

FLASH NOTE

Департамент брокерского обслуживания ИК УНИВЕР Капитал



Москва  
Декабрь 2012

## Мультисистема: дивидендная идея и инновации в коммунальном секторе

Мы проводим оценку инвестиционной привлекательности компании Мультисистема, являющейся одним из редких примеров бизнеса, сочетающего в себе свойства ацикличности с потенциалом инновационного венчурного роста. В приводимых расчётах мы основываемся на данных, представленных в инвестиционном меморандуме, встрече с руководством компании и дополнительно проведённых оценках.

Компания работает на московском рынке с 2002 года и является холдинговой структурой, оказывающей услуги в ЖКХ-рознице, а также работающей в сегменте девелопмента и ремонта. Основные направления деятельности компании:

- ✓ установка приборов учета расхода воды;
- ✓ техническое обслуживание, ремонт и поверка приборов учета воды;
- ✓ обслуживание инженерных систем и капремонты жилого фонда и социальных объектов;
- ✓ строительство ТРЦ и многоуровневых парковочных комплексов;
- ✓ оказание энергосервисных услуг.

### Виды текущего и потенциально возможного бизнеса Мультисистемы



### Структура деятельности

Счётчики воды, девелопмент и ремонты плюс энергосервисный start-up

Мультисистема реализовала модель вертикальной интеграции и объединяет в своей структуре производство, дистрибуцию, установку и сервис приборов учёта. Производство будет постепенно сокращаться вследствие близости насыщения, компания намерена концентрироваться на установке и обслуживании, плюс производстве под замену. На сегодня счетчики, используемые производства компании включены в перечень приборов учета воды, рекомендованных для установки в квартирах г. Москвы.

Кроме того, в отличие от других игроков сектора, Мультисистема имеет собственный информационно-аналитический центр для сбора и обработки данных по потребителям услуг в Москве и Московской области. Это позволяет отслеживать динамику абонентской платы и реагировать на маркетинговые усилия конкурентов. Кроме того, базы конкурентов позволяют существенно

### Учёт расхода воды

расширить рынок технического обслуживания, ремонта и поверки счётчиков, а это соответствует потенциальному расширению базы с собственных более чем 350 тыс. до 1-1,2 млн абонентов.

Отметим, что отечественный рынок счётчиков учёта расхода воды продолжает развиваться, несмотря на то, что за прошедшие 5 лет произошло удвоение его объёмов (ожидается порядка 8 млн. единиц установок в 2012 году). В дальнейшем темпы роста будут постепенно замедляться, но останутся выше диапазона 5-10% ежегодного прироста.

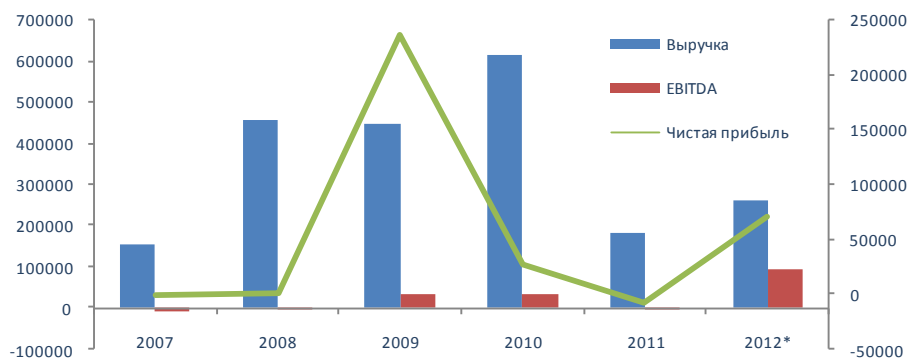
Рынок энергосервисных услуг и повышения энергоэффективности (в том числе в теплосетевом хозяйстве) является молодым для России рынком и это позволяет рассчитывать на длительное сохранение двузначных темпов роста.

Мультисистема принимает участие в реализации столичных целевых программ по капитальному ремонту жилого фонда и по строительству многоуровневых коллективных стоянок (проект «Народный гараж»). На сегодня реализовано более десяти проектов, включающих несколько десятков объектов жилого и нежилого фонда.

