Гипножаба Ростелекома

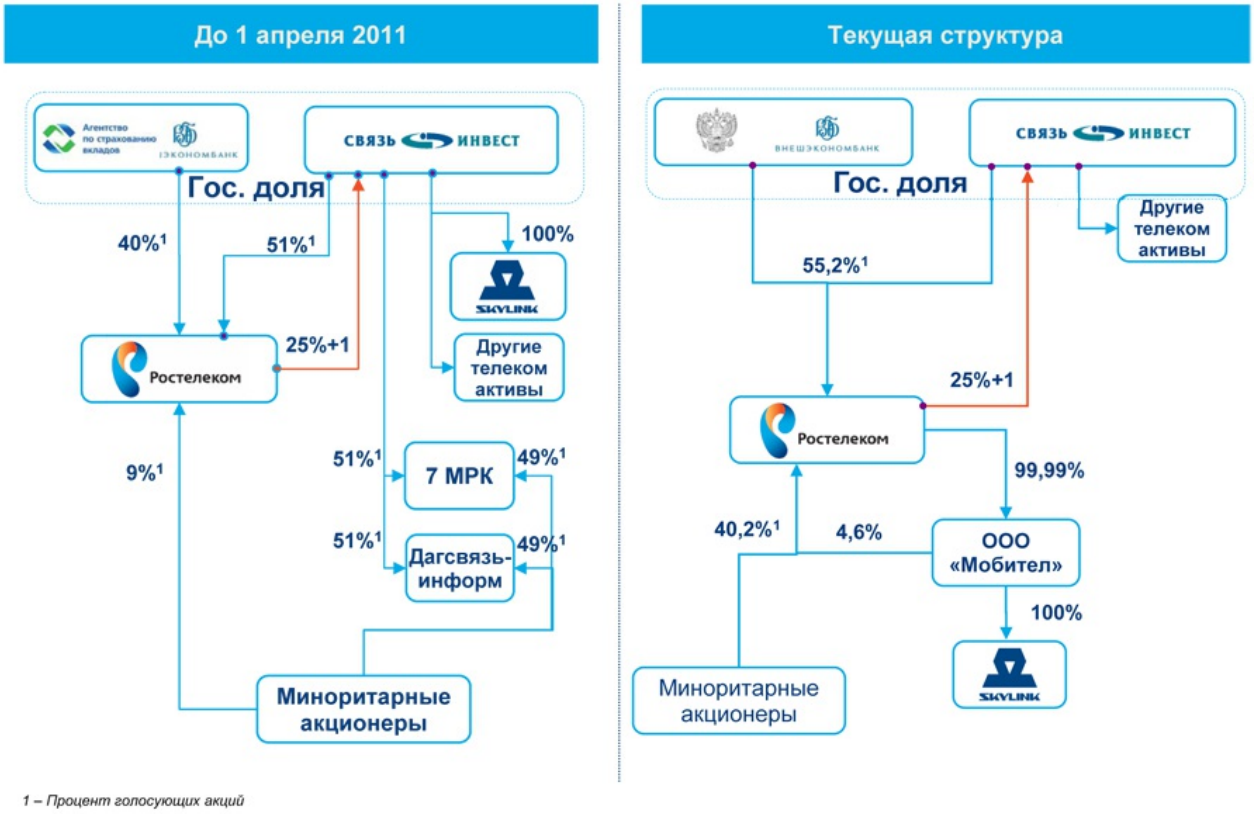
Аналитические опусы, посвященные разбору финансовой деятельности компаний, жанр не самый благодарственный со стороны широкой аудитории. Но мое мнение в том, что писать об этом важно и нужно. Профессионалы рынка должны оценивать тенденции, а читатели “интересующиеся” - понимать процессы.

