

VALUATION		PROFITABILITY		BALANCE & DIVIDENDS	
Price	\$28.32	Revenue (TTM)	\$125.65 B	Debt / Equity	124.18
Market Cap	\$200.99 B	Revenue Growth	3.6%	52-Week High	\$29.79
P/E (Trailing)	9.3x	Gross Margin	59.6%	52-Week Low	\$22.95
P/E (Forward)	11.1x	Operating Margin	18.4%	Dividend Yield	400.0%
P/B	1.8x	Net Margin	17.5%	Beta	0.58
EV/EBITDA	8.0x	ROE	18.8%		
P/S	1.6x	ROA	4.1%		
		Free Cash Flow	\$12.59 B		

T · AT&T Inc.

Цена акции: \$28.32 (на 2026-03-20)

Драйверы роста и Качество выручки (Growth Focus)

Основные драйверы роста выручки:

В 2025 году консолидированная выручка AT&T выросла на 2.7% до \$125.6 млрд по сравнению с \$122.3 млрд в 2024 году [1]. Основным драйвером стал **органический рост** абонентской базы в сегментах 5G и оптоволоконна: компания фиксирует более 1.5 млн чистых подключений постоплатных телефонов пятый год подряд и более 1 млн чистых подключений AT&T Fiber восьмой год подряд [2]. M&A-активность (покупка массового оптоволоконного бизнеса у Lumen и спектра у EchoStar) рассматривается менеджментом не как сиюминутный генератор выручки, а как стратегический инструмент для значительного расширения адресного рынка (TAM) и ускорения будущих темпов органического роста [3, 4].

Ускорение и замедление по сегментам:

- Ускорение (Acceleration):** Сегмент Mobility показал устойчивый рост сервисной выручки на 5.0% по итогам года [5], а Consumer Wireline (потребительский ШПД) вырос на 4.5% [5], во многом благодаря скачку выручки от оптоволоконна на 18.9%-19.0% в течение года [6] и успешному развертыванию фиксированного беспроводного доступа (AT&T Internet Air) [6, 7].
- Замедление (Deceleration):** Сегмент Business Wireline находится в состоянии глубокого структурного спада. Выручка упала на 8.4% г/г в 2025 году из-за снижения спроса на устаревшие сервисы (legacy voice) и VPN [5, 8].

Долгосрочные попутные ветры (Secular tailwinds):

Менеджмент делает уверенную ставку на **революцию искусственного интеллекта (AI)**, которая радикально увеличит потребность в плотных оптоволоконных сетях и симметричной пропускной способности (с одинаковой скоростью загрузки и отдачи) для домов, бизнеса и мобильных устройств [9]. Также отмечается мощный тренд на "конвергенцию"

(объединение 5G и домашнего оптоволокна), что снижает отток (churn) и повышает пожизненную ценность клиента (LTV) [10, 11]. Благоприятная регуляторная среда в США на данный момент оценивается CEO как лучшая за всю его карьеру со времен Закона о телекоммуникациях 1996 года [9, 12].

Оценка Guidance (прогнозов):

Менеджмент AT&T склонен к консервативному моделированию ("sandbagging") [13]. По итогам 2025 года компания достигла или **превысила все свои консолидированные финансовые прогнозы** [2]. Свободный денежный поток (FCF) составил \$16.6 млрд (при прогнозе "от нижнего до среднего предела в \$16 млрд"), а скорректированная прибыль на акцию (Adj. EPS) достигла \$2.12 (превысив верхнюю границу гайданса в \$1.97-\$2.07) [14].

Финансовая дисциплина и Маржинальность (Value Focus)

Динамика маржинальности и операционный рычаг:

Компания демонстрирует явное улучшение операционного рычага за счет программы жесткого контроля затрат (нацелена на экономию более \$4 млрд в ближайшие 3 года) [15]. Консолидированная операционная маржа составила 19.2% в 2025 году против 15.6% в 2024 году и 19.2% в 2023 году (улучшение связано с отсутствием крупных списаний гудвилла, которые были в 2024 году) [16]. На уровне ключевого сегмента Communications маржа EBITDA остается стабильно высокой и достигла 39.6% в 2025 году (против 39.5% в 2024 и 38.3% в 2023) [17].

