

Мультисистема

Размещение инфраструктурного игрока в РИИ Московская Биржа

24 Декабря 2012 г.

В сегменте Рынка Инноваций и Инвестиций Московской биржи готовится размещение компании Мультисистема, занимающейся бизнесом по установке, поверке и сервису счётчиков воды, ремонтами объектов коммунального (в том числе теплосетевого) хозяйства, жилого фонда, а также строительством коммерческой недвижимости. При проведении оценки инвестиционной привлекательности компании мы исходим из данных, приведённых в инвестиционном меморандуме, а также на информации, полученной в ходе встречи с руководством компании. Мы рекомендуем читателям ознакомиться с официальным меморандумом, в том числе финансовой его частью.

Структура бизнеса

Компания начала работать на московском рынке с 2002 года и в настоящий момент объединяет в себе многие структурные единицы, специализирующиеся на отдельных видах работ. Основными направлениями деятельности компании на сегодня являются следующие:

- производство и установка различных типов счётчиков расхода горячей и холодной воды;
- техническое обслуживание, ремонт и поверка счётчиков ;
- обслуживание инженерных, теплосетевых систем, капремонт жилого фонда и социальных объектов;
- строительство ТРЦ и многоуровневых парковочных комплексов;
- энергосервисные услуги.

Компания является многофункциональным холдингом в секторе ЖКХ



Рынок водосчётчиков

С 2006 года рынок приборов учёта воды увеличился в России вдвое и по итогам 2012 года ожидается установка порядка 8 млн. штук. Ожидается, что темпы роста будут постепенно снижаться до 10% и далее, до 5% в год.

Вместе с тем, рынок энергосервисных услуг и повышения энергоэффективности сможет постепенно принимать на себя часть крупных игроков из данного сегмента.

Рассматриваемая нами компания интересна тем, что смогла отстроить вертикально интегрированную схему работы в сегменте от производства и дистрибуции до установки и сервиса приборов учёта расхода горячей и холодной воды разных классов для различных потребителей. Отметим, что счетчики, используемые производства компании включены в перечень приборов учета воды, рекомендованных для установки в квартирах г. Москвы.

Ключевым преимуществом компании, по мнению руководства (и мы разделяем эту позицию) является собственный информационно-аналитический центр для сбора, учёта и обработки данных по потребителям

данного вида услуг в Москве и Московской области. Никто из конкурентов не имеет подобной системы, в том время как Мультисистеме она позволяет отслеживать динамику абонентской платы на основании официальных данных. Теоретически также, доступ к общей базе пользователей позволяет существенно расширить рынок технического обслуживания, ремонта и поверки, являющейся более маржинальным видом бизнеса по сравнению с установкой.

Строительный сегмент компании

Компания с 2009 года является членом СРО в строительстве

Компания в настоящий момент успела завершить целый ряд проектов в строительном сегменте и участвует в реализации столичных целевых программ по капитальному ремонту жилого фонда, а также программе «Народный гараж» по строительству многоуровневых коллективных стоянок. Компания отмечена благодарственными письмами и грамотами от Правительства Москвы, Департамента жилищной политики, префектур и управ районов.

Потенциал прямых продаж

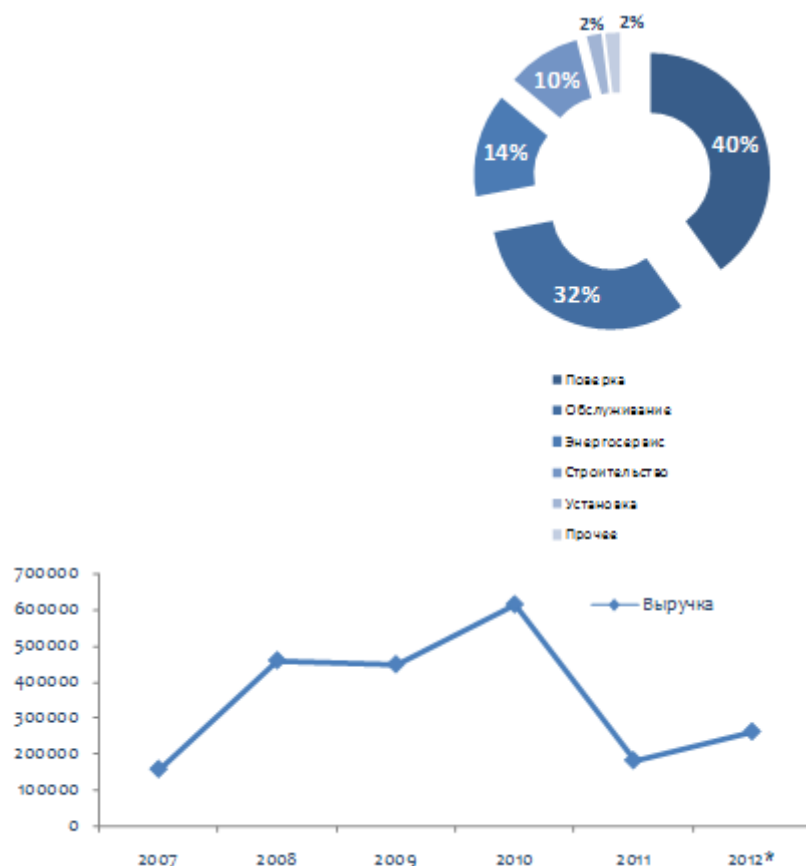
На наш взгляд, созданная компанией структура, включающая большое число «полевых» сотрудников и собственный call-центр, может служить идеальной базой для развития направления прямых продаж. Здесь может быть рассмотрен вариант сопровождения при ремонтах квартир, создание профильного интернет-магазина с доставкой, услуги типа «стройка-ремонт-переезд» и т.д. Причём продажи в данном случае будут опираться прежде всего на имеющуюся лояльную клиентскую базу, созданную при установке, сервисе и поверке счётчиков. Готовность менеджмента вплотную рассматривать данный сценарий дополнительного развития компании является на текущем этапе хорошим сигналом к тому, что компания может получить ещё большую диверсификацию бизнеса и устойчивость денежных потоков.

