Сюита Дома-Ру

А давненько, друзья, мы не обращались к жанру "финансовых исследований". Этот жанр (я повторяюсь - извините) скучен и довольно трудозатратен при написании. Нужно перечитать сотни страниц скучнейших отчетов, понять логику аудиторов, попытаться вытащить зернышки здравого смысла из длиннейших таблиц бух учета. Но иногда это очень полезно. Тем более появилась оказия...



Фигурант оказии - ЭР-Телеком. Это уже во второй раз за три года. Не так часто, но это случается. Напомню, предыдущий пассаж был связан с приобретением ЭР-Телкомом компании Акадо, где выводов было два: а) денег нет, но вы держитесь и б) сделка с Акадо должна состояться.

Как обычно, я был неправ (можно смеяться). Потому что ЭР-Телеком нашел денег в тумбочке (что бы это ни значило), а сделка по поглощению расстроилась и не состоялась. Злые языки утверждают, что сделку расстроила как раз та статья, но это, конечно же, не так. Быть того не может, чтобы миллиардеры читали Наг.ру, а потом отменяли крупнейшие сделки, ссылаясь на писанину какого-то там доморощенного аналитика.

Но отклик на статью был весьма впечатляющий - я получил десятки писем, и даже парочку угроз. Но времена прошлые, а кто старое помянет...

Итак, оказия заключается в том, что "ЭР-Телеком Холдинг" решил выпустить облигации на "Московской бирже" и зарегистрировал по этом поводу проспект эмиссии за номером программы: 4-53015-K-001P-02E.

Срок действия программы - 20 лет. При этом, бумаги в рамках нее могут размещаться на 10-летний срок. Общая сумма облигационной эмиссии - 30 000 000 000 (тридцать миллиардов) рублей. Или эквивалента этой суммы в иностранной валюте.

Это еще не выпуск - это только решение выпуска облигаций. Просто факт, что ЭРТХ решился на привлечение денег путем выпуска ценных бумаг с процентным доходом. И сумма в тридцать миллиардов, это вообще решительно ничего пока не говорит - это просто предельная сумма, которую заявил эмитент.

Собственно, размещение, как факт, состоится несколько позже - не ранее, чем через квартал, когда будет подготовлено три коробки бумаг и найдутся желающие купить облигационный выпуск. И не факт, что это будет 30 миллиардов, и не факт, что вообще разместят.

Очень коротко, что это всё значит:

ЭРТХ продает на Бирже доходные бумаги, которые планирует последовательно и постепенно погашать. Это выгодно как собственно ЭРТХ, так и кредиторам, поскольку в отличие от прямых кредитов и займов, риски делятся на всю совокупность кредиторов, которые рискнут дать в долг. То есть - купить облигации. При этом, кредитор может выйти из займа в любой момент просто продав облигации другим желающим, зафиксировав прибыль или убытки, но не потеряв всю сумму по займу (на самом деле - можно и всю, но тогда это будет крах, кошмар и ужас).

Облигации, как финансовый инструмент, несколько дороже "обычного кредита" в использовании для эмитента (например, нужно заплатить андеррайтеру и заниматься поддержкой котировок), но более интересен кредиторам, поскольку позволяет планировать доходы и не требует, например, обязательного кредитного резерва для банков.

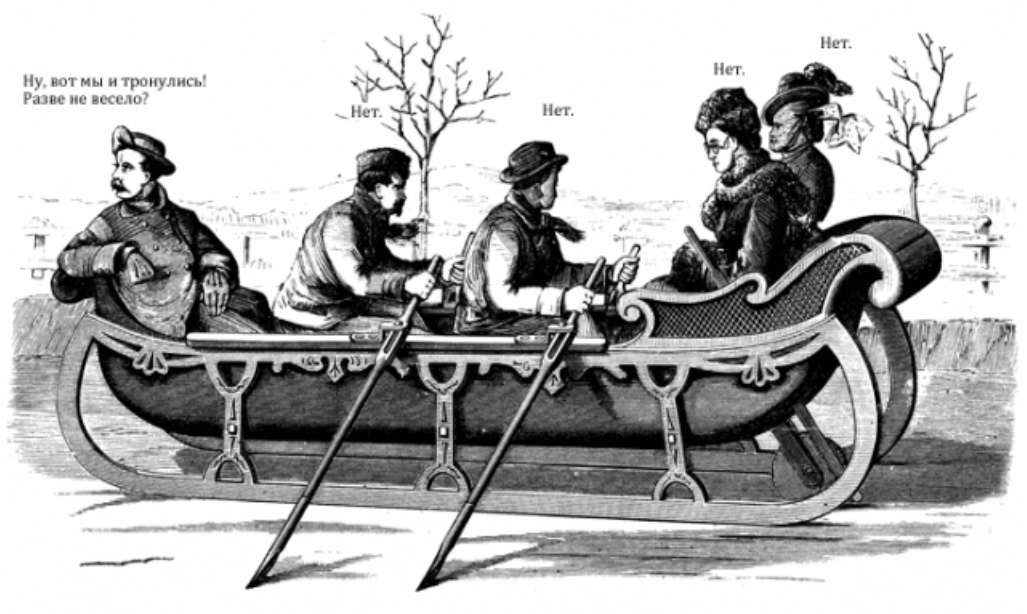
Конкретных параметров размещения облигаций пока нет - объем, доходность и срок размещения будут объявлены позже, и возможно не один раз. Зато, в соответствии с действующим законодательством, эмитент обязан раскрыть информацию о своей деятельности и финансовом положении: хочешь пользоваться преимуществом биржевых инструментов - будь добр, раскрой карты.

И вот, мы имеем в наличии информацию о деятельности второго в России оператора ШПД, чем и воспользуемся. С целью, например, вычленения из тысяч опубликованных страниц бюрократически-финансового хайпа, нескольких цифр, для определения реперных точек российского ШПД-бизнеса.

Я думаю, это будет и полезно, и интересно. Собственно все документы, используемые в данном материале, можно невозбранно скачать в "Центре раскрытия корпоративной информации" и убедиться, что автор ни полкопейки не прибавил/убавил из опубликованных цифр, а так же найти другую полезную в хозяйстве информацию. Пиар-отдел и службу безопасности нашего героя~~, а также прочие "управления К"~~ убедительно прошу не беспокоиться - все цифры взяты исключительно из документов по ссылке. У автора нет доступа к инсайдерской информации и чего-либо еще, добытого незаконным путем, кроме язвительного тона. Только открытые источники, ссылка на которые стоит на официальном сайте в разделе "Инвесторам". А сарказм пока не признан уголовно наказуемым деянием, слава Государственному Федеральному Собранию Российской Федерации.

А для того, чтоб читатель не заснул в процессе чтения, повествование будет вестись в жанре "сюиты", что означает "последовательность" или "чередование". Сюита, как музыкальный жанр, основана на цикличности и состоит из нескольких больших частей, обычно контрастирующих между собой. Прелюдия уже была.

Аллеманда



Аллеманде - это такой старинный немецкий танец с размерностью две четверти. Скукотища страшная. Но это составляющая часть сюиты (честно - я тоже раньше не знал), и придется рассказать вам про долги.

Начнем с простого: сколько вообще долгов у компании. На самом деле, этот вопрос не прост - корпоративная структура холдинга сложна и запутана. Эмитентом облигаций, по которому раскрывается информация, ставшая основной данного опуса, является ЗАО "ЭР-Телеком", которым на 100% владеет кипрская "Частная компания с ограниченной ответственностью по акциям ER-Telecom

Holding Limited (ЭР-Телеком Холдинг Лимитед)", которой, в свою очередь, владеет на 67,9% так же резидент Лимассола "ПФИГ Оверсиз Инвест Холдинг Лимитед (PFIG Overseas Invest Holding Limited)", которым в свою очередь владеет Кузяев Андрей Равелевич.

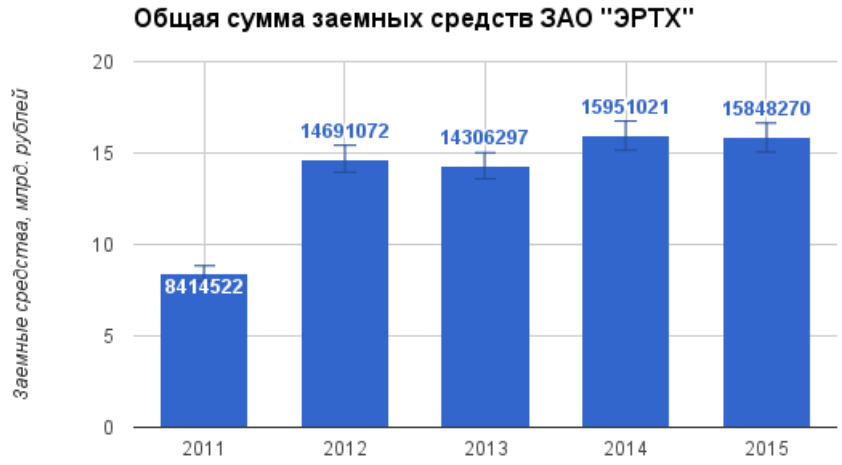
Но собственно "ЭР-Телеком", который оказывает услуги доступа в интернет, кабельного телевидения, IP-телефонии в 56 городах России, на 75,5% принадлежит "Пермской финансово-производственной группе" Андрея Кузяева. Еще 10% "ЭР-Телекома" находятся в собственности Baring, 14,5% - у менеджмента.

Так вот, облигационный эмитент ЗАО "ЭР-Телеком Холдинг" при всем этом владеет такими юридическими лицами, как ОАО "ЭР-Телеком" (99,74% почему то), ООО "Вещатель" и ООО "Перспектива", у коих так же имеются некоторые кредитные обязательства, которые формально могли не попасть в изучаемый документ, хотя некоторые отголоски финансовой деятельности в "Программе" присутствуют.

Поскольку цель данного текста вовсе не в том, чтобы разобрать по косточкам структуру владения, и найти спрятанное, то просто приведем динамку долговых обязательств ЗАО за последние пять лет:

	2011	2012	2013	2014	2015
Общая сумма заемных средств, тыс. рублей*	8 414 522	14 691 072	14 306 297	15 951 021	15 848 270
Общая сумма просроченной задолженности по заемным средствам, тыс. рублей	0	0	0	0	0

Просроченной задолженности, как видно, не допускалось (на самом деле, нет, но об этом позже). Собственно долговая нагрузка на конец прошлого года составила 15,85 млрд. рублей. Для наглядности - нарисовал график в динамике:



Видно, что за 2012 год долги выросли прилично, но потом почти не менялись - в пределах 5%, что видно по "усикам погрешности", заданных как раз в этом диапазоне.

Чуть ниже публикуется таблица с аналитическими показателями деятельности, где голые цифры, кажущихся астрономических миллиардов превращаются в более понятные отношения.

Наименование показателя*	2011	2012	2013	2014	2015	1 кв. 2016
Отношение размера задолженности к собственному капиталу	*2,8*	*24,75*	*69,93*	*5,93*	*7,19*	*7,49*
Отношение размера долгосрочной задолженности к сумме долгосрочной задолженности и собственного капитала	*0,68*	*0,95*	*0,99*	*0,83*	*0,84*	*0,85*
Степень покрытия долгов текущими доходами (прибылью)	*-2,58*	*-46,83*	*1,32*	*0,3*	*1,75*	*9,35*
Уровень просроченной задолженности, %	*0,27*	*0,14*	*0*	*0*	*0*	*0*

В предыдущей статье прямо и недвусмысленно говорилось, что дела идут не очень. Цитирую: "ситуация рисковая - ЭР ходит по краю финансовой пропасти". Этот вывод был сделан на основании отчетности 2012 года, когда, как видно по табличке, отношение задолженности к собственному капиталу было в отношении 24,75. То есть, долги превышали собственный капитал (это сумма денег, которая остается у акционеров, если погасить все долги) в двадцать пять раз. В 2013 году компания мужественно посмотрела в глаза бездне с результатом почти семьдесят раз. Но в 2014-ом все поправилось и стало чинно-благородно.

Что произошло?

Ничего особенного - компания набрала долгов с целью расширения сетей и сделок по M&A. И пусть с Акадо ничего и не получилось, но зато был куплен питерский InterZet, а это уже приличные деньги.

В 2014 году же строиться перестали, сократили персонал почти на 14%, очень серьезно порезали косты.

Вообще, показатель "Financial leverage ratio" или "Коэффициент финансового рычага" должен быть близким к единице. В этом случае считается, что компания гиперустойчива. Но, это же и означает, что компания управляется неэффективно, и не использует полезные свойства "финансового рычага".

Строчку про "Отношение размера долгосрочной задолженности к сумме долгосрочной задолженности и собственного капитала" я не знаю зачем вставили - это совершенно бессмысленный показатель, а вот "степень покрытия долгов текущими доходами" зело интересен. Отрицательные показатели означают, что компания просто убыточна, и не может покрывать даже проценты по кредитам. В 2013 году компания становится наконец-то прибыльной, и... И перевкладывает кредиты из Сбербанка в "Банк Москвы".

Теперь долгосрочных кредитов у них, по итогу 2015 года, на 14,563 миллиарда, и краткосрочных займов на 1,285 миллиарда. А в первом квартале текущего, 2016 года уже 15,158 миллиардов закредитовано и 1,927 миллиарда краткосрочных обязательств. Объем выручки по итогам 2015 года - 18,233 млрд. руб.

В отчетности основные обязательства ЗАО "ЭРТХ" выглядят так:

Выплата дивидендов в размере 999 982 тыс. руб. произошла в январе 2016 года.

4.13. Долгосрочные и краткосрочные заемные средства (строки 1410 и 1510 Баланса)

	31.12.2014 г.	31.12.2015 г.	Ставка, %	Дата погашения	Перевод из долгосрочной задолженности в краткосрочную	Наличие и вид обеспечения
Долгосрочная задолженность						
Кредиты банков						
ОАО АКБ «Банк Москвы»	15 000 000	14 294 049	По 31.03.2015 г. – 11 % годовых; с 01.04.2015 г. - ключевая ставка +2,5 процентных пункта, но не менее 11%.	04.07.2020 г.	1 285 200	Залог акций, долей, прав требования, поручительство
Итого кредиты	**15 000 000**	**14 294 049**			**1 285 200**	
Займы						
ОАО «ЭР-Телеком» (ЛГ/ЭРТХ от 21.09.2010)	951 021	269 021	1,0	25.04.2018 г.	-	без обеспечения
Итого займы	**951 021**	**269 021**				
Всего долгосрочная задолженность (строка 1410)	**15 951 021**	**14 563 070**				
Краткосрочная задолженность						
Кредиты банков						
ОАО АКБ «Банк Москвы»	-	1 285 200	По 31.03.2015 г. – 11 % годовых; с 01.04.2015 г. - ключевая ставка +2,5 процентных пункта, но не менее 11%.	04.07.2020 г.	-	Залог акций, долей, прав требования, поручительство
Итого кредиты	-	**1 285 200**				
Всего краткосрочная задолженность (строка 1510)	-	**1 285 200**				
В том числе краткосрочная часть долгосрочных кредитов и займов	-	-				

Все кредиты и займы получены в рублях.

То есть, для бенчмарка деятельности оператора связи можно использовать следующие параметры по долгам:

- Ставка - ЦБ + 2,5 п.п. (но не менее 11%) годовых;
- Срок кредита - 5 лет;
- Залог - акции и поручительство.
- Объем заемных средств - до годового оборота компании.

И это должно быть нормально. Для достаточно большой компании.

Если вы еще не уснули, то следующий раздел чуточку веселее.

Куранта

Куранта в сюите - французский танец. Бодренький, но безнадежно устаревший. Потому что речь пойдет о структуре затрат.

А структура затрат в ЭРТХ такая:

Наименование статьи затрат	2015	1 квартал 2016
Сырье и материалы, %	2,48	2,76
Приобретенные комплектующие изделия, полуфабрикаты, %	0,19	0,15
Работы и услуги производственного характера, выполненные сторонними организациями, %	30,81	22,42
Топливо, %	0,07	0,06
Энергия, %	1,1	1,13
Затраты на оплату труда, %	27,1	27,55
Проценты по кредитам, %	0	0
Арендная плата, %	8,81	13,41
Отчисления на социальные нужды, %	7,75	8,41
Амортизация основных средств, %	17,9	19,82
Налоги, включаемые в себестоимость продукции, %	1,22	2,93
Прочие затраты (пояснить), % амортизация по нематериальным активам, % вознагра. обязательные страховые платежи, % представительские расходы, % иное, %	2,57 0,27 0 0 0,01 2,29	1,36 0,37 0 0 0,01 0,98
Итого: затраты на производство и продажу продукции	100	100
Справочно: выручка от продажи продукции (работ, услу	119,81	112,49

Чтобы упростить восприятие - диаграмма:



90% в структуре затрат занимает пять пунктов: Зарплата и отчисления на социалку (27%+8,4%), Работы и услуги сторонних организаций (22%) и Амортизация (20%). Это в первом квартале сего года.

Отмечу, что по сравнению с годом предыдущим произошли изменения - "Работы и услуги производственного характера, выполненные сторонними организациями" в первом квартале, просели почти на восемь процентных пункта. Или на четверть в абсолютных значениях. Это много. Возможно, это связано с сезонностью - первый квартал года не самый сенокос для монтажных работ, но падение заметное. Прогнозирую наступление еще более голодных времен для "летучих" монтажных бригад и системных интеграторов.

На почти пять процентных пунктов в структуре затрат выросла статья расходов "Аренда". Это тоже звоночек, ибо получается, что ставки по аренде выросли в полтора раза. Впрочем, сравнивать нужно "год к году" - структура могла измениться за счет "Прочих затрат" и изменений в учетной политике.

А еще в проспекте имеется информация о крупнейших поставщиках ЭРТХ. И это, полагаю, небезынтересно. Оказывается, ведущий поставщик, который в 2015 году поставлял не менее 38% продукции ЭРТХ - ООО "Современные информационные системы". Второй по величине - ООО "ЛЭВЕЛ ТЕЛЕКОМ" с общей долей в поставках не менее 13%. Потенциально можно посчитать из структуры затрат, что "СИС" отгрузило ЭРТХ 38% из 6,6 млрд. рублей по строке 4121 P&L - в районе 2,5 миллиардов рублей. Лэвел Телеком отгрузил, получается, примерно на 850 миллионов рублей.

В первом квартале структура поставщиков немного изменилась: доля закупок у СИС сократилась до 24,3%, на втором месте ООО "Корпорация ЗТИ-Связьтехнологии" с долей 15,8%, и на третьем месте - ООО "Инлайн Телеком Солюшнс" с 12% долей в закупках ЭРТХ.

А еще в программе эмиссии присутствует вот такая табличка (неполная - не вошла. Рекомендую все же скачать файл из центра раскрытия корпоративной информации, файл "Проспект ЦБ", стр. 64) :

	Номенклатура	Цена, руб., без НДС		1 квартал2016г.	Анализ роста цен в %	
		Конец 2014г.	Конец 2015г.	1 кв 2016г.	Конец 2014г.-конец 2015г.	1 кв. 2016 к концу 2015г.
1	CAM-модуль для ЦКТВ Conax	1046,22	1346,87	1313,87	29%	-2%
2	HD декодер цифровой интерактивный HUMAX HD 9000i с лицензией	3708,34	10897,05	5884,3	194%	-46%
3	HD-Zapper декодер цифровой Kaon NA-1620 с лицензией	1104,57	2165,58	2440,7	96%	13%
4	Аккумуляторная батарея 12V 55Ah	3828,64	5737,03	5583,88	50%	-3%
5	Аккумуляторная батарея 12V 7Ah	543,67	807,89	768,7	49%	-5%
7	ИБП А.Рустел ERTH 600 VA	5129,14	Не покупалось	5122,8		
8	Инжектор POE FSE-2H	3177,97	3347,46	3347,46	5%	0%
9	Кабель UTP 2 пары, кат. 5, для внутренней прокладки	3,86	5,3	5,39	37%	2%
10	Кабель коаксиальный типа RG-6	3,38	4,29	4,66	27%	9%
11	Карта доступа Conax	271,33	358,58	362,41	32%	1%
12	КоммутаторуправляемыйD-Link DES-1210-28/ME/ D-Link DES-1210-28/ME/B2 / D-Link DES-1228ME / D-Link DES-1228ME-B1A	3689,86	6254,06	Не покупалось	69%	
13	Коммутатор управляемый D-Link DGS-3420-26SC	29831,03	Не покупалось	Не покупалось		
14	Коммутатор управляемый Maipu SM3100-20TP-AC	11462,22	20948,87	Не покупалось	83%	
15	Коммутатор управляемый Maipu SM3100-28TP-AC	14176,97	Не покупалось	Не покупалось		
16	Коммутатор управляемый Maipu SM3100-9TP-AC	9451,31	14346,08	14446,01	52%	1%
17	Маршрутизатор Wi-Fi Netgear JWNR2000	1029,66	Не покупалось	Не покупалось		
18	Маршрутизатор Wi-Fi ZTE H118N v2.0/v2.1	686,97	1173,41	1062,71	71%	-9%
19	Модуль SFP WDM 13T/15R, SM, SC, до 10 km	355,19	534,6	878,6	51%	64%
20	Модуль SFP WDM 15T/13R, SM, SC, до 10 km	562,13	846,07	878,6	51%	4%
21	Модуль SFP WDM 13T/15R, SM, SC, до 3 km	350,71	541,68	648,92	54%	20%
22	Модуль SFP WDM 15T/13R, SM, SC, до 3 km	350,71	555,84	648,92	58%	17%
23	Оборудование беспроводной передачи данных Netgear EVG1500	1334,49	Не покупалось	Не покупалось		
24	Патч-панель 19", 24 порта RJ45	467,02	598,25	536,44	28%	-10%
25	Переходник f-гнездо-f-гнездо	2,03	3,27	2,62	61%	-20%
26	Радиоблок EH-1200LV2-ODU-1ft с антенной 0,3м	61586,02	100531,57	101765,08	63%	1%
27	Радиоблок EH-1200LV2-ODU-2ft без антенны	50039,83	81874,1	Не покупалось	64%	
28	Радиомост Ubiquiti NanoBeam M (NBE-M2-400) Радиомост Ubiquiti PowerBeam M (PBE-M2-400)	3776,02	4333,75	4590,4	15%	6%
29	Разъем RJ-45	0,92	1,14	2	24%	75%
30	Розетка RJ45 кат. 5, 1-портовая	29,56	40,79	45,66	38%	12%

Она прекрасна тем, что можно, например, ссылаться на поставочные цены на некоторые закупаемые запчасти и оборудование. Узнать, что коммутаторы Maipu, например, заменили D-Link.

Динамика изменения цен также интересна.

Кстати, в "Приложении 1" есть не менее интересные сведения об арендованных каналах и их емкостях. См. в конец документа.

Сарабанда

Сарабанда это такой старинный испанский народный танец с акцентом на второй или третьей доле. Музыка сарабанды имеет суровый, мрачный характер, исполняется в медленном темпе.



«По телевизору ничего хорошего не будет еще... 81 год».
«Что такое „телевизор“?»
«Не знаю».

Не менее сурова и динамика следующей исследуемой темы - продажи. Суровость заключается в некотором несхождении публикуемых цифр по принципу "тут читать, а тут забыли". Например, в отчете за 2016 год рапортуют, что "выручка оператора в 2014 году увеличилась на 16%, до 22 млрд рублей", но в то же время по бухотчетности вижу, что выручка на самом деле, чуточку меньше:

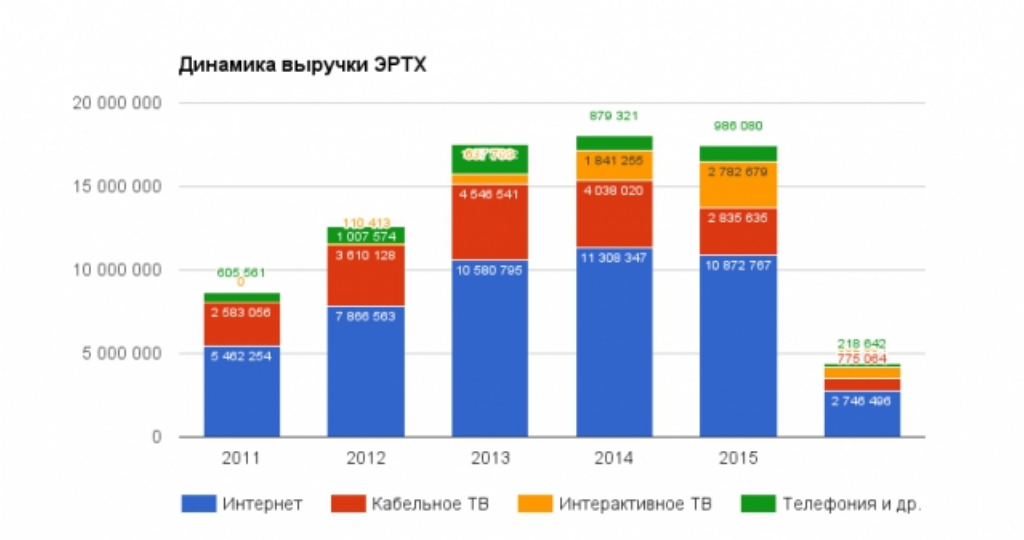
Отчет о движении денежных средств
за Январь - Декабрь 2015 г.

		Коды		
	Форма по ОКУД	0710004		
	Дата (число, месяц, год)	31	12	2015
Организация: Акционерное общество "ЭР-Телеком Холдинг"	по ОКПО	33963692		
Идентификационный номер налогоплательщика	ИНН	5902202276		
Вид экономической деятельности: Деятельность в области электросвязи	по ОКВЭД	64.20.00		
Организационно-правовая форма / форма собственности: АО / Собственность иностранных юридических лиц	по ОКОПФ / ОКФС	67	23	
Единица измерения: в тыс. руб.	по ОКЕИ	384		

Наименование показателя	Код	За Январь - Декабрь 2015 г.	За Январь - Декабрь 2014 г.
Денежные потоки от текущих операций			
Поступления - всего	4110	17 477 161	18 066 943
в том числе: от продажи продукции, товаров, работ и услуг	4111	17 377 777	17 940 113
арендных платежей, лицензионных платежей, роялти, комиссионных и иных аналогичных платежей	4112	34 101	43 306
от перепродажи финансовых вложений	4113	-	-
в том числе из строки 4111 от дочерних, зависимых обществ	41141	483 399	210 888
в том числе из строки 4111 авансы полученные	41142	4 188 730	4 351 827
в том числе из строки 4112 от дочерних, зависимых обществ	41143	31 418	38 420
прочие поступления	4119	65 283	83 524
Платежи - всего	4120	(14 345 256)	(13 835 239)
в том числе: поставщикам (подрядчикам) за сырье, материалы, работы, услуги	4121	(6 621 645)	(6 458 751)
в связи с оплатой труда работников	4122	(3 768 470)	(3 238 666)
процентов по долговым обязательствам	4123	(1 737 056)	(2 013 129)
налога на прибыль организаций	4124	(182 745)	(123)
в том числе из строки 4121 авансы выданные	41251	(1 657 551)	(1 459 810)

Опять же, это P&L для АО "ЭР-Телеком Холдинг", а эмиссия облигаций для ЗАО "ЭР-Телеком Холдинг". Запутано всё. Однако, в разделе 3.2.2. "Проспекта ЦБ" имеются цифры с разбивкой по сегментам доходов: "Интернет", "Кабельное телевидение" и "Интерактивное телевидение", с процентным отношением в выручке. Но почему-то забыта телефония.

Поэтому при анализе структуры доходов будем исходить из именно раздела 3.2.2., оставив на совести авторов "проспекта эмиссии" косяки в отчетах. По крайней мере, цифра выручки в 17,477 миллиардов рублей бьется с предоставленными данными по сегментам, а вот 22 миллиарда - уже нет. Получилось следующее:

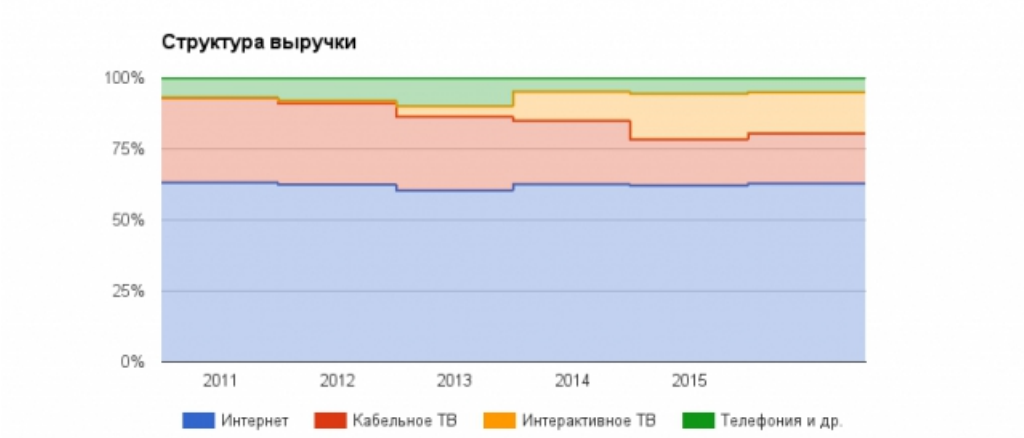


Во-первых, по 14 году выручка в целом, получается, выросла на 3% к предыдущему году. А в 2015 - упала на те же 3%.

Во-вторых, если верить цифре "по итогам первого квартала 2016 года у компании было 2,84 млн. ШПД-абонентов и 2,83 млн. абонентов платного ТВ", то **ARPU на Интернет у Дом.ru составил 323 рубля**, а на **телевидение (и кабель, и интерактивное) - 165 рублей** .

Эти цифры можно считать реперными для всего рынка.

Еще интереснее структура выручки по сегментам услуг:



Доля "интернет-доступа" пять лет находится в пределах двух третей выручки - 60-63%. Но заметно сокращается доля "кабельного телевидения" - с 30% в 2011 году, до 16% в 2015-ом. Это вытеснение происходит за счет услуги "интерактивное ТВ", которое без интернета не живет. Очевидно, что тренд продолжится, и в Дом.ru даже ведут "научно-исследовательскую деятельность" в данном направлении:

Объект - прототип (образец) цифрового декодера третьего поколения, разработанный согласно техническим требованиям компании ЭР-Телеком Холдинг.	Регистрировать право не планируем Срок внедрения: 01.04.14 - 08.05.14 г.г.	Время использования: 08.05.2014-08.05.2024 г.г.	Объект используется для предоставления услуг ЭР-Телеком Холдинг (цифровое интерактивное телевидение) Клиентам компании. Результат использования: протестированная на предмет стабильности и соответствия техническим требованиям версия цифрового декодера третьего поколения для внедрения на сети ЭР-Телеком Холдинг с целью оказания услуг по предоставлению цифрового интерактивного телевидения Клиентам ЭР-Телеком Холдинг.
Право-патент на изобретение. Объект –городская универсальная телекоммуникационная сеть Правообладатель – ЗАО «ЭР-Телеком Холдинг»	Патент № 2395167; Заявка № 2007139169; Дата записи 20 июля 2010 г. Приоритет изобретения 22 октября 2007 г.	22 октября 2027 г.	Изобретение относится к технике связи и было использовано для создания сетей связи компании ЭР-Телеком Холдинг. Изобретение описывает способ построения сети, основанный на многоуровневой топологии (ЦГС-МГС-кампусы-домовая сеть).

Не относящаяся к вопросу доходов, но интересная табличка по поводу НИД в ЭРТХ:

Эмитент ведет научно-исследовательскую деятельность для развития услуг, предоставляемых Эмитентом, как самостоятельно, так и с привлечением специализированных организаций.
Затраты на осуществление научно-технической деятельности составили:

тыс. руб.

2011г.	*2012г.*	*2013г.*	*2014г.*	*2015г.*
3 196	*7 075*	*80 847*	*95 498*	*46 605*

Есть мнение, что на науку в 2016 году потратят еще меньше. Жаль.

Гавот

Тактовый размер гавота — 2/2, 4/4, каждые два такта образуют одну группу, заканчивающуюся всегда на сильном времени; движение умеренное; наименьшие длительности нот — восьмые.



И медленно переходим к рискам. На самом деле, это важная часть проспекта эмиссии ЦБ, к которой инвесторы, не будучи специалистами в фактическом бизнесе, читают с интересом, силясь понять, на чем же в итоге они потеряют свои деньги.

Разумеется, не нужно считать инвесторов идиотами - они не только читают этот раздел, но даже и понимают о чем речь. Посему, в подобных документах это довольно важный раздел. К нему

относятся довольно серьезно и тщательно. Рекомендую изучить внимательно.

Отраслевые риски:

Отрасль - телекоммуникации. Неожиданно, правда? :) Привожу описание рисков почти без изменений.

Но в отрасли бывают сегменты, которые описываются так:

- Рынок платного кабельного телевидения (аналогового и цифрового);
- Рынок широкополосного доступа (ШПД) в Интернет для частных лиц и корпоративных клиентов;
- Рынок фиксированной телефонии для частных лиц и корпоративных клиентов.

Все вышеперечисленные отрасли характеризуются высоким уровнем конкуренции.

Основные тенденции:

Темпы прироста рынка снижаются по сравнению с предыдущими годами.

Причина снижения – насыщение рынка по причине высокого уровня проникновения. Особенно сильно насыщение проявляется в крупных городах, где проникновение услуг уже достигло максимального уровня.

Выравнивание уровня качества, оказываемых услуг у федеральных и локальных операторов

Продолжающийся процесс модернизации, расширения сетевой емкости, увеличение доли оптоволоконных участков и укрупнения сетей ведущих операторов как в малых населенных пунктах и удаленных регионах, так и на сформированных рынках крупных городов привел к выравниванию параметров качества предоставляемых операторами услуг у федеральных и локальных операторов.

Формирование и реализация сервисной стратегии федеральными игроками

Усилия операторов сосредоточены на повышении скоростей доступа, повышении качества обслуживания клиентов при неизменных ценах. Также развивают направления по удержанию и проактивному сохранению клиентов.

Увеличение M&A активности, консолидация рынка

Возможности для органического роста в связи с высоким проникновением услуг практически исчерпаны, дальнейший рост возможен за счет сделок M&A. С начала 2014 г. оператор NetByNet и Westcall увеличили свою активность на рынке M&A. В 2015 г. активы Вымпелком (Липецк, Белгород, Уфа+ Нефтекамск+ Белозерск, Томск, Владивосток) приобрел провайдер "Зеленая точка".

Развитие услуг мультискрин, мультирум операторами Платного ТВ

В связи с распространением connected-устройств, операторы платного ТВ трансформируют услугу потокового ТВ в услугу видеодоступа, не зависящего от места, времени и способа просмотра.

Создание и развитие собственных OTT-сервисов федеральными операторами

Пользователь вне зависимости от оператора связи и его города присутствия, получает доступ к видео-контенту, необходимо просто скачать приложение на любое устройство (ПК, смартфон, планшет, ноутбук).

Интеграция взаимодополняющих направлений бизнеса и создание комплексных услуг

Российские федеральные операторы по аналогии с европейским рынком одновременно с традиционными телекоммуникационными услугами, активно развивают новые продукты и сервисы в рамках сотрудничества с компаниями вне отрасли связи (банковские сервисы, электронная коммерция, видеонаблюдение, мед. услуги, умный дом).

Расширение продуктовых каталогов, бурное развитие "облачных" сервисов в сегменте B2B, в связи с этим:

- Наращивание (аренда, покупка, строительство) мощностей ЦОД;
- Применение виртуальных абонентских устройств (CPE) в формате "все в одном устройстве" (от предоставления сервиса до анализа и управления собственным трафиком);
- Рост сервисов, направленных на обеспечение информационной безопасности (защищенные каналы, DDoS и пр.);
- Рост сервисов B2B, направленных на обеспечение информационной безопасности (защищенные каналы, ddos и пр.).

Предпосылки для развития отрасли:

1) Платное телевидение:

- рост за счет подключений в малонаселенных пунктах;
- рост за счет подключения новостроек;
- рост за счет клиентов эфирного ТВ;
- за счет развития собственных OTT-сервисов, видео по запросу.

2) Интернет доступ:

- рост за счет подключений в малонаселенных пунктах;
- рост за счет подключения новостроек;
- рост за счет предоставления более высоких скоростей доступа;
- рост за счет перехода клиентов на более дорогую версию продукта (на текущей клиентской базе операторов путем допакечивания).

3) Фиксированная телефонная связь:

- повышение предельных тарифов на местную телефонную связь лишь частично может улучшить динамику рынка, остающуюся отрицательной с 2011 года.

Препятствия развития отрасли:

1) Платное телевидение:

- рост затрат на оборудование цифровое ТВ;
- популяризация внутри базы дополнительных услуг цифровое ТВ: мультискрин, мультирум

2) Интернет доступ:

- отсутствие уникальных характеристик при высоком уровне проникновения широкополосного доступа;
- активный рост проникновения мобильного интернет.

3) Платное телевидение:

- рост затрат на оборудование цифрового ТВ;
- популяризация внутри базы дополнительных услуг цифровое ТВ: мультискрин, мультирум.

И в конечном итоге аналитики ЭРТХ описывают следующие шаги по преодолению отраслевых рисков: "Телекоммуникационный рынок подвержен быстрым и значительным изменениям технологии, постоянному выводу на рынок новых продуктов и услуг. Быстрые технологические изменения могут привести к потере конкурентоспособности Эмитента и, соответственно, к снижению доходов. Эмитент постоянно осуществляет действия, направленные на изучение внедрения новых технологий, в том числе проводит переговоры с зарубежными представителями телекоммуникационных компаний, чтобы быть в курсе тенденций зарубежных рынков. Изучение и внедрение новых технологий потребует капиталовложений, которые Эмитент планирует постоянно осуществлять".

Кажется, все правильно.

Риски внешнего рынка

По "внешним рискам" наш обследуемый не видит для себя почти никаких угроз, кроме рисков, связанных с возможным изменением цен на сырье, услуги, используемые эмитентом в своей деятельности (отдельно на внутреннем и внешнем рынках).

1. Риски, связанные с повышением цен на закупаемое Эмитентом оборудование

Действия Эмитента для уменьшения данных рисков:

- заключение долгосрочных договоров с поставщиками по стабильным /фиксированным ценам.

Если вы заметили, то подобный контракт прошел с компанией ООО "Корпорация ЗТИ-Связьтехнологии", за которой скрывается китайский концерн ZTE.

2. Риски, связанные с повышением цен на другие материально-технические ресурсы, используемые Эмитентом в своей деятельности

Действия Эмитента для уменьшения данных рисков:

создание конкурентной среды в сфере закупок работ и услуг.

В общем и целом - логично. Доходы компания получает в национальной валюте, а затраты на приобретение оборудования, изначально номинированного в долларах (или, если точнее - в китайских юанях), составляют не более 20% в структуре затрат. Таким образом, если произойдет что-то ужасное с курсом рубля, то при девальвации вдвое максимальный рост себестоимости - те же 20%. Но если учесть, что в структуре затрат учитывается амортизация - то есть, уже сделанные инвестиции, пересчитанные в рубли, то ущерб не будет драматическим. Просто будут урезаны строительные работы, что повлечет снижение абонбазы и роста выручки. Но структура затрат почти не поменяется.

Ценовые риски

Более существенны риски, связанные с возможным снижением цен на услуги Компаний Группы, могут повлиять на финансовые показатели Эмитента.

В последние несколько лет рынок телекоммуникационных услуг является одним из наиболее активно развивающихся рынков российской экономики. В то же время относительный прирост выручки и абонентской базы телекоммуникационных компаний сокращается. Основным фактором возможного ухудшения ситуации на рынке телекоммуникационных услуг является ужесточение конкурентной борьбы за удержание старых и привлечение новых абонентов, в результате чего конкуренты постоянно занижают цены на свои услуги. Данный риск может повлечь за собой изменения в политике относительно ценообразования, маркетинга и стратегии Эмитента, что, в конечном счете, может значительно отразиться на доходах и доле рынка.

Посему, ЭРТХ проводится ряд мероприятий, направленных на компенсацию влияния указанных негативных факторов. Среди таких мероприятий – действия, направленные на обеспечение роста лояльности клиентов: улучшение потребительских качеств предоставляемых услуг и обслуживания, пакетирование услуг, расширение и постоянное обновление линейки продуктов (проводится постоянный мониторинг европейского и российского рынков телекоммуникационных услуг с целью изучения новых продуктов).

Страновые риски

Идет описание того, что сейчас происходит в российской экономике, которые оцениваются как негативные. Копипаста из "Программы":

Ухудшение экономической ситуации в России, рецессия или финансовый кризис могут негативно сказаться на экономической стабильности, потребительском спросе на различные продукты и услуги, в том числе оказываемые Эмитентом, и тем самым оказать негативное влияние на бизнес Эмитента и реализацию его инвестиционных планов. Кризисные колебания мировой экономики могут оказывать негативное влияние на экономику России и бизнес Эмитента. Поскольку Россия производит и экспортирует большое количество нефти, газа и других природных ресурсов, то российская экономика в особенности уязвима по отношению к ценам на сырьё на мировых рынках. Снижение цен или введение ограничений на продукцию из России основными странами-импортёрами может затормозить развитие или оказать негативное влияние на российскую экономику.

2015 год был сложным для российской экономики. По данным Минэкономразвития России ВВП страны оказался в области отрицательных значений, снизившись по сравнению с 2014 годом на 3,7 процента. Вместе с тем в декабре 2015 года отмечалась остановка спада с устранением сезонности.

По итогам 2015 года в ВВП по расходам произошли следующие структурные сдвиги: доля потребительского и инвестиционного спроса сократилась на 0,6 и 0,7 п. пункта соответственно, в то время как доля чистого экспорта выросла на 1,3 п. пункта (экспорт товаров и услуг вырос на 1,1 п. пункта на фоне снижения доли импорта на 0,2 п. пункта).

К основным факторам торможения инвестиционных процессов можно отнести снижение потребительского спроса, вызванное падением реальных доходов населения и ограничения источников финансирования (ограничения возможности заимствования российскими компаниями кредитных ресурсов за рубежом и высокие процентные ставки по кредитам отечественных банков).

Ухудшение делового климата в сфере услуг в 2015 году связано, в первую очередь, с сокращением платежеспособного спроса со стороны населения. Торможение роста доходов, обесценение рубля на

фоне сохраняющейся неопределенности в оценке экономической ситуации вынуждают потенциальных потребителей услуг экономить и тратить деньги лишь на самое необходимое. В результате сокращается объем бизнеса компаний и их прибыль. Предприятия сферы услуг сокращают персонал и теряют свой конкурентный потенциал.

Поскольку с этими рисками ничего поделать нельзя, то ЭРТХ просто планирует "*В случае долгосрочных негативных тенденций в экономике, Эмитент предполагает предпринять ряд мер по антикризисному управлению с целью мобилизации бизнеса и максимального снижения возможного негативного воздействия ситуации на бизнес Эмитента*".



Далее идут финансовые и правовые риски, которые описывать скучно - инфляция, девальвация, налоговое и регуляторное давление. Любопытствующим рекомендую ознакомиться самостоятельно. Есть раздел репутационных и стратегических рисков.

Чуть коснемся рисков "связанных с деятельностью эмитента":

Риски, связанные с текущими судебными процессами, в которых участвует эмитент:

Эмитент участвует в нескольких видах судебных процессов: процессы по взысканию дебиторской задолженности, процессы по делам, возникающим из административных и иных публичных правоотношений (привлечение Эмитента к административной ответственности, обжалование Эмитентом ненормативных правовых актов государственных органов), дела по вопросам защиты прав потребителей и по вопросам размещения оборудования связи на общем имуществе жилых многоквартирных домов. Все указанные процессы носят локальный характер, не связанны с недостатками в бизнес-процессах Эмитента, процедура их разрешения выработана и эффективно применяется при их возникновении.

И на этом - всё.

Жига

Жига — быстрый барочный танец, произошёл от британской джиги. Распространился во Франции в середине XVII века и обычно исполнялся в конце сюиты.

И это описание стратегии развития.



Поскольку статья уже получилась невероятно длинная и замороченная, очень коротко.

В ЭРТХ считают следующие факторы своими ключевыми конкурентными преимуществами:

№ п/п	Факторы конкурентоспособности	Степень влияния	Описание степени влияния фактора
1.	***Сеть***	***Высокая***	***Стабильность доступа к услугам оператора является одним из ключевых факторов лояльности абонента***
2.	***Продукт***	***Высокая***	***Содержание продуктов и цены определяют выбор абонентом телекоммуникационного оператора***
3.	***Продажи***	***Средняя***	***Развитая сеть каналов продаж позволяет абоненту подключиться удобным для него способом***
4.	***Сервис***	***Средняя***	***Высокий уровень сервиса повышает лояльность абонента***

Более подробно описывают так:

1. Сеть:

- ГУТС находится в собственности компании;
- Магистральная сеть, основанная на собственных и арендованных каналах связи;
- Полностью контролируемый трафик каждого Клиента;
- Одна из наиболее дешевых в обслуживании и строительстве сеть FTTH;
- Единый центр мониторинга и техническая поддержка 24/7;

2. Продукт:

- Сильные продуктовые бренды с высокой узнаваемостью в городах присутствия;
- Пакетное предложение услуг;
- Наличие инновационных продуктов - современная приставка Дом.ru TV 2.0, большое количество HD-каналов, тематические пакеты каналов, мультискрин;
- Развернутая региональная сеть Wi-Fi.

3. Продажи:

- развитая сеть каналов продаж.

4. Сервис:

- Использование различных каналов обслуживания Клиентов;
- Собственные контакт-центры;
- Высокий показатель доступности контакт-центра на рынке;
- Оперативное решение вопросов в контакт-центре, подробные и понятные консультации в контакт центре;
- Высокое качество работы техников, устраняющих неполадки дома;
- Профилактика оттока (коммуникация с Клиентами, склонными к оттоку (почему-то в контексте SPSS - прим.авт.), информирование о необходимости оплаты услуг, реактивация).

И планы строятся такие:

1. Постоянное развитие сети:

- Масштабирование Wi-Fi сети;
- Расширение сети за счет строительства новой монтированной емкости;
- Модернизация сети;
- Развитие собственной магистральной сети;
- Увеличение пропускной способности сети.

2. Инновационный продукт:

- Постоянное улучшение продукта, исходя из изменений требований клиентов, формирования новых потребностей у клиентов и тенденций рынка;
- Конвергенция с мобильной связью.

3. Умные продажи:

- Предоставление индивидуальных предложений для клиента на уровне квартиры;
- Развитие дистанционных каналов продаж (онлайн, входящие) и прямых продаж.

4. Высокий уровень сервиса:

- КФУ выше рынка (качество технической поддержки, скорость доступа, качество связи);
- Высокая удовлетворенность качеством услуг и высокий NPS;
- Мультиканальность в обслуживании;
- Единые бизнес-процессы для всех точек контакта.

5. Таргетированные предложения клиентов:

- Релевантные предложения для клиентов на основе BIG Data и клиентского опыта.

6. Развитие ИТ-продуктов:

- Автоматизация, снижение себестоимости и контроль выполнения бизнес-процессов;
- Обеспечение гибкости для множества сегментов за счет IT-продуктов;
- Трансформация архитектуры IT в соответствии с потребностями клиентов;
- Применение лучших мировых практик в области.

7. Синергия B2C и B2B:

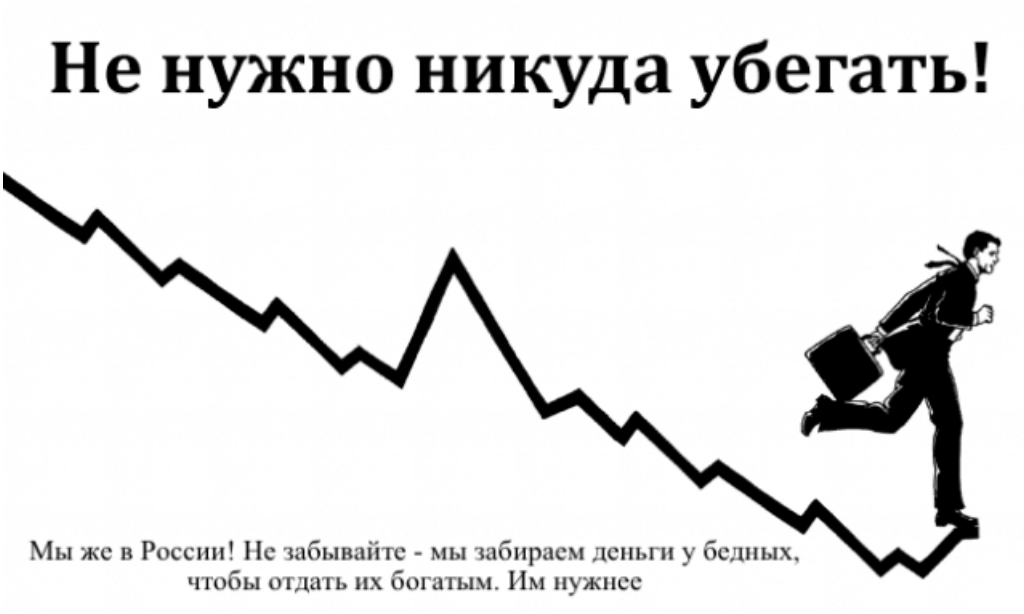
- Имидж бренда B2C оказывает положительное влияние на бренд B2B;
- Синергия в себестоимости.

8. Выход на новые рынки:

- Выход на рынок мобильной связи посредством MVNO и масштабирования WI-Fi сети;
- Конвергенция с мобильной связью;
- Выход на рынок рекламы за счет продажи рекламы на сети WI-Fi.

Для того чтобы осмысленно это прокомментировать - нужно понимать внутренние процессы компании, но если этого не знать, то выглядит всё набором всех модных тенденций из популярного журнала "для связистов" с жуткими орфографическими ошибками при том.

Могу отметить только желание выйти на беспроводные рынки - в "стратегии" есть много Wi-Fi и желание стать MVNO. Причем последнее, кажется, уже начинают внедрять.



Из планов долгосрочных стратегических, отмеченных в цифрах, есть вот что:

Реализация проектов:

1. Достройка монтированной емкости;
2. Увеличение проникновения в существующей монтированной емкости;
3. Цифровизация (перевод абонентов аналогового телевидения на цифровое);
4. Активное развитие сегмента B2B;
5. Развитие собственной Магистральной сети с целью снижения затрат на трафик;
6. Реализации программы лояльности;
7. Приобретение сторонних операторов связи.

Основные параметры развития на горизонте 5 лет предполагают:

1. Увеличение монтированной емкости за счет точечной достройки и M&A;
2. Обеспечение ежегодного темпа прироста абонентской базы на уровне 4%-9%;
3. Среднегодовой прирост Выручки на уровне более 10%;
4. Рост EBITDA Компании в 2,8 раз;
5. Инвестирование в развитие на уровне не менее 20% от выручки ежегодно;
6. Генерацию денежного потока и дивидендных выплат.

Некоторые пункты прямо противоречат друг другу, но это никого не смущает. Например, инвестирование не менее 20% выручки сокращает дивидендные выплаты.

Или не очень внятно сформулированы пункты про "достройку монтированной емкости" с условием "увеличения проникновения", разбавленная скупкой и поглощением конкурентов. В любом случае - при стабильных темпах роста необходимы стабильные источники финансирования. Которые планируется найти на бирже, выпустив облигации.

А еще есть пункт по свершившемуся факту - приобретение 99,9 % доли Общества с ограниченной ответственностью "ПРЕСТИЖ-ИНТЕРНЕТ". Купили. Полностью. Приобретение нисколько не противоречит долгосрочной (хотя - пять лет, это среднесрочная, конечно) стратегии, а как раз наоборот - здесь и "развитие рынка B2B", и беспроводные технологии, и магистральные сети, и, разумеется, "достройка монтированной емкости", безусловно.

Я пытался найти отражение сделки в бухотчетности, но, увы, не удалось с ходу - по давней традиции бухгалтеров, отчетность выполнена в ворде путем вставки на страницы скан-копий собственно отчета в виде картинки, что нисколько не добавило энтузиазма.

Косвенные же признаки, а именно:

1. Наличие в акционерах в обеих компаниях инвестора в лице Baring Vostok (Бэринг Восток Кэпитал Партнерс), причем, в Энфорте Бэринг уже давно, а в ЭРТХ - с 2010 года.
2. По крайней мере, пятеро выходцев из B.V.C.P. и Энфорты получили места в совете директоров

или правлении ЭРТХ, а именно: Ивашенцева Елена, Узберг Вадим, Теодор Шелл, Ратников Виктор и Чарльз Ли Спаркман.

Наводят на мысль, что ООО "Престиж-Интернет" был не поглощен методом прямой покупки, а вовсе даже "слит" с ЭРТХ путем обмена акций Энфорты на акции ЭРТХ. При оценке ЭРТХ в, скажем, три годовых оборота, т.е. примерно в 60 млрд. рублей, а Энфорты - в 6 млрд., думаю, пакет Бэринга должен в итоге увеличиться с 10% до 15-17% в итоге.

Ну, и традиционная гифка, которая посвящается динамичности и результативности данного текста:

[Сюита Дома-Ру]