Rostelecom: a strong financial growth олсо бенефитед

По сложившейся русской традиции, отчет о деятельности компаний за четвертый квартал предыдущего года публикуется в середине второго квартала текущего. Мегателеком не подкачал и объявил аудированные результаты деятельности по данным консолидированной отчетности по стандартам МСФО за IV квартал и 2011 год ровно 27 апреля 2012 года. Последний из "большой четверки".

Дио прэзыдэнт Блаттэр, колигз оф зэ эгзэкутив комитИ.
Лец ми спик фром май харт ин инглиш.
Виталий Леонтьевич Мутко,
министр спорта, туризма и молодёжной политики Российской Федерации.

В конце 2010 года была введена мода на плохой английский. Началось все с выступления министра спорта Мутко на каком-то заседании по поводу проведения футбольного мундиаля в России. Поскольку данный экспириенс оказался удачным - дио прэзыдэнт Блаттэр согласился, что Россия может провести чемпионат Мира в 2018 году. Многие менеджеры взяли на вооружение с детской непосредственностью читать с бумажки английские слова, написанные транслитом. Мегателеком не стал исключением и в декабре 2011 года было выпущено эпичное видео, которое я просто оставлю здесь:

В видео, собственно, есть анонс того, как Ростелеком планирует отчитаться по итогам 2011 года - нужно в упор не замечать проблем, называть посредственный рост "великим достижением" и выдавать сделки по поглощению за органический рост.

Так оно и вышло. Целиком с отчетом можно ознакомиться здесь, а заглавное фото прислал @mmukin - это Столица, вид на рекламную конструкцию субъекта исследования с Кадашевской набережной.

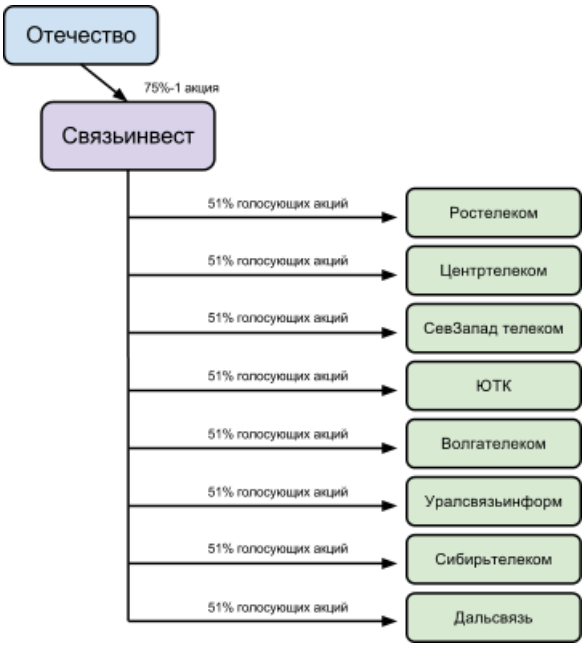
Аур шэрехолдерз

Начать свое изложение отчета хочется с результатов мероприятий по объединению МРК и Ростелекома в единую компанию, более известную как "национальный чемпион" или принятого названия на страницах Нага - Мегателекома.

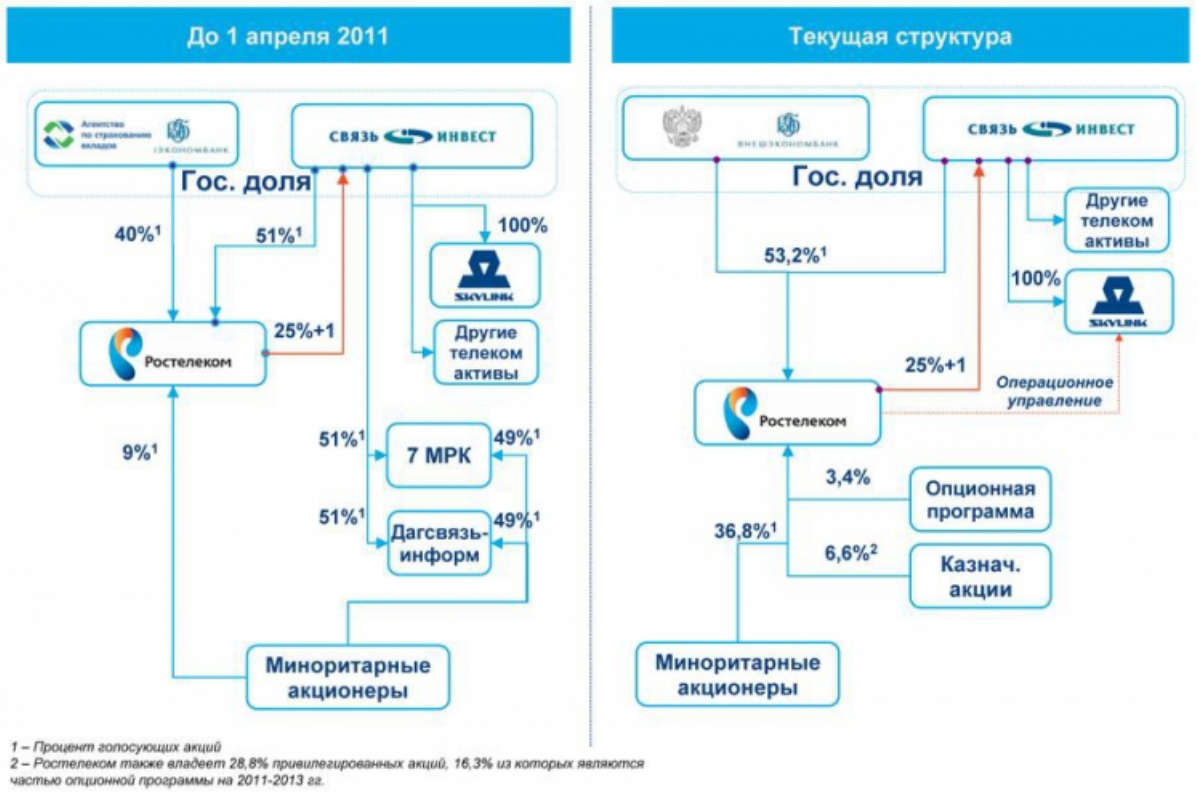
Напомню историю вопроса.