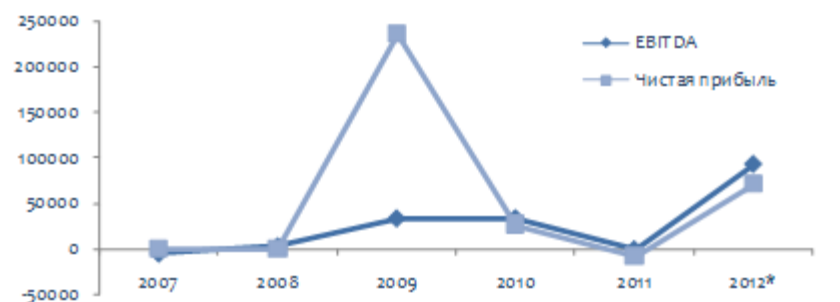
Финансы

Динамика финансовых результатов компании весьма волатильна, что затрудняет прогнозирование на основе статистических данных. Тем не менее, нет оснований говорить об устойчивой убыточности бизнеса или каких либо явных и однозначных негативных предпосылках в динамике доходов и расходов.

Динамика основных финансовых показателей Мультисистемы

Плановая структура выручки на 2012 год

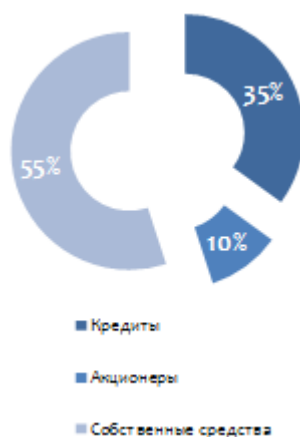




Руководство компании в настоящий момент считает бизнес пришедшим к определённому равновесию в структуре деятельности и доходов, что позволит стабилизировать динамику результатов. В дальнейшем база выручки должна формироваться за счёт поверки, технического обслуживания и ремонтов счётчиков, а также энергосервисных контрактов, что сделает финансовые показатели существенно менее волатильными и более предсказуемыми на основе анализа рынка в целом.

Стратегия

Структура финансирования инвестиционной программы



В соответствии с планами, следующие 5 лет компания намерена увеличить объем клиентской базы до 1 млн. абонентов, при этом маржинальность бизнеса в сегменте счётчиков воды должна возрасти, поскольку поверки имеют более высокую рентабельность по сравнению с установками, а доля последних будет сокращаться.

Компания намерена также продолжать экспансию в Московской области и выйти на уровень порядка 10 000 точек проведенных плановых поверочных работ в год.

Важнейшим направлением расширения бизнеса компании станут энергосервисные контракты. В течение следующих 3 лет планируется выйти на уровень по очистке отопительных радиаторов как минимум 300 многоквартирных домов в сезон. В течение же ближайших 5 лет руководство намерено заключить крупных 4 энергосервисных контракта на сумму до 600-650 млн руб.

Сегмент девелопмента должен дать завершённое строительство двух многоуровневых автостоянок в ВАО и одной стоянки в ЮЗАО Москвы суммарно на 1000 парковочных машиномест. Помимо этого должно быть сдано до 12,5 тыс. кв. м. арендной коммерческой недвижимости. По данным площадям планируется частичная продажа, частично – сдача в аренду.

Общий размер инвестиционной программы до 2020 года, основная часть которой будет профинансирована за счёт собственных средств, составит более 400 млн. руб. Необходимые займы могут быть предоставлены крупными кредиторами, которые уже знают компанию. На сегодня с Мультисистемой сотрудничали Сбербанк, Газпром банк, ВТБ, Zenit. Максимальная процентная ставка по текущим кредитам не превышает 15%.

