

## **Анализ деятельности ПАО «Мегафон» за период 2011-2016 г. методом эталонной динамики показателей**

### **ВАЖНОЕ ЗАМЕЧАНИЕ**

Мы оцениваем **только** финансовые результаты ПАО «Мегафон». Причем делаем это на основе неконсолидированной отчетности по РСБУ (по МСФО в ближайшем будущем). Финансовые результаты – это не только прибыль и выручка, это и структура капитала, и ликвидность и др.

### **ПРЕАМБУЛА**

#### **Предпосылки применения метода:**

Анализ – компас в мире бизнеса.

1. Логика развития диктует ряд простых правил, которым должна подчиняться экономика предприятия. Доходы должны расти быстрее расходов. Чтобы росла производительность труда, объемы продаж и производства должны расти быстрее численности. Рост финансовой устойчивости подразумевает, что собственные средства предприятия растут быстрее заемных. Можно назвать массу других обязательных соотношений, какие-то более очевидные, какие-то менее. Ряд из них называют «золотым правилом» экономики предприятия, подчеркивая тем самым важность и обязательность соблюдения этих правил. Эти связи носят многосторонний и очень разветвленный характер. Однако большинство применяемых методов экономического анализа не учитывают эти связи (показатели рассматриваются по отдельности), тем самым искажая картину происходящего. Компас должен быть исправен.

2. Традиционные системы анализа ориентированы на большой объем информации. За большим количеством отчетных показателей может затеряться информация о реальном положении дел. Часто достаточно какой-то итоговой оценки, выраженной одним числом, которая отражала бы реальное положение дел по всем сторонам деятельности компании, вместо того чтобы тратить время и силы на анализ большого количества показателей. Чтобы указать правильное направление, компасу достаточно одной стрелки, а не тридцати.

3. При формулировке и определении приоритетности проблем в деятельности компании необходимо ответить на достаточно сложные вопросы: Что же тянет бизнес вниз и не позволяют ему расти? Что требует первоочередного вмешательства? Где необходимо добавить в первую очередь? Есть ли симптомы кризиса и можно ли их выявить на ранней стадии? Ситуация осложняется тем, что результаты анализа могут очень неоднородны и противоречивы. Компас должен показывать направление дальнейшего движения.

## Суть метода:

1. С учетом обязательных правил экономики предприятия (например, «золотого» правила) строится эталонная динамика показателей, которая представляет собой набор неравенств, упорядочивающих темпы роста отдельных показателей относительно друг друга (например, темп роста прибыли > темп роста выручки).
2. Фактическая (реальная) динамика может отличаться от эталонной. С помощью математических методов оценивается мера сходства фактической динамики с эталонной. Это число, выраженное в процентах, свертывает множество различных показателей в один, показывает реальный уровень достигнутых результатов по всем сторонам деятельности, выявляет скрытые негативные тенденции, является общей оценкой экономики предприятия. Кроме того, по этому показателю можно сравнивать предприятия различных отраслей и специфики.
3. Те показатели, которые больше других нарушают эталонный порядок темпов (допускают инверсии), будут характеризовать самые проблемные сферы деятельности предприятия. Показатели можно ранжировать по количеству инверсий, тем самым формируя список проблем с указанием их приоритетности. Причем важно, что это делается на основе формальных критериев, то есть данный метод устраняет субъективизм в оценке результатов анализа.

Более подробно на канале YouTube:

<https://www.youtube.com/channel/UCD2H5qJ8trNdQ4kRc7b-o9w> или сайте

<http://www.freean.ru>.

## Принятая аксиоматика:

1. **Любые позитивные изменения** хозяйственных результатов (в производственной, инновационной, инвестиционной, маркетинговой, сбытовой и др. видах деятельности) предприятия **отражаются в улучшении его финансовых результатов**. Поэтому для оценки достигнутых результатов достаточно оценки финансовых показателей по различным сторонам финансовой деятельности (рентабельность, ликвидность, деловая активность, финансовая устойчивость).
2. **Предприятие должно расти сбалансированно**, то есть нельзя уделять внимание какой-то одной стороне деятельности в ущерб другим. Например, нельзя добиваться роста прибыли любой ценой, не обращая внимания на ликвидность, финансовую устойчивость и т.д. Иначе растут риски.
3. **Улучшение финансовых результатов ведет к росту рыночной стоимости предприятия** (один из основных постулатов фундаментального анализа). Причем этот рост не мгновенный, а постепенный с временным лагом от полугода до года (после публикации финансовой отчетности). Крупные инвесторы, ориентирующиеся в принятии инвестиционных решений на фундаментальный анализ, во избежание резкого роста котировок не могут вкладывать в акции предприятия одновременно.
4. **Устранение первоочередных проблем ведет к существенному улучшению финансового состояния предприятия.**