В начале, до лихих девяностых, существовало министерство связи СССР. 26 декабря 1991 года, министерство было ликвидировано, а все активы были переданы в министерство связи России. Потом, за 20 лет, много чего случалось - министерство два раза расформировывали и три раза переименовывали, но главным объектом управления был и пока есть холдинг Открытое акционерное общество «Инвестиционная компания связи» - он же "Связьинвест", который владел практически всей связной инфраструктурой Федерации.

Но с тех пор много воды утекло - Связьинвест пытались приватизировать, продавали блок-пакет Соросу, выкупали акции назад, разукрупняли региональные "электросвязи" и объединяли их в "Межрегиональные компании связи". И, вот, к 2008 году сформировалось примерно следующее положение дел:



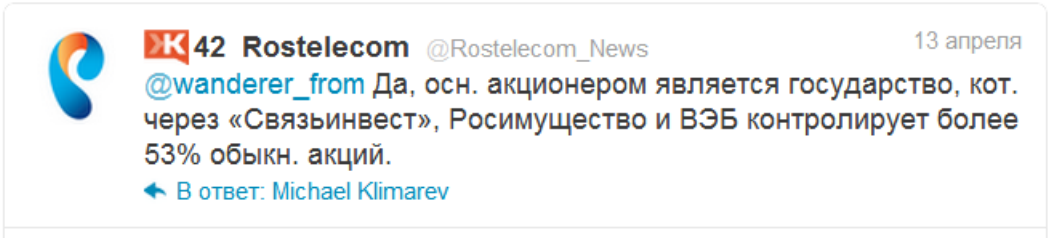
Разумеется, это очень упрощенная структура. Но эта схема будет важна нам в дальнейшем. Итак, долго ли коротко, но решил как-то в 2009 году главный бенифициар (очень мне нравится это слово - это как бы владелец, и при этом как бы никто) в виде Отечества провести реорганизацию своих активов. Зачем это нужно было - не суть. Суть в том, что в настоящее время на сайте Ростелекома в разделе "Реорганизация компании" есть вот такая примечательная схема:



По просьбе официального твиттера ОАО "Ростелеком" - ничего не придумывать, я не стал рисовать свою схему "ДО и ПОСЛЕ":



И воспользовался совершенно официальной информацией о структуре акционеров с сайта, подкрепленной опять таки твиттером (ох, и достал я наверное коллег своими придирками):



Из чего сделал вывод, что государство через Связьинвест и прочие близкие структуры имеет "более 53%". Обращаю ваше внимание на первую самопальную схему, которую, надеюсь, официальный твиттер @Rostelecom_News и еще более официальный @IR_Rostelecom отрицать не будут: ДО реорганизации ОАО "Связинвест" владел контрольными пакетами голосующих акций семи МРК и собственно Ростелекома. А после реорганизации получилась такая таблица (скриншот с офф-сайта):

Акционеры, владеющие 2% и более уставного капитали либо обыкновенных (голосующих) акций Компании (в т.ч. номинальные держатели):

	Доля в уставном капитале	*Доля в обыкновенных акциях*	*Доля в привилегированных акциях*
Акционеры			
ОАО "Связьинвест"	40,07%	43,37%	0,00%
Российская Федерация в лице Росимущества	6,86%	7,43%	0,00%
Внешэкономбанк	2,26%	2,45%	0,00%
ООО "Мобител"	7,01%	6,55%	12,55%
Номинальные держатели			
НКО ЗАО "НРД"	13,12%	11,66%	30,84%
ЗАО "ДКК"	9,49%	9,04%	14,98%
ИНГ Банк (Евразия) ЗАО	5,05%	5,11%	4,22%
ЗАО "Ю Би Эс Номиниз"	3,33%	3,61%	0,00%
ОАО "Сбербанк России"	2,38%	2,54%	0,47%
ЗАО КБ "Ситибанк"	1,31%	1,26%	1,95%
ОАО "Газпромбанк"	1,24%	0,00%	16,29%

Т.е. у Связьинвеста осталось 43,37% в обыкновенных (голосующих) акциях. Вам не кажется, что уравнение kA + kB = k(A+B) где-то потеряло смысл? Смотрите:

0,51*РТК + 0,51*ЦТК + 0,51*СЗТК + 0,51*ЮТК + 0,51*ВолТК + 0,51*УСИ + 0,51*СибТК + 0,51*ДСВ = **0,4337** (РТК+ЦТК+СЗТК+ЮТК+ВолТК+УСИ+СибТК+ДСВ)

Смысл нарушения распределительного закона умножения относительно сложения (4 класс средней школы) в конвертации привилегированных (не голосующих) акций в обыкновенные - все префы МРК были конвертированы в обычки Ростелекома по хитрому курсу. При этом префы собственно Ростелекома никуда не конвертировались. А цель математических фокусов - размытие доли Связьинвеста (а за ним и Отечества) в голосующих акциях объединенного Ростелекома. Надо признать, что вся операция была проведена блестяще - запутаны были все. И как бы и контроль за Отечеством остался, и как бы изначальная доля размыта в пользу "неустановленных лиц".

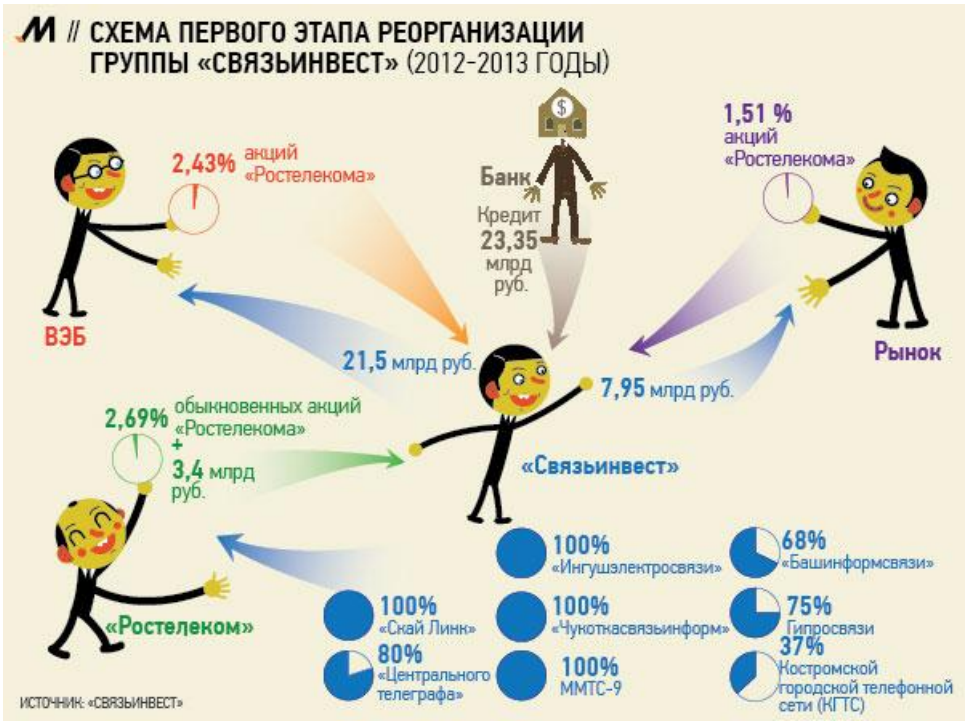
Недостающие же до указанных "более 53%" акции, то Росимущество и Внешэкономбанк получили от Агентства по страхованию вкладов, которое, в свою очередь, получило акции в процессе санации обанкротившегося банка "КИТ-Финанс". Всего было куплено порядка 40% акций Ростелекома ДО слияния по ценам сильно выше рынка и, например, если сейчас эти акции продать, то незадачливые акционеры от государства понесут какие-то колоссальные убытки. Вот тут есть некоторые подробности.

ООО "Мобител" - является 99,99% дочкой ОАО "Ростелекома"" и на нее были списаны акции, которые были выкуплены у акционеров во время реорганизации. 6,55% голосующих бумаг - это те самые люди, которые не поверили в смысл объединения и в соответствии с законом подали заявление о выкупе акций по ценам, установленным в процессе реорганизации. Кстати, если бы менеджмент Ростелекома не применял лакуны в законе "Об акционерных обществах" и не передал бы эти акции в

дочернюю организацию, то пришлось бы эти акции погашать (аннулировать) или продавать на открытом рынке, что привело бы к тому, что доля Связьинвеста, ВЭБ и Росимущества сократилось бы еще.

По Гамбургскому счету, сделка по объединению всех активов Связьинвеста еще не завершена: остались вопросы в перекрестном владении акциями, опцион на выкуп тех самых процентов у ВЭБ и Росимущества, активы Связьинвеста, которые не вошли в "национального чемпиона" и еще с десяток оставшихся хвостов, которые так или иначе надо разрешать.

Маркер, например, считает, что разрубание гордиева узла перекрестного владения и собирания разрозненных активов обойдется "чемпиону" в сумму 119 млрд. рублей и приводит вот такую схему:



При этом Связьинвесту необходимо аккумулировать неслабые деньги для поддержания ежегодных платежей по залогам и кредитам, а поскольку СВИ решительно не занимается никакой производственной деятельностью, то единственным источником поступления денежных средств является... сам Ростелеком, который платит дивиденды по акциям. Дивиденды, как посчитал Маркер, должны составлять не менее 10 млрд. рублей. Именно по этой, безусловно, важной причине, Ростелекому в ближайшие 8-10 лет придется изыскивать чистую прибыль, чтобы платить эти самые дивиденды. Иначе...