Для начала, хочу сделать оговорку, имеющую значение при эмоциональной оценке материала лицами причастными. У меня лично нет никакой ненависти к компании ОАО "Ростелеком". Все возможно резкие высказывания - это издержки жанра. Дело в том, что "ширнармассы" просто не станут читать бухгалтерские документы с таким же интересом, как "исповеди обманутого абонента", в силу скучности и специфичности предлагаемого чтива. Это ж не детектив. Посему, я стараюсь придать своим статьям больше эмоциональности и больше оттенков желтого - моя личная мотивация (чувство собственного величия, если угодно) заключается в счетчике прочтений. Чем больше цифра на счетчике, тем более я удовлетворен. А иначе не писал бы. :)

Но, тем не менее, опираюсь я всегда на факты.

В компании Ростелеком работают в большей своей массе замечательные люди, которые делают замечательное дело - организуют связь по всей огромной стране. Но есть неприятный момент - ряд методов, который используется рядом отдельных менеджеров сей большой и уважаемой компании, вызывает вопросы и недоумение. Вот именно недоумение я и описываю, как умею.

И самое главное недоумение вызывает собственно факт объединения МРК, которое, уже можно констатировать, не принесло пользы ни компании, ни рынку услуг связи. Точнее, понять "зачем" это сделано было можно. Но именно, что не для пользы компании, рынка, потребителей и акционеров. В число последних, надо сказать, входит и Отечество. И в довольно больших масштабах - по крайней мере, утверждается, что 55,2% принадлежит Российской Федерации.



Аплодирую автору схемы - как ловко нарисована потеря Связьинвестом почти 10% доли владения в Ростелекоме. Чуть ниже есть таблица реального распределения акционерного капитала.

И обратите внимание на "петлю перекрестного владения" дочерней ООО "Мобител" (мне очень интересно, кто владеет 0,01% в ООО?) 4,6% ОАО Ростелеком. Это фактически казначейские акции, которые возникли при выкупе акций в процессе объединения. По закону, эти акции должны быть погашены, но тогда Отечество фактически потеряет контрольный пакет. Бомба перекрестного владения взорвется рано или поздно, а пока идут дебаты о последующей приватизации конторы.

Или вот так это выглядит со стороны реестра акционеров:

Структура акционерного капитала Компании на 31 декабря 2012 года

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
	руб.	%	%	%
Акционеры				
ОАО «Связьинвест»	3 332 279,7350	41,84%	45,29%	0,00%
Российская Федерация в лице Росимущества	546 551,4925	6,86%	7,43%	0,00%
Внешэкономбанк	180 032,7625	2,26%	2,45%	0,00%
ООО «МОБИТЕЛ»	417 297,8400	5,24%	4,64%	12,55%
Номинальные держатели				
НКО ЗАО «НРД»	1 721 137,3375	21,61%	18,67%	57,27%
ИНГ Банк (Евразия) ЗАО	431 679,7650	5,42%	5,49%	4,61%
ЗАО «Ю Би Эс Номиниз»	265 374,5150	3,33%	3,61%	0,00%
ОАО «Сбербанк России»	297 215,2900	3,73%	4,00%	0,47%

По состоянию на 31 декабря 2012 года Российская Федерация в лице Росимущества владеет 218 620 597 обыкновенными акциями Компании. Российская Федерация не обладает специальным правом («золотой акцией») на участие в управлении Компанией.

Структура владельцев акций Компании по категориям:

	Количество зарегистрированных в реестре лиц	Доля в уставном капитале	Доля в обыкновенных акциях	Доля в привилегированных акциях
Юридические лица:	749	93,83%	94,63%	84,64%
Резиденты	651	93,75%	94,55%	84,05%
Нерезиденты	98	0,07%	0,08%	0,01%
Физические лица:	158 050	6,17%	5,37%	15,94%
Резиденты	157 807	6,16%	5,35%	16,89%
Нерезиденты	243	0,02%	0,01%	0,05%

При объединении МРК и РТК в Мегачемпиона прогнозировалось, что капитализация компаний вырастет с 7 млрд. долларов до минимум 14 миллиардов. На деле же, можно наблюдать следующую картину котировок:



Т.е. капитализация с момента начала биржевых торгов объединенной компании, упала почти в два раза - с 463 млрд.рублей на середину августа 2011 года, до 244 млрд.рублей (я несколько раз переписывал эту цифру и переделывал график) на момент написания статьи… есть мнение, что это

еще не конец.