Благодаря высоким стандартам исполнения и срокам работ Компания отмечена благодарственными письмами и грамотами от Правительства Москвы, Департамента жилищной политики, префектур и управ районов.

Историческая динамика финансовых показателей компании характеризуется высокой неоднородностью, связанной как со спецификой некоторых сегментов бизнеса, так и с влиянием внеоперационных доходов на раннем этапе становления компании.

**Динамика основных финансовых результатов Мультисистемы**



Мы исходим из предположения, что в настоящий момент бизнес компании пришёл к определённому равновесию и структура доходов будет определяться главным образом за счёт поверки и технического обслуживания, а также реализации энергосервисных контрактов, что сделает результаты менее волатильными.

В ближайшие 5 лет компания планирует увеличить объем клиентской базы до 1 млн. абонентов за счёт реализации маркетинговой и IT-стратегий, уже успешно проверенных в течение последних 2 лет.

Одним из ориентиров является заключение контрактов на установку индивидуальных приборов учета в Москве и Московской области до 10 000 единиц в год и проведение плановых поверочных работ. Компания уже вышла и намерена закрепляться в городах-спутниках, таких как Пушкино, Солнечногорск и другие.

При этом, основным направлением развития станет сегмент энергосервисных контрактов. В течение ближайших трёх лет планируется выйти на уровень по очистке радиаторов в 300-350 многоквартирных домах в сезон. В течение 5 лет ожидается заключение 4 энергосервисных контрактов на сумму до 600-650 млн руб.

**Широкая база абонентов, call-центр и штат выездных сотрудников позволяют развить новые бизнес-направления**

## Строительство

Компания с 2009 года является членом СРО в строительстве

## Финансы

## Стратегия

В строительном направлении намечено создание как минимум двух многоуровневых автостоянок в Восточном административном округе и одной – в Юго-западном административном округе, общим количеством на 1000 машиномест. Также планируется строительство 12,5 тыс. кв. м. арендной коммерческой недвижимости в новых микрорайонах Москвы до 2018 г. с последующей продажей части площадей и сдачей в аренду оставшейся. Мы считаем, что данное направление бизнеса имеет значительный потенциал роста выручки компании, однако несёт в себе венчурную составляющую.

Реализация инвестиционной программы, объём которой составит более 300 млн. руб., будет вестись из нескольких источников. Возможная структура финансирования выглядит следующим образом:

- ✓ средства инвесторов, текущих собственников – 10%;
- ✓ собственные средства – 55%;
- ✓ привлечение займов – 35%.

Среди кредиторов компании на сегодня значатся Сбербанк, Газпром банк, ВТБ, Зенит. Максимальная процентная ставка по кредитам не превышает 15%.

С 2012 года компания планирует принять дивидендную политику, в соответствии с которой размер годовых дивидендных выплат по акциям должен составлять, «как правило» не менее 50% от консолидированной чистой прибыли по РСБУ. Отметим, что довольно высокая расчётная оценка капитализации по отношению к чистой прибыли делает дивидендную доходность сравнительно невысокой (менее 5% по итогам 2012 года).

В настоящий момент компанией владеют два юридических лица, полностью подконтрольных генеральному директору и председателю совета директоров компании, Чалову Д.В. Продажа пакета до 35% от уставного капитала планируется по схеме cash-out.

Для получения сводной картины плюсов и минусов мы проводим краткий SWOT-анализ компании

Сила	Слабость
Диверсифицированный бизнес Наличие нециклических источников поступления прибыли Опыт создания управляющей компании на рынке ЭЖКХ и успешного участия в закупочных процедурах Наличие завершённых строительных проектов 25% покрытого московского рынка в рознице Наличие независимого директора	Зависимость финансов от девелопмента Нестабильные денежные потоки затрудняют анализ и прогнозируемость Недостаточные собственные ресурсы в сегменте поверки Короткая история публичного ведения бизнеса
Потенциал	Риски
Рынок имеет потенциал роста Расширение присутствия на энергосервисном рынке Потенциал расширения в другие сегменты за счёт собственной сервисной, курьерской службы и call-центра при наличии лояльной клиентской базы Расширение участия в программе «народный гараж»	Изменение муниципальной политики в отборе и финансировании подрядчиков Усиление конкуренции по мере насыщения и исчерпания непокрытого рынка Продажа по схеме cash-out Низкая ликвидность

