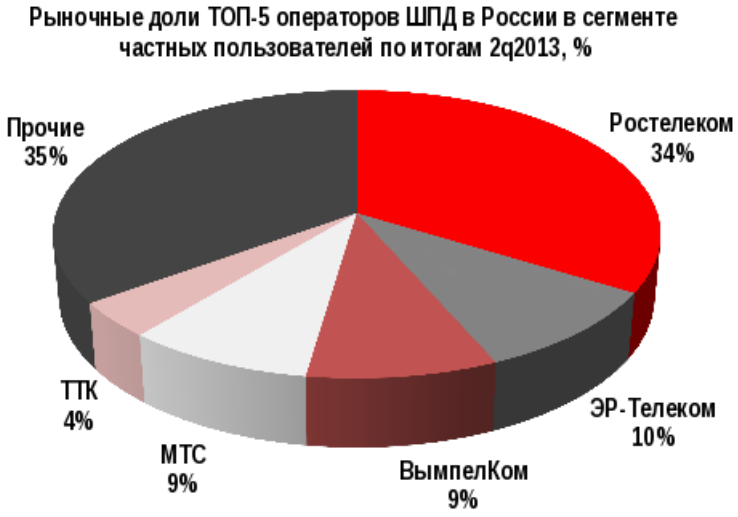
Финансовая соната ЭР-Телекома

Жанр финансовой аналитики не самый популярный на Интернет-ресурсах телеком-тематики, мне это хорошо известно, и не раз уже повторялось. Язык цифр сух и скучен. Да и российская ментальность, любящая, впрочем, посчитать деньги в чужом кармане, к финансовой отчетности относится с некоторым недоверием - мало ли что там аудиторы пишут, кто ж понимает все эти "сальдо" и отличает дебет от кредита. Тем не менее, разглядеть взглядом более пристальным второго игрока на рынке интернет-провайдинга, считаю необходимым.

А третий второй по количеству абонентов в России оператор, с высокой долей очевидности, на федеральном рынке ИСП - это Дом.ru, сиречь, ЭР-Телеком.

По крайней мере, имеются вот такие выкладки от ИКС-Консалтинг по числу абонентов:



А с учетом потенциально вероятностной сделкой с Акадо и при текущих темпах роста - все же ЭР, это однозначно второй федеральный оператор, продающий интернеты российским пользователям.

Сей материал целиком и полностью построен на доступном в Сети аудированном финансовом отчете за 2012 год (на всякий случай, сохраним его у себя), который был опубликован еще в апреле текущего года, но вот руки дошли только сейчас. Факт прискорбный, но не смертельный. Ибо интерес к чужим деньгам финотчетности ЗАО "ЭР-Телеком Холдинг" (и его дочерних предприятий) лично у меня возник как раз в связи со сделкой по покупке Акадо. Ибо очень интересно, как таки эта сделка будет финансироваться.

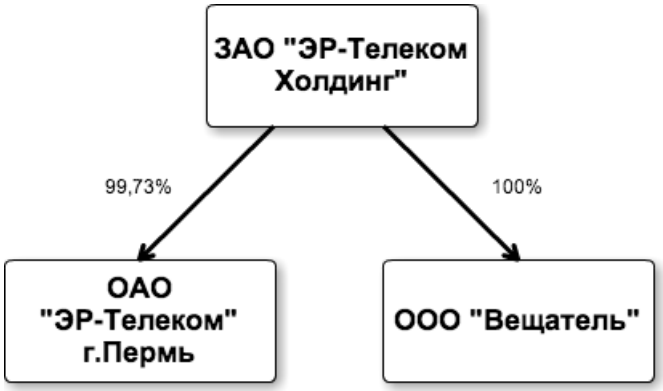
Еще про столь поздний срок выхода обзора могу оправдаться инсайдом, относительно сделки. Дело в том, что решения о покупке одного другим еще до конца не принято - уж больно большие деньги на кону. Как утверждает мой источник, решение о сделке будет принято буквально на днях - срок октябрь сего года, на судьбоносном заседании акционеров ЭРа. Причина - деньги.

