Слиятельный канкан Дома.RU

Статьи про финансово-экономическое положение крупных телеком-компаний - жанр скучный и унылый. Уверяю, что писать про EBITDA и "долговую нагрузку" еще больше нудно, чем потом это читать. Поэтому статьи тематики я стараюсь разбавить шутками и прибауткам. Ну, чтоб самому-то не уснуть...

В то же время подобные статьи, во-первых, полезны с точки зрения понимания участников рынка о происходящих процессах (главным образом, конечно, ~~автору~~ топ-менеджменту провайдинга), а, во-вторых, позволяют сбросить напряженность и без того нервным линейным сотрудникам во времена серьезных сдвигов и смены парадигм.

А сдвиги грозятся быть тектонического характера. Но обо всем по порядку.

Принятие финансового решения (учебная часть)

Как известно (это все знают), стратегические решения на уровне собственника обладают весьма узким набором исходов. По большому счету, "стратег" может со своим активом сделать только лишь:

1. Купить актив;
2. Держать актив;
3. Продать актив.

Всё. Это для так называемых "миноритариев" - владельцев акций в размере до 1% акций. Такой размер не позволяет акционеру почти ничего, кроме перечисленных выше трех пунктов. Но более 1% акционерного капитала позволяет, например, подать иск от имени общества к руководству общества, которое причинило своими действиями или бездействием убытки обществу.

Однако если "стратег" является собственником большого пакета акций компании, например, более 15% АК, то это позволяет собственнику актива уже принимать кое-какое участие в текущей деятельности компании, путем введения в "совет директоров" собственного представителя - кумулятивное голосование позволит сделать это, если в "совете директоров" не менее семи человек.

Еще больший пакет - 25% (30%) позволяет, в соответствии с "Законом об акционерных обществах", блокировать крупные сделки (более 50% стоимости активов компании). Потому такой пакет и называется "блокирующим".

Есть еще всем известный "контрольный пакет" в более чем 50% акционерного капитала, а также "пакет собственника" в 75%, что позволяет избежать набор "блокирующего пакета". Ну и, разумеется, 100% УК позволяет собственнику сделать с компанией что угодно (реорганизация или даже ликвидация) в пределах действующего законодательства. И никто не сможет оспорить такое решение.

Нужно отметить, что при покупке/продаже "крупных пакетов" крупных же компаний (оборот которых превышает 1 млрд. рублей в год) требуется согласие антимонопольного органа. Но об этом чуть позже.

Итак, если "стратег" имеет достаточное количество в акционерном капитале, то он может еще и воздействовать на решения, принимаемыми внутри компании, но в этом случае мы спускаемся с уровня стратегии, до уровня операционного управления. А там - все сложно (с).

Поэтому в нашем учебном примере мы будем рассматривать исключительно стратегическое решение о продаже 100% актива. В том смысле, что, предположим, мы являемся владельцем некоего предприятия, которое имеет стоимость 1 млрд рублей (учебно!) и, например, приносит прямых и чистых (налоги уже заплатили) финансовых доходов, например, 10 млн. рублей.

Хороший, одним словом, актив.

Что из исходных данных нам ясно?

Немногое, но уже что-то:

1. Актив прибыльный. Убытков не генерирует (да, и такое бывает).
2. Чистая прибыль от владения составляет 1% годовых.

Еще мы знаем, что, например, положив этот же миллиард в банк (Сбер, конечно!) мы бы получили доходов в 7% (ну, где-то так по текущему моменту) годовых, что составило бы 70 млн. чистого профита, ибо налогом проценты ниже ставки рефинансирования по вкладам не облагаются.

И, казалось бы, а зачем собственнику такой актив покупать, если положил в банк, да и шабаш? Но тут не все так просто.

Дело в том, что актив в виде прибыльного бизнеса имеет свойство расти в цене. А ну как через год бизнес будет стоить не миллиард, а, скажем, два? Вот как тут угадаешь?

Отвечаю: никак. Только оценивать рост бизнеса, его перспективы, риски. Пожалуй, ключевым словом будет "риск".