Исходя из текущих прогнозных результатов компании за 2012 год можно сделать консервативную оценку бизнеса, приняв величину темпов роста за прогнозным

## Дивиденды

Дивидендная политика предусматривает выплаты не менее половины от чистой прибыли

## Акционеры и структура размещения

## SWOT

Консервативная оценка

горизонтом на уровне 3%, средневзвешенной стоимости капитала 16% и уровня EBIT в 90,656 млн. руб. При плановом уровне чистого долга в 51,460 млн. руб. мы получаем справедливую стоимость акционерного капитала на уровне 494 млн. Поскольку, согласно отчётности по МСФО, основной объём выручки компания намерена получить в последнем квартале текущего года, мы учитываем возможность неполучения дохода по разовым статьям, связанным с реализацией недвижимости, что уменьшит выручку (и EBIT) на величину порядка 40 млн. руб. В этом случае оценка капитала компании сократится до 25 млн. руб., что является существенным негативом для оценки. Тем не менее, мы принимаем во внимание, что данное имущество будет с высокой вероятностью реализовано в 2013 году, что сформирует дополнительный поток денежных средств и увеличит стоимость.

Кроме того, в ближайшие годы рост компании будет, по прогнозам, существенно превосходить 3% и как минимум не будет отставать от темпов роста рынка установки счётчиков в 5%. С учётом повышения маржинальности бизнеса за счёт расширения проверки в структуре выручки, и применяя 6,5% темпы роста, получаем капитализацию в 688 млн. руб., исходя из прогнозной EBIT за 2012 год в размере 90,656 млн. руб.

Публичные компании данного сектора в мире имеют довольно широкий разброс оценок капитализации. Далее мы приводим некие средневзвешенные значения, а также получаемые на их основе. величины капитализации Мультисистемы.

## Анализ по мультипликаторам

**Таблица мультипликаторов, усреднённых по мировым аналогам Мультисистемы**

	Значение	Оценка, млн. руб.
EV/EBITDA	11,1	981
EV/S	3,1	762
P/B	2,2	1077
P/E	19,1	1367
P/S	2,9	761
<b>Итого среднее</b>		<b>990</b>

Итак, диапазон оценок по мультипликаторам, основанный на прогнозных данных компании по 2012 году в соответствии с РСБУ, приведённых в инвестиционном меморандуме компании Мультисистема, даёт нам разброс от 760 до 1370 млн. руб. при простом среднем значении 990 млн. руб.

Суммируя, можно исходить из оценки справедливой стоимости по умеренно консервативному сценарию, предполагающему вход в венчурную бумагу, в диапазоне 500-990 млн. руб. Мы не рекомендуем бумагу спекулятивным игрокам. При этом, учитывая уникальность бизнеса для сегмента РИИ ММВБ, а также потенциал реализации новых направлений бизнеса в прямых продажах, нельзя исключать возникновения рыночной премии, которая может составить от 25% до 30%. В цене акции это соответствует диапазону 5,0-9,9 руб. без учёта премии (т.е. порядка 6,3-12,9 руб. при её возникновении).

Таким образом, цена при размещении в районе 9,3-10,7 руб. за акцию может быть интересной для приобретения бумаги в долгосрочный портфель и оставлять при этом потенциал для фундаментального роста.

