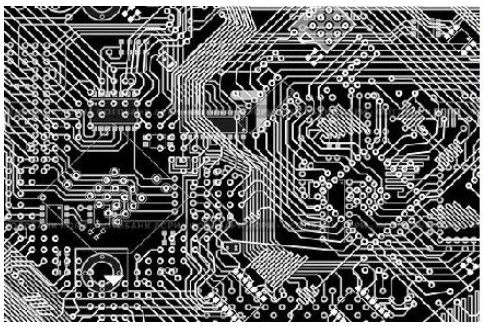




АФК Система. В России появится свой Berkshire Hathaway. Кто хочет получить бесплатно акции Башнефть, Русснефть, Система-Галс, Ситроникс и других бесплатно?

Председатель совета директоров АФК Система Владимир Евтушенков сделал судьбоносное заявление: компания сменит основной род деятельности с управления на инвестирование, 70-80% времени Системы будет направлено на реализацию инвестиционных сделок и только 20-30% - на управление существующими компаниями. Ранее на управление "дочками" уходило до 90% времени менеджмента, и только 10% приходились на поиски новых активов.

Давайте посмотрим, что представляет из себя компания в данный момент.

Портфель активов разделен на 4 отраслевых бизнес-единицы:

1.Телекоммуникационные активы: МТС, Комстар-ОТС (в октябре 2009 г. контрольный пакет акций Комстар-ОТС был приобретен компанией МТС), Система Масс-Медиа и др., а также индийский оператор связи - компания Sistema Shyam TeleServices.

2.Топливно-энергетический комплекс: Башнефть, Уфимский нефтеперерабатывающий завод, Уфанефтехим, Новойл, Уфаоргсинтез и Башкирнефтепродукт

3.Потребительские активы: Детский мир, Интурист, Медси и МБРР.

4.Высокие технологии и промышленность: Ситроникс, Концерн РТИ Системы и Биннофарм.

Таким образом, компания уже представляет собой инвестиционный фонд, в котором имеются как прямые, так и портфельные инвестиции, на подобии BlackRock или Berkshire Hathaway. Безусловно, Евтушенкова пока рано сравнивать с «пророком из Омахи», сейчас он, скорее, «создатель» успешных бизнесов, но именно в этом его сила. Он как никто разбирается во внутренних механизмах работы предприятий и знает, как повышать их капитализацию. Но любому инвестиционному фонду нужны новые приобретения. Существующий портфель дает ROIC (возврат средств на вложенный капитал) на уровне только 15% годовых и больше не даст. А цель компании - 25%, и ее нельзя обеспечить, управляя только существующим портфелем.

Поэтому было решено расформировать отраслевые подразделения, вместо них создать две бизнес-единицы, активы в которые будут разделены по зрелости: «Базовые активы», в которые войдут МТС и башкирский ТЭК, и «Развивающиеся активы», в которые войдут высокотехнологические, промышленные и потребительские активы.

Это абсолютно обоснованное решение. Все компании работают на рынке достаточно давно, некоторые позиционированы как № 1 (например, МТС), некоторые — как № 30 (МБРР). Это устойчивые бизнесы со своими традициями, кадрами, которым требуется только следить за их ключевыми показателями - и не более того. А со стратегическими решениями спокойно могут справиться советы директоров каждой из этих компаний. Это высвобождает интеллектуальные возможности самой Системы для решения совсем других задач.

Одним из основных правил инвестирования Уоррена Баффета является покупка существенно недооцененных компаний. Давайте посмотрим, являются ли акции АФК Системы, недооцененным активом.

Мы рассчитали стоимость компании по методу суммы составных частей (МССЧ) и получается, что капитализация компании составляет 10.87 млрд. долл., а стоимость активов в собственности 23.65 млрд. долл. И даже если применить стандартный для подобных холдингов дисконт в размере 25%, мы получаем стоимость активов 17.74 млрд. долл. Это дает нам потрясающий дисконт в 61%! Поразительно то, что стоимость только одного пакета МТС в 9.67 млрд. долл. почти равна всей капитализации Системы, т.е. остальные активы вы получаете бесплатно.

млн.долл.