Но прежде хотелось бы пояснить аллюзию данной финотчетности с "сонатой": дело в том, что музыкальная форма "соната" не предполагает участие человеческого голоса - только инструменты. Финансовые отчеты так же не приветствуют всевозможные "пояснения ртом" - только цифры и только по делу. При этом, правильная соната состоит из четырех частей:

1. Аллегро - вводная часть в достаточно быстром темпе;
2. Анданте - самая медленная по ритму часть;
3. Скерцо - "шутка" или "танцевальная пауза";
4. Финал - в общем, финал "un finale con un'andatura più veloce" - быстро, весело, но "мягко".

Аллегро

Вводную часть было бы правильно начать со структуры исследуемой компании и некоторой ее истории. Нет, я понимаю, что не находясь внутри компании, и тем более не являясь бенефициаром, структуру можно привести лишь условно, Но в отчете имеется следующая инфа, которую будем условно считать верной на 146%:



Собственно ЗАО "ЭР-Телеком Холдинг" по некоторым сведениям, в том числе имеющимся в отчете, принадлежит ЭР-Телеком Холдинг Лимитед (ER-Telecom Holding Limited), базирующаяся на родине всего российского бизнеса - Кипре, Лимассол. Разумеется, кипрской прокладкой тоже кто-то владеет, а именно - Пермская финансово-промышленная группа, которая так и называется: ООО "ПФП-Группа" с некоторой долей вероятности через оффшор еще одну кипрскую компанию - PFIG Overseas Investments Limited.

На самом деле, дальнейшее копание в сложно-запутанной схеме кто да кем владеет - бессмысленно. Ну, есть "иностранный инвестор" - кто ж это скрывает? Все записано в уголовном деле финансовом отчете - ЗАО владеет 99,73% ОАО. Кто в реестре акционеров записан миноритарием с долей 0,27% вообще не интересно. При этом известно из отчета же, что "ключевые руководящие сотрудники контролируют 14.5% акций (2011: 14.5% акций)". Ну, и ООО "Вещатель", очевидно, занимается теле-еле-видением и нужен для вещания. Все ж просто.

Что касается истории компании, то буквально надысь, стараниями эровских пиарщиков вышла замечательная корпоративная легенда в журнале "Эксперт". Статья хорошая, мне понравилась.

Например, происхождение бренда "ЭР-Телеком" (обратите внимание - я научился писать название правильно!) происходит от слияния телефонного оператора "Элсвязь" и провайдера "Рейд-Интернет". Я почему-то всегда связывал название с Рыбакиным Владимиром Ильичом и думал, что это от фамилии - "V значит Вендетта Эр, что значит "Рыбакин". Значит был не прав. Но Владимир Ильич однозначно прикладывал руку к конторе - интернет помнит (см. новости за 2006 год). И был когда-то вместе с отцом-основателем ПФПГ Кузяевым совладельцем ЭРа. А Лукойл здесь ни при чем.

Тем не менее, "ПФП-Групп", владеющая четвертью (это шутка, Jab!) Пермского края, судя по информации на официальном сайте, совершенно конкретно связана с ЭР-Телекомом (и еще в портфеле ПФПГ есть отечественный производитель телеком-оборудования ОАО "Морион"). И можно с уверенностью заявить, что жалкие полмиллиарда (без малого) долларов долгов, висящие на ЭР-Телекоме вполне себе покрываются из прочих доходов и имущества ПФПГ.

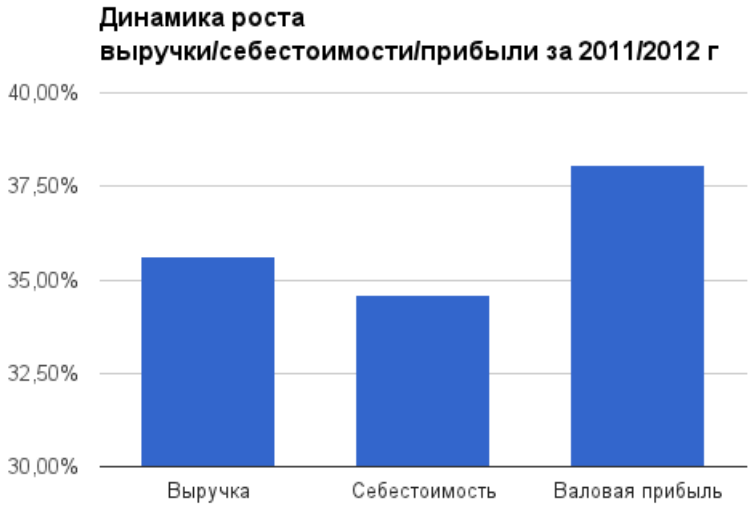
Анданте

Это медленно-занудная часть и можно не читать. Хотя...