Это очень низкая капитализация, хотя бы потому, что она меньше годового оборота компании. Для примера, сравнение с другими операторами:



Или вот так, по версии РБК:

	Cap, млн.$	P/E	P/S	ROS, %	EV/EBITDA
Ростелеком	**8 516.4**	**7.38**	**0.81**	**10.91**	**4.77**
МГТС	1 201.8	3.65	1.03	28.35	-
МТС	16 147.8	16.03	1.30	8.10	-
МегаФон	19 310.3	13.21	2.15	16.30	7.04
Вымпелком ОАО	-	-	-	14.23	-
Среднее по отрасли	**45 450.8 ***	**12.70**	**0.98**	**12.45**	**4.91**

* сумма по отрасли

Тот самый показатель "капитализация/оборот" - это P/S (price/sales). Как видно, у РТК самый низкий показатель "по отрасли".

Причины тому фундаментальные и попробуем их объяснить.

На одесском рынке:
— Скажите, чем вы кормили свою курицу?
— А зачем это вам?
— Я тоже хотела бы так похудеть!

Начнем с рассмотрения финрезультатов Мегателекома по версии РСБУ. Хочу сразу уточнить, что "российские стандарты бухгалтерского учета" - вещь настолько же беспощадная, как и "вертикаль власти". В том смысле, что "стандарт" и "план счетов" нужен только Отечеству и только для целей налогового обложения. При этом Отечеству сугубо сиренево, как отчетность соотносится с реальным ведением финансового отчета.

А результат по РСБУ у Ростелекома такой:



Стабильности, как говорится, нет. Это относительно результатов работы компании в четвертом квартале прошлого года. Впрочем, объяснение этому факту (отчетность уже по МСФО, которая имеет смысл) Ростелеком предоставил:

Основные показатели эффективности деятельности*

Наименование показателей	Единицы измерения	2011	2012	2012/2011 %
Маржа по операционной прибыли	%	20,0	16,8	-
Маржа по чистой прибыли	%	14,1	11,0	-
Себестоимость 100 руб. выручки	руб.	80	83	4,0
OIBDA	млн. руб.	117 713	118 554	0,7
OIBDA маржа	%	39,0	36,9	-
Выручка на работника**	млн. руб.	1,8060	1,9244	6,6
Чистая прибыль на работника**	млн. руб.	0,2548	0,2111	-17,1

* *динамика показателей рентабельности обусловлена эффектами от активного развития мобильного направления в регионах строительства 3G+ сетей в 4 квартале 2012 года, увеличения доли быстрорастущих, но менее рентабельных, чем традиционные, сегментов выручки, создания резервов по компенсациям сотрудникам в рамках оптимизации административного персонала, запланированной на 2013 год.*

** *при расчете показателя используется среднесписочная численность работников, включая внешних совместителей, за отчетный период*

(отвлекаясь немного от нити повествования, отличный бенчмаркинг для конкретного оператора связи можно сделать по двум показателям: “выручка на работника” и “чистая прибыль на работника”)

Однако эффективность работы Мегачемпиона очень сильно зависит от "развития и регионального строительства", а также "увеличения доли быстрорастущих, но менее рентабельных чем традиционные, сегментов выручки".

И поскольку растут затраты, падают прибылЯ, а света в конце тоннеля вовсе не видно, то акционеры продолжают "сливать" ценные бумаги "Национального чемпиона". Тем более что и дивиденды по итогам 2012 года будут ниже, чем год назад:

на выплату дивидендов по итогам 2012 года 8,17 млрд. рублей или 25,00% от чистой прибыли за 2012 год по РСБУ (что составляет 23,18% чистой прибыли за 2012 год по МСФО), в том числе:

1. 4,1022 рубля на одну привилегированную акцию типа А (всего дивидендные выплаты по акциям данного типа составят 3,05% от чистой прибыли РСБУ или 2,83% чистой прибыли за 2012 год по МСФО)

2. 2,4369 рубля на одну обыкновенную акцию (всего дивидендные выплаты по акциям данного типа составят 21,95% от чистой прибыли РСБУ или 20,35% чистой прибыли за 2012 год по МСФО).