Распределение Free Cash Flow (Приоритеты капитала):

В 2025 году FCF составил сильные \$16.6 млрд [14]. Капитал распределяется в строгом соответствии с долгосрочной стратегией:

- 1. CAPEX & Инвестиции:** Абсолютный приоритет. Ожидается на уровне \$23-\$24 млрд в 2026 году (инвестиции в 5G и Fiber) [18].
- 2. Дивиденды:** Выплачено \$8.18 млрд в 2025 году [19].
- 3. Выкуп акций (Buybacks):** В 2025 году выкуплено акций на \$4.27 млрд (из программы на \$10 млрд) [20]. В январе 2026 года утверждена **новая программа выкупа еще на \$10 млрд** [20]. Всего за 3 года планируется вернуть акционерам более \$45 млрд (>75% ожидаемого FCF) [21].
- 4. M&A и Долг:** Средства направляются на интеграцию Lumen и EchoStar. В моменте это повысит Net Debt/EBITDA с текущих 2.53x до ~3.2x, но мощный FCF (\$18 млрд+ в 2026) позволит вернуться к целевому уровню 2.5x в течение 3 лет [22-24].

Качество прибыли:

Качество прибыли остается высоким. Хотя резерв по сомнительным долгам (bad debt expense) увеличился из-за роста продаж оборудования и услуг, менеджмент подчеркивает, что не наблюдает ухудшения платежной дисциплины потребителей (consumer payment patterns) [25]. Дебиторская задолженность снизилась с \$9.64 млрд в 2024 году до \$8.84 млрд в 2025 году [26], что не вызывает опасений опережающего роста по сравнению с выручкой.

Анализ настроений менеджмента (Call Transcript Deep Dive)

Анализ Q&A:

Наибольшее давление и сложные вопросы аналитиков (особенно на Q3 и Q4 созвонах) касались макроэкономической неопределенности (потенциальное влияние новых тарифов/пошлин на стоимость устройств) [27, 28] и агрессивных промоакций от конкурентов (Verizon и T-Mobile) [11, 29]. Менеджмент отвечал уклончиво по поводу пошлин, признавая, что "видимость сейчас не идеальна" [28, 30], но уверенно заявлял, что операционная гибкость позволит с этим справиться

[30]. Кроме того, CEO крайне резко и безапелляционно пресек вопрос аналитика о слухах касательно перестановок в C-suite и его собственной преемственности, назвав это внешним "отвлечением внимания" [31, 32].

Изменение тона CEO/CFO:

Тон руководства кардинально эволюционировал от начала года к концу. Если в Q1/Q2 CEO (John Stankey) говорил о "сниженной видимости макроэкономики" (diminished visibility) и возможности сокращения расходов ради защиты FCF [10, 33], то в Q4 тон стал **максимально уверенным и "бычьим"**. CEO заявил: "Лучшие дни AT&T еще впереди" [12], "Я никогда не видел федеральной политики, настолько поддерживающей рыночные инвестиции" [9], и отметил, что после долгих лет тяжелой работы компания вступает в "цикл удовольствия" (fun cycle), пожиная плоды инвестиций [34].

Детальный анализ Earnings Calls

Ключевые тезисы:

1. Фокус на "Конвергенции" — клиенты, использующие и 5G, и оптоволокно AT&T, показывают минимальный отток и самую высокую рентабельность [10, 35, 36].
2. Успешное выполнение плана по FCF и наращивание программы возврата капитала акционерам (buybacks + дивиденды) [2, 21, 37].
3. Историческое расширение сети через M&A — покупка спектра у EchoStar и массового оптоволокна у Lumen [4].

Главное достижение: Пятый год подряд рост базы postpaid-телефонов (по >1.5 млн) и восьмой год роста базы Fiber (по >1 млн), вкупе со снижением долга на \$32 млрд с 2020 года [2, 38].

Главный вызов: Интеграция активов Lumen и краткосрочное давление на маржу в Q1 2026 из-за стартовых (stand-up) расходов на слияние [39, 40].

Конкуренты:

Аналитики и руководство прямо ссылаются на агрессивные маркетинговые ходы со стороны T-Mobile и Verizon [11], а также на конкуренцию с кабельными операторами на рынке ШПД [41, 42]. Менеджмент позиционирует AT&T как лидера в качестве активов ("я бы ни с кем не поменялся активами в этой индустрии") [43], отказываясь от гонки за долей рынка любой ценой в пользу "рентабельного роста" (profitable growth) [36, 44].