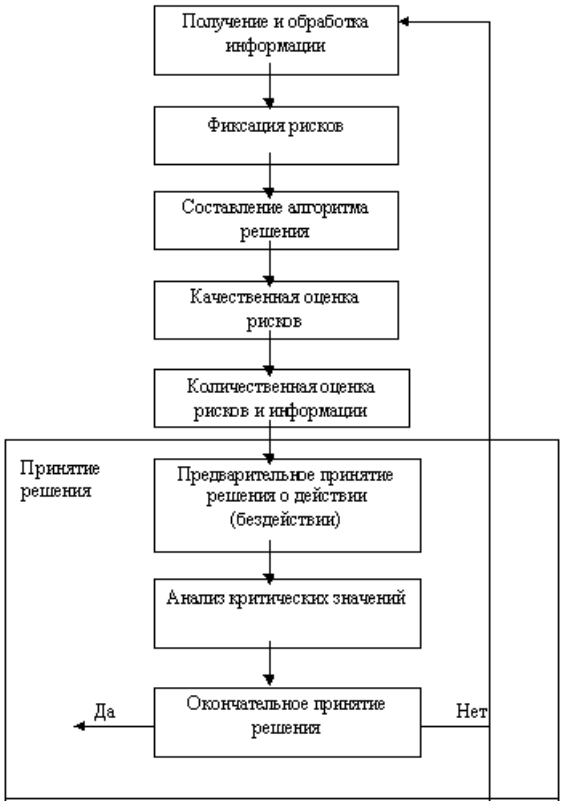
Риск как рост стоимости бизнеса, так и его обесценение. Причем, на фондовом рынке, вот на этих вот самых биржах с их колебаниями цен (волатильностью), маркет-мейкерами, производными бумагами - там довольно все просто. Биржи имеют устоявшиеся правила и жутко регламентированы. Нужно только внимательно все эти правила изучить, понять и иметь некоторое количество денег. И еще крепкие нервы, потому что без проигрыша не будет и выигрыша.

А вот как быть с активами, которые на биржах не торгуются? Ну, например, с небольшим, или даже с довольно таки большим интернет-провайдером в городе-миллионнике. Или даже в небольшом городе…

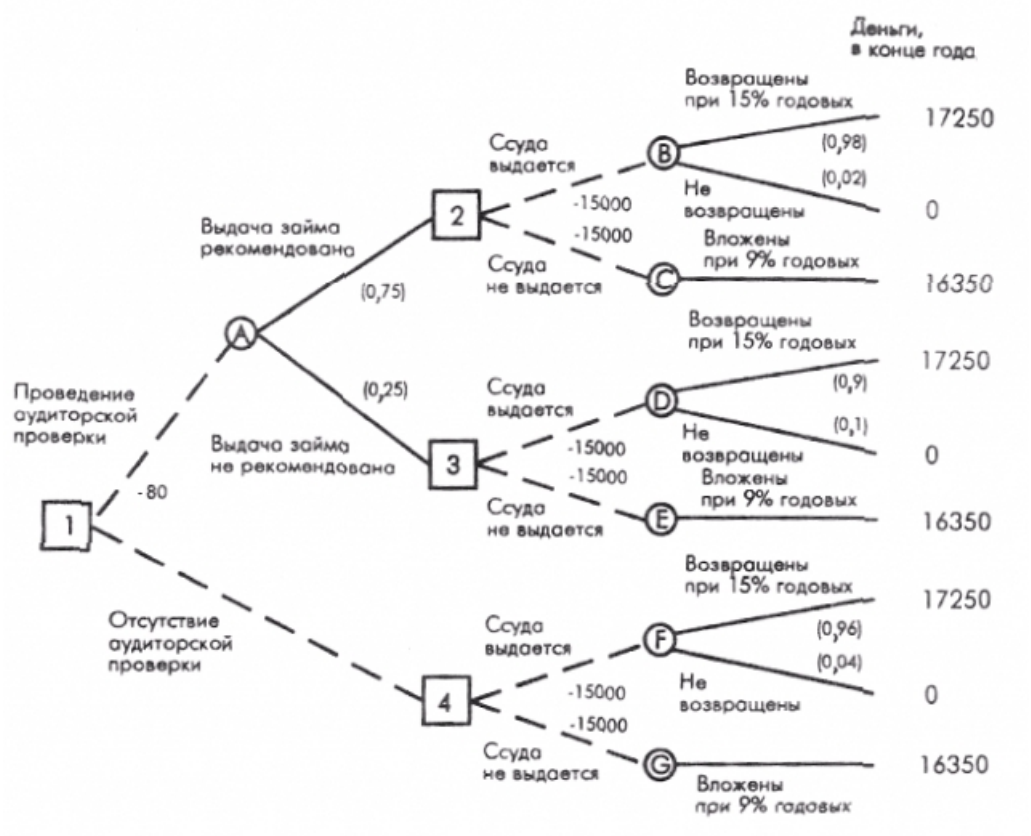
Тут сложнее. Ибо нужно четко и конкретно понимать обстановку на рынке и знать сто тысяч всевозможных мелочей и тонкостей.

