yartelecom.ru](http://www.yartelecom.ru)

<sup>2</sup> Там же.

Рыночная капитализация, \$	8141000	9643000	19854000
----------------------------	---------	---------	----------

Если провести анализ рыночных мультипликаторов по имеющимся данным за три года, то они все свидетельствуют о значительном росте. Так прибыль на акцию в компании выросла к 2001 г. почти на 8 руб. по сравнению с 1999; чистые активы увеличились 296780 тыс. руб, а чистые активы на одну акцию – на 37 руб. Дивиденды на акцию выросли на 80 коп. за тот же период, коэффициент P/E увеличился почти в 2,5 раза. Рыночная капитализация увеличилась на 11,7 млн. долл.

## 2. Анализ финансовой эффективности компаний.

### 2.1 Методология рейтинга финансовой эффективности.

Телекоммуникационная отрасль привлекает к себе пристальное внимание инвесторов, что вполне оправдано и закономерно. Бурное развитие высоких технологий в первую очередь находит отражение в деятельности компаний именно этой сферы и дает им уникальные возможности повышения стоимости бизнеса.

На Западе вопрос о необходимости рейтинговых оценок давно не обсуждается. Рейтинги являются неотъемлемой частью инвестиционного процесса и от их значений, как правило, напрямую зависит стоимость компаний. Причем это относится не только к рейтингам кредитоспособности, присваиваемым международными рейтинговыми агентствами, но и к более специфичным показателям, отражающим тот или иной аспект деятельности компаний. Наиболее известным из таких показателей является **индикатор возможного банкротства Альтманна, известный среди специалистов как Z-балл**, включающий в себя пять различных финансовых коэффициентов. По поводу применения этого параметра сломано немало копий, однако он с успехом применяется уже несколько десятилетий, и его изменения оказывают непосредственное влияние на курс акций западных компаний. Жизнеспособность критерия Альтманна, как и других подобных интегральных показателей, обусловлена несколькими причинами.

Во-первых, грамотно сконструированные индикаторы сочетают в себе все основные моменты рассматриваемого аспекта деятельности компании (например, финансового состояния, как в случае с Z-баллом).

Во-вторых, анализировать изменение одного параметра всегда проще, чем десятка различных коэффициентов, для расчета которых требуется переработать массу первичной информации с вытекающими из этого временными и финансовыми затратами.

И, в-третьих, один интегральный параметр в отличие от множества коэффициентов (пусть даже стандартных) дает удобную и понятную базу для сравнения различных компаний в рамках одной отрасли.

Безусловно, российская специфика накладывает серьезные ограничения на применение традиционных индикаторов для анализа финансового состояния публичных компаний. Слепое копирование западных методик, как правило, не дает желаемого эффекта, и зачастую приводит к неправильным выводам. Перед аналитиком встает множество проблем различного свойства — от непрозрачности российских стандартов бухгалтерского учета до невозможности корректного выбора базы для сравнения различных финансовых коэффициентов (граничных условий и нормальных значений). Однако эти проблемы ни в коем случае не могут являться причиной отсутствия необходимости конструировать подоб

ные индикаторы для России. Более того, можно утверждать, что идеология построения интегральных оценок финансового состояния компаний, принятая на Западе, в той или иной степени подходит и для нашей страны.

В последнее время в России нет недостатка в специализированных изданиях, посвященных теории и практике финансового анализа. Во многих из них рассмотрены способы построения интегральных финансовых индикаторов, служащих для экспресс-оценки финансового состояния предприятий. Рейтинговое агентство «Эксперт РА» считает, что наиболее удачной с позиции выбора финансовых коэффициентов является методика, предложенная А. Д. Шереметом и Е. В. Негашевым.<sup>1</sup>

Интегральный показатель включает в себя **пять базовых коэффициентов**, представляющих все основные разделы анализа финансового состояния предприятия. В определенном смысле индикатор может служить показателем эффективности системы финансового менеджмента предприятия, что и нашло отражение в названии рейтинга. Рейтинговое агентство произвело расчет финансовых коэффициентов компаний электросвязи. Рассмотрим каждый из коэффициентов отдельно.

- *Коэффициент обеспеченности собственными средствами* отражает финансовую устойчивость (или платежеспособность предприятия) и определяет степень обеспеченности оборотных активов собственными средствами. Рассчитывается как отношение разности собственных средств (итог IV раздела «Пассив баланса») и внеоборотных активов (итог I раздела «Актив баланса») к сумме оборотных активов предприятия (итог II раздела «Актив баланса»).
- *Коэффициент покрытия (текущей ликвидности)* отражает степень покрытия срочных обязательств оборотными активами предприятия (ликвидность баланса), то есть способность компании рассчитаться по своим обязательствам без реализации основных средств и прочих неликвидных активов. Рассчитывается как отношение суммы оборотных средств (итог II раздела «Актив баланса») к сумме краткосрочных обязательств (заемные средства, кредиторская задолженность, расчеты по дивидендам и прочие краткосрочные пассивы).
- *Оборачиваемость авансированного капитала* характеризует степень интенсивности использования всех видов ресурсов, находящихся в распоряжении предприятия. Рассчитывается как отношение годовой выручки от реализации продукции (работ, услуг) к среднегодовой сумме активов предприятия.
- *Рентабельность продаж* отражает прибыльность продукции предприятия, то есть долю прибыли в общей сумме реализации. В определенном смысле этот показатель свидетельствует о конкурентоспособности продукции компании, эффективности ценовой стратегии и практики управления издержками. Рассчи

<sup>1</sup> Шеремет А.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. М.: ИНФРА-М, 1999.



тывается как отношение прибыли от реализации (стр. 050 формы № 2) к сумме годовой выручки от реализации

- *Рентабельность собственного капитала* характеризует степень эффективности использования средств собственников предприятия (прибыльность инвестиций). При этом учитывается не только эффективность основной деятельности предприятия, но и результат других операций, в том числе вне-реализационных. Рассчитывается как отношение балансовой прибыли (стр. 140 формы № 2) к среднегодовой сумме собственных источников средств предприятия (итог III раздела «Пассив баланса»).

Указанные коэффициенты рассчитывались рейтинговым агентством «Эксперт РА» по данным публичной отчетности предприятий связи за 1998 и 1999 гг. Далее фактические значения соотносятся с базовыми, после чего суммируются с одинаковыми весовыми коэффициентами. Таким образом, формула для расчета рейтинга принимает следующий вид:

$$R_i = 1/n \sum_{j=1}^n K_{ij} / K_{vj}$$

где:

$R$  интегральная рейтинговая оценка  $i$ -го предприятия;

$n$  — число коэффициентов, включаемых в расчет рейтинга;

$K_{ij}$  — фактическое значение  $j$ -го коэффициента  $i$ -го предприятия;

$K_{vj}$  — базовое значение  $j$ -го коэффициента.

Ключевым моментом метода агрегирования финансовых показателей является обоснованный выбор **базовых значений финансовых коэффициентов**. В методике Шеремета—Негашева предлагаются минимально допустимые абсолютные значения коэффициентов, на которые должны ориентироваться как финансовые аналитики, так и сами предприятия. Если рейтинг равен единице, финансовое состояние предприятия условно удовлетворительно, если ниже единицы — условно неудовлетворительное.

Однако такой подход не вполне корректен, особенно для показателей оборачиваемости активов и рентабельности. Дело в том, что установление единой нормы рентабельности (возможно равной ставке рефинансирования Банка России) и оборачиваемости капитала не учитывает отраслевых особенностей анализируемых предприятий. Совершенно очевидно, что нормальный уровень оборачиваемости капитала в тяжелом машиностроении или авиационной промышленности будет ниже, чем в пищевой отрасли или торговле. Соответственно нормальная рентабельность продаж в этих отраслях также должна быть различной.