**Принятая классификация:**

Значение показателя результативности	Уровень финансовой деятельности	Характеристика финансовой деятельности
90-100%	Высший	Максимально позитивная оценка достигнутых результатов; менеджеры – профессионалы высочайшего уровня, сумевшие обеспечить сбалансированный рост; развитию предприятия в ближайшем будущем ничего не угрожает; высокая способность соответствовать ожиданиям инвесторов; рыночная стоимость близка к максимальной; вероятность банкротства близка к нулю; серьезных проблем нет, необходимо поддерживать достигнутый уровень.
80-89,9%	Очень высокий	Менеджеры организовали эффективный финансовый контроль за всеми сторонами финансовой деятельности фирмы; управление финансами отвечает интересам как акционеров, так и кредиторов; квалификация менеджеров не вызывает сомнений; сбалансированный рост; рынок положительно оценивает развитие организации; вероятность банкротства практически отсутствует, тем не менее необходимо стремиться к полному совпадению с эталонной динамикой показателей, что должно привести к дальнейшему росту рыночной стоимости.
70-79,9%	Высокий	Усилия менеджеров направлены на достижение заявленных целей; положительная оценка, как акционеров, так и кредиторов, при условии наличия плана по улучшению ситуации; финансовый контроль обеспечивается на должном уровне; устойчивый долгосрочный курс развития; вероятность банкротства низкая; рост рыночной стоимости ожидается лучше рынка; необходимы незначительные корректировки в динамике отдельных показателей.
60-69,9%	Выше среднего	Усилия менеджеров направлены на достижение поставленных целей, но есть факторы, препятствующие этому; со стороны акционеров и кредиторов вероятны требования по улучшению ситуации; финансовый контроль обеспечивается на достаточном для продолжения роста уровне; наличие предпосылок для устойчивого долгосрочного развития; ожидаемый рост рыночной стоимости на уровне рынка, но при приближении к эталонной динамике можно ожидать более высокого роста; существует незначительная вероятность банкротства при непринятии мер по исправлению ситуации; необходимы корректировки в динамике отдельных показателей.