Партнёры и экосистема:

Главным событием стала полная продажа оставшихся 70% в DIRECTV фонду TPG Capital, что окончательно отделило телеком-бизнес от медиа [45, 46]. Также анонсировано привлечение стратегического экьюти-партнера (JV) для софинансирования развертывания купленных оптоволоконных активов Lumen [24, 47] и партнерство с DriveNets для трансформации сетей [48].

Планы и прогнозы (Forward Guidance):

На 2026 год дан очень сильный прогноз:

- FCF: более **\$18 млрд** (в 2027 рост на \$1 млрд+, в 2028 еще на \$2 млрд) [39].
- Adj. EPS: \$2.25 – \$2.35, с двузначным среднегодовым темпом роста (CAGR) до 2028 года [49].
- Выручка от передового домашнего интернета (Fiber + FWA) должна органически расти более чем на 20% (и более 30% с учетом Lumen) [50].

Новые продукты и инициативы:

Агрессивно масштабируется фиксированный беспроводной доступ AT&T Internet Air (FWA) для монетизации свободной емкости 5G-сети [7, 51]. Анонсировано поглощение массового оптоволоконного бизнеса Lumen (\$5.75 млрд) и покупка

спектра у EchoStar (интеграция в начале 2026) [4, 52].

Риски со слов менеджмента:

- *Макро*: Инфляция, тарифная неопределенность (потенциальный рост цен на смартфоны) [27, 28].
- *Операционные*: Затраты на интеграцию Lumen, которые краткосрочно ухудшат динамику EBITDA в первом квартале 2026 года [22, 39].

Риски и "Медвежий кейс" (Bear Case)

На основе анализа 10-K ("Risk Factors") [53-58] и звонков, выделяются 3 главных специфических риска падения котировок (30-50%):

- 1. Кризис долговой нагрузки (M&A Integration & Deleveraging Failure):** Закрытие сделок по Lumen и EchoStar временно увеличит мультипликатор Net Debt/EBITDA с целевых 2.5x до ~3.2x [23]. Если интеграция этих активов окажется сложнее (сбои биллинга, отток клиентов Lumen, задержки регуляторов) или экономика войдет в рецессию, свободный денежный поток (FCF) может рухнуть. Неспособность быстро снизить долг приведет к "даунгрейду" кредитных рейтингов и отмене программы buyback, что спровоцирует агрессивную распродажу акций институциональными инвесторами.
- 2. Свободное падение сегмента Business Wireline:** Подразделение показало колоссальный спад выручки (-8.4% г/г) и ушло в глубокий операционный убыток (операционная маржа упала до -4.7% в 2025 году) [5, 8, 59]. Если переход корпоративных клиентов с устаревших TDM-технологий (медного кабеля) на новые решения конкурентов ускорится, этот сегмент станет "черной дырой", сжигающей маржу всего телеком-направления и нивелирующей весь рост от 5G и Fiber.
- 3. Удушение маржи из-за ценовых войн в Wireless (Subsidy Trap):** Мобильный рынок США насыщен. Менеджмент уже признал рост оттока (churn) из-за "нормализации поведения клиентов, у которых закончились сроки промо-контрактов" [11, 60]. Если T-Mobile и кабельные MVNO начнут агрессивный демпинг, AT&T придется нарастить расходы на удержание (субсидии на новые дорогие iPhone с AI), что резко ударит по EBITDA-марже сегмента Mobility (уже просевшей с 44.9% до 43.4% во 2-м квартале) [61].

Позиционирование в секторе (Sector Context)

Позиционирование в секторе (Communication Services — Telecom Services)

Метрика	T	Сектор (медиана)	Позиция
P/E (trailing)	9.3x	26.7x	✓ Дешевле
P/E (forward)	11.1x	19.6x	✓ Дешевле
P/B	1.8x	7.9x	✓ Дешевле
EV/EBITDA	8.0x	19.7x	✓ Дешевле
ROE	18.8%	33.0%	— Ниже нормы
ROA	4.1%	15.3%	— Ниже нормы
Net Margin	17.5%	27.2%	— Ниже нормы
Operating Margin	18.4%	28.1%	— Ниже нормы
Revenue Growth (YoY)	3.6%	17.8%	— Ниже нормы