В 2011 году на все типы акций было начислено по 4,6959 рубля.

И из последних новостей "света" действительно не видно. Хотя бы из того, что пошел процесс отлучения "Ростелеком" от груди Отечества в виде "единственного поставщика", причем, несколько

ранее определенного распоряжением правительства срока - "до 2014 года".

Позволю себе напомнить, что в 2012 году, ОАО "Ростелеком" получил 13 млрд.руб. за проведение "Интернет-трансляции" выборов президента. Это ни много, ни мало, но почти 5 (пять) процентов всей выручки. Еще порядка 40 млрд. рублей Ростелеком извлекает из продаж своих услуг государственным структурам, из которых конкретно по строке "Электронное правительство" можно выделить 1,25 млрд. рублей (в среднем 15 млн. рублей на каждый из 83 Субъектов Федерации), но на самом деле, по этой строке проходит порядка 4 млрд. рублей в год.

Но посмотрим на структуру доходов, которую ОАО "Ростелеком" раскрывает в годовом отчете:

Структура выручки по группам клиентов

	2011 млн. руб.	2012 млн. руб.
Физические лица	165 634	162 493
Юридические лица	69 555	69 015
Бюджетные организации	34 484	53 452
Операторы	31 821	36 291

Обращаем внимание, что доходы от основной коммерческой деятельности компании падают. От физиков на почти 2% и от юрлиц - на почти процент. Падение доходов было покрыто за счет продаж услуг Отечеству и операторам.

Теперь попробуем посчитать годовой доход Мегателекома, если убрать 13 миллиардов за веб-выборы и сократить доходы от "Электронного правительства" на полтора миллиарда. Замечу, что доходы от операторов не покрывают расходы на них же - "расходы по услугам операторов связи" у РТК в 2012 году составили 47,3 млрд.рублей.

По моим очень приблизительным подсчетам, падение выручки у Ростелекома по итогам 2013 года составит не менее трех процентов, и будет в пределах 310 млрд. рублей (плюс-минус три миллиарда). Готов заключать пари.

Подытоживая финансово-бухгалтерский раздел, вынужден констатировать, что объединение компаний привело к снижению эффективности ее работы и оттоку абонентов. При этом, обещалось совершенно иное.

Две еврейки разговаривают о своих детях.
— Ну, мой Сёма меня по ночам не беспокоит. Как только он начинает плакать, я ему сразу пою колыбельную...

— Я раньше тоже так делала, — вздыхает другая.— Но соседи сказали: Роза, пусть лучше ребенок орет.

Еще одна фундаментальная причина провала Ростелекома на рынке - стратегический просчет в политике развития услуг. Впрочем, этот просчет тоже связан с объединением, которое привело к потере связи с потребителем - мир изменился, а Ростелеком решительно не понимает, как и на каких услугах зарабатывать.

Смотрим на структуру доходов:

Структура доходов

Наименование показателей	2011 млн. руб.	2012 млн. руб.
Услуги местной телефонной связи	88 061	85 734
Услуги внутризоновой телефонной связи	21 393	18 754
Услуги междугородней и международной телефонной связи	24 070	20 390
Услуги присоединения и пропуска трафика (кроме Интернет)	19 774	21 003
Услуги мобильной связи	40 660	41 161
Аренда каналов	10 356	11 269
Широкополосный доступ в Интернет	46 396	49 797
Платное ТВ	6 706	9 147
Передача данных (VPN, центры обработки данных, продажа Интернет-трафика операторам)	18 872	20 815
Облачные услуги	2 764	6 625
Прочее	22 442	36 556
Итого, выручка:	**301 494**	**321 251**

О том, что RIP PSTN говорится уже более двух лет. Высокооплачиваемые (в отчете сказано, что расходы на информационные, консультационные и аудиторские услуги в 2012 году составили 7,3 млрд.руб.) консультанты и не менее квалифицированные "стратеги" из "корпоративного центра" на сей факт внимания не обращали и, похоже, обращать не собираются. "Лучше пусть ребенок орет".