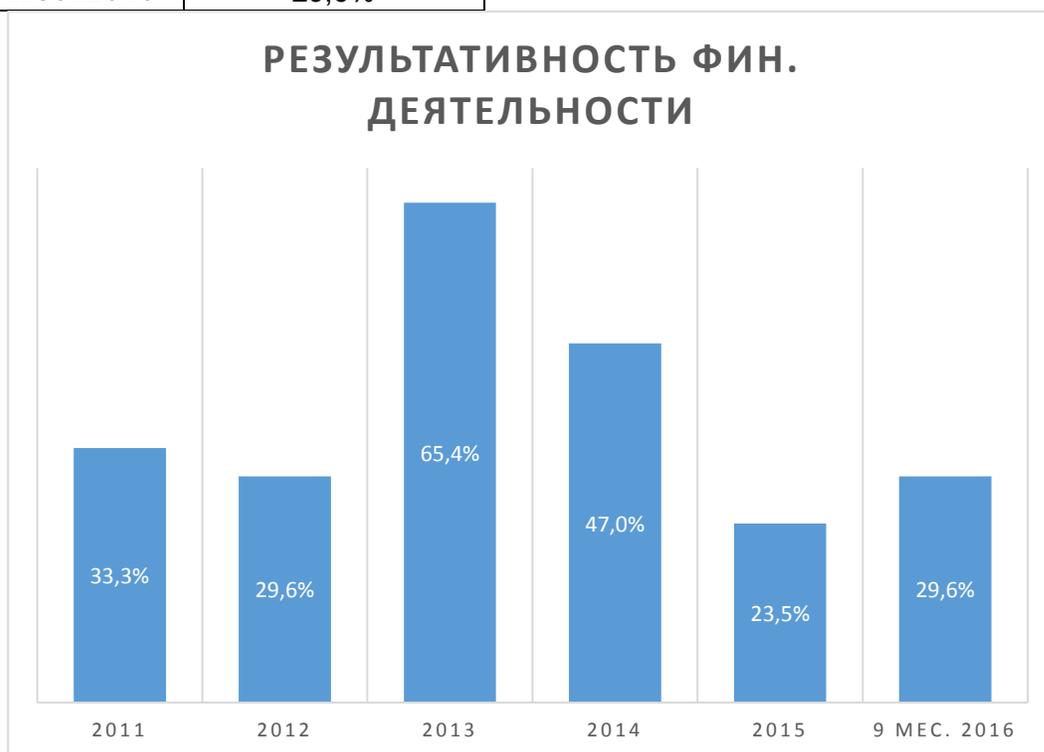
50-59,9%	Средний	Достигнутый уровень позволяет функционировать предприятию без значительных проблем, но и без существенного роста; при сохранении подобных тенденций существуют предпосылки для смены менеджмента, который не может вывести предприятие на привлекательный для инвесторов уровень; сохраняются предпосылки для успешного стратегического развития организации, для реализации которых требуются существенные усилия; финансовое состояние неустойчиво, поэтому необходимо устранить несколько главных узких мест в управлении финансами; рост рыночной стоимости на уровне рынка без явных перспектив его ускорения; банкротство возможно, но не в ближайшей перспективе.
40-49,9%	Ниже среднего	Со стороны менеджеров в целом организован финансовый контроль, что способствует соблюдению некоторых ключевых показателей деятельности; присутствует понимание содержания финансовой деятельности и эталонного направления развития, однако есть основания недовольству со стороны акционеров и кредиторов; вероятны попытки смены менеджмента; управление текущей деятельностью превалирует над стратегическим развитием; ожидаемый рост рыночной стоимости ниже рынка; вероятность банкротства ниже среднего; необходимо продолжить работу по совершенствованию финансовой деятельности и достижению эталонной динамики развития.
30-39,9%	Низкий	Менеджеры могут обеспечить финансовый контроль лишь по отдельным показателям; есть серьезные основания для смены менеджмента; реактивный стиль управления, стратегическому развитию уделяется незначительное внимание; вероятность банкротства средняя; ожидаемый рост рыночной стоимости близок к нулю; необходимо усилить внимание к управлению теми процессами финансовой деятельности, которые ранее не были охвачены менеджерским контролем
20-29,9%	Очень низкий	Эталонные значения достигаются по небольшому ряду показателей; действия менеджеров носят бессистемный и некомплексный характер; недовольство акционеров и кредиторов результатами предприятия, которое может привести к смене менеджмента; вероятно снижение рыночной стоимости; вероятность банкротства выше среднего; стратегическое развитие отсутствует, все силы уходят на устранение постоянно возникающих текущих проблем; необходимы срочные меры по устранению ключевых проблем.

10-19,9%	Неудовлетворительный	Менеджерам не хватает квалификации достигать поставленных целей или они это делают умышленно; сотрудничество с акционерами и кредиторами отсутствует; вероятно серьезное снижение рыночной стоимости; восстановление роста и стратегическое развитие возможны только при приложении сверхусилий; высока вероятность банкротства; необходимо предпринимать самые радикальные меры.
----------	----------------------	---

## **АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **1. Расчет достигнутого уровня финансовых результатов ПАО «Мегафон» методом эталонной динамики показателей за период 2011-9 мес. 2016г.г.**

Год	Результативность финансовой деятельности
2011	33,3%
2012	29,6%
2013	65,4%
2014	47,0%
2015	23,5%
9 мес. 2016	29,6%