Впрочем, в 2011 году Мегателеком с поставленной задачей справился и увеличил чистую прибыль аж в полтора раза, но об этом в следующей главе.

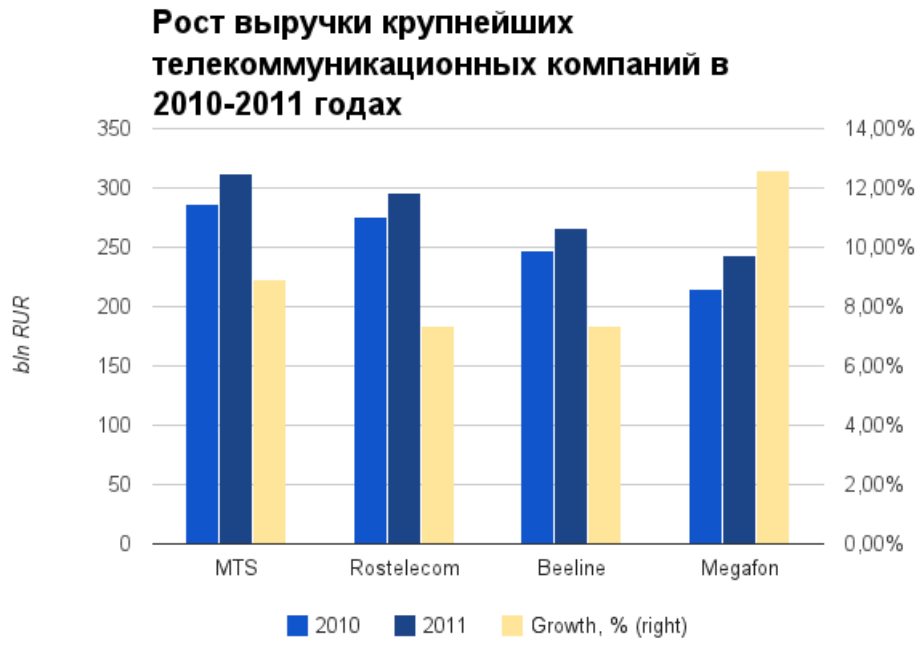
Э стронг финаншенэл гроуз

Главный финансовый директор ОАО "Ростелеком" Антон Хозяинов так отрекомендовал финансовые результаты компании за прошедший год:

«Цифры говорят сами за себя: выручка по итогам ушедшего года выросла на 7%, OIBDA - на 11%. Чистая прибыль возросла на 47% и достигла 46,1 млрд. рублей, что является самым высоким показателем в секторе. Сохраняется комфортный уровень преимущественно рублевого долга, активно растет абонентская база пользователей ШПД и подписчиков платного ТВ».

Оставим последний пассаж про активный рост абонентской базы (зачем финансовый директор хвастается натуральными показателями, если его работа - деньги?) и подробнее рассмотрим цифры "сильного роста" и причину их возникновения.

Итак, выручка. Для начала сравним цифры роста по аналогичным показателям для операторов "большой четверки". Почему четверки? Потому что сравнивать надо сравнимое, и именно "большая сотовая тройка" является основным конкурентом Мегателекома на рынке услуг связи. Остальные игроки, мягко говоря, не дотягивают до объемов и масштабов Ростелекома и ближайший к четверке игрок (Трансстелеком) уступает по выручке любому игроку Б4 на порядок. Поскольку недавно анализ деятельности "Птицы-тройки" уже производился, цифры у нас имеются:



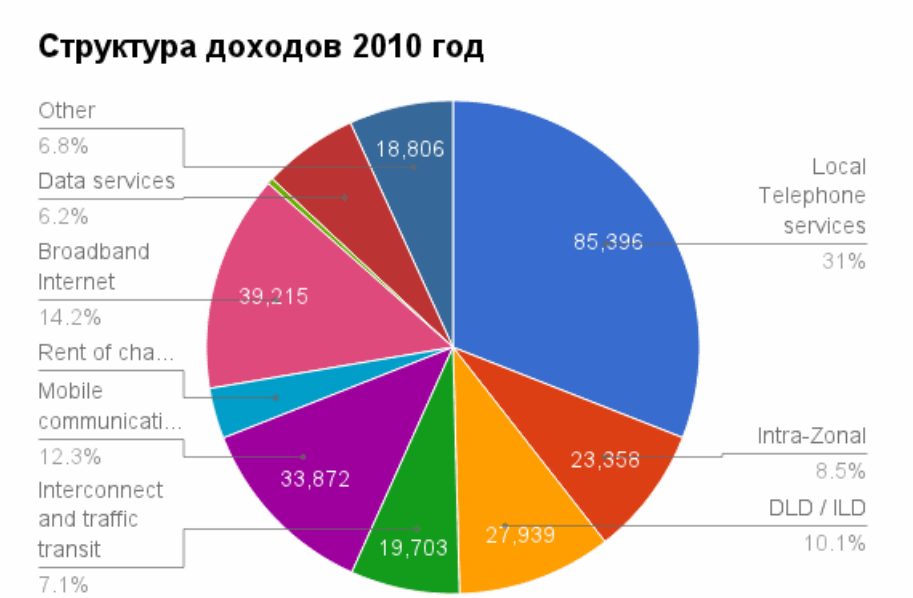
Т.е. рост выручки на 7,36% вполне себе средненький результат - меньше только у Билайна, который показал 7,33% роста выручки по отношению к 2010 году. МТС выросла на 8,91% а Мегафон лидер по росту - целых 12,57%.

