

Особенности IR публичного холдинга

ПАВЕЛ КИМ

Конкурентная борьба за средства инвесторов ведется не только между отдельными компаниями внутри одной отрасли, но и между разными отраслями. Инвесторы, определяя приоритеты, могут купить акции как компаний из разных отраслей, так и одной холдинговой компании, объединяющей бизнесы в различных сегментах экономики. В рамках данной статьи мы попробуем разобраться в особенностях работы специалистов по связям с инвесторами холдинговой структуры на примере крупнейшей публичной корпорации АФК «Система».

IR-стратегия холдинга

Коммуникационная стратегия материнской компании АФК «Система» очень тесно переплетается со стратегией развития всего холдинга. Соответственно, IR-стратегия как часть коммуникационной стратегии не является исключением. Таким образом, прежде чем начать анализировать особенности работы IR-подразделения необходимо отметить, что из-за более сложной организационной структуры корпоративная стратегия в холдингах во многом зависит от стратегий операционных компа-

ний. Другими словами, подготовка IR-стратегии холдинга начинается с тщательного изучения не только материнской компании, но и ее дочерних обществ.

Понятно, что наличие в портфеле холдинга компаний из совершенно разных сегментов, которые при этом находятся на различных стадиях развития, значительно усложняет процесс подготовки IR-стратегии. Это особенно заметно, когда в состав публичного холдинга входят публичные компании. При этом основная задача заключается не просто в формировании единой коммуникационной стратегии холдинга, а в координации деятельности на операционном уровне и в необходимости постоянной адаптации стратегии. В общем, к известной проблеме координации деятельности IR- и PR-подразделений добавляется вопрос структурной субординации процесса раскрытия информации в головной структуре и операционных подразделениях.

Рассмотрим для примера организационную структуру ОАО АФК «Система». Корпорация стала публичной в феврале 2005 года и к настоящему моменту накопила громадный опыт по работе на публичных рынках капитала. В состав



Павел Ким,
исполнительный директор
управления по связям с
инвесторами, АФК «Система»
Kim@sistema.ru

корпорации входят четыре публичных компании и целый ряд непубличных из разных секторов экономики (см. рисунок). Согласно независимым оценкам, под управлением АФК «Система» находятся компании, стоимость которых варьируется от \$100 млн до \$35 млрд. Корпорация является контролирующим акционером и владеет миноритарными долями в некоторых компаниях, а ее структура несколько раз претерпевала серьезные изменения.

Портфель АФК «Система»



В 2006 году «Комстар-ОТС» и «Система-Галс» разместили свои акции на Лондонской фондовой бирже (LSE). В начале 2007 года концерн «Ситроникс» также стал публичной компанией. В то же самое время был продан пакет акций страховой компании «РОС-НО». С момента выхода на IPO капитализация «Системы» увеличилась на 88% и на 21 мая 2008 года составила \$16,98 млрд.

Изменения в структуре холдинга, выход на биржу дочерних компаний влияли как на стратегию холдинга и корпоративные стратегии дочерних обществ, так и на отношение инвесторов к холдингу. Соответственно происходящим изменениям выстраивалась и IR-стратегия.

Подводя итог, можно сказать, что IR-стратегия холдинга не ограничивается стандартным набором целей любой публичной компании. Помимо таких задач, как повышение капитализации, увеличение ликвидности и диверсификация инвесторов, холдинговые структуры обязаны решать еще целый комплекс вопросов. Например, АФК «Система» выделяет для себя сле-

дующие дополнительные приоритетные направления: позиционирование непубличных активов, снижение дисконта к сумме частей (о методах оценки холдинга речь пойдет чуть позже) и повышение репутации управляющей компании.

Совместная работа материнской структуры и дочерних предприятий

Холдинговая структура позволяет извлекать синергетический эффект не только во внешнем продвижении совместных продуктов и услуг и повышении лояльности клиентов, но и в работе подразделений по связям с инвесторами. Взаимодействие между материнской компанией и публичными «дочками», как правило, происходит в рамках заранее утвержденных процедур. Таким образом, публичные компании имеют полную свободу действий: у них собственные бюджеты,

они вправе самостоятельно принимать решения, в каких мероприятиях участвовать, на каких инвесторах фокусировать свое внимание и т. д. Тем не менее между материнской структурой и дочерними компаниями происходит достаточно плотное общение в виде периодических координационных совещаний, на которых помимо обмена новостями и опытом происходит выработка общей позиции по спорным вопросам.