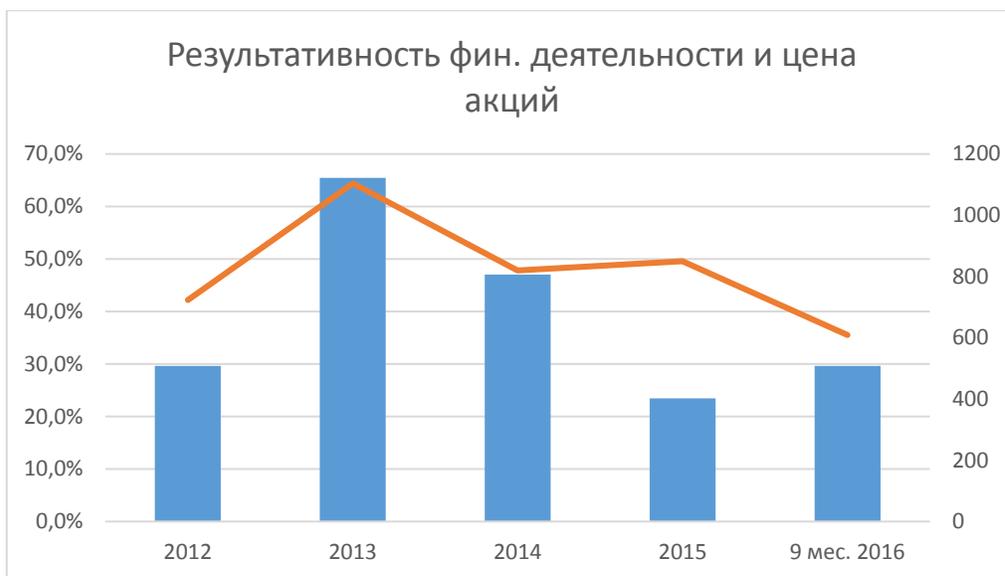
В 2011 и 2012 г. результативность финансовой деятельности находилась на низком и очень низком уровне. В 2013 году был достигнут уровень выше среднего (см. классификацию). Однако в 2014 г. финансовое состояние «Мегафона» ухудшилось до ниже среднего. Затем снова вернулось на очень низкий уровень. До сих пор общество не может выйти на более высокий уровень финансовой деятельности. За 9 мес. 2016 г. наблюдается ниже среднего уровень финансовой деятельности. Очень низкий уровень финансовой деятельности 23,5% в 2015 г. и 29,6% в 2016 г. означает:

- эталонные значения достигаются по небольшому ряду показателей; действия менеджеров не приносят улучшения финансовой результативности; акционерам и кредиторам следует проявить недовольство результатами предприятия; вероятно снижение рыночной стоимости; вероятность банкротства выше среднего; стратегическое развитие отсутствует, все силы уходят на устранение постоянно возникающих текущих проблем; необходимы срочные меры по устранению ключевых проблем.

Основным ориентиром для оценки перспектив ПАО «Мегафон» являются очень низкий уровень. Метод эталонной динамики позволяет выявить скрытые тенденции. Вывод таков: **финансовые результаты ПАО «Мегафон» по итогам 2015 г. очень низкие без перспектив улучшения.**

## **2. Сопоставление результативности финансовой деятельности и изменения рыночной стоимости акций (акции начали обращаться в 2012 г.).**

Год	Рыночная стоимость акции, руб.
2012	723
2013	1104
2014	820
2015	850
9 мес. 2016	609



Учитывая временной [лаг](#) (полгода-год), стоимость акций ПАО «Мегафон» оперативно реагирует на изменение финансовых результатов и за исключением 2015 г. хорошо с ними коррелирует. С 2012 по 2013 г. стоимость акций росла вместе с улучшением результатов финансовой деятельности. В 2015 года наблюдается незначительная раскорреляция: результативность значительно снизилась, тогда как акции не отреагировали на снижение. В 2016 г. инвесторы продолжали реагировать на значительное ухудшение финансовой результативности в 2015 г.: стоимость акций упала. Как видно, улучшения финансовой результативности в 2016 г. нет, поэтому нет оснований рассчитывать на рост стоимости в течение полугода-года. Для выявления дальнейших тенденций необходимо мониторить финансовые результаты следующих отчетных периодов. Таким образом, **рынок оперативно реагирует на результаты деятельности ПАО «Мегафон».**

### **3. Ключевые проблемы ПАО «Мегафон», влияющие на результативность финансовой деятельности.**

Ключевые проблемы рассчитаны методом эталонной динамики показателей ([п.3](#), раздел: «Суть метода»). Расчет показал, что основными проблемами ПАО «Мегафон», оказывающими наибольшее влияние на результативность финансовой деятельности, на рост и развитие предприятия, а значит и на изменение рыночной стоимости акций являются:

Период анализа	Приоритетность проблем		
	1	2	3
Период 2011-2016 г.г.	«Квота» собственника	Покрытие процентов	Финансовый рычаг
Три года (2014-2016)	Покрытие процентов	«Квота» собственника	Коэффициент инкассации
В 2016 г.	«Квота» собственника	Рентабельность активов	Окупаемость основного капитала

1. Одной из главных проблем финансовой деятельности ПАО «Мегафон» на протяжении всего периода является рост «квоты» собственника. «Квота собственника» – это соотношение долгосрочных заемных средств и акционерного капитала. Предприятие старается финансировать свою деятельность за счет долгосрочных займов (облигаций). С одной стороны, предприятие привлекает дополнительные средства на развитие на долгий срок не «залезая» в карман к собственнику. С другой – с каждым годом «квота (доля)» собственника уменьшается, доля кредиторов растет. Предприятие все больше зависит от кредиторов. Растут риски и для предприятия, и для его акций. С позиции финансовой устойчивости (независимости от внешних источников финансирования) желателен более быстрый рост собственных средств. Да, возможно периодическое привлечение средств из вне, но постоянный рост доли заемных средств - это тревожный сигнал. С каждым новым займом предприятие становится уязвимее для стороннего поглощения. Причем негативно не само по себе наличие заемных средств, а их более быстрый рост по сравнению с собственными источниками.

2. Покрытие процентов за пользование заемными средствами выручкой предприятия также среди главных проблем. На протяжении всего рассматриваемого периода у ПАО «Мегафон» наблюдается проблема соотношения суммы уплаченных процентов за пользование заемными средствами над прибылью до выплаты процентов и налогов. Понятно, что прибыль должна расти быстрее затрат на обслуживание долга (для этого займы и привлекаются, чтобы обеспечить рост прибыли). Однако у «Мегафона» это правило нарушено, что является сигналом ожидаемых серьезных трудностей, если эта тенденция сохранится. В этой тенденции видятся риски обслуживания долга «Мегафоном», а значит этот риск кредиторы будут закладывать в стоимость предоставляемых средств.

3. Финансовый рычаг – это соотношение собственных и заемных средств. С позиции финансовой устойчивости (независимости от внешних источников финансирования) желателен более быстрый рост собственных средств за счет нераспределенной прибыли. В противном случае, с каждым новым займом предприятие становится уязвимее для стороннего поглощения. Причем негативно не само по себе наличие

заемных средств, а их более быстрый рост по сравнению с собственными источниками. ПАО «Мегафон» становится все более зависимым от кредиторов

2. Связанной с «квотой» собственника проблемой является проблема роста коэффициента задолженности. Доля долгов в структуре активов ПАО «Магнит» растет, растет зависимость от кредиторов. При сохранении тенденции будет расти риск утраты акционерами управления над предприятием.

3. Покрытие процентов за пользование заемными средствами выручкой предприятия также среди главных проблем. За три последних года у ПАО «Магнит» наблюдается проблема превышения суммы уплаченных процентов за пользование заемными средствами над прибылью до выплаты процентов и налогов. Вернее сказать, у предприятия вообще нет этой прибыли. Проценты покрываются за счет операций по неосновной деятельности. Это вводит в заблуждение акционеров и инвесторов и является сигналом того, что предприятие ждет серьезные трудности, если прочая деятельность вдруг перестанет приносить доход. Вообще говоря, с точки зрения экономики нонсенс, что предприятие имеет убытки от основной деятельности, это противоречит экономической логике. В этой тенденции видятся риски обслуживания долга «Магнитом», а значит этот риск они будут закладывать в стоимость предоставляемых средств.

4. Инкассация дебиторской задолженности – это средний период, в течении которого покупатели предприятия рассчитываются за продукцию, приобретенную на условиях отсрочки платежа или по выплаченным авансам. Понятно, чем дольше этот срок, тем хуже для предприятия, которое испытывает недостаток денежных средств и вынуждено восполнять его кредитами, тем самым теряя деньги и ухудшая результаты деятельности. Необходимо принять меры к снижению этого срока, а не наоборот, как в случае с ПАО «Мегафон».