Вот тут даже статья была прошлогодняя о том, как покупать-продавать провайдеров в российских условиях.

Но я обещал рассказать про "принятие финансовых решений". А правило тут простое: нужно оценивать риски потерять вложенные финансы и рассчитывать потенциальные доходы. Вот такая незамысловатая блок-схема есть - ее можно встретить в любом учебнике по корпоративным финансам:



Еще понятнее - я нагуглил еще вот такую методическую картинку про то, как банкиры принимают решения о выдаче кредитов:



Они просто берут все возможные варианты и условия и считают возврат денег при различных исходах и оценочных вероятностях.

И необходимо заметить, что сделка - это, как говорил О.Бендер, результат договоренностей при непротивлении сторон. Раз кто-то продает, значит кто-то и покупает. И если покупатель руководствуется той же логикой, что и продавец (что выгоднее - положить деньги под проценты или тянуть лямку предприятия), то сделка, скорее всего, не состоится. Логика же одинаковая!

Посему, у продавца и покупателя должны быть разнонаправленные чаяния - продавец должен считать, что актив маловероятен к росту, а покупатель должен обязательно иметь противоположную

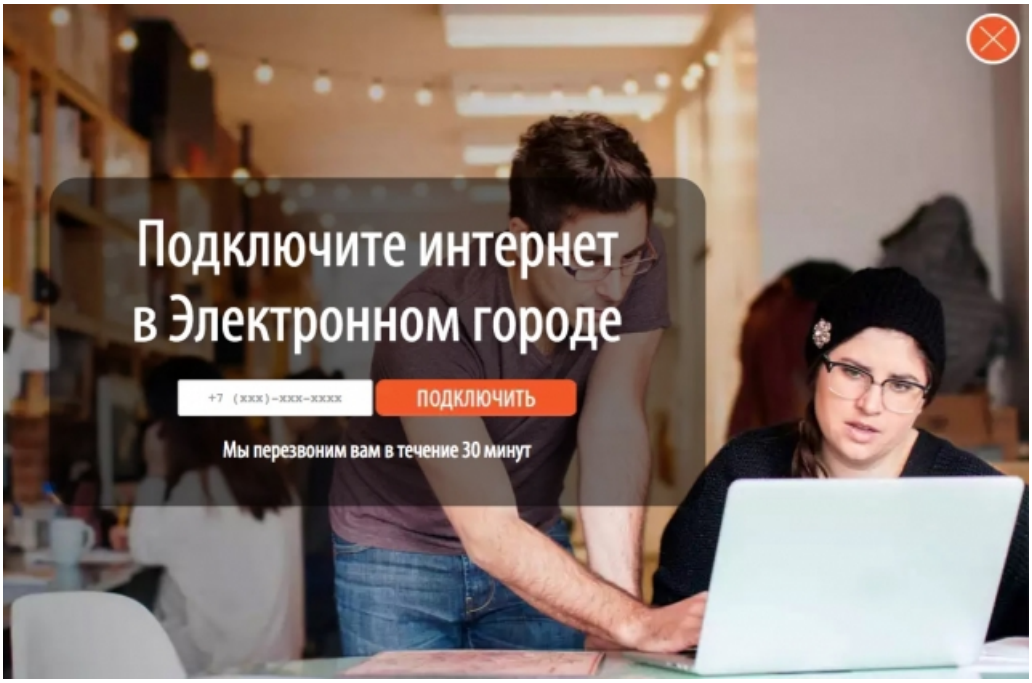
точку зрения. Ну, или какой-то другой оперативно-стратегический довод - консолидация с целью синергии, например. Или захват доли рынка. Или простое устранение конкурента.