Рентабельность собственного капитала теоретически должна быть одинаковой во всех отраслях так как по сути представляет собой требуемую инвесто

ром норму прибыли на вложенный капитал. Но это условие будет соблюдаться только в условиях свободного и быстрого перемещения капитала, что на практике недостижимо даже в странах с развитой рыночной экономикой. Поэтому выбор базового значения этого коэффициента также требует учета отраслевых особенностей.

Западный опыт финансового анализа признает оптимальным использование среднеотраслевого уровня трех вышеназванных показателей, хотя и допускает использование в качестве базы для сравнения рентабельности собственного капитала доходности альтернативных инвестиций. В целях расчета рейтинга финансовой эффективности были приняты в качестве базовых именно средние для отрасли уровни оборачиваемости капитала, рентабельности продаж и рентабельности собственного капитала. При этом для исключения преобладающего влияния показателей крупнейших предприятий (таких как Ростелеком и МГТС) среднее значение для отрасли определялось как среднее арифметическое коэффициентов всех предприятий.

С другой стороны, нормативные значения коэффициентов обеспеченности и покрытия с той или иной степенью вариации могут быть признаны общими для всех отраслей экономики, поскольку базируются на общепринятых, проверенных практикой критериях риска неблагоприятных изменений финансового положения и не связаны напрямую с отраслевыми особенностями производственного процесса. Не случайно, что эти значения широко используются государственными органами в целях мониторинга и предупреждения банкротства (методические рекомендации Федерального Управления по Дела о Несостоятельности ФУДН устанавливают минимально допустимый уровень коэффициента обеспеченности 0,1, а коэффициента покрытия 2).

На основании сказанного, для расчета рейтинга финансовой эффективности были приняты среднеотраслевые значения оборачиваемости активов, рентабельности продаж и собственного капитала, и фиксированные значения коэффициентов обеспеченности и покрытия (см.табл. 8).

Таблица 8.

**Базовые значения финансовых коэффициентов для расчета рейтинга финансовой эффективности<sup>1</sup>**

Показатель (составляющая рейтинга)	1998г.	1999г.
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	0,1	0,1

<sup>1</sup> Грабаров А. Рейтинг финансовой эффективности компаний электрической связи//Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С.23.

Коэффициент текущей ликвидности (покрытия)	1,5	1,5
Оборачиваемость капитала (средний уровень по отрасли)	0,485	0,577
Рентабельность продаж (средний уровень по отрасли)	0,217	0,229
Рентабельность собственного капитала (средний уровень по отрасли)	0,013	0,123

При этом базовое значение коэффициента покрытия было уменьшено с 2 до 1,5 (именно на этот уровень ориентируется Министерство экономики и торговли при проведении мониторинга финансового состояния промышленных предприятий).

Еще одной важной проблемой, которую вынуждены решать аналитики при конструировании подобного рода интегральных показателей, является значение обоснованных весовых коэффициентов при суммировании отдельных составляющих. В данном случае эта проблема решена наиболее простым способом: всем составляющим назначены одинаковые весовые коэффициенты. На первый взгляд подобный подход может показаться неправомерным, однако следует учесть, что цель данного рейтинга состоит исключительно в сравнении различных предприятий отрасли между собой. При изменении весовых коэффициентов взаимное соотношение рейтингов будет меняться гораздо менее существенно, чем их абсолютные значения, что в известной мере сглаживает возможные ошибки при назначении весовых коэффициентов. К тому же назначение весовых коэффициентов так или иначе будет осуществляться экспертным путем, что в любом случае предполагает их субъективность.

Как следует из представленного алгоритма, рейтинг предприятия, значения коэффициентов которого совпадают с базовыми, будет равен единице. С позиций экономического смысла это можно трактовать следующим образом: компания имеет удовлетворительную структуру и ликвидность баланса и использует имеющиеся в ее распоряжении средства с той эффективностью, с которой это позволяет сделать сложившаяся в отрасли рыночная конъюнктура. Иными словами, финансовый менеджмент предприятия достаточно эффективен. Значение имеет также тенденция изменения рейтинга, направление которой свидетельствует о происходящих изменениях эффективности финансового менеджмента компании.

Практика показывает, что ни одна открытая методика составления интегральных показателей финансового состояния предприятий не лишена недостатков сточки зрения своей идеологии. Естественно, предлагаемая методика не

является исключением из этого правила. Тем не менее она имеет и очевидные преимущества, а именно:

- базируется на комплексном подходе к оценке финансового состояния предприятия, которое в свою очередь является прямым отражением эффективности всей хозяйственной деятельности компании и использует важнейшие коэффициенты, общепринятые в мировой практике;
- предоставляет базу для объективного сравнения всех предприятий отрасли, позволяет оценить степень их конкурентоспособности;
- базируется на простых и понятных алгоритмах, допускающих корректировки как в выборе состава финансовых коэффициентов, так и в способе их агрегирования, использует ограниченный набор доступной первичной информации.

Что касается недостатков, то главный из них, по-видимому, в том, что рейтинг отражает только текущее положение вещей и не дает прогноза дальнейшей динамики важнейших финансовых показателей (хотя при накоплении достаточного количества исторических данных, ретроспективная динамика рейтинга может служить определенной основой для прогнозирования). Несомненно, недостатки (часть из них будет рассмотрена далее) свойственны и алгоритму расчета рейтинга, который можно и нужно улучшать.

## 2.2 Анализ результатов рейтинга финансовой эффективности.

Рейтинг финансовой эффективности (как и любой другой) нельзя рассматривать обособленно. Ценность рейтинга состоит в возможности сравнения различных компаний между собой. Тем не менее можно с достаточной степенью уверенности утверждать, что компании, рейтинг которых меньше единицы, испытывают определенные проблемы с точки зрения эффективности финансового менеджмента. Если значение рейтинга отрицательное, то можно говорить о том, что предприятие испытывает дефицит собственных оборотных средств либо его деятельность убыточна (впрочем, среди компаний электрической связи предприятий с балансовым убытком по итогам 1999 г. не было). Сам по себе рейтинг не отвечает на вопрос, какого рода проблемы испытывает предприятие. Однако об этом дает представление анализ его отдельных составляющих, который позволяет выявить слабые места предприятия и наметить направления для повышения его финансовой эффективности. Таким образом, рейтинг является лишь отправной точкой для дальнейшего углубленного исследования проблем, стоящих перед компанией.

По результатам расчета все предприятия распределены на *четыре группы*:

1. Достаточная эффективность, позитивное изменение.
2. Достаточная эффективность, негативное изменение.
3. Недостаточная эффективность, позитивное изменение.
4. Недостаточная эффективность, негативное изменение.

Критериями отнесения компании к той или иной группе являются значение рейтинга, которое сравнивается с единицей, и направление его изменения. Предприятия с рейтингом выше единицы условно обладают достаточной финансовой эффективностью.

Последний параметр, наряду с самим рейтингом, принципиально важен, поскольку в определенной степени позволяет прогнозировать тенденции изменения финансового состояния предприятия.

Результаты расчета рейтинга финансовой эффективности для предприятий электрической связи, а также значения исходных финансовых коэффициентов по результатам 1999 г. и изменение рейтинга к уровню 1998 г. приведены в табл. 9 (см. табл.9).

Таблица 9.