При этом опять таки если не считать "Прочее", "Электронное правительство" и "Услуги операторам", то прирост доходов от "новых" услуг едва-едва покрывают убыль доходов от услуг "традиционных".

Посчитаем: падение доходов от "голоса" (местная, внутризоновая и МГ/МН) составило 8,6 млрд.руб., а прирост от "новых" услуг, к которым отнесем ШПД, мобильную связь и телевидение - 8,8 млрд. рублей.

Вот так это выглядит в натуральных показателях:

Ключевые показатели по основному виду деятельности Компании

Наименование показателей	Единица измерения	2011	2012
Количество абонентов			
Пройденные домохозяйства	млн.	32,0	33,8
вкл. FTTx	млн.	12,9	16,4
Местная связь	млн.	28,5	27,1
Мобильная связь	млн.	13,1	13,6
ШПД	млн.	8,2	9,2
Физические лица	млн.	7,6	8,5
Юридические лица	млн.	0,6	0,7
Платное ТВ	млн.	5,9	6,6
вкл. IP TV	млн.	0,7	1,4
Трафик, сгенерированный физическими и юридическими лицами (без учета иных операторов)			
Внутризоновый	млрд. мин.	2,7	2,4
МГ	млрд. мин.	1,3	1,2
МН	млрд. мин.	0,1	0,1
Монтированные емкости*			
По фиксированной связи	тыс. ном.	33 673	34 049
По ШПД	тыс. портов	12 487	14 761
По мобильной связи	тыс. ном.	7 058	6 908
Базовые станции мобильной связи	шт.	3 865	4 019
Наземные станции сети спутниковой связи	шт.	3 942	3 585
Транзитных междугородных и зоновых узлов связи	тыс. кан.	1 415	1 405

* *по Компании без учета дочерних и зависимых обществ*

Количество абонентов фиксированной телефонной связи снизилось на почти полтора миллиона (не буду хвастать своим предсказательным даром), но при этом, Мегачемпион продолжает строить и монтировать телефонную емкость - аж на почти полмиллиона номеров. Зачем, трудно сказать. Тем более что и трафик "дальней связи" падает не самым линейным образом - на снижение базы в 5%, трафик МГ падает на 7,7%, а "зона" на все 11%.

Маркетологам "чемпиона" включить бы голову, и сделать так, чтобы сделать обратно хоть чуть-чуть

выгодной фиксированную связь. Но это же трудно. А сделать, на самом деле, можно многое - от экстремального решения вообще "убить" зоновую связь (сотовики, например, предлагают тарифы "домашний регион") до предложения безлимитных тарифов на МГ/МН с учетом статистики и не загруженных мощностей междугородки.

Тем не менее, основным стратегическим приоритетом Ростелеком делает низкодоходное телевидение, хотя тут же признает, что "телевизор все больше смотрят в интернете". О низкодоходности услуги красноречиво говорят примечания, указанные в табличке "основные показатели эффективности деятельности".

Кстати, о Стратегии.

В конце 2012 года Совет директоров Ростелекома утвердил актуализированную стратегию развития Компании на период 2013-2017 годов. Однако, поскольку буквально на прошлой неделе прошло ГОСА и кардинально сменился состав совета директоров, то возможно что-то да поменяют. Но не факт. Ибо совет директоров возглавил тов. Милюков Анатолий, выпускник Гарварда и исполнительный вице-президент Газпромбанка.



Который, как утверждает КоммерсантЪ, имел непосредственное отношение к идее объединения и скупал акции в пользу МарКапа.

Но пока могу процитировать основные положения этой самой Стратегии (курсив мой комментарий):

Основной целью Ростелекома является предоставление клиентам качественных и современных услуг связи. Для этого Компания будет фокусироваться на решении следующих основных задач:

1. Наращивание темпов модернизации фиксированных и мобильных сетей связи.

Суть: Ростелеком имеет "самую крутую в России сеть". Это преимущество. Но надо усилить, ускорить и углубить.

Однако: это требует денег и немалых. Как влияет интенсивное строительство на KPI компании было приведено выше. А еще - Ростелеком достаточно закредитован, чтобы денег на рыночных условиях уже больше и не давали.