А продавец оценивает еще и общесистемный для него лично риски. В данном случае, владельцев Новотелекома можно не только понять, но и простить. Главным риском сейчас является вмешательство государства в целом, и по "пакету Яровой" в частности. Я б тоже выходил из телеком-активов. Если б было куда. Но об этом нужно писать отдельно.

Это была скучная вводная часть. Переходим к конкретике.

Новотелеком

Буквально на прошлой неделе на нашем местечковом рынке интернет-провайдеров взорвалась небольшая информационная бомба: на сайте Федеральной Антимонопольной Службы появился документ в котором декларируется согласие (удовлетворение ходатайства) антимонопольщиков на приобретение 100% УК в ООО "Новотелеком" (Новосибирск, торговая марка "Электронный город"). Покупатель - АО "ЭР-Телеком".



Появление такого ходатайства означает, что потенциально переговоры о продаже актива близятся к финалу. Стороны принципиально договорились о сделке и ее существенных условиях и возможно даже как-то закрепили сделку юридически. Ну, то есть, на 90% можно заявлять, что сделка состоялась и началась нудная работа с документами и юридическими тонкостями.

10% остается на возможность что "что-то пойдет не так". А может быть даже меньше 10%. И даже, скорее всего.

Интересно, что покупка "Новотелекома" для Дом.RU почти полностью перекраивает рынок домашних сетей в Новосибирске. Где "Электронный город" был фактическим лидером рынка с оценочной долей в 40% по абонентам. Сколько там абонентов точно неизвестно. Нет официальной информации. Но по разным источникам до 200 тысяч, если посчитать абонентов разных услуг (интернет, ТВ, телефония).

По финансовому состоянию "Новотелеком" также довольно закрыт, но по некоторым источникам в 2015 году выручка у компании была 1,498 млрд рублей, а чистая прибыль составила 117,5 млн рублей, что довольно прилично - 7,8% доходность. Об объеме долга никакой информации нет.

Отсюда и о самом интересном - о сумме сделки мы тоже можем только гадать, назначив "вилку", например, 1-2 годовых оборота или 4-5 EBITDA, или 10-15 чистой прибыли.

Попробуем рассчитать "вилки" относительно стоимости абонента "обычного интернета".

Для начала условимся в их количестве - нам же неизвестно их точное число. Но оценочно это 200 тысяч, из которых порядка 80% - это "обычные абоненты" физлица с услугой "интернет-доступ". То есть, повторюсь, оценочно, "Электронный город" обслуживает порядка 160 тысяч абонентов.

Стоимость строительства нового абонента сейчас тоже штука очень непонятная. С одной стороны,

"чистая стройка" даже "мегачемпиону" обходится в 18 тыс. рублей, что для "нормального оператора" можно поделить ровно вдвое. Однако в связи с выходом в фазу "насыщенный рынок", стоимость привлечения нового абонента также увеличилось и сильно, по сравнению с "жирными нулевыми". А набрать с порога даже десяток тысяч абонентов задача довольно нетривиальная - все, кто хотел подключиться, уже подключены.

Давайте посчитаем уже.

Для расчета "от годового оборота" мы получаем сумму сделки в вилке от 1,5 до 3 млрд. рублей. Думаю, вероятность ближе к меньшему. Возьмем середину - 2,25 миллиарда. Это дает нам стоимость абонента в 2,25 млрд / 160K = 14 тысяч рублей. Ну, почти.