5. Проблема недостаточного роста рентабельности активов означает, что средства, вложенные предприятием в активы, используются неэффективно. Суммарные активы растут быстрее, чем отдача (чистая прибыль) от них. При этом растет долг, «Мегафон» рост активов финансирует в основном за счет заемных средств. Ситуация усугубляется: снижается отдача вложений в активы, растут расходы (проценты по займам) на их приобретение. Требуется повышение отдачи вложенных средств.

6. Ухудшение окупаемости основного капитала означает, что предприятие активно инвестирует в основной капитал, который не генерирует адекватный объем производства и реализации продукции (услуг). Предприятие инвестирует больше, чем получает дохода. Такая ситуация допустима на непродолжительном периоде времени, в расчете на повышение отдачи в будущем. Однако, когда у предприятия подобная ситуация наблюдается на длительном периоде времени, это может быть свидетельством того, что предприятие приобретает избыточные внеоборотные активы, не приносящие достаточного дохода. Это ухудшает финансовое состояние как в части прибыли, так и в части чистого денежного потока.

Приоритетность проблем по всем показателям финансовой деятельности и по всем годам в отдельности представлена в приложении №1 в конце отчета.

Итак, **основной проблемой** в финансовых результатах ПАО «Мегафон» является **рост долга** при снижении отдачи от вложений в активы предприятия, в большей степени это касается основного капитала предприятия.

Подробнее о показателях их сути, формулах расчета и интерпретации смотрите видеоролики на канале <https://www.youtube.com/channel/UCD2H5qJ8trNdQ4kRc7b-o9w>.

#### **4. Перспективы и риски роста результативности финансовой деятельности ПАО «Мегафон».**

Перспективы, то что ожидать от результатов ПАО «Мегафон», характеризуются средним значением показателя результативности за ряд предшествующих периодов. Не даром в статистике среднее значение называют эмпирическим математическим ожиданием, то есть ожидаемом в следующем периоде результатом. Среднее значение показателя результативности за 6 лет составило 38,1% (уровень **низкий**). За последние три года ситуация незначительно ухудшилась. Среднее значение показателя результативности за три года составила 33,4% (уровень **низкий**).

Если тенденция сохранится, то вероятно нас ждет незначительный рост или даже снижение рыночной стоимости. Все силы предприятия уходят на обслуживание растущего долга; необходимы срочные меры по устранению ключевых проблем. У предприятия неясные перспективы развития. У акционеров и кредиторов есть основания быть недовольными менеджментом предприятия. Окончательные выводы можно будет сделать после публикации отчетности за 2016 г. Если удастся преодолеть наметившуюся тенденцию, появятся перспективы роста предприятия и стоимости его акций.

Устойчивость показателя финансовой результативности характеризуется показателем коэффициента вариации. У ПАО «Мегафон» он составил 37,2%. Чем ниже этот показатель, тем устойчивее тенденция показателя, тем меньше рисков ее изменения. 37,2% это средний показатель риска. То есть низкий уровень финансовой результативности «Мегафона» является устойчивым и его улучшение на сегодняшний день представляется маловероятным. Для слома тенденции предприятию потребуется приложить значительные усилия. Поэтому на текущий момент вероятность роста финансовой результативности ПАО «Мегафон» невысокая.

#### **В итоге имеем:**

1. Текущий уровень финансовой деятельности ПАО «Мегафон» **очень низкий** без предпосылок к повышению этого уровня.
2. Основными проблемами финансовой деятельности ПАО «Мегафон» являются проблемы с ростом долга. Предприятие привлекает займы, которые не

обеспечивают адекватной отдачи (в виде выручки и прибыли) и увеличивают нагрузку на финансовое состояние. В свою очередь, это вызывает рост кредитных рисков, что не может не оказывать влияния на стоимость акций предприятия.

3. Ожидается либо снижение рыночной стоимости, либо (в случае улучшения общей конъюнктуры) незначительный ее рост («хуже рынка») при среднем уровне риска.

Для полноты картины и принятия взвешенного инвестиционного решения следует **сравнить** показатели среднего и коэффициента вариации **с показателями других предприятий**, причем не обязательно одной отрасли или сопоставимом по размеру. В случае формирования портфеля ценных бумаг следует рассчитать эти показатели в отношении большого числа компаний.