Метрика	T	Сектор (медиана)	Позиция
Debt/Equity	124.2x	40.0x	— Дороже

Пирсы: GOOGL, META, NFLX, DIS · Данные: Yahoo Finance

AT&T позиционирует себя не просто как мобильный оператор, а как **"ведущий провайдер передовой связи в Америке" (best advanced connectivity provider)** [2, 62]. В отличие от Verizon, который больше сфокусирован на FWA, и T-Mobile, лидирующего в чистом 5G, AT&T строит бизнес-модель вокруг **конвергенции** (Convergence) — продажи мобильной связи и собственного оптоволоконного интернета "в одном пакете". Стратегический выход из медиа (отказ от Time Warner и DIRECTV) завершен [45], компания вернулась к своим инфраструктурным корням и теперь выглядит как высокотехнологичная utility-компания с предсказуемыми денежными потоками.

Расчет стоимости акции

Текущая рыночная цена акции: **\$28.32**.

Дивиденды:

Выплачивает ли компания дивиденды? **Да**.

- **Текущий дивиденд на акцию:** \$1.11 в год (\$0.2775 в квартал) [63].
- **Дивидендная доходность:** 3.92% (\$1.11 / \$28.32).
- **Динамика дивидендов (3–5 лет):** Дивиденд "заморожен" — компания выплачивала строго \$1.11 на акцию в 2023, 2024 и 2025 годах [63] после срезания выплат в связи со спин-оффом WarnerMedia в 2022 году.
- **Коэффициент выплат (Payout Ratio) и покрытие FCF:** При Adjusted EPS в \$2.12 [14], Payout Ratio составляет комфортные 52%. Общая сумма выплаченных дивидендов составила \$8.18 млрд в 2025 году [19] при FCF \$16.6 млрд [14]. Коэффициент покрытия дивидендов FCF (FCF Dividend Coverage) равен ~2.0x, что крайне надежно.
- **Buyback-программа:** Да, является мощной альтернативой и дополнением к дивидендам. В 2025 году компания выкупила акций на \$4.27 млрд (из программы на \$10 млрд) [20]. В январе 2026 года Совет директоров одобрил **новую программу на \$10 млрд** [20].
- **Риски дивидендов: Дивиденд устойчив.** Несмотря на ожидаемый кратковременный скачок долга до 3.2x Net Debt/EBITDA [23], руководство генерирует колоссальный денежный поток (прогноз \$18+ млрд на 2026 год [39]), что с лихвой покрывает нужды в \$8.2 млрд на дивиденды. Бизнес не цикличен (телеком — базовая потребность).

Сценарный анализ (горизонт 12 месяцев):

Оценка произведена по модели Forward P/E (Целевой мультипликатор к ожидаемой прибыли). Модель выбрана, так как бизнес AT&T стабилизировался после M&A-трансформаций, и рынок будет оценивать компанию как качественный телеком-актив (Quality Telco) на основе понятного гайданса EPS на 2026 год (\$2.25–\$2.35) [49]. Исторически сектор торгуется в диапазоне 10–14x.

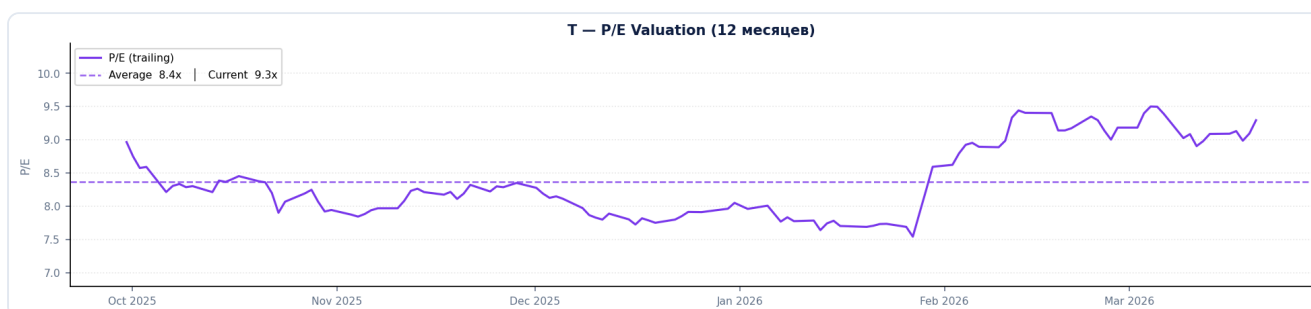
- 🐮 **Бычий (Bull Case):** AT&T блестяще и без лишних затрат интегрирует активы Lumen, эффект от конвергенции превосходит ожидания, а макроэкономика остается сильной без ценовых войн. FCF пробивает \$19 млрд, а EPS достигает верхней границы \$2.35. Рынок переоценивает акции ("re-rating") до 14.5x Forward P/E. Целевая цена: \$34.00. Прирост составит 20.0%, плюс годовой дивиденд \$1.11 (3.92%). Полная доходность: +23.9%.
- 🏛️ **Базовый (Base Case):** Менеджмент четко выполняет свой прогноз. Прибыль на акцию составляет \$2.30 (середина гайданса). Рынок сохраняет консервативный, но справедливый мультипликатор 13.5x P/E (текущая премия за прозрачность FCF и buybacks). Целевая цена: \$31.00. Прирост составит 9.4%, плюс дивиденды \$1.11 (3.92%). Полная доходность: +13.3%.