**Рейтинг Финансовой эффективности предприятий электрической связи.<sup>1</sup>**

Предприятие	Коэффициент обеспеченности собственными средствами	Коэффициент покрытия	Обоачиваемость капитала	Рентабельность продаж	Рентабельность собственного капитала	Рейтинг	Изменение рейтинга, ед.
Группа 2. Достаточная эффективность, негативное изменение.							
ОАО «Екатеринбургская телефонная сель»	0,898	4,511	1,380	0,319	0,428	3,85	-2,51
ОАО «Санкт-Петербургский ММТ»	0,831	3,979	1,579	0,272	0,474	3,75	-5,54
ОАО «Ростовский-на-Дону телеграф»	0,632	2,627	1,285	0,219	0,288	2,72	-1,82
ОАО «Электросвязь» Новосибирской обл.	0,520	3,821	0,909	0,252	0,263	2,51	-2,66
ОАО «Ленсвязь»	0,527	2,572	0,666	0,215	0,351	2,39	-1,05
ОАО «Екатеринбургский телеграф»	0,473	1,836	1,308	0,177	0,291	2,27	-4,59
ОАО «Электросвязь» Калининградской обл.	0,382	2,410	0,714	0,343	0,220	1,99	-0,73
ОАО «Электросвязь» Псковской обл.	0,508	2,591	0,527	0,233	0,117	1,94	-0,74
ОАО «Электросвязь» республики Алтай	0,459	2,605	0,815	0,161	0,139	1,91	-1,80
<b>ОАО «Яргелеком»</b>	<b>0,372</b>	<b>2,016</b>	<b>0,566</b>	<b>0,281</b>	<b>0,172</b>	<b>1,73</b>	<b>-1,32</b>
ОАО «ЦТ»	0,083	6,343	0,319	0,320	0,202	1,73	-3,14
ОАО Костромская ГТС»	0,240	2,633	0,378	0,359	0,133	1,49	-0,03
ОАО «Санкт-Петербургский телеграф»	0,209	5,100	0,354	0,038	0,134	1,47	-5,67
ОАО «Новгородтелеком»	0,314	1,410	0,681	0,229	0,134	1,47	-0,92
ОАО «Связьинформ» Чувашской Республики	0,199	2,450	0,520	0,343	0,141	1,43	-1,80
ОАО «Магадансвязьинформ»	0,361	1,334	0,603	0,127	0,088	1,36	-0,81
ОАО «УдмуртТелеком»	0,186	3,354	0,458	0,250	0,099	1,36	-1,36
ОАО «Брянсксвязьинформ»	0,295	1,041	0,469	0,234	0,107	1,27	-0,02

<sup>1</sup> Грабаров А. Рейтинги финансовой эффективности компаний электрической связи // Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 16. - С. 25.

ОАО «Электросвязь» Московской обл.	0,179	1.550	0759	0,213	0,136	1,24	-1,73
ОАО «Электросвязь» Республики Хакасия	0,200	1,772	0,637	0,177	0,085	1,15	-0,73
ОАО «Электросвязь» Кемеровкой обл.	0,043	2,270	0,578	0,295	0,160	1.11	-0,58
ОАО «Электросвязь» Республики Адыгея	0,265	1,278	0,354	0,136	0,060	1,04	-0,81
Среднее значение по группе	0,372	2,705	0,721	0,236	0,192	1,87	-1,836

Предприятия, входящие в первую группу, обладают достаточной финансовой эффективностью и позитивной динамикой рейтинга. Анализ отдельных составляющих рейтинга в рамках этой группы свидетельствует о том, что высокое значение рейтинга обусловлено в первую очередь значениями коэффициентов обеспеченности и текущей ликвидности. В то же время уровни рентабельности и оборачиваемости капитала практически у всех предприятий этой группы существенно ниже среднеотраслевых показателей.

Наиболее высоким средним значением рейтинга обладают предприятия второй группы. Именно к ней относятся четыре предприятия, индивидуальные коэффициенты которых превышают базовые значения («Санкт-Петербургский ММТ», «Екатеринбургская телефонная сеть», «Электросвязь» Новосибирской обл. и «Электросвязь» Калининградской обл.). Все пять средних значений коэффициентов, составляющих рейтинг для второй группы, превышают нормативный (или среднеотраслевой) уровень. При этом абсолютными лидерами являются узкоспециализированные компании, предоставляющие в основном лишь один из традиционных видов услуг связи. Все компании группы (за редким исключением в достаточной степени обеспечены собственными оборотными средствами и имеют ликвидный баланс. ОАО «Яртелеком» занимает срединное место среди компаний по показателям представленным в таблице.

Главной проблемой предприятий составляющих третью группу является дефицит собственных оборотных средств. Именно это обстоятельство явилось причиной того, что значение рейтинга компаний группы оказалось ниже единицы. Кроме того, средние значения косвенно взаимосвязанных показателей рентабельности собственного капитала и оборачиваемости активов для этой группы существенно ниже среднеотраслевого уровня. Однако тенденция изменения рейтинга, которую демонстрируют многие предприятия этой группы (в том числе крупнейшие — Ростелеком и МГТС), позволяет рассчитывать на то, что они смогут достичь нормального уровня финансовой эффективности.

В наиболее сложной ситуации находятся компании четвертой группы. В подавляющем большинстве они испытывают серьезные проблемы с обеспечен

ностью собственными оборотными средствами, а многие из них не в состоянии покрыть срочные обязательства ликвидными активами (коэффициент текущей ликвидности менее 1). При этом вопреки тенденциям улучшения общеэкономической ситуации в стране финансовые показатели этих предприятий в 1999 г. ухудшились.

Автором данной дипломной работы были рассчитаны коэффициенты эффективности, используя такую же методику, что и рейтинговое агентство «Эксперт РА» по данным бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках за 2001г. (см.табл. 10)

Таблица 10

**Финансовые коэффициенты ОАО «Яртелеком» для расчета рейтинга  
финансовой эффективности<sup>1</sup>**

год	Коэффициент обеспеченности собственными средствами	Коэффициент покрытия	Оборачиваемость капитала	Рентабельность продаж	Рентабельность собственного капитала	Рейтинг	Изменение рейтинга, ед
1999	0,372	2,016	0,566	0,281	0,172	1,73	-1,32
<b>2001</b>	<b>0,035</b>	<b>1,1007</b>	<b>0,778</b>	<b>0,268</b>	<b>0,211</b>	<b>0,84</b>	<b>- 0,89</b>

Таким образом, интегральная рейтинговая оценка Яртелекома в 2001 г. имела значение 0.84, что значительно ниже значения 1999 г. Так, если в 1999 г. предприятие Яртелеком было отнесено ко второй группе предприятий, характеризующейся достаточной эффективностью, то в 2001 г. Яртелеком переместился в в третью группу – недостаточная эффективность. Предприятия этой группы испытывают проблемы с точки зрения эффективности финансового менеджмента.

<sup>1</sup> Рассчитана на основе отчета формы 1 и формы 2.



## 2.3 Анализ тарифной политики на телекоммуникационные услуги.

В соответствии со ст. 21 федерального закона от 16 февраля 1995 г. «О связи» тарифы на услуги связи устанавливаются на договорной основе. Вместе с тем на основании этой же статьи законодательно установлен перечень тарифов, регулирование которых осуществляется государством.

Конкретный перечень услуг связи, регулирование тарифов на которые осуществляет государство, отражен в постановлении Правительства РФ № 1559 от 28 декабря 1998 г. «О совершенствовании государственного регулирования цен (тарифов) на услуги связи» и включает в себя:

- внутренние почтовые отправления;
  - внутренние телеграммы
- предоставление междугородного телефонного соединения (разговора);
- предоставление магистральных телеграфных и телефонных каналов связи в пользование организациям, финансируемым из соответствующих бюджетов;
- распространение и трансляцию общероссийских телерадиопрограмм;
- предоставление доступа к телефонной сети независимо от типа абонентской линии;
- предоставление местного телефонного соединения (разговора).