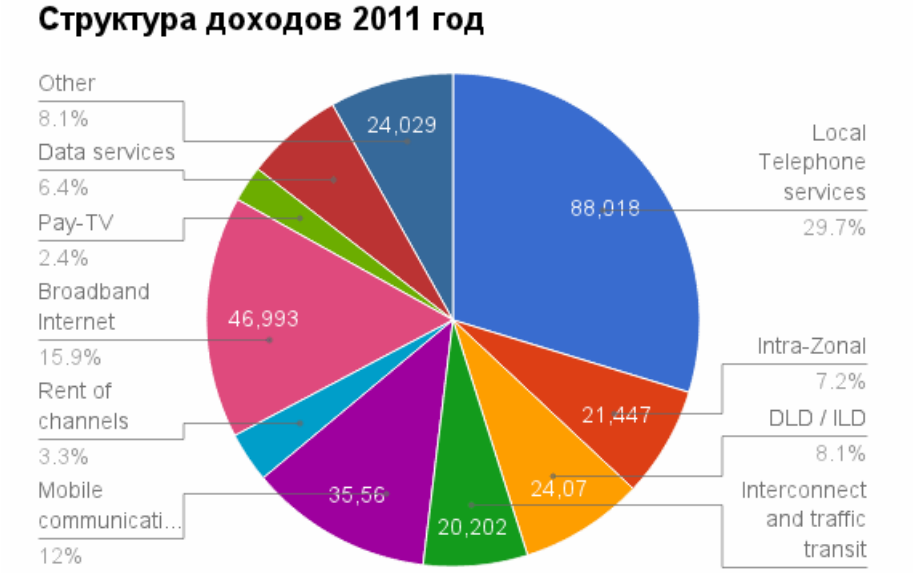
Что касается собственно объемов выручки, то Ростелеком вовсе не лидер рынка, отставая от МТС по годовому доходу на 15,9 млрд. рублей. При этом, если, например, Мегафон сохранит темпы роста, то у него есть шансы "догнать и перегнать" "национального чемпиона".

Справедливости ради, хочу отметить, что темпы роста у Ростелекома все же выросли:



По сравнению с 2008 и 2009 годами выручка растет более заметно. Но попробуем разобраться за счет чего. Вот структура выручки Ростелекома за 2010-2011 годы:

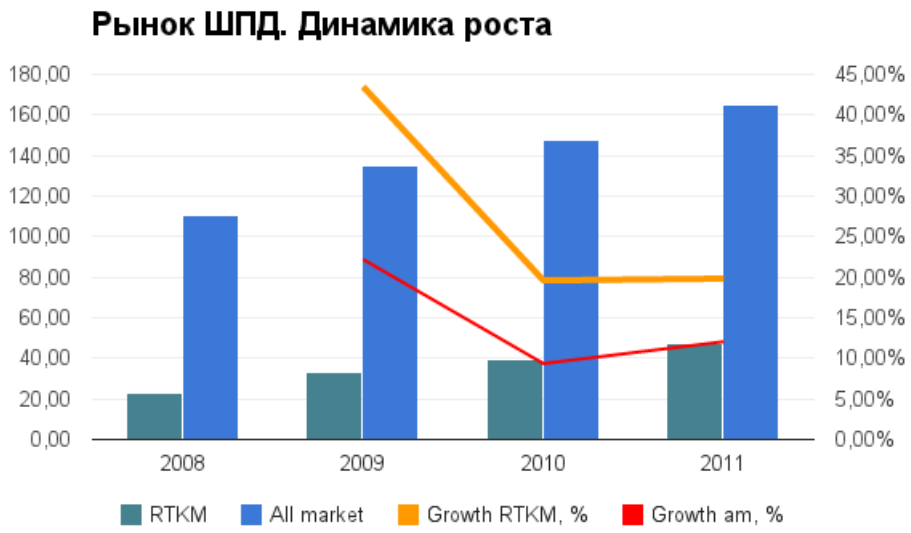




И видим, что основным драйвером роста были услуги ШПД (Broadband Internet), услуги кабельного телевидения (Pay-TV которые в 2010 году вообще были незаметны в структуре), да статья доходов с загадочным названием "Other", в которую, как оказалась, включили "сдачу в аренду инфраструктуры и оказание услуг по проекту "Электронное правительство".

По традиционным для Ростелекома и МРК услугам в виде ТфОП (Local telephone services), зоновой связи (Intra-Zonal) и МГ/МН (DLD/ILD) доля доходов снизилась с 49,57% до 45,11%. Причем, Мегачемпион снизил выручку по этим направлениям на 3 млрд. рублей. Сотовая связь в деньгах не пострадала, но доля этих услуг в общей выручке компании все же снизилась с 12,3% до 12%.