EBITDA нам неизвестна совсем, но есть сведения о чистой прибыли (в 2015 году, напомню, по 2016-ому информации нет и не будет ни у кого до сдачи бухгалтерии в апреле) - это 117,5 млн. рублей. Вилка получается от 1,175 млрд до 1 762,5 млрд. Тут, думаю, ближе к большему краю. Возьмем сумму в 1,7 млрд - так проще считать. И получаем стоимость абонента 10,6 тыс. рублей.

Ну, где-то так и есть, полагаю. Стоимость абонента можно принять где-то в вилке от 10 до 14 тыс. рублей. А сумма сделки должна лежать в пределах от 1,7 до 2,3 миллиардов.

И это исключительно умозрительные заключения о стоимости активов - я просто изложил банальную логику ценообразования на основании неполных данных. Это же очень интересно считать чужие деньги. Полагаю, в комментах найдутся и другие логические умозаключения - очень интересно их узнать.

А в недрах интернета нашлась заметка о том, как Новотелеком чуть было не продался Билайну в далеком 2011-ом году и сумма сделки называлась 2,9 млрд рублей при меньшем в то время количестве абонентов. Это к слову о возможной стоимости актива.

Еще в качестве "контрольной точки" можно привести пример другой сделки - Ростелеком (через свою дочку ПАО "Башинформсвязь") в мае 2016 года приобрел самарского провайдера АО "АИСТ", у которого число абонентов составляло 130 тыс. пользователей широкополосного доступа в Интернет и телефонии (из них более 10 тыс. - корпоративные клиенты). Сумма сделки - 1,4 млрд, что примерно соответствует расчетным цифрам для "Новотелекома".

ЭР-Телеком

На самом деле, эта статья написана про ЭРТХ, а не как вы подумали.

Напомню уважаемым читателям другую "музыкальную" статью (да, в текущей музыки-то и нет) про субъект - Сюита Дома.RU. Статья была еще более нудная, чем текущая, но интересна сделанным выводом-прогнозом, который подтвердился. Вывод был примерно таким:

Займ по облигациям ЭРТХ, скорее всего, возьмет (оценка вероятности больше половины - процентов 70). Но займ уйдет в большей степени на погашение долгов Банку Москвы, где ставка по кредитам, получается, 13,5% годовых. На облигациях, если в ближайшее время не произойдет ничего очередного экстраординарного, будет ставка примерно 10% годовых, и еще процент-полтора будет тратиться на маркет-мейкеров и андеррайтеров. То есть, облигации будут выгоднее простого кредита.

Отсюда вывод - если ЭРТХ разместит облигации, то они будут вдвое активнее в части "захвата рынка", будут больше вкладывать в маркетинг. При этом, поскольку крупные города исчерпали рост АБ, то, скорее всего, они полезут в города третьего уровня и будут скупать мелких операторов.

Что вышло на самом деле:

Облигации ЭР-Телеком успешно разместил (для службы безопасности субъекта - информация из открытых источников!) сначала в июне на 3 млрд. и еще потом в декабре на 5 млрд.

Ошибка вышла в доходности (в стоимости денег для эмитента). Она почти ничем не отличается от банковского займа: цена первичного размещения (доходность) 13,16% годовых, текущие ориентиры по купону (доходности) 12,25% - 12,75% (12,63% - 13,16%).

И по кредиту ВТБ, следовательно, я также ошибся. Поскольку по итогам размещения существенная разница между стоимостью займа по облигациям и банковскому кредиту оказалась несущественной, то и особых изменений не произошло. И даже больше - суммы займов увеличились:

Кредиты и займы

В данном примечании представлена информация об условиях соответствующих соглашений по процентным займам и кредитам Группы.