## Резюме

**ООО «УНИВЕР Капитал»**

**Центральный офис:**  
123317, г. Москва, Пресненская наб., д.10, Блок Б  
**Телефон/факс:** +7 (495) 792-555-0  
**E-mail:** [univer@univer.ru](mailto:univer@univer.ru)  
**Интернет-сайт:** [www.univer.ru](http://www.univer.ru)

*Департамент по работе с VIP клиентами*

**Судилин Сергей**  
**Вице-президент**  
тел.: (495) 644-11-22, доб. 3332  
e-mail: [SSudilin@univer.ru](mailto:SSudilin@univer.ru)

**Баранов Андрей**  
**Зам. начальника департамента**  
тел.: (495) 644-11-22, доб. 2237  
e-mail: [ABaranov@univer.ru](mailto:ABaranov@univer.ru)

**Шитухин Михаил**  
**Вице-президент**  
тел.: (495) 644-11-22, доб. 2298  
e-mail: [MShitukhin@univer.ru](mailto:MShitukhin@univer.ru)

*Департамент аналитических исследований*

**Head of Research**  
**Александров Дмитрий, Ph.D.**  
тел.: (495) 644-11-22, доб. 3336  
e-mail: [Daleksandrov@univer.ru](mailto:Daleksandrov@univer.ru)

**Junior Financial Analyst**  
**Даровская Ксения**  
e-mail: [Kdarovskaya@univer.ru](mailto:Kdarovskaya@univer.ru)

**Financial Analyst**  
**Шульгина Ксения**  
e-mail: [Polyak@univer.ru](mailto:Polyak@univer.ru)

**Junior Financial Analyst**  
**Неверова Дарья**  
e-mail: [Dneverova@univer.ru](mailto:Dneverova@univer.ru)

*Департамент брокерского обслуживания*

**Head of Brokerage**  
**Иконникова Юлия**  
тел.: (495) 792-555-0 доб. 2271  
e-mail: [Yikonnikova@univer.ru](mailto:Yikonnikova@univer.ru)

**Клюкин Артём**  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2287  
**E-mail:** [aklukin@univer.ru](mailto:aklukin@univer.ru)

**Душек Александр**  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2282  
**E-mail:** [adushhek@univer.ru](mailto:adushhek@univer.ru)

**Домнин Виктор**  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2256  
**E-mail:** [vdomnin@univer.ru](mailto:vdomnin@univer.ru)

**Сапатовая Мария**  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2295  
**E-mail:** [msapatova@univer.ru](mailto:msapatova@univer.ru)

*Отдел инновационных торговых систем*

**Шайхулов Айрат**  
*Начальник отдела*  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2228

**Пичугин Константин**  
*Механические системы торговли*  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2236

**Бобрик Пётр**  
*Товарно-сырьевые рынки*  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2239

**Понедельченко Евгений**  
*Маркет-мейкинг*  
**Телефон:** +7 (495) 644-11-22, доб. 2236

**Координаты представительств:**

344002, г. **Ростов-на-Дону**, пр-т Буденновский 26/57, офис 13  
Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08  
E-mail: [rostov@univer.ru](mailto:rostov@univer.ru)

420021, г. **Казань**, ул. Татарстан 20, офис 300  
Телефон: (843) 240-40-35  
E-mail: [kazan@univer.ru](mailto:kazan@univer.ru)

410004, г. **Саратов**, ул. Чернышевского д. 60/62 «А» 3 этаж  
Телефон: (8452) 34-44-44, 45-96-92  
E-mail: [saratov@univer.ru](mailto:saratov@univer.ru)

**Лицензии**

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 077-12601-100000 от 09 октября 2009 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия – без ограничения срока действия.  
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 077-12604-010000 от 09 октября 2009 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия – без ограничения срока действия.  
Лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 077-12895-000100 от 02.02.2010 г., выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия - бессрочная.  
Лицензия на заключение биржевым посредником в биржевой торговле договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является биржевой товар № 1515 от 01.07.2010 г., выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия - без ограничения срока действия.

---

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультацией по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УНИВЕР Капитал» запрещено.

© ООО «УНИВЕР Капитал». 2012

---

This research report is prepared by LLC Univer Capital and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of your activities on the securities market. LLC Univer Capital is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.

Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

LLC Univer Capital maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of LLC Univer Capital.

For residents of the United States: LLC Univer Capital is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: LLC Univer Capital is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules). Copyright ©, LLC Univer Capital, 2012