Дивидендная политика компании

Руководство Мультисистемы планирует направлять на дивидендные выплаты не менее 50% от чистой прибыли компании по РСБУ, что было подтверждено во время встречи, а также нашло затем отражение в принятии положения о дивидендной политике. Впрочем, в принятом Положении формулировка о размере дивидендов имеет дополнение «как правило», что формально даёт основания рассматривать вероятность рекомендации советом директоров меньшей доли от чистой прибыли. Так или иначе, для компании инфраструктурной высокие дивидендные платежи могут и должны рассматриваться как нормальное явление, способствующее привлекательности акций для консервативных, долгосрочных инвесторов.

Акционеры и структура размещения

Акционерный капитал компании распределён между двумя одноимёнными юридическими лицами, владельцем которых является генеральный директор Мультисистемы, Чалову Д.В.

Схема продажи предполагает реализацию пакета до 35% от уставного капитала по типу cash-out, что означает получение средств непосредственно нынешними акционерами.

Далее рассмотрим ещё раз кратко основные характеристики компании, проведя SWOT-анализ. На наш взгляд, одним из ключевых минусов и рисков является сравнительно невысокая прозрачность сектора ЖКХ, с которым прямо или косвенно связана основная деятельность компании.

Сила	Слабость
Поверка счётчиков воды формирует стабильный денежный поток Несколько сегментов бизнеса умеренно диверсифицируют структуру выручки Компания занимает около четверти московского рынка счётчиков Лояльная клиентская база	Не самый прозрачный сектор экономики Высокая волатильность финансовых результатов Значительная доля девелоперского бизнеса в выручке компании Близкий к насыщению рынок первичной установки счётчиков воды
Возможности	Риски
Собственная служба сервиса и call-центр дают возможность построения бизнеса прямых продаж Расширение в города-спутники Большой объём отложенного спроса в сегменте энергосервиса и повышения энергоэффективности частного и коммунального хозяйства	Организация продажи акций на IPO по типу cash-out Высокая зависимость от политики префектур, специфика B2G-сектора Возможен серьёзный рост конкуренции в розничном сегменте обслуживания (ремонт, замены) и проверок водосчётчиков

Оценка

Мультипликаторы

Анализ зарубежных аналогов Мультисистемы показывает очень высокий разброс оценок компаний, даже в рамках одной страны или региона, что указывает на высокую специфичность бизнеса. Средние по миру значения и оценка Мультисистемы на их основе приводятся ниже.

Сводные данные по рыночным мультипликаторам отраслевых аналогов Мультисистемы

Мультипликатор	Среднее по миру	Стоимость компании, тыс. руб.
P/B	2,1	1 027 767
P/E	17,9	1 281 443
P/S	2,9	760 670
EV/EBITDA	10,8	953 340
EV/S	3,2	787 900
Среднее значение		962 224

С учётом возможного возникновения премии на российском рынке благодаря уникальности бизнеса компании, аналоги которой ещё не выходили в сектор РИИ ММВБ или на основную площадку биржи, можно предполагать, что коэффициенты Мультисистемы имеют возможность оказаться выше средних на 15 — 25%. Это даст оценку на уровне 1 100 — 1 200 млн. руб. за 100% капитала компании.

Операционные данные

Оценка компании на основе операционной прибыли (EBIT) по данным прогноза компании на 2012 год в размере 90656 тыс. руб. при использовании нами величины WACC 15,9% и постпрогнозных темпах роста 3% и прогнозном чистом долге на конец периода в 51460 тыс. руб. даёт величину капитализации на уровне 510748 тыс. руб.

Использование официального прогноза EBIT на 2013 год по данным инвестиционного меморандума на уровне 152804 тыс. руб. с последующим дисконтированием на величину безрисковой ставки в 6,5% приводит к получению капитализации компании в размере 841466 тыс. руб.

При этом, данная оценка не учитывает возможности реализации модели прямых продаж по клиентской базе, описанной нами выше, которые могут принести существенный дополнительный денежный поток.

Рекомендация

Мы рассматриваем компанию Мультисистема как инфраструктурного игрока, имеющего несколько направлений бизнеса, как связанных с повышенным риском и зависимостью от социальной политики на региональном и федеральном уровне, так и характеризующихся ациклическостью в поступлении денежных потоков. Одновременно, есть потенциал для значительного роста выручки за счёт реализации строительных проектов в сегменте паркингов и ТРЦ, а также развития новых направлений бизнеса, использующих

накопленную лояльную клиентскую базу. Сложная нынешняя структура и потенциал возможного развития бизнеса создают высокую вариабельность оценок. В любом случае, мы рассматриваем компанию как интересного кандидата на включение долгосрочный инвестиционный портфель с долей порядка 1,5-3%. Для спекулятивных краткосрочных операций акции могут быть интересны в первое время после IPO, но в целом, мы не считаем эти акции идеальным инструментом для спекулятивных игроков.

Разумный диапазон возможной оценки с учётом потенциала формирования премии за уникальность бизнеса лежит в пределах 8,8-10,4 руб. за акцию.

Контактная информация

Почта: rukin@zerich.com,

Телефон: +7 (495) 737-05-80 (1698),

Skype: alexander.roukin

Рукин Александр Анатольевич