Примечательно то, что на рынке услуг ШПД Ростелеком все же действительно добился впечатляющих успехов - доходы в этом секторе выросли на почти 20% (19,83%, если быть точным).



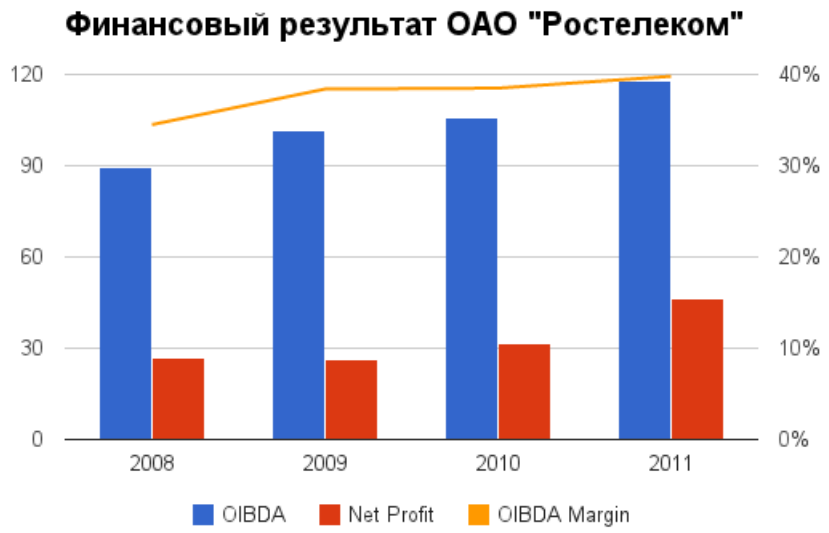
При этом рынок в денежном выражении вырос на 12% (стоит отметить, что для оценки рынка использовались данные Минкомсвязи по строке "Документальная электросвязь", что, пожалуй, не совсем правильно - используем эти данные только в качестве ориентира). Как уже публиковалось на Nag - Ростелекому за год удалось отвоевать два процента рынка фиксированного ШПД:





Энд озэр профит

Еще один пункт, которым гордится топ-менеджмент Ростелекома - рост показателя OIBDA, рентабельности по OIBDA и, самое главное - полуторный по отношению к прошлому году рост чистой прибыли. Взглянем на график:



На самом деле, в размерах OIBDA Ростелеком имеет вполне себе средние для рынка показатели. У любого из "большой тройки" этот показатель не только сопоставим, но и выше, а рентабельность (OIBDA Margin) менее 40% вообще считается неприличной. Один только показатель имеет действительно выдающийся рост - это рост чистой прибыли. В 2011 году менеджеры Ростелекома совершили невероятное, увеличив Net profit конторы до рекордных 46,1 млрд. рублей.

Я не сразу понял, где зарыта собака. А ответ оказался прост: при общем росте доходов на 7% - расходы выросли только на 5%. Больше всего пострадали расходы на персонал, которые никак не выросли с 2010 года и каким-то волшебным способом были снижены амортизационные затраты.



А поскольку зарплата является самой большой статьей операционных затрат и получился следующий эффект.



Вообще, складывается впечатление, что где-то есть несоответствие цифр. Я не смог обнаружить признаков того, что расходы поглощенной "НКС" вошли в отчеты Ростелекома. Доходы и абонентская база точно вошли - чуть ли не на каждой странице пресс-релиза есть тому свидетельства: рост абонентской базы ШПД и особенно платного телевидения в 6 (шесть) раз. Но признаков того, что расходы, связанные с деятельностью НТК и других поглощенных компаний, как-то повлияли на общие расходы Мегателекома, я не обнаружил. То ли объемы расходов столь не значительны, что потерялись на фоне миллиардов, то ли персонал в РТК был столь неэффективен, что поглощенные компании даже улучшили эти показатели. Загадка.

Цель загадки просматривается в том, что как уже говорилось в начале статьи - нужно собирать чистую прибыль для выплаты дивидендов акционерам, которым необходимы деньги для обслуживания кредитов на покупку акций при объединении.

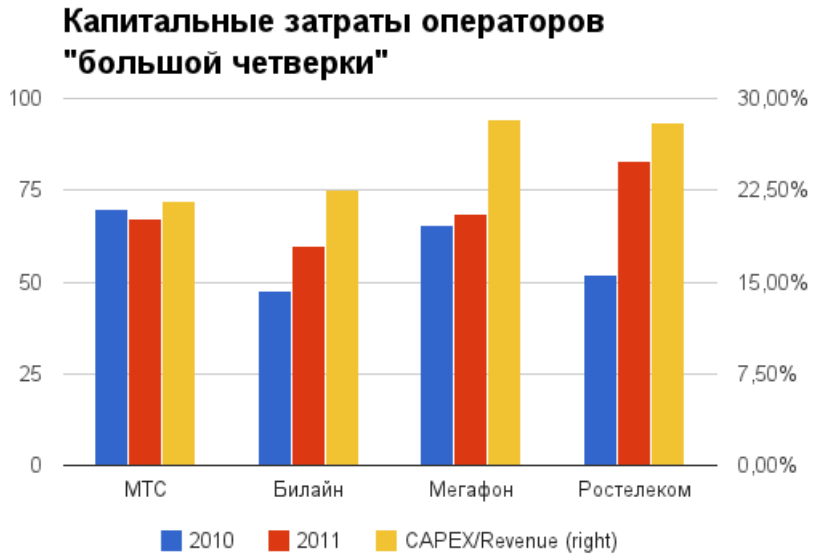
Вот, например, последний пресс-релиз относительно "рекомендаций по дивидендам по итогам 2011 года":