2. Улучшение качества обслуживания клиентов.

Суть: нужно улучшать качество обслуживания. Чтоб было просто и удобно.

Однако: в стратегии есть упоминания CRM, OSS/BSS, SLA и еще много трехбуквенных аббревиатур. Но ни слова не сказано про людей, которые будут обслуживать клиентов. Одним софтом качество не обеспечишь...

3. Разработка не имеющих аналогов по своим рыночным характеристикам пакетов услуг, а также привлекательной тарифной линейки.

Суть: Ростелеком есть везде и не каждый сможет дать канал в Кокуево. Однако, мы будем собирать услуги в пакеты, и это круто. Особенно телевидение.

Однако: нет прямых доказательств тому, что у потребителей имеется осознанная потребность "пакетах". Достаточно взглянуть на структуру абонентской базы и убедиться, что наибольшее

количество абонентов - это фиксированная связь, а количество "пройденных домохозяйств в т.ч. по FTTx" вдвое меньше количества абонентов ШПД.

Инвестиции в инфраструктуру телевидения, означают строительство инфраструктуры сбыта для медийных компаний за счет акционеров Ростелекома при недоказанной эффективности этих вложений.

4. Повышение операционной эффективности.

Суть - это прекрасный раздел, который достоин почти полного цитирования:

Ожидается, что фиксированный бизнес, дающий сегодня существенно больше половины выручки Компании, в пятилетней перспективе практически не вырастет, при этом его прибыльность снизится. Амбициозной задачей на ближайшие годы является сокращение затрат в фиксированном сегменте. Сокращение затрат станет возможным вследствие модернизации и ухода от наложенных сетей, централизации и сокращения уровней управления в Компании, высвобождения и сокращения затрат на эксплуатацию недвижимости.

Помимо этого уже сейчас видны первые результаты активной перестройки закупочной деятельности, эффективность которой повышается за счет:

- унификации и стандартизации закупочных процессов на уровне Корпоративного центра и макрорегиональных филиалов;
- централизации закупок по ключевым номенклатурным группам с целью достижения максимального экономического эффекта;
- повышения конкуренции за счет развития базы альтернативного/аналогичного оборудования, а также продуктов-субститутов;
- мониторинга и контроля самостоятельных закупок макрорегиональных филиалов;
- нормирования и контроля за потреблением.

Централизация закупок – одно из важных направлений повышения операционной эффективности Компании. В настоящее время Ростелеком стремится систематизировать и координировать закупки всех подразделений для повышения экономической эффективности и прозрачности процесса. Уже сейчас за счет выстраивания работы закупочной комиссии, прозрачного проведения тендеров удается достигать экономии на закупках в размере десятков процентов. Так, например, по итогам тендера на приобретение ТВ-приставок (STB) для оказания услуги «Интерактивное ТВ» стоимость оборудования в целом снизилась на 24%. Экономия по данному конкурсу составила более 580 миллионов рублей от запланированного бюджета.

Компания намерена в своей деятельности применять и развивать лучшие отечественные и зарубежные практики в области закупочной деятельности.

Однако все эти прекрасные начинания не защитили в прошлом от полной "инфравизции" (если вы понимаете, о чем я) строительства объектов связи. Очень бы хотелось верить, чтобы новый (после ГОСА) директорат не приведет очередного "генерального подрядчика". Но, увы, практика десятилетий доказывает обратное.

5. Улучшение бизнес администрирования.

Суть: надо улучшать бизнес-процессы, упрощать структуру управления и привлекать "новых высококвалифицированных сотрудников".

Однако вы и сами все знаете. Например, после "упрощения структуры управления" количество уровней принятия решений только возросло, а изменения количества "высококвалифицированных сотрудников" заметны по все более ухудшающемуся качеству услуг. Зато размеры "золотых парашютов" обсуждаются аж в правительстве и оспариваются в судах.

Ну, и в завершение, субъективная реакция отраслевых аналитиков (моя точно) на сию стратегию примерно такая:

[Гипножаба Ростелекома]

И котировки на ММВБ тому доказательство.