	Валюта	Процентная ставка	Срок погашения	30 сентября 2016 г. (неаудировано) Номинальная стоимость	Балансовая стоимость	31 декабря 2015 г. Номинальная стоимость	Балансовая стоимость
Долгосрочные							
Обеспеченные банковские кредиты							
Банк ВТБ ПАО	рубли	11%-12,5%	июль 2020 года	17,396,951	17,396,951	14,294,049	14,294,049
МОСКОВСКАЯ БИРЖА ПАО	рубли	12,75%	июль 2019 года	3,000,000	2,989,035		
Райффайзенбанк АО	рубли	13%-13.41%	июнь 2019 года	440,820	440,408	-	-
Займы, выданные материнским предприятием	доллар США	7%		505,265	505,265	-	-
				21,343,036	**21,331,659**	**14,294,049**	**14,294,049**
Краткосрочные							
Обеспеченные банковские кредиты							
Банк ВТБ ПАО	рубли	11%-13.5%		2,764,800	2,764,800	1,285,200	1,285,200
Райффайзенбанк АО	рубли	13%-13.41%		200,000	199,424	-	-
АК Сбербанк РФ ПАО	рубли	13.5%-13.8%		-	-	10,990	10,990
Задолженность по процентам							
Райффайзенбанк АО	рубли			4,785	4,785	-	-
МОСКОВСКАЯ БИРЖА ПАО	рубли			90,120	90,120		
АК Сбербанк РФ ПАО	рубли			-	-	17	17
Проценты по займам, полученным от материнского предприятия				8,890	8,890	-	-
				3,068,595	**3,068,019**	**1,296,207**	**1,296,207**

Обратите внимание, что по займам в ВТБ ставки даже ниже, чем по облигациям (ПАО Московская Биржа). А еще был взят заем в Райффайзенбанке - 440 млн. рублей.

Краткосрочные обязательства также выросли - кредиторы те же. Кредитование в Сбере закрыто полностью.

Рост задолженности перед ВТБ объясняется следующим:

Группой заключен кредитный договор с Банк ВТБ ПАО с лимитом задолженности 27,000,000.

Кредитные обязательства по договору обеспечены:

Основное обеспечение:

- залог 75% акций + 1 акция в уставном капитале АО «ЭР-Телеком Холдинг», принадлежащих ЭР-Телеком Холдинг Лимитед (ER-Telecom Holding Limited);
- залог 99.73% акций в уставном капитале ОАО «ЭР-Телеком», принадлежащих АО «ЭР-Телеком Холдинг»;
- залог 100% доли в уставном капитале ООО «Перспектива», принадлежащих АО «ЭР-Телеком Холдинг»;
- залог 55% акций в уставном капитале ЭР-Телеком Холдинг Лимитед (ER-Telecom Holding Limited), принадлежащих PFIG Overseas Invest Holding Ltd.

Переданные в залог акции не котируются на активном рынке.

Утверждается, что кредитным договором с ВТБ еще и предусмотрено соблюдение Группой определенных финансовых показателей. Каких не раскрывается, но утверждается, что на 30 сентября 2016 года эти показатели выполнялись.

Рискну предположить, что в "финансовые показатели" входил, например, рост выручки, который, в связи с приобретением "Энфорты" и других, разумеется, произошел:

	Примечание	За девять месяцев, закончившихся 30 сентября 2016 года (неаудировано)	За девять месяцев, закончившихся 30 сентября 2015 года (неаудировано)
Выручка	8	20,534,070	16,461,317
Себестоимость		(12,730,356)	(9,576,350)
Валовая прибыль		**7,803,714**	**6,884,967**
Коммерческие расходы		(2,647,880)	(1,776,528)
Административные расходы		(2,537,154)	(1,585,406)
Прочие доходы		150,777	113,402
Прочие расходы		(610,636)	(626,436)
Результаты операционной деятельности		**2,158,821**	**3,009,999**
Финансовые доходы	9	259,903	96,229
Финансовые расходы	9	(1,734,056)	(1,432,712)
Чистые финансовые расходы	9	(1,474,153)	(1,336,483)
Доля в прибыли объектов инвестиций, учитываемых методом долевого участия	6	2,841	1,406
Прибыль до налогообложения		**687,509**	**1,674,922**
Расход по налогу на прибыль	10	(78,796)	(501,951)
Прибыль и общий совокупный доход за период		**608,713**	**1,172,971**
Прибыль, приходящаяся:			
Собственникам Компании		612,635	1,171,485
Держателям неконтролирующих долей участия		(3,922)	1,486
Прибыль и общий совокупный доход за период		**608,713**	**1,172,971**

Относительно аналогичного периода 15-го года, выручка Группы выросла на четыре с небольшим миллиарда рублей. Запомним эту цифру. Она нам пригодится.