> *Совет директоров рекомендовал Годовому общему собранию акционеров Общества утвердить распределение прибыли ОАО «Ростелеком» по результатам 2011 года следующим образом:*
>
> *1. на увеличение собственного капитала Общества в размере 17 599 481 тысяча рублей или 54,05% от чистой прибыли за 2011 год по РСБУ;*
>
> *2. на выплату дивидендов по итогам 2011 года по акциям Общества в размере 14 961 559 тысяч рублей или 45,95% от чистой прибыли за 2011 год по РСБУ1 (что составляет 32,48% чистой прибыли за 2011 год по МСФО[2]), в том числе:*
>
> *· выплатить дивиденды за 2011 год по привилегированным акциям типа А Общества в денежной форме в размере 4,6959 рубля на одну акцию или 3,5% от чистой прибыли РСБУ на все привилегированные акции типа А (что составляет 2,48% чистой прибыли за 2011 год по МСФО).*
>
> *· выплатить дивиденды за 2011 год по обыкновенным акциям Общества в денежной форме в размере 4,6959 рубля на одну акцию или 42,45% от чистой прибыли по РСБУ на все обыкновенные акции (что составляет 30% чистой прибыли за 2011 год по МСФО).*

ЧТД. Увеличение собственного капитала - это компенсация приобретенных акций. Иначе невозможно, ибо прибыль исключительно бумажная по переоценке активов. А реальные деньги практически в полном объеме пускаются на выплату дивидендов, причем, основная масса - на обыкновенные акции.

И, кстати, общий долг ОАО "Ростелеком" на 31 декабря 2011 года составил 152,4 млрд. руб. - это примерно 1,3 того самого OIBDA, достаточно много. Особенно на фоне конкурентов большой тройки. Особенно, если долги за год выросли на 152,4 - 119,8 = 32,6 млрд.рублей или на 27,1%.

Капитальные вложения в 2011 году достигли 82,8 млрд. рублей и за год выросли на 60%. Вот сравнительные данные по "большой четверке":

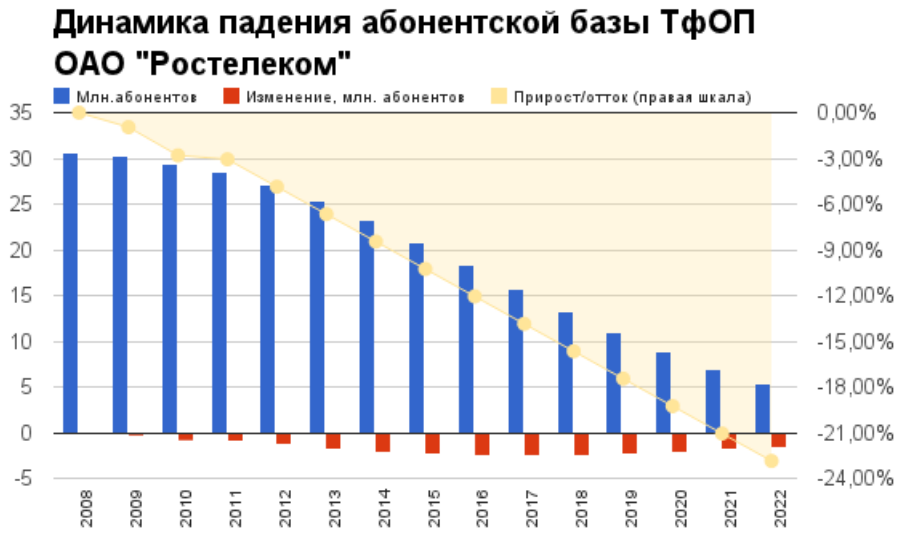


Действительно, CAPEX РТК побольше будет, чем у любого оператора-конкурента. Но при этом Мегафон тратит на развитие несколько больше (желтый столбец, правая шкала) в процентном отношении от общего дохода за год.