Указанное Постановление дополняет основные принципы политики государства в отношении регулирования цен (тарифов) на услуги связи рядом условий, в том числе:

- необходимостью учета фактических темпов инфляции по РФ в целом или по ее отдельным субъектам;
- использованием элементов перекрестного субсидирования (перенос затрат с бытовых, менее платежеспособных категорий потребителей, на коммерческих, более платежеспособных, а также с затрат местной (особенно сельской) связи на дальнюю.) отдельных услуг связи и категорий потребителей с учетом социальной значимости услуг связи, достигнутого уровня их развития и степени удовлетворения потребностей;
- поэтапным сближением цен (тарифов) по категориям потребителей и получением прибыли, достаточной для эффективной деятельности и развития средств связи.

Основными принципами государственной тарификации услуг связи являются:

- возмещение затрат на услуги связи;
- дифференциация рентабельности услуг связи в зависимости от их социальной значимости, потребительской ценности и необходимости развития той или иной услуги;

- дифференциация однотипных услуг связи на две категории: для населения и для организаций;
- установление минимальных тарифов исходя из затрат организаций связи с учетом НДС;
- установление максимальных тарифов исходя из трехкратной величины себестоимости тарифицируемой услуги;
- дифференциация тарифов по часам суток.

Отрасль связи является видом естественной монополии в хозяйственной деятельности. Функцию государственного регулирования тарифов на телекоммуникационные услуги в настоящее время выполняет Министерство по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства.

Реализация политики государства в отношении тарифов на телекоммуникационные услуги осуществляется в два этапа. Первый этап, начатый в 1997 г. и продолжающийся до настоящего времени, включает в себя пересмотр действующих убыточных тарифов в сторону их повышения и снижение уровня перекрестного субсидирования на основе формирования безубыточных тарифов для предприятий и населения. На втором этапе (в перспективе) предусматриваются регулирование тарифов методом предельного ценообразования и минимизация перекрестного субсидирования.

В среднем по компаниям ОАО «Связьинвест» за указанный период повышение составило:

- Местная связь:
  - Население — 60%.
  - Бюджетные организации - 20%.
  - Коммерческие организации - 10%.
- Междугородная связь:
  - Население — 15%.
  - Бюджетные организации - 20%.
  - Коммерческие организации – 12%

Кроме того, с 15 января 2000г. на 15% увеличены тарифы на услуги телеграфной связи, а с 1 августа 2000 г. в 2 раза снижена плата за доступ на СТС.<sup>1</sup>

В основу формирования тарифов заложена себестоимость оказания услуги связи. Ввиду дифференциации себестоимости услуг по разным регионам страны, обусловленной разным оборудованием, условиями его эксплуатации, заработной платой персонала и другими накладными расходами, наблюдаются значительные различия по региональным операторам связи. Несмотря на то что в течение 1999 г. МАП России была проведена значительная работа по выравниванию тарифов в регионах, дифференциация их как для местной, так и для междугородной связи остается весьма существенной.

<sup>1</sup> Белоус С. Анализ тарифной политики на телекоммуникационные услуги// Рынок ценных бумаг.- 2000.- № 16.- С. 61.

До недавнего времени тарифы на услуги местной телефонной связи регулировались на уровне субъектов Российской Федерации. В силу различных обстоятельств в большинстве регионов были допущены перекосы в тарификации услуг связи за счет искусственного сдерживания тарифов на услуги местной телефонной связи для населения, что привело к значительному усилению перекрестного субсидирования. Необоснованное сдерживание тарифов на региональном уровне, оказывающее негативное влияние до настоящего времени, не дает возможности снизить и привести в соответствие тарифы на высокорентабельные услуги междугородной связи.

В связи с дальнейшим развитием рынка услуг связи на тарифную политику все большее влияние оказывает конкуренция. Уже сейчас по междугородной связи и по ряду новых услуг (сотовая телефония, Интернет-услуги) альтернативные региональным отделениям ОАО «Связьинвест» операторы начинают занимать заметное место. При этом конкурентная борьба разворачивается за самый высокодоходный сегмент потребителей — коммерческие организации.

В связи с тем что альтернативные операторы не оказывают убыточные услуги и не подчиняются государственному регулированию тарифов, они имеют возможность устанавливать тарифы на услуги дальней связи существенно ниже предлагаемых отделениями ОАО «Связьинвест». Это приводит к значительным потерям междугородного и международного трафика для компаний ОАО «Связьинвест», что негативно сказывается на их экономическом состоянии.

Для введения повременной системы оплаты услуг местной телефонной связи, целью которой является обеспечение адекватной стоимостной оценки телефонной активности абонентов, пользующихся нетрадиционными услугами (факс, модем и др.), в настоящее время отсутствуют необходимые нормативные документы.

На основании вышесказанного можно сделать следующие выводы:

- тарифы на основные услуги связи регулируются государством, вследствие чего влияние рыночных факторов на них весьма условно, что приводит к появлению высокой доли убыточных тарифов на основные услуги связи;
- механизм пересмотра тарифов не обладает должной гибкостью применительно к действию рыночных факторов;
- существенные различия в тарифах по территориям обусловлены как социально-экономической политикой местных властей, так и дифференциацией в экономическом состоянии регионов, а также возможностями регионального отделения электросвязи гибко реагировать на рыночную ситуацию, эффективно взаимодействуя с Министерством по антимонопольной политике, с одной стороны, и с региональными органами власти — с другой.

## 2.4 Проблемы повышения конкурентоспособности российского рынка акций телекоммуникационной отрасли

**Первая проблема** заключается в региональной раздробленности телекоммуникационной отрасли России – в каждом субъекте Российской Федерации работает свой оператор, а в некоторых областях и несколько, причем подавляющее большинство из них – это мелкие компании с небольшими оборотами (например, лишь у 19 дочерних компаний Связьинвеста величина выручки за 1999 г. превысила 25 млн.долл.) и неликвидными акциями. Такая структура холдинга делает невозможным эффективное управление отраслью и значительно снижает инвестиционную привлекательность отрасли.

Проведение межрегиональных слияний — процесс достаточно трудоемкий и затратный.

Неизбежно проекты по консолидации компаний имеют и своих противников как среди региональных органов власти, так и среди руководителей, сотрудников, а также некоторых акционеров объединяемых компаний. Так, например, губернаторы незаинтересованы в выводе из-под своего контроля операторов связи на своей территории, которые к тому же являются крупными налогоплательщиками в местные бюджеты.

Для высших менеджеров некоторых компаний возникает риск утраты своих руководящих позиций в объединенной компании, и тут важно правильно мотивировать и оптимально защитить интересы директоров и менеджмента, статус которых будет понижен.

Кроме того, в ходе реструктуризации придется решать ряд вопросов по защите интересов трудового коллектива при неизменном сокращении штата вследствие ликвидации дублирующих служб, подразделений и должностей.

В ряде случаев определенные сложности возникают и в связи с тем, что многие работники и менеджеры компании в большинстве своем являются и владельцами мелких пакетов акций своих предприятий и могут в той или иной форме пытаться блокировать интеграционные процессы.

При определении долей акционеров нынешних компаний в новой объединенной компании и определении коэффициентов конвертации акций учитываются технические показатели (число линий), финансовые (величина выручки, размер задолженности, стоимость активов) и рыночные (капитализация компании). Данный аспект способен породить массу споров и конфликт интересов акционеров существующих компаний.