Вряд ли этот рост органический - по рынку сумма могла увеличиться на какие-то единицы процентов. Один, может быть два. Максимум - пять. Но не на 24,7% точно.

Это результат приобретений других компаний, конечно же.

И нужно отметить, что не то чтобы эта сделка с Новотелекомом случилась ВНЕЗАПНО. ЭР-Телеком и ранее был довольно активен в слияниях-поглощениях в 2016-ом. Так в "ЭР-Телеком" в феврале была закрыта сделка по покупке оператора беспроводного доступа "Престиж-Интернет" - она же "Энфорта". В августе 2016 г. оператор стал владельцем иркутского интернет-провайдера "Корвет Телеком", работающего под брендом IRKnet в Иркутске, а также в городах Ангарск и Слюдянка Иркутской области. Еще в конце августа "ЭР-Телеком" завершил сделку по приобретению 100% петербургского оператора фиксированной связи "Вест Колл СПб", который, в свою очередь, держал петербургских интернет-провайдеров "Кредолинк" и "ИнфоЦентр" и рязанских "Энлинк Телекоммуникации" и "ИнТел".

В общем, ЭРТХ покупает и довольно активно.

По отчетности получается, что на покупку "Энфорты", "ИРКнэта" и "Вест Колла" в общей сложности ЭР-Телеком потратил более 7,1 млрд рублей:

	Примечание	За девять месяцев, закончившихся 30 сентября 2016 года (неаудировано)	За девять месяцев, закончившихся 30 сентября 2015 года (неаудировано)
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ			
Приобретение дочерних предприятий за вычетом имеющихся у них денежных средств	5	(7,102,763)	(296,482)
Приобретение неконтролирующих долей		(17,783)	-
Вложение денежных средств в дочерние предприятия держателями неконтролирующих долей участия		2	-
Дивиденды полученные		5,580	1,021
Приобретение объектов основных средств		(4,563,982)	(2,712,801)
Приобретение нематериальных активов		(323,301)	(87,622)
Поступления от продажи основных средств		4,236	4,122
Проценты полученные	9	86,095	96,229
Предоставление заемных средств		-	(15,000)
Чистый отток денежных средств от инвестиционной деятельности		(11,911,916)	(3,010,533)

И хоп!

Наши кейсы с расчетом стоимости Новотелекома схлопываются: получается, что потратив 7,1 млрд рублей на поглощения, ЭР-Телеком добился повышения консолидированной выручки по Группе на 4 млрд.

Следовательно, ЭРТХ покупает компании с коэффициентом 7,1 / 4 = 1,775 в среднем. Это по отчетности за 9 месяцев прошлого года. Следовательно, эту цифру необходимо немного подкорректировать - дополнительную выручку нужно сначала разделить на три (квартала), а потом умножить на четыре (чтоб получился годовой оборот). Тогда коэффициент покупки будет: 7,1 / (4/3*4) = 1,33.

А можно еще присовокупить полугодовой отчет, то есть без учета ИРКнэта и Вест-Колла, и попытаться получить стоимость Энфорты. Оставлю эту задачку любителям финансового инвестигейта. В качестве домашнего задания - кто-то может принять вызов?

И снова вернемся к цифрам Новотелекома с учетом полученных знаний:

Оборот без малого в 1,5 млрд. рублей умножаем на коэффициент 1,33 и получаем примерно 2 млрд. рублей. А стоимость абонента тогда вычисляется в цифру 12,5 тыс. рублей, которую я считаю довольно похожей на реальность.

Ну, или поправьте меня.

В конце, по традиции, тематическая гифка, где танцуют все!