Э лидер рашен оперейтед

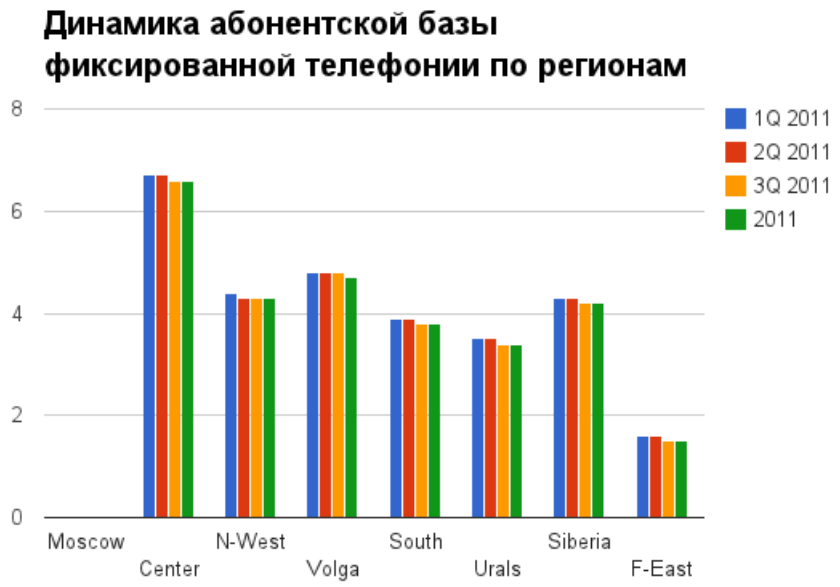
За 2011 год "национальный чемпион" потерял почти миллион абонентов фиксированной связи. Похоже, что процесс оттока в данном секторе стал необратим, что и предсказывалось в одной из статей серии RIP PSTN.

Я продолжил временной ряд для динамики оттока абонентов fixed-line subscribers и вот что получилось:



Начиная с 2012 года на графике - прогноз. Притом, что отток в 2011 году составил 900 тыс. абонентов (я ожидал 1,2 млн.) и продолжения тенденции увеличения оттока на 1,5% в год, то в 2012 году отток составит 1,2-1,4 млн. абонентов. Ну, точно, не меньше миллиона.

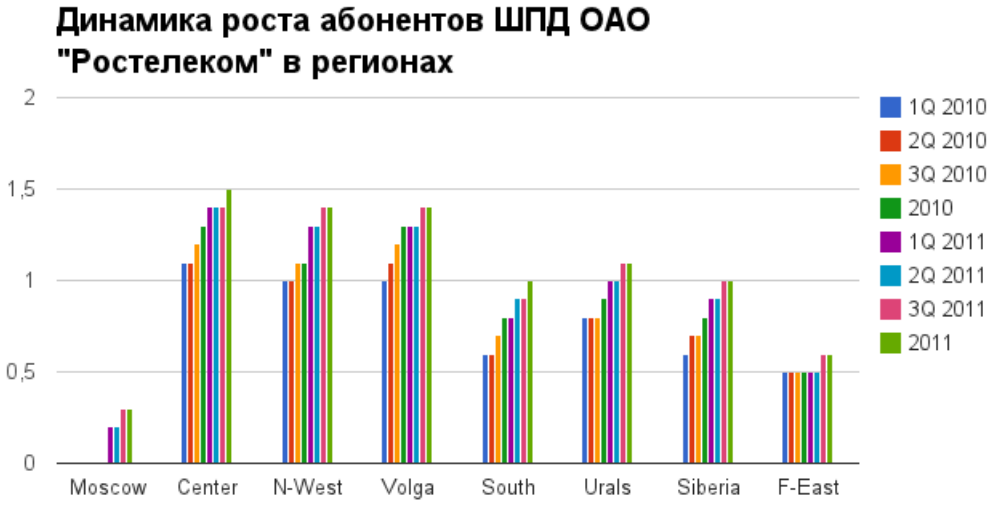
Ошибка была связана с тем, что отток оказался неравномерным в разных регионах - digital gap и степень развития телекоммуникационной инфраструктуры оказались более влиятельными факторами.



Более всего от оттока пострадал Урал, где абонентская база снизилась на 231 тыс. или на 6,4% - и здесь мои сведения оказались достаточно точными. Следующим оказался Дальний Восток - минус 65 тыс. или 4,1%. Менее всего абонбаза пострадала на Юге страны (-105 тыс или 2,7% АБ) и почему-то Центр - минус 79 тыс. или 1,3% АБ. На Волге расстались с квартирными телефонами 183 тыс. абонентов (3,8%), а в Северо-Западном регионе - минус 130 тыс. или ровно 3% абонбазы.

Если рассматривать предположение американских коллег, что экономическая целесообразность оказания услуг ТфОП находится в пределах 6% населения, то при сохраняющихся темпах оттока фиксированная телефония Ростелекома как бизнес перестанет существовать уже в 2020 году - т.е. мой прогноз сдвигается с 2027 года на семь лет. Отставание от США при этом будет всего два года.

Ну, и еще один интересный график - рост абонентской базы Ростелеком в секторе Интернет-ШПД:



Как видно, органический рост имеет место быть на Урале, в Сибири, на Юге и, пожалуй, в Центре. Московский рынок ШПД Ростелеком открыл в связи с покупкой НКС - абоненты там появились только в 1 квартале 2011 года. Дальний Восток начал расти только в третьем квартале 2011, Северо-Запад резко подрос в 1 квартале 2011, что тоже свидетельствует скорее о "покупном", чем органическом характере роста абонентской базы.

Саммэри квотэ

И вот так оценивают акционеры всю деятельность Мегачемпиона с начала открытия торгов акциями объединенного Ростелекома на ММВБ 20 мая 2011 года:

ММВБ Акции **Ростел -ао**



Как-то не верят особо акционеры в Мегачемпиона...