- 🐻 **Медвежий (Bear Case):** Интеграция Lumen затягивается, CAPEX выходит из-под контроля, а T-Mobile запускает разрушительную ценовую войну. Долг застревает на уровне >3.1x. EPS падает до \$2.10, а мультипликатор сжимается до пессимистичных 10.5x (возврат к метрикам "value trap"). Целевая цена: \$22.00. Падение составит -22.3%, однако дивиденд \$1.11 (3.92%) слегка смягчит потери. Полная доходность: -18.4%.

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
🐮 Бычий (Bull Case)	\$34.00	+20.0%	\$1.11 (3.9%)	+23.9%
⚖️ Базовый (Base Case)	\$31.00	+9.4%	\$1.11 (3.9%)	+13.3%
🐻 Медвежий (Bear Case)	\$22.00	-22.3%	\$1.11 (3.9%)	-18.4%

Итог по доходности (Base Case): Ожидаемая полная годовая доходность составляет **+13.3%** (9.4% прирост цены + 3.9% дивидендная доходность).

Динамика цены акции



Вывод (Verdict)

Резюме: В настоящее время AT&T полностью соответствует профилю **"Quality Growth"** (Качественный рост на инфраструктурной базе). Долгие годы компания классифицировалась как классический "Value Trap" (из-за провальных и дорогих медиа-поглощений Time Warner и DIRECTV), но продажа этих активов и возврат к ядру (5G + Fiber) привели к мощнейшему восстановлению качества баланса и свободного денежного потока (\$18+ млрд). Программа возврата капитала в \$45 млрд на ближайшие 3 года делает бумагу крайне привлекательной [21, 39].

- **Ключевой фактор "ЗА":** Беспрецедентно мощный и стабильный свободный денежный поток (FCF), покрывающий масштабные программы Vuuback и устойчивые дивиденды, на фоне благоприятной государственной политики и растущего спроса на дата-инфраструктуру из-за ИИ.
- **Ключевой фактор "ПРОТИВ":** Значительный рост долговой нагрузки в краткосрочной перспективе (до 3.2x Net Debt/EBITDA) на фоне интеграции активов Lumen и EchoStar, что в случае макроэкономических шоков ограничит операционную гибкость компании.

Источники

- Транскрипт · T_2025_q1.txt · 2025
- Транскрипт · T_2025_q2.txt · 2025
- Транскрипт · T_2025_q3.txt · 2025
- Транскрипт · T_2025_q4.txt · 2025
- Отчёт · t-20250331.pdf · 2025
- Отчёт · t-20250630.pdf · 2025
- Отчёт · t-20250930.pdf · 2025
- Отчёт · t-20251231.pdf · 2025

Дисклеймер. Настоящий документ носит исключительно информационный характер и **не является инвестиционной рекомендацией или инвестиционным советом**. Материал представляет собой выжимки и аналитические интерпретации документов, перечисленных в разделе «Источники», и основан на фактах, содержащихся в этих документах, а также на предположениях аналитика. Прошлые результаты не гарантируют будущей доходности. Любые инвестиционные решения принимаются исключительно на ваш собственный страх и риск. Автор не несёт ответственности за возможные убытки, возникшие в результате использования данного материала.