Более того, в целях сокращения затрат и повышения эффективности работы публичных «дочек» управляющая компания может рекомендовать воспользоваться услугами тех или иных субподрядчиков. Например, АФК «Система» инициировала начало создания единого информационного пространства на базе Thomson Financials. По сути, это CRM (Customer Relationship Management) — система, позволяющая формировать, контролировать и отслеживать изменения в базе данных инвесторов и аналитиков в онлайн-режиме. Кроме того, с помощью подобных решений существует возможность создавать

Мнение эксперта

IR в конгломератах

IR magazine Russia & CIS попросил прокомментировать мнение Павла Кима, описавшего особенности IR в холдинге АФК «Система», директора Citigate Dewe Rogerson, международного агентства по финансовым коммуникациям и связям с инвесторами, Марину Захарову да Галеро.

Существует несколько вариантов характеристики компаний, подобных АФК «Система». Возможно, наиболее точным будет термин «конгломерат» (компания, состоящая из группы предприятий значительно диверсифицированных секторов — Толковый словарь английского языка). Конгломераты были довольно популярны в Великобритании в 1980-х и 1990-х, но сегодня на данном рынке наблюдается тренд в сторону специализированных компаний (с бизнесом в одной отрасли) или же холдингов (с активами в одном или нескольких, но близких секторах). Конгломераты наиболее распространены в Азии и на развивающихся рынках, хотя все-таки еще существуют в более развитых западных экономиках (например, Siemens, Berkshire Hathaway). Одна из самых последних замеченных тенденций — управление группой диверсифицированных компаний через специально созданную непубличную частную структуру. Стоит отметить, что консолидация или разукрупнение конгломератов главным образом определяется рыночными условиями. Снижение или замедление роста доходов, вероятнее всего, приведет к распродажам активов, которые вполне могут быть выкуплены обратно, когда настанут лучшие времена.

Продолжение смотрите на с. 32.

архивы протоколов встреч, мероприятий и конференц-звонков, выделять наиболее важные вопросы и ответы на них. Подобного рода инструменты особенно важны в работе с инвесторами, где главным орудием труда является информация. Это особенно актуально в связи с тем, что ротация профессионалов зачастую приводит к потере накопленных знаний.

Оценка стоимости холдинга

Традиционные методы оценки стоимости компании с помощью дисконтирования денежных потоков и финансовых коэффициентов, как правило, не применяются при оценке холдингов. Денежные потоки холдинга, в сущности, состоят из дивидендных выплат и продажи активов. Прогнозирование данной

величины не представляется возможным и потому не дает полной картины бизнеса. Найти сравнимые компании — очень сложная задача, так как холдинги, как правило, обладают уникальной структурой портфеля с точки зрения контроля в дочерних обществах, публичности сегментов, в которых они представлены, и т. д. Так, АФК «Система», к примеру, по этим показателям не имеет аналогов не только на российском, но и на зарубежных рынках.

Таким образом, основным методом оценки справедливой стоимости холдинга является «сумма частей» (sum-of-the-parts). В соответствии с этим методом вначале производится оценка компаний, входящих в холдинг. Затем, с учетом доли холдинга в дочерних об-

ществах, рассчитывается стоимость чистых активов и наконец определяется дисконт / премия, которая напрямую зависит от структуры портфеля, а также от восприятия рынком достоинств / недостатков компании.

На каждом из этапов расчета есть свои тонкости и интересные моменты. Во-первых, как уже говорилось, компании, входящие в портфель холдинга, могут быть из разных секторов экономики. А это усложняет оценку активов, так как представители инвестиционного сообщества, как правило, специализируются на определенном секторе. Например, проанализировать предприятие розничного сектора для телекоммуникационного аналитика достаточно трудная задача. Даже для крупных инвестиционных банков, имеющих хорошо укомплектованный штат аналитиков, скоординировать работу 5–7 