Ввиду низкой ликвидности акций большинства объединяемых компаний, а также с учетом фактически происходящей интеграции активов и функционирующих телекоммуникационных сетей при определении коэффициентов конвертации технические и финансовые факторы будут одними из ключевых и наилучшим образом учитывающими интересы акционеров. Должен учитываться вклад каждой компании в финансовую и техническую мощь объединен

ной компании, который в ряде случаев значительно превышает их долю в суммарной капитализации. В этом случае акции объединяемых компаний могут стать одним из лучших объектов инвестирования для целей вхождения в объединенную компанию и дать возможность, дешево покупая акции компании, фактически приобретать гораздо более ликвидные и дорогие акции единой компании.

Как правило, на российском фондовом рынке активно используется эта возможность, о чем свидетельствует уже наблюдавшийся рост котировок акций компаний при подтверждении информации о возможных слияниях телекоммуникационных компаний.

Приходится признать, что при объединении компаний очень сложно избежать конфликта интересов их акционеров. Так, возможно проявление оппозиции схемам объединения со стороны акционеров крупных телекоммуникационных компаний — так называемых компаний — центров объединения.

Как свидетельствует опыт общения специалистов Arthur Andersen с держателями пакетов акций крупных региональных операторов связи (вероятных центров объединения), многие из них достаточно осторожно настроены по отношению к межрегиональным слияниям. Акционеры прежде всего боятся нарушения своих прав и видят опасность в слиянии с менее «раскрученными» и известными рынку компаниями.

Основным камнем преткновения здесь может стать коэффициент конверсии, поскольку понятно желание акционеров компании-ядра (центра) сохранить тот отрыв, который существует между ценой компаний. В данном вопросе инвестиционным банкам, выступающим консультантами в процессе объединения, предстоит кропотливая работа по согласованию позиций акционеров относительно коэффициента конверсии.

Кроме того, не должны нарушаться и права миноритарных акционеров телекоммуникационных компаний, а также права владельцев привилегированных акций.

**Вторая проблема** отрасли заключается в том, что несмотря на постепенный перевод предприятий на принцип самофинансирования и последующие либерализация и приватизация привели к необходимости нового подхода к государственному регулированию цен в отрасли.

С целью устранения имеющихся недостатков в системе ценообразования в отрасли связи и совершенствования механизма государственного регулирования цен (тарифов) на услуги связи, которое должно быть направлено на создание условий эффективного функционирования рынка услуг связи, за счет использования экономических стимулов, обеспечивающих снижение себестоимости услуг связи, дальнейшее развитие и модернизацию средств и сетей связи, а также для обеспечения защиты интересов пользователей от монопольного повышения тарифов на услуги связи и защиты субъектов рынка услуг связи от недобросовестной конкуренции, в Постановлении Правительства Российской Федерации «О совершенствовании механизма государственного регулирования

тарифов на услуги связи» от 28 декабря 1998 г. № 1559 предусматриваются следующие мероприятия:

Во-первых, в течение 2001 – 2002 годов путем *установления фиксированного размера тарифов* должно быть обеспечено поэтапное доведение размера тарифов на услуги связи до уровня *экономически обоснованных затрат*, включение в них *нормативной прибыли* и должен быть осуществлен *переход к тарификации услуг по двум категориям потребителей*: население и организации.

Под *экономически обоснованными затратами* на оказание услуг связи понимаются текущие эксплуатационные расходы в части, приходящейся на конкретную услугу, без учета амортизации, и единовременные затраты (инвестиционная составляющая), необходимые для создания услуги данного вида, распределенные по годам периода возврата инвестиций, не превышающего 8 – 10 лет.

Под *нормативной прибылью* понимается размер прибыли, достаточный для расчета с акционерами, эффективного производственного и социального развития организаций связи, исходя из нормативного уровня рентабельности использования задействованных ресурсов, устанавливаемого регулирующим органом.

Во-вторых, с 2003 года планируется обеспечить переход к регулированию тарифов на услуги связи по методу предельного ценообразования. Переход к регулированию тарифов по методу *предельного ценообразования* осуществляется в целях стимулирования операторов связи в повышении эффективности своей хозяйственной деятельности и снижении затрат на оказание услуг, соблюдения балансов интересов потребителей услуг связи и операторов посредством перераспределения эффекта от повышения эффективности процесса предоставления услуг, предоставление операторам связи большей гибкости при установлении тарифов, упрощения процесса установления и регулирования тарифов и сокращения возможностей регулирующего органа по вмешательству в текущую хозяйственную деятельность производителей услуг.

Метод предельного ценообразования используется при установлении тарифов на услуги связи регулирующими органами большинства развитых стран и стран с переходной экономикой, и заключается в определении регулирующим органом индекса предельного роста тарифов группы регулируемых государством услуг связи. Данный индекс равен фактическому уровню инфляции, скорректированному на понижающий коэффициент, который учитывает сложившиеся в условиях применения перекрестного субсидирования уровни действующих тарифов, степень удовлетворения спроса на конкретные виды услуг, возможности операторов по повышению производительности труда и снижению затрат на производство за счет внедрения эффективных технологий, более полному задействованию и повышению уровня интенсивности использования имеющихся производственных ресурсов.

В связи с тем, что, как это уже было отмечено, телекоммуникационный рынок в России делится на две большие части:

- контролируемый государством сегмент региональных операторов и Ростелеком
- либерализованный сегмент альтернативных операторов

пути повышения конкурентоспособности российского рынка следует рассматривать для каждой институциональной структуры отдельно.

Российская отрасль телекоммуникационных услуг в настоящее время не готова к свободной конкуренции с зарубежными компаниями: она слишком слаба для этого. Однако, судя по развитию политических событий, Россия может вступить в ВТО в ближайшее время. Для максимизации выгод и минимизации потерь от вступления государственным органам и бизнесу можно рекомендовать следующие меры:

- **государственным органам** следует создать условия для свободной конкуренции и развития отрасли, а в итоге получить единый либерализованный рынок без деления на регулируемые и нерегулируемые сегменты. Функцию органа, поддерживающего свободную конкуренцию, может взять на себя Министерство по антимонопольной политике. Государственная политика должна быть направлена на обеспечение условий для появления крупных конкурентоспособных национальных операторов с широким набором услуг связи.

Важным моментом является создание не только ценовой конкуренции, но и конкуренции по инфраструктуре. Новые конкуренты благодаря инвестиционным льготам должны быть заинтересованы в расширении своих телекоммуникационных сетей. Это усилит инфраструктуру отрасли и устранил различия в качестве услуг между существующими операторами и новыми создаваемыми компаниями.

Большим вопросом остаются устаревшие сети связи региональных операторов. Государство может способствовать их обновлению путем уменьшения вилки цен на местные и междугородние телефонные звонки, увеличивая таким образом денежные средства в распоряжении операторов. Необходимо учитывать при этом и социальные функции региональных операторов. Либерализация тарифов должна проводиться постепенно, по мере роста доходов населения. Кроме того, чрезмерный рост тарифов региональных компаний должен сдерживаться конкурентными предложениями альтернативных операторов.

Серьезной проблемой остается недискриминационный доступ в сеть общего пользования.

Государству следует взять на себя роль регулирующего органа по контролю за доступом в сеть.

Таим образом, цель государственных мероприятий — создание либерализованного динамичного телекоммуникационного рынка с развитой инфраструктурой

турой, доступными и качественными услугами и готового вступить в международную конкурентную борьбу.

• **Бизнесу** в качестве исходного пункта следует разработать четкую стратегию развития компаний. В эту стратегию целесообразно включить следующие направления:

- мероприятия по совершенствованию качества услуг (особенно для региональных операторов) при конкурентоспособном ценообразовании на услуги;
- концентрацию деятельности на наиболее динамичных сегментах (мобильная связь и Интернет);
- развитие компаний до национального уровня путем географического расширения, слияний и поглощений конкурентов;
- внедрение новых видов услуг, включая комплексные услуги за счет конвергенции отдельных видов связи и коммерческой увязки услуг; становление компаний в качестве «комплексного оператора» для клиента;
- долгосрочное сотрудничество с компаниями, разрабатывающими и внедряющими концепции новых видов услуг;
- проведение активной инвестиционной политики по расширению (альтернативные операторы) и обновлению (региональные операторы) сетей связи.