	Капитализация	Доля АФК	Стоимость доли АФК
Телеком			
МТС	17 594.52	55%	9 676.98
SSTL	3 529.41	74%	2 611.76
ТЭК			
Башнефть	10 775.41	73%	7 866.05
Башкирэнерго	1 825.77	50%	912.88
Русснефть	2 000.00	49%	980.00
Потребительский сектор			
МБРР	344.18	99%	340.73
Интурист	90.00	66%	59.40
Медси	315.69	100%	315.69
Детский мир	440.00	100%	440.00
Система-Галс	343.66	28%	96.23
Технологии и просышленность			
СИТРОНИКС	168.98	70%	118.29
Биннофарм, РТИ Системы и др.	235.06	99%	232.71
Совокупная стоимость			**23 650.73**
Дисконт за холдинг			25%
Стоимость активов АФК			**17 738.05**
Капитализация АФК			**10 876.56**

Давайте теперь посмотрим на коэффициенты компании в сравнении с аналогичными фондами.

По показателю P/E АФК является самой недооцененной: 6.45 даже при снижении прибыли на 69.91%. Максимальное значение у KKR&Co 36.10 при почти аналогичном падении прибыли на 60.79%. У Berkshire Hathaway 16.27 при росте прибыли на 60.98%, у BlackRock 17.66 при росте прибыли в 135.77%.

Маржа прибыли у компании 6.43%. Минимальное также у KKR&Co 3.47%, максимум у BlackRock 23.79%. У Berkshire Hathaway 9.52%.

Долговая нагрузка равна 15.81 годовым прибылям. Максимум у BlackRock 73.74, минимум у KKR 7.18. У Berkshire Hathaway 16.14.

Каковы перспективы увеличения стоимости? Что еще будет предпринято, помимо возможных новых приобретений, и повышения капитализации существующих компаний путем слияний (как это произошло при покупке МТС Ситроникса и т.п.)? Давайте посмотрим.

В сфере сотовой связи сейчас идет глобальная смена центра прибыли компаний. Бизнес-модель операторов будет трансформироваться, чтобы создавать стоимость в условиях существенного удешевления инфраструктурной услуги. Кроме того, будет создаваться стоимость на основе брендов. Перед МТС стоит задача ввести бренд, который сейчас № 72 в мире, в тридцатку крупнейших брендов мира к 2014 г. А для этого нужно, чтобы и topline (доходы), и bottomline (прибыльность) всех услуг,

которые продаются под брендом МТС, были достаточно большими. Более подробно, в нашем отчете по МТС http://www.lanta.ru/private/MTS_Lanta-Bank.pdf

В сфере высоких технологий: контрольный пакет акций Ситроникса принадлежащий Системе будет продан компании РТИ, недавно созданной совместно с Банком Москвы. Таким образом, создается hi-tech концерн. Между РТИ и Ситрониксом существуют заметные синергии, и они могут помочь улучшить бизнес обеих компаний в сфере НИОКР, дистрибуции, и маркетинга.

В сфере ТЭКа есть амбициозные планы достичь 25-30 млн. тонн добычи в год.

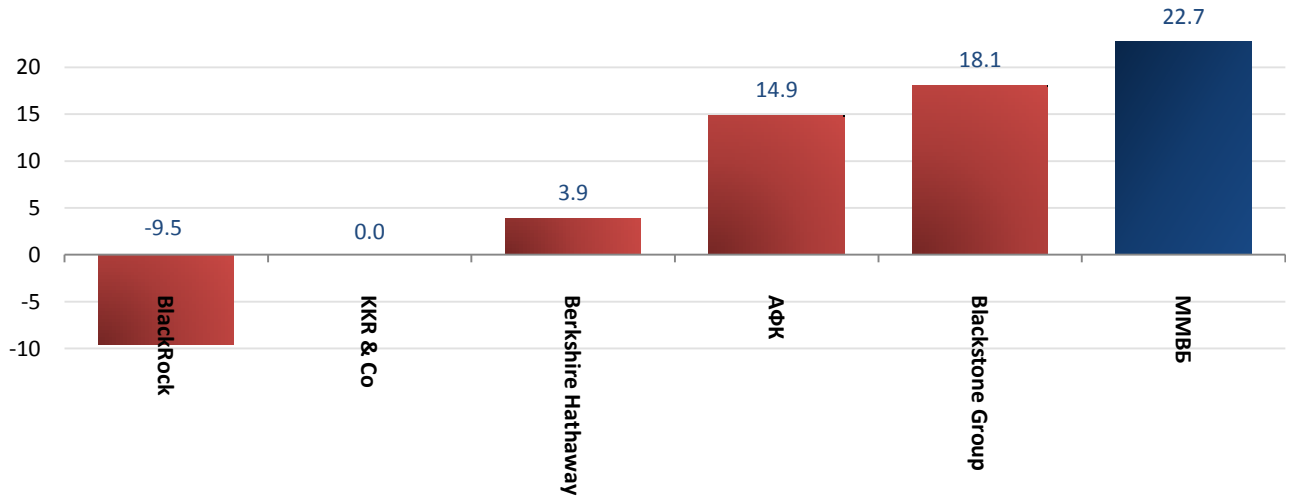
С Лукойлом обсуждаются варианты совместной разработки месторождений Требса и Титова, который вел разведку месторождения и владеет там инфраструктурой. При этом есть и базовый сценарий, при котором этот актив будет развивать самостоятельно. На капитализации Башнефти покупка Требса и Титова сама по себе пока не сказалась никак. Это проект, в который предстоит еще вложить существенные средства, чтобы создать там стоимость. К тому же цена, по которой государство выставило этот актив, не была занижена. Кроме того, недавно Система подписала меморандум с индийской ONGC о совместном использовании активов.

Объединение Башнефти с Русснефтью пока не планируется. Это связано с большими долгами Русснефти. Кроме того, Башнефть еще предстоит перевести на единую акцию, в Русснефти есть и другие акционеры (Glencore), что усложняет объединение.

Но основным драйвером взрывного роста капитализации в будущем будет индийский сотовый оператор Sistema Shyam Teleservices Ltd (SSTL). Компания создана в 1998 году и с марта 2009 года работает под брендом MTS India. На сегодняшний день оператор предоставляет услуги мобильной связи более чем 8 миллионам абонентов в 13 округах Индии. Правительство России выкупило 17 % акций и планирует довести свою долю до 19.8%. По нашим оценкам, индийская компания по капитализации может значительно превзойти МТС.

Вывод. АФК Система обладает отличным набором активов в наиболее прибыльных сегментах и одной из самых талантливых команд управленцев на рынке. Кроме того обладает существенной недооцененностью акций, которая составляет почти 70%. Таким образом, компания является одной из лучших инвестиционных идей на рынке. Однако, «стоимостное инвестирование» в недооцененные активы - любимый метод Уоррена Баффета, подразумевает, что для реализации потенциала рынку может потребоваться несколько лет.

Динамика котировок за год, %



Источник: Bloomberg

Финансовые показатели компаний

Компания	АФК	BlackRock	Blackstone Group	Berkshire Hathaway	KKR & Co
Страна	РФ	США	США	США	США
Изм. за год, %	14.93	-9.53	18.09	3.90	0.00
Изм. за 3 месяца, %	24.77	4.01	25.09	6.49	29.25
Изм. с начала года, %	18.19	-0.31	22.26	6.27	22.61
Изм. за 1 месяц, %	13.83	-7.33	-1.09	0.12	7.01
Капитализация, млрд.$	10.88	36.43	20.57	210.97	12.03
Рост прибыли, %	-69.91	135.77	48.27	60.98	-60.79
Маржа прибыли	6.43	23.79	-10.34	9.52	3.47
Прибыль/Собств.капитал, %	12.62	7.84	-4.84	7.96	0.93
Прибыль/активы, %	4.21	1.16	-1.96	3.48	0.87
Рост Долга, %	-4.43	-0.94	229.97	29.73	-16.38
Долг/чистая прибыль	15.81	73.74	-30.25	16.14	7.18
Собств. капитал/долг	0.50	0.17	0.68	0.78	15.06
P/E	6.45	17.66	-55.60	16.27	36.10
P/S	0.41	4.20	5.75	1.55	1.25
Капитализация/собств. капитал	0.81	1.38	2.69	1.29	0.33
Капитализация/активы	0.27	0.20	1.09	0.57	0.31

Управление Инвестиционных Операций +7 (495) 957-00-18
e-mail sales@lanta.ru
Web www.lanta.ru
Факс +7 (495) 957-00-80
Адрес 115184, г. Москва, ул. Новокузнецкая, д. 9, стр. 2

Настоящий аналитический обзор представляется клиентам банка исключительно в информационных целях. Содержащиеся в обзоре прогнозы и оценки ситуации на рынках подготовлены без учета инвестиционных предпочтений инвесторов и отражают мнение аналитика. Настоящая информация сформирована на основе публичных источников, за полноту и достоверность которой АКБ «Ланта-Банк» (ЗАО) ответственности не несет. Также АКБ «Ланта-Банк» (ЗАО) не несет никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, полученные при использовании настоящего обзора. АКБ «Ланта-Банк» (ЗАО) не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в обзоре или исправлять возможные неточности. При перепечатке данных материалов полностью или частично ссылка на **www.lanta.ru** обязательна.