Для этого можно самостоятельно воспользоваться страницей [http://www.freean.ru/l\\_O\\_Forms/form.php](http://www.freean.ru/l_O_Forms/form.php) или заказать аналитический обзор любых российских или иностранных предприятий по почте [andrew.tonkih@gmail.com](mailto:andrew.tonkih@gmail.com).

Страницей [http://www.freean.ru/l\\_O\\_Forms/form.php](http://www.freean.ru/l_O_Forms/form.php) можно также воспользоваться для анализа деятельности любого предприятия методом эталонной динамики.

У нас имеются данные по результатам анализа пяти предприятий. Рассмотрим их по отношению друг к другу:

№ п/п	Предприятие	Ожидаемая результативность	Место по результативности	Ожидаемый риск	Место по риску	Сумма мест	Итоговое место
1	ПАО "Селигдар"	51,9%	1	45,4%	3	4	1
2	ПАО "ММК"	47,4%	2	51,1%	4	6	2
3	ПАО "АФК Система"	42,5%	3	64,8%	5	8	3
4	ПАО "Магнит"	40,7%	4	38,3%	2	6	2
5	ПАО "Мегафон"	38,1%	5	37,2%	1	6	2

Пять предприятий из разных отраслей. Рассчитана ожидаемая финансовая результативность (средняя за 5 лет) методом эталонной динамики показателей, а также ожидаемый риск. Предприятия ранжированы (определены места) как по ожидаемой результативности (в порядке убывания), так и по риску (в порядке возрастания). Сумма мест представляет из себя совокупный, итоговый результат по результативности и риску. Согласно методу эталонной динамики, лучшее из пяти предприятий: «Селигдар», далее «ММК», «Магнит» и «Мегафон», в конце «АФК Система». В соответствии с принятой аксиоматикой «Селигдар» является также лучшим и для инвестирования. Любопытно, что ПАО «Мегафон» является лучшим из пяти предприятий по уровню риска.

База данных по некоторым крупным российским предприятиям представлена на [http://www.freean.ru/User\\_DB/database\\_fin.php?](http://www.freean.ru/User_DB/database_fin.php?).

## ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Основные проблемы финансовой деятельности ПАО «Мегафон» за период 2010-2016 г.г.

Проблемы, выражаемые представленными показателями, проранжированы по их приоритетности (степени проблемности). Наивысшую проблемность и приоритетность имеет показатель с рангом «1», далее в порядке убывания проблемности. Наименее проблемный показатель имеет ранг «15». Данные представлены по годам. Также для оценки изменения степени проблемности «узких» мест рассчитаны ранги за весь наблюдаемый период, за три последних года, ранги за последний отчетный период (строки выделены серой заливкой).

	Коэф. покрытия	Коэф. ликвидности	Коэф. абсолютной ликвидности	Срок оборачив. запасов	Коэф. инкассации	Срок оборачив. кредит. задолж-ти	Окупаемость совокупных активов	Окупаемость основного капитала	"Квота" собственника	Финансовый рычаг	Коэф. задолженности	Покры-тие процен-тов	Норма рентабельности	Рентабельность активов	Рентабельность акционер. капитала
2011	13	14	15	12	8	11	7	10	2	1	9	4	4	3	6
2012	5	4	3	15	11	10	12	7	2	1	6	14	8	9	13
2013	14	13	11	4	10	7	1	3	5	6	7	1	14	9	11
2014	15	14	13	9	5	11	8	12	3	7	10	1	1	4	6
2015	5	3	2	8	1	9	5	3	9	12	9	5	14	13	15
9 мес. 2016	14	13	12	7	8	15	5	2	1	10	11	4	4	2	9
Ср. за весь период	11,0	10,2	9,3	9,2	7,2	10,5	6,3	6,2	3,7	6,2	8,7	4,8	7,5	6,7	10,0
Ранги за весь период	15	13	11	10	7	14	5	3	1	3	9	2	8	6	12
Ср. за три года	11,3	10,0	9,0	8,0	4,7	11,7	6,0	5,7	4,3	9,7	10,0	3,3	6,3	6,3	10,0
Ранги за три года	14	11	9	8	3	15	5	4	2	10	11	1	6	6	11
Ранги за 2016	14	13	12	7	8	15	5	2	1	10	11	4	4	2	9