Цель подобных мероприятий — создание крупных конкурентоспособных национальных операторов с широким набором качественных услуг.



## Заключение.

Под телекоммуникационным рынком понимается рынок телекоммуникационных услуг, а именно: услуги телефонии (местная, междугородная, международная); подвижная (мобильная) связь; документальная связь, включая передачу данных; спутниковая связь; прочие виды услуг связи (например, аренда телекоммуникационных каналов).

Сейчас ситуация в отрасли телекоммуникаций в мире определяется следующими ключевыми факторами: быстрым ростом сегмента мобильных телекоммуникаций, взрывным развитием Интернета, практически остановившимся ростом доходов операторов традиционных услуг связи, снижением цен и усилением конкуренции, а также активным развитием процессов либерализации и приватизации.

В отрасли телекоммуникаций наблюдается настоящий бум: общий рост прибыли поставщиков телекоммуникационных услуг в последние годы примерно в два раза превышает рост мировой экономики.

Причины такого роста телекоммуникационных услуг объясняются тем, что в современных условиях эффективная работа бизнеса все больше и больше зависит от информации и развития телекоммуникационных технологий.

Активно идет трансформация телекоммуникационной отрасли. Из эпохи господства мощных государственных монополий отрасль идет к тому, чтобы стать самым крупным, самым высококонкурентным и динамичным рынком в мире, распространяясь на все бизнес-процессы организаций. Отрасль стремительно меняется и, сливаясь с другими отраслями, идет к созданию глобального информационно-телекоммуникационного сектора.

Телекоммуникационная отрасль в России является одной из самых динамичных, так, в 2000 г. доходы от услуг телекоммуникаций в рублевом выражении выросли по сравнению с 1999 г. на 38%, а с учетом инфляции – на 18%; в 2003г. по расчетам Минсвязи РФ реальный рост оценивается как минимум в 15% (ВВП увеличился на 7,5 в 2000 г. и на 5% - в 2003). Однако сами по себе эти показатели мало о чем говорят, если не рассматривать российский телекоммуникационный рынок в контексте развития мирового рынка. Сравнение с общими тенденциями развития становится еще более актуальным ввиду будущего вступления России во Всемирную Торговую Организацию.

Структура российского рынка телекоммуникационных услуг во многом совпадает со структурой мирового рынка

- фиксированная телефонная связь;

- подвижная связь;
- документальная связь;
- спутниковая связь;
- прочая.

В России, в отличие от большинства зарубежных стран, телекоммуникационный рынок можно поделить на две большие части в зависимости от наличия конкуренции:

1. контролируемый государством сегмент региональных операторов и Ростелеком (традиционные операторы связи)
2. либерализованный сегмент альтернативных операторов.

Более половины рынка приходится на альтернативных операторов, хотя им принадлежит менее 8% инфраструктуры. Такое положение вещей объясняется следующими факторами:

- более высоким качеством услуг связи у альтернативных операторов;
- широким набором услуг, включая мобильную связь, доступ в Интернет и передачу данных (региональные операторы предоставляют преимущественно услуги фиксированной телефонии);
- большой долей корпоративных клиентов в клиентской базе, которые готовы платить более высокие тарифы, чем население;
- отсутствием контроля за тарифами со стороны государства

Контролируемый государством сегмент региональных операторов представлен ОАО "Связьинвест" - одним из крупнейших телекоммуникационных холдингов в мире, уставный капитал которого образован консолидацией закрепленных в федеральной собственности акций акционерных обществ электросвязи, созданных в процессе приватизации государственных предприятий электросвязи. На сегодняшний день ОАО "Связьинвест" имеет голосующее большинство в 7 межрегиональных компаниях (ОАО "ЦентрТелеком", ОАО "Северо-Западный Телеком", ОАО "ВолгаТелеком", ОАО "ЮТК", ОАО "Уралсвязьинформ", ОАО "Сибирьтелеком", ОАО "Дальсвязь"), в ОАО "Центральный телеграф", в ОАО "Ленсвязь", в ОАО "Дагсвязьинформ", в ОАО "Ростелеком" и в ОАО "Гипросвязь". Кроме того ОАО "Связьинвест" владеет и пакетами (неконтрольными) акций АО "Московская городская телефонная сеть" (АО "МГТС" - 28% голосующих акций), ОАО "Связь" Республики Коми (25% голосующих акций), ОАО "Костромская ГТС" (37% голосующих акций), ОАО "Руслизингсвязь" (38% голосующих акций).

ОАО "Связьинвест" также владеет 1,22% акций коммерческого банка "Связь-Банк", 12,09% акций компании "Регистратор-Связь", 25%+1 акций финансовой компании "Связь", 0,5% акций одного из лидеров национальнорго рынка IP-услуг ОАО "РТКомм.РУ" и выступает учредителем ОАО "Мобильные телекоммуникации" ("МобиТел"), ОАО "СтартКом", ОАО "Руслизингсвязь" и др.

Сейчас уровень рентабельности в отрасли находится на уровне 12%, в то же время рентабельность семи консолидированных телекомов несколько ниже, около 10%. Уровень рентабельности телекоммуникационного сектора в России значительно выше среднего значения и электроэнергетике (3,5-4%), пищевой (5%) и металлургии (около 6%), но пока уступает предприятиям нефтегазовой отрасли (16%).

По-видимому, такое соотношение сохранится и в ближайшее время, но при этом разрыв явно сокращается. Об этом можно судить по последним данным показателей индекса Телеком и индекса РТС: с апреля по июнь 2003 произошло увеличение биржевого оборота.

Сравнив предприятия отрасли телекоммуникаций по показателю рыночной капитализации, мы видим, что лидирующие позиции занимают альтернативные операторы – МТС и Вымпелком, их рыночная капитализация составляет соответственно 5,149.79 млн. долл. и 2,961.50 млн. долл. (предприятия Центр Телекома, например, имеют рыночную капитализацию 438.69 млн. долл.) Это объясняется тем что традиционные операторы, вынужденные завышать тарифы для юридических лиц, чтобы покрывать убытки от предоставления услуг населению, теряют конкурентоспособность по отношению к альтернативным операторам, обслуживающим только высокодоходные категории клиентов. Альтернативные операторы не оказывают убыточных услуг и не подчиняются государственному регулированию тарифов.

Если сравнить семь региональных операторов связи с голубыми фишками по показателю EV/EBITDA'02, то более низкий уровень рентабельности в отрасли компенсируется недооценкой по показателю EV/EBITDA'02.

По всем показателям российские телекомы значительно дешевле своих зарубежных аналогов. Так дисконт по коэффициентам EV/EBITDA'02 составляет 47 %, по P/E'02 – 25 %, а по стоимости линии – 85 %. Такой разрыв оправдан во-первых, низкими тарифами на услуги связи, во-вторых, низким технологическим уровнем развития сети, а также незначительными доходами от новых высокотехнологичных услуг. Следовательно, основным фактором, препятствующим росту привлекательности телекоммуникационной отрасли, является отсутствие адекватного механизма регулирования сектора.

В результате реструктуризации Связьинвеста ОАО «Яртелеком» вошел в крупнейшую объединенную компанию связи Центртелеком.

ОАО "Яртелеком" представляет как традиционные услуги электросвязи – местная телефонная связь, междугородная и международная телефонная связь, телеграфная связь, проводное вещание, так и принципиально новые – сотовая радиотелефонная и пейджинговая связь, услуги интеллектуальных сетей с интеграцией услуг, сети передачи данных. Обслуживание клиентов, оформление договоров на предоставление услуг, расчеты за услуги, взаимное согласование интересов пользователей и Яртелекома возложено на филиал Яртелекомсервис".

В структуре акционерного капитала Яртелекома наибольший вес занимает ОАО «Связьинвест» - 38 %, на втором месте – иностранные юридические лица – 22%, физические лица занимают третье место в структуре акционерного капитала – 20,28 %, российские юридические лица – 19,63 %, а наименьший вес имеют работники общества – 13%.

Рейтинг финансовой эффективности компаний электросвязи, проведенный агентством «Эксперт РА» в 1999 г. по индикатору возможного банкротства Альтмана, показал, что наша компания ОАО «Яртелеком» занимает серединную позицию по следующим показателям:

- коэффициент обеспеченности собственными средствами,
- коэффициент покрытия (текущей ликвидности),
- оборачиваемость авансированного капитала,
- рентабельность продаж,
- рентабельность собственного капитала.

Однако, проведенные расчеты по данным бухгалтерской отчетности за 2001 год снизили рейтинг Яртелекома. Причиной снижения, по нашему мнению, можно считать усилившуюся конкуренцию на рынке.

Одной из причин незначительного интереса инвесторов к сектору проводной связи телекоммуникационной отрасли России является ее региональная раздробленность - в каждом субъекте Российской Федерации работает свой оператор, а в некоторых областях и несколько, причем подавляющее большинство из них – это мелкие компании с небольшими оборотам (например, лишь у 19 дочерних компаний Связьинвеста величина выручки за 1999 г. превысила 25 млн.долл.) и неликвидными акциями. Такая структура холдинга делает невозможным эффективное управление отраслью и значительно снижает инвестиционную привлекательность отрасли.

Еще одна проблема отрасли заключается в том, что несмотря на постепенный перевод предприятий на принцип самофинансирования и последующие либерализация и приватизация привели к необходимости нового подхода к государственному регулированию цен в отрасли. Реализация политики государства в отношении тарифов на телекоммуникационные услуги осуществляется в два этапа. Первый этап, начатый в 1997 г. и продолжающийся до настоящего времени, включает в себя пересмотр действующих убыточных тарифов в сторону их повышения и снижение уровня перекрестного субсидирования на основе формирования безубыточных тарифов для предприятий и населения. На втором этапе (в перспективе) предусматриваются регулирование тарифов методом предельного ценообразования и минимизация перекрестного субсидирования.

В связи с тем, что, как это уже было отмечено, телекоммуникационный рынок в России делится на две большие части, то пути повышения конкурентоспособности российского рынка следует рассматривать для каждой институциональной структуры отдельно: для государства и для бизнеса.

Цель государственных мероприятий — создание либерализованного динамичного телекоммуникационного рынка с развитой инфраструктурой, доступными и качественными услугами и готового вступить в международную конкурентную борьбу. Бизнесу в качестве исходного пункта следует разработать четкую стратегию развития компаний. Цель подобных мероприятий — создание крупных конкурентоспособных национальных операторов с широким набором качественных услуг.

## БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС

на **31 декабря 2001 г.**

Организация: **открытое акционерное общество "Ярославские телекоммуникационные сети"**

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид деятельности: **связь**

Организационно-правовая форма / форма собственности: **открытое акционерное общество/смешанная**

Единица измерения: **тыс. руб.**

Форма № 1 по ОКУД

Дата (год, месяц, число)

по ОКПО

ИНН

по ОКДП

по

ОКОПФ/ОКФС

по ОКЕИ

Коды

0710001

1142475

7604008421

52300,72200

47/34

АКТИВ	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
Нематериальные активы (04, 05)	110	7 396	2 623
патенты, лицензии, товарные знаки (знаки обслуживания), иные аналогичные с перечисленными права и активы	111	3 384	2 623
организационные расходы	112		
деловая репутация организации	113		
Основные средства (01, 02, 03)	120	873 415	980 103
земельные участки и объекты природопользования	121	100	1 099
здания, машины и оборудование	122	758 877	833 893
Незавершенное строительство (07, 08, 16, 61)	130	78 049	97 034
Доходные вложения в материальные ценности (03)	135	318	1 001
имущество для передачи в лизинг	136		
имущество, предоставляемое по договору проката	137	318	1 001
Долгосрочные финансовые вложения (06,82)	140	1 240	4 589
инвестиции в дочерние общества	141		
инвестиции в зависимые общества	142		9
инвестиции в другие организации	143	1 240	1 231
займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	144		
прочие долгосрочные финансовые вложения	145		3 349
Прочие внеоборотные активы	150		
<b>ИТОГО по разделу I</b>	<b>190</b>	<b>960 418</b>	<b>1 085 350</b>
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
Запасы	210	61 688	58 141
сырье, материалы и другие аналогичные ценности (10, 12, 13, 16)	211	49 922	45 396
животные на выращивании и откорме (11)	212	7	7
затраты в незавершенном производстве (издержках обращения) (20, 21, 23, 29, 30, 36, 44)	213	1 481	1 266
готовая продукция и товары для перепродажи (16, 40, 41)	214	7 382	8 948
товары отгруженные (45)	215		
расходы будущих периодов (31)	216	2 896	2 524
прочие запасы и затраты	217		
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям (19)	220	13 035	16 695
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	12 827	26 521
покупатели и заказчики (62, 76, 82)	231	12 741	22 134
векселя к получению (62)	232		
задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	233		
авансы выданные (61)	234		
прочие дебиторы	235	86	4 387
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	95 994	81 584
покупатели и заказчики (62, 76, 82)	241	39 988	33 256
векселя к получению (62)	242		
задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	243		
задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал (75)	244		
авансы выданные (61)	245	784	1 704
прочие дебиторы	246	55 222	46 624

Краткосрочные финансовые вложения (56,58,82)	250	416	823
займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	251		
собственные акции, выкупленные у акционеров	252	416	
прочие краткосрочные финансовые вложения	253		823
Денежные средства	260	9 134	7 353
касса (50)	261	958	991
расчетные счета (51)	262	5 797	3 746
валютные счета (52)	263		
прочие денежные средства (55, 56, 57)	264	2 379	2 616
Прочие оборотные активы	270		
ИТОГО по разделу II	290	193 094	191 117
БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)	300	1 153 512	1 276 467

<b>ПАССИВ</b>	<b>Код стр.</b>	<b>На начало отчетного периода</b>	<b>На конец отчетного периода</b>
1	2	3	4
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>			
Уставный капитал (85)	410	216 098	216 098
Добавочный капитал (87)	420	586 869	636 962
Резервный капитал (86)	430	22 998	22 998
резервы, образованные в соответствии с законодательством	431	22 998	22 998
резервы, образованные в соответствии с учредительными документами	432		
Фонд социальной сферы (88)	440	3 377	
Целевые финансирование и поступления (96)	450		
Нераспределенная прибыль прошлых лет (88)	460	102 559	55 843
Непокрытый убыток прошлых лет (88)	465		
Нераспределенная прибыль отчетного года (88)	470		160 141
Непокрытый убыток отчетного года (88)	475		
ИТОГО по разделу III	490	931 901	1 092 042
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
Займы и кредиты (92, 95)	510	4 332	4 331
кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	511		
займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	512	4 332	4 331
Прочие долгосрочные обязательства	520		6 469
ИТОГО по разделу IV	590	4 332	10 800
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>			
Займы и кредиты (90, 94)	610	64 310	42 510
кредиты банков, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	611	64 310	42 510
займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	612		
Кредиторская задолженность	620	84 787	89 674
поставщики и подрядчики (60, 76)	621	36 229	32 498
векселя к уплате (60)	622		
задолженность перед дочерними и зависимыми обществами (78)	623		
задолженность перед персоналом организации (70)	624	6 983	8 894
задолженность перед государственными внебюджетными фондами (69)	625	5 707	5 886
задолженность перед бюджетом (68)	626	28 188	25 168
авансы полученные (64)	627	1 283	5 160
прочие кредиторы	628	6 397	12 068
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов (75)	630	30 578	5 089
Доходы будущих периодов (83)	640	37 604	36 352
Резервы предстоящих расходов (89)	650		
Прочие краткосрочные обязательства	660		
ИТОГО по разделу V	690	217 279	173 625
БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)	700	1 153 512	1 276 467

## ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

	Коды
Форма № 2 по ОКУД	0710002
на 31 декабря 2001 г.	Дата (год, месяц, число)
Организация: <b>открытое акционерное общество "Ярославские телекоммуникационные сети"</b>	по ОКПО 1142475
Идентификационный номер налогоплательщика	ИНН 7604008421
Вид деятельности: <b>связь</b>	по ОКДП 52300,72200
Организационно-правовая форма / форма собственности: <b>открытое акционерное общество/смешанная</b>	по ОКОПФ/ОКФС 47/34
Единица измерения: <b>тыс. руб.</b>	по ОКЕИ

### по отгрузке

Наименование показателя	Код стр.	За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
1	2	3	4
<b>I. Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>			
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	945 001	739 914
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	895 167	688 904
в том числе: проданных услуг связи	021	652 950	490 359
Валовая прибыль	029	264 199	209 232
Коммерческие расходы	030	11 333	8 513
Управленческие расходы	040		
Прибыль (убыток) от продаж (строки (010 - 020 - 030 - 040))	050	252 866	200 719
<b>II. Операционные доходы и расходы</b>			
Проценты к получению	060	127	237
Проценты к уплате	070	7 405	4 907
Доходы от участия в других организациях	080		
Прочие операционные доходы	090	3 834	5 753
Прочие операционные расходы	100	22 882	26 551
<b>III. Внеоперационные доходы и расходы</b>			
Внеоперационные доходы	120	28 124	13 505
Внеоперационные расходы	130	41 121	17 741
Прибыль (убыток) до налогообложения (строки 050 + 060 - 070 + 080 + 090 - 100 + 120 - 130)	140	213 543	171 015
Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи	150	53 410	41 989
Прибыль (убыток) от обычной деятельности	160	160 133	129 026
<b>IV. Чрезвычайные доходы и расходы</b>			
Чрезвычайные доходы	170	10	41
Чрезвычайные расходы	180	2	20
Чистая прибыль (нераспределенная прибыль (убыток) отчетного периода) (строки (160 + 170 - 180))	190	160 141	129 047
<b>СПРАВОЧНО.</b>			
Дивиденды, приходящиеся на одну акцию: по привилегированным	201	5.93	4.8
по обычным	202	1.93	1.7
Предполагаемые в следующем отчетном году суммы дивидендов, приходящиеся на одну акцию: по привилегированным	203		1.63
по обычным	204		4.3



## Список использованных источников и литературы

1. Федеральный закон от 16 февраля 1995 г. №15-ФЗ «О связи».
2. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах».
3. Постановление Правительства РФ «О совершенствовании механизма государственного регулирования тарифов на услуги связи» от 28 декабря 1998 г. №1559.
4. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
5. Федеральный закон от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»
6. Федеральный закон от 7 августа 2001 №120-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об акционерных обществах»
7. Постановление Правительства РФ «О совершенствовании механизма государственного регулирования тарифов на услуги связи» от 11 октября 2001 №715
8. Баранов А., Осколков И. Электросвязь: рыночная стоимость активов и ликвидность акций// Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С. 27
9. Брагинский А. Консолидация сектора связи в России// Рынок ценных бумаг.- 2000.-№4.- С. 58.
10. Белоус С. Анализ тарифной политики на телекоммуникационные услуги// Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С.60.
11. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х Т./Пер. с англ. Под ред. В.В. Ковалева. Спб.: Экономическая школа, 1998.- Т.2- 669 с.
12. Ван Хорн, Джеймс, К., Вахович, мл., Джон, М. Основы финансового менеджмента, 11-е издание.: Пер. с англ.- М.: издательский дом «Вильямс».- 2001.- 992 с.
13. Грабаров А. Рейтинг финансовой эффективности компаний электросвязи//Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.-С.27.
14. Иншутин А. Российские телекоммуникации: отрасль нуждается в реструктуризации// Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С.10.
15. Килячков А. Россия на мировом рынке телекоммуникаций//Рынок ценных бумаг.- 2002.- №2.- С.54.
16. Кочанов П. Регулирование цен на услуги связи в условиях либерализации телекоммуникационного рынка// Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С.52.
17. Куликов П. Рынок сотовой связи – основное «сражение» перемещается в регионы// Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 2.- С.64.
18. Литвинов А. Итоги деятельности ОАО «Южная телекоммуникационная компания» за первое полугодие 2002 г.//Рынок ценных бумаг.- 2002.- №17.- С.47.
19. Луценко А., Храброва В. Проекты межрегионального объединения с точки зрения инвестиционной привлекательности// Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С.37.

20. Осадчая М. Место региональных операторов на рынке новых услуг// Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С.65.
21. Осколков И. Акции региональных «телекомов»: ценность возможного роста//Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 3.- С. 11.
22. Пирогов А. Особенности слияний и поглощений российских компаний//Управление компанией.- 2002.- № 5.- С. 65.
23. Рейтман Л. Связь и информатизация как фактор экономического прогресса// Рынок ценных бумаг.- 2000.- №16.- С.3.
24. Родионов И. Как это было? Опыт взаимодействия региональной компании электросвязи с прямым инвестором// Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 2.- С.60.
25. Ростелеком: новые перспективы. Материалы инвестиционной конференции//Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 12.- С.46.
26. Рынок ценных бумаг: Учебник/ Под ред. Галанова В.А., Басова А.И.- М.: Финансы и статистика, 1996.- 352 с.
27. Смирнов И. Онекоторых аспектах рынка слияний и поглощений//Управление компанией.- 2002.-№ 3.- С. 50.
28. Ценные бумаги: Учебник/Под ред. Колесникова В.И., Торкановского В.С.- М.: Финансы и статистика, 1998.- 416 с.
29. Шеремет А.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. М.: ИНФРА – М.- 1999
30. [www.pcweek.ru/year2001/№28/communication](http://www.pcweek.ru/year2001/№28/communication)
31. Официальный сайт Инвестиционной компании “Проспект”.- режим доступа: [www.prospect.com.ru/Archives/Research/tele27nov2002](http://www.prospect.com.ru/Archives/Research/tele27nov2002)
32. РИА “РосБизнесКонсалтинг” Российская консалтинговая фирма в области телекоммуникаций.- режим доступа: [www.rbc.ru/analityc.shtml](http://www.rbc.ru/analityc.shtml)
33. Официальный сервер ОАО “Связьинвест”.- режим доступа: [www.sinvest.ru](http://www.sinvest.ru)
34. Система комплексногораскрытия информации НАУФОР об эмитентах.- режим доступа: [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)
35. НП “Центр исследования проблем развития телекоммуникаций”.- режим доступа: [www.telecomresearch.ru](http://www.telecomresearch.ru)
36. [www.telecominfo.ru](http://www.telecominfo.ru)
37. Официальный сервер ОАО “Яртелеком”.- режим доступа: [www.yartelecom.ru](http://www.yartelecom.ru)