Занудство начну буквально с первого абзаца, и выкачу показательную диаграмму о доходах-расходах обследуемого за 2011-2012 годы:

Да-да. Выручка ЭРов вплотную приближается к полумиллиарду долларов США в год. Наверняка в текущем году эта планка будет взята.

А вот такая динамика роста выручки / себестоимости по отношению в валовой прибыли характеризует главное правило финансового менеджмента и показывает результат:



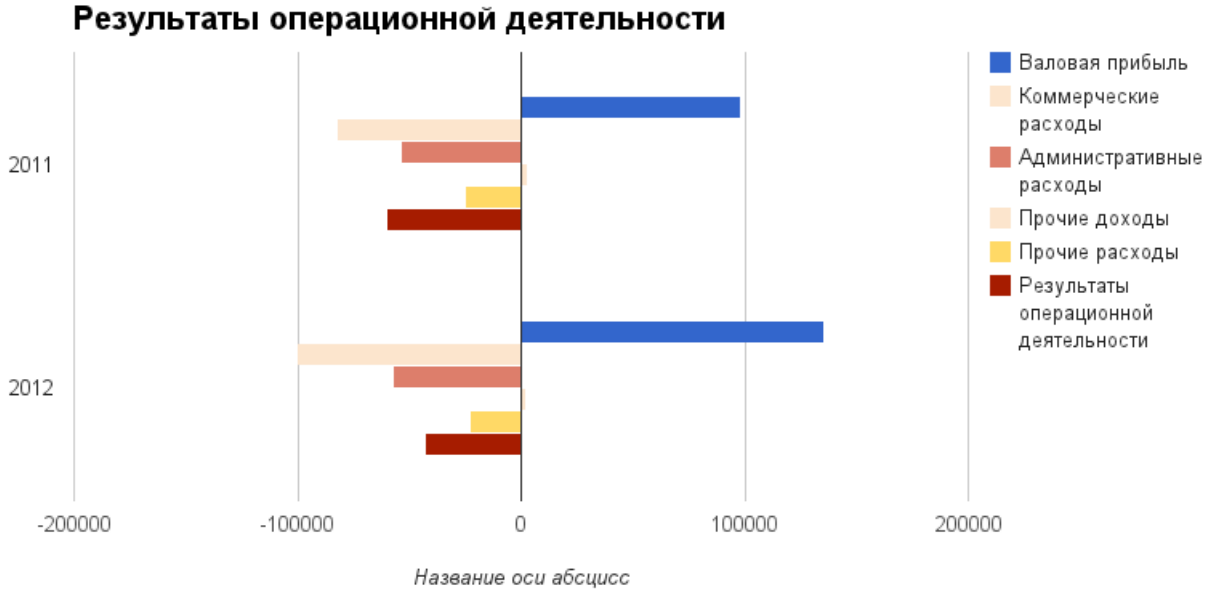
… нужно продавать дороже, покупать дешевле и будет лучше результат. Я немного задрал масштаб для показательности, но могу написать цифры: если выручка подросла за год на 35,63%, а себестоимость услуг всего на 34,59%, то финрезультат должен подрасти на разницу между этими цифрами, прибавленной к выручке:

(35,63% - 34,59%) + 35,63% = 36,67% Так?

Нет. Валовая прибыль выросла на целых 38,06%. От того, что формула, на само деле, несколько сложнее, но это тоже не суть™. Суть в том, что рост выручки второго на рынке игрока, несмотря на то, что некоторые считают, что началась "стагнация" составил более, чем на треть. Что б всегда такие стагнации были!

Однако не всегда хорошо, когда все настолько хорошо. Это просто трюк такой - посчитать валовую прибыль, а собственно деньги начать считать чуть позже.

В реальности же дела обстоят следующим образом:



Трюк называется "перенеси расходы в другую строку". Например, "Коммерческие расходы", что бы это ни значило, ≈100 миллионов долларов. А значит это вот что:

Коммерческие расходы

	Примечание	2012	2011
Оплата труда и социальные отчисления	12	52,744	47,086
Реклама, маркетинг		35,228	25,935
Аренда	26	4,480	2,852
Содержание офисов		1,865	1,699
Прочие расходы по персоналу		1,137	1,242
Амортизация основных средств и нематериальных активов	15,16	525	210
Прочие расходы		4,464	3,283
Итого		**100,443**	**82,307**

… 52,7 млн. долларов на зарплату вместе с соцстрахом. И 35,2 миллиона опять долларов на рекламу и маркетинг.

Принципиально, если компания все же сократит расходы по оным строкам до нуля, то есть, перестанет пеариться и раздаст все офисы из аренды, то может и сократит расходы до некоторого значения, которые не станут съедать 98 миллионов валовой прибыли.

Или не смогут.

Ну, хотя бы потому, что инвестиции в 2012 году по сравнению с 2011-м немного, но сократились:

ЗАО «ЭР-Телеком Холдинг» и его дочерние предприятия
Консолидированный отчет о движении денежных средств за год, закончившийся 31 декабря 2012 года
(в тысячах долларов США, если не указано иное)

	Примечание	2012	2011
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ			
Приобретение объектов основных средств		(179,724)	(190,440)
Предоставление займов		-	(2,902)
Приобретение нематериальных активов		(4,381)	(2,831)
Поступления от продажи основных средств		193	752
Проценты полученные	13	398	151
Чистый отток денежных средств от инвестиционной деятельности		**(183,514)**	**(195,270)**
ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ			
Привлечение заемных средств		250,900	206,412
Возврат заемных средств		(63,074)	(38,576)
Прочий капитал		-	41,363
Проценты уплаченные		(39,980)	(17,103)
Чистый приток денежных средств от финансовой деятельности		**147,846**	**192,096**
Нетто увеличение/(уменьшение) денежных средств и их эквивалентов		**465**	**(4,048)**
Денежные средства и их эквиваленты на начало отчетного периода	20	5,380	8,951
Влияние изменения валютных курсов на денежные средства и их эквиваленты		(323)	477
Денежные средства и их эквиваленты на конец отчетного периода	20	**5,522**	**5,380**

-6%

Вся ставка сделана на рост выручки, которая более чем важна ЭРу - не будет роста выручки (это то самое Value, которое принято считать в МСФО для оправдания затрат инвесторам), не будет больше кредитов. И прогнозные цифры, которые вы лично можете прочитать на странице 43, такие:

> *… прогнозный рост выручки в стоимостном выражении составляет 39% в 2013 году, 33% в 2014 году, 17% в 2015-2017 гг. (на 31 декабря 2011 года прогнозный рост выручки в*

стоимостном выражении составит 49% в 2012 году, 46% в 2013 году, 21% в 2014-2016 гг.);

Обращаю внимание, что в 11 году на 12-ый планировалось 49% роста, а по факту удалось достичь 36%, если округлить в большую сторону. На 2013 год нужно будет очень посмотреть, но не уверен, что заложенные темпы роста соблюдаются - рынок все же не сидит сиднем, а конкуренты, пусть и главный из них Ростелеком, не собираются сдаваться.

Победных реляций на сайте обнаружено не было, из чего можно сделать вывод, что прогноз роста пока не оправдывается. Разве что в апреле, чуть позже публикации отчета, был небольшой релиз:

> *Результаты I квартала демонстрируют положительную динамику и позволяют строить оптимистичные прогнозы на 2013 год. Так, рост выручки «ЭР-Телеком» за 2013 год планируется на уровне 38%, EBITDA по сравнению с 2012 годом увеличится в 5 раз, количество абонентов превысит 6 миллионов.*

EBITDA штука мало предсказуемая, тем более "в пять раз", оптимизмом в России пока не пахнет, а вот внимание на загадочную фразу хочу обратить: "количество абонентов превысит 6 (шесть) миллионов". Ищем в отчете эти миллионы за 2012 год, и, уп-с, не находим. Есть только в денежных единицах:

Выручка

	2012	2011
Телематические услуги связи, услуги связи по передаче данных	281,701	209,799
Услуги связи для целей кабельного вещания	131,076	97,587
Услуги местной телефонной связи, услуги связи по передаче данных для целей голосовой информации	33,886	21,953
Дополнительные услуги	247	174
Итого	**446,910**	**329,513**

Попробуем проанализировать изменение структуры выручки:

… получилось не так показательно, но зато понятно, что две трети выручки приходит от продажи интернетов, чуть меньше трети от ТВ, и немного от телефонии. Интересно, что доля выручки от телефонии чуть выросла, в то время, как "национальный чемпион" только теряет.

Однако, к миллионам абонентов. В глубине сайта ЭРа, удалось найти вот такую картинку:

	Ед.изм.	2012	2011	Изм., %	2011	2010	Изм., %
Монтированная емкость	тыс.кв.	8 411	6 729	25%	6 729	4 328	55%
Общая абонентская база	тыс.кв.	3 009	2 365	27%	2 365	1 811	31%
Структура абонентской базы по кол-ву услуг							
One-play	тыс.кв.	1 093	1 032	6%	1 032	991	4%
Double-play	тыс.кв.	1 550	1 120	38%	1 120	733	53%
Triple-play	тыс.кв.	366	213	72%	213	86	147%
Количество договоров	тыс.аб.	5 290	3 912	35%	3 912	2 717	44%
Структура договоров по продуктам							
Кабельное телевидение	тыс.аб.	2 348	1 747	34%	1 747	1 219	43%
Широкополосный доступ в Интернет	тыс.аб.	2 487	1 899	31%	1 899	1 364	39%
Телефония	тыс.аб.	456	265	72%	265	134	98%
RGU на абонента	x	1,76	1,65	6%	1,65	1,50	10%

Вот тут источник, если вдруг кто не поверит и станет утверждать, что WF все придумал. Шесть миллионов абонентов считается по, внимание, как говорит Задорный, воздуху наберите, - по договорам.

Еще раз. По договорам на отдельные услуги - взяли и просуммировали абонентов. Так не поступает даже Ростелеком, ибо это все равно, что посчитать сумму вагонов и назвать их поездами. Ростелеком обычно пишет: "XXX абонентов ШПД" или там "XXX ОТА", но ни разу не называет сумму "количеством абонентов".

Поскольку этот опус, я надеюсь, прочитают ответственные сотрудники ЭРа, я рекомендую так впредь не делать. Рынок не смешите. Или еще приплюсуйте сюда "10 миллионов подключений к сетям Wi-Fi", чтоб уж довести ситуацию до полного абсурда.

Кстати, в МСФО-отчете о натуральных показателях ни слова. Зато есть еще одно допущение, позволительное для финанализа:

ЗАО «ЭР-Телеком Холдинг» и его дочерние предприятия
Примечания к консолидированной финансовой отчетности за год, закончившийся 31 декабря 2012 года
(в тысячах долларов США, если не указано иное)

Консолидированный отчет о совокупном доходе

раз два

	Операционные сегменты	Инвестиционные сегменты	Прочие сегменты	Консолидационные корректировки	За год, закончившийся 31 декабря 2012 года
Выручка	341,501	106,625	3,004	(4,220)	446,910
Услуги связи для целей кабельного вещания	99,535	31,581	-	(40)	131,076
Телематические услуги связи, услуги связи по передаче данных	213,996	67,826	-	(121)	281,701
Услуги местной телефонной связи, услуги связи по передаче данных для целей голосовой информации	27,787	7,133	-	(1,034)	33,886
Дополнительные услуги	183	85	3,004	(3,025)	247
в т.ч. Межсегментная	-	-	3,004	(3,004)	-
Себестоимость	(186,596)	(124,821)	(2,578)	2,872	(311,123)
Валовая прибыль/(убыток)	**154,905**	**(18,196)**	**426**	**(1,348)**	**135,787**
Коммерческие расходы	(45,756)	(55,466)	-	779	(100,443)
Административные расходы	(29,691)	(26,380)	(2,162)	587	(57,646)
Прочие доходы	1,115	984	163	-	2,262
Прочие расходы	(15,007)	(6,845)	(1,975)	1,050	(22,777)
Операционный(ая) (убыток)/ прибыль	**65,566**	**(105,903)**	**(3,548)**	**1,068**	**(42,817)**

Смысл в том, чтобы разделить доходно-расходную картину для инвесторов - есть сегмент "операционный", это города, где ЭР получает худо-бедно, но прибыль. И есть "инвестиционные" сегменты - это города, где режут кабель деятельность только-только начата, и компания добивается прорыва с целью захватить потребную долю рынка. Сегменты в отчете перечислены. Итак, из 56 городов, где работает Дом.ru (оборвать бы руки тому мракетологу, который придумал, что писать бренд в двух языковых раскладках это круто), операционными, сиречь доходными, признаны:

1. филиал в г. Самара;
2. филиал в г. Нижний Новгород;
3. филиал в г. Волгоград;
4. филиал в г. Челябинск;
5. филиал в г. Омск;
6. филиал в г. Казань;
7. филиал в г. Набережные Челны;
8. филиал в г. Тюмень;
9. филиал в г. Ижевск;
10. филиал в г. Новосибирск;
11. филиал в г. Киров;
12. филиал в г. Оренбург;
13. филиал в г. Пенза;
14. филиал в г. Йошкар-Ола;

15. дочернее общество в г. Пермь.

И "инвестиционными", сиречь убыточными:

1. филиал в г. Саратов;
2. филиал в г. Барнаул;
3. филиал в г. Липецк;
4. филиал в г. Красноярск;
5. филиал в г. Воронеж;
6. филиал в г. Санкт-Петербург;
7. филиал в г. Екатеринбург;
8. филиал в г. Ярославль;
9. филиал в г. Курган;
10. филиал в г. Тула;
11. филиал в г. Магнитогорск;
12. филиал в г. Уфа;
13. филиал в г. Ульяновск;
14. филиал в г. Рязань;
15. филиал в г. Чебоксары;
16. филиал в г. Иркутск;
17. филиал в г. Брянск;
18. филиал в г. Томск;
19. филиал в г. Ростов-на-Дону;
20. филиал в г. Тверь;
21. филиал в г. Курск.

Да, не получается 56 городов. Но это связано с тем, что в филиалах есть еще и города-спутники, и цифра "56" выглядит куда-как более внушительно, чем "36 филиалов". И вообще, ЭР утверждает, что экономический смысл имеет строиться в городах с населением более 300 тыс. жителей.

Провайдеры городов с меньшим населением, выдохнули. Ростелеком прыснул в кулачок.

Скерцо

Скерцо, по-итальянски означает "шутка". И шутка тут такая:

13 Финансовые доходы и расходы

	2012	2011
Проценты за использование банком денежных средств	398	76
Нетто-величина дохода от изменения обменных курсов иностранных валют	389	-
Процентные доходы	-	47
Финансовые доходы	787	123
Процентные расходы	(44,984)	(17,162)
Нетто-величина убытка от изменения обменных курсов иностранных валют	-	(176)
Финансовые расходы	(44,984)	(17,338)
Нетто-величина финансовых расходов, признанная в составе прибыли или убытка за период	**(44,197)**	**(17,215)**

в 2,5 раза

Долги-с. Только по процентам за полученные кредиты ЭР-Телеком вынужден платить 45 миллионов долларов в год. Это, если вернуться к "Валовой прибыли", чуть менее ее половины.

Структура долга такова:

тыс.долл.	Валюта	Процентная ставка	Срок погашения	31 декабря 2012 г. Номинальная стоимость	31 декабря 2012 г. Балансовая стоимость	31 декабря 2011 г. Номинальная стоимость	31 декабря 2011 г. Балансовая стоимость
Долгосрочные							
Обеспеченные банковские кредиты							
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли	16,4%	апрель 2018 года	196,525	195,910	-	-
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли	11,1%	декабрь 2017 года	157,958	157,958	178,039	178,039
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли	11,3%	апрель 2015 года	16,692	16,692	27,552	27,552
Задолженность по процентам							
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли		май 2014 года	4,556	4,556	-	-
Кредиты и займы, полученные от связанной стороны	рубли	12,8%	апрель 2018 года	30,488	30,488	28,761	28,761
				406,219	**405,604**	**234,352**	**234,352**

И это еще не все. Это долгосрочные. Еще есть (точнее, уже были) краткосрочные, очевидно на покрытие кассового разрыва:

тыс.долл.	Валюта	Процентная ставка	Срок погашения	31 декабря 2012 г. Номинальная стоимость	31 декабря 2012 г. Балансовая стоимость	31 декабря 2011 г. Номинальная стоимость	31 декабря 2011 г. Балансовая стоимость
Краткосрочные							
Обеспеченные банковские кредиты							
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли	11,1%		39,588	39,588	-	-
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли	11,3%		12,515	12,515	11,805	11,805
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли	10,75%		-	-	519	519
Задолженность по процентам							
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли		январь 2013 года	1,382	1,382	-	-
ПФП-Группа ООО	рубли		январь 2013 года	223	223	-	-
Урал ФД АКБ ОАО	рубли		январь 2013 года	107	107	-	-
АК Сбербанк РФ (ОАО)	рубли		январь 2012 года	-	-	206	206
ПФП-Группа ООО	рубли		январь 2012 года	-	-	194	194
Урал ФД АКБ ОАО	рубли		январь 2012 года	-	-	101	101
				53,815	**53,815**	**12,825**	**12,825**

Последний кредит, выданный Сбербанком на сумму 196,5 млн.долларов или 6,5 млрд. рублей, идет уже по немилосердной ставке 16,4% годовых. Кстати, при оценке объектов основных средств (раздел 16-б), номинальная ставка дисконтирования, рассчитанная для целей понимания средневзвешенной стоимости капитала, составила 15.86% (на 31 декабря 2011 года: 17.82%). Т.е. кредиты берутся уже в убыток, но они необходимы для развития. Иначе все просто схлопнется, велью начнет рушиться, а 65% обыкновенных именных бездокументарных акций ЗАО "ЭР-Телеком Холдинг", отданных в залог Сбербанку по рыночной стоимости с дисконтом 38%, принадлежащих ER-Telecom Holding Limited и по

залоговой стоимости 484,311 млн.долларов, превратятся в тыкву.

Вообще, ситуация рисковая - ЭР ходит по краю финансовой пропасти. И если бы не бенефициары в лице "ПФП-Группы" и "PFIG Overseas Investments Limited", которые в трудную минуту всегда подставляют плечо помощи, пропасть напала бы на компанию значительно раньше. А так - то заемчик, то выступят поручителем в Сбере, глядишь, ситуация снова выправляется.

Финал

Если очень быстро, весело и "мягко", как полагается жанром, то суть такова: собственных денег на покупку Акадо у ЭР-Телекома нет, и никогда не было. Но есть у ПФП-Группы. Вот об этом и будет финальное собрание в самое ближайшее время.

Что получит в итоге ЭР от сей сделки, то влезть в голову достаточно успешных по сей день, несмотря ни на что, топ-менеджеров, мне не пристало - я могу видеть ситуацию только со стороны и решительно не могу себе представить логику "больших денег". Это просто другая Point of view, недоступная большинству. Но я могу предположить следующее из слухов, прессы и собственных догадок.

Для того чтобы сделать красивый exit, инвесторам нужно сделать компанию публичной. Причина проста - вложен примерно миллиард долларов денег, которые никто не назовет "мелким вложением на старость". При этом влет найти покупателя вряд ли возможно - слишком большая сумма даже для "дас гроссен тройка" и мегачемпиона. Да и не нужно им это - своих сетей хватает, девать некуда. Значит, нужен IPO, который является голубой мечтой директора-основателя Кузяева.

Но IPO при такой структуре капитала сделать тоже трудно - напомню, что 65% акций находится в залоге. Разве что сам Сбербанк выступит андеррайтером. А у них опыта нет.

Следовательно, для реализации "большой капиталистической мечты" необходимо сделать слияние/поглощение - в этом случае получатся как бы "обнуление ситуации". Компании нужно восполнить затраты на рост через M&A, масштабирование и процесс поглощения - цели гораздо более благородные для инвесторов, чем "погашение ранее набранных кредитов по конским ставкам".

И Сбербанку, и ПФПГ выгодно совершить эту сделку, причем, во что бы то ни стало. Иначе - одним банкротство, другим кат-бонус. И сидеть потом Грефу и думать, куды ж девать собственность в виде внезапно свалившегося на голову провайдера интернетов.

Так что есть предположение, что M&A с Акадо свершится при любых обстоятельствах. И Акадо это нужно не менее - ейные акционеры в лице Виктора Феликсовича Вексельберга давно пытаются "спрыгнуть", но покупатель все идет привередливый - то цена не устраивает, то качество.

И всевозможные скелетики в шкафу:

[Финансовая соната ЭР-Телекома]

Здесь же покупатель не столь требователен и надо срочно. А денег найдут - или в Сбербанке или в тумбочке. А скорее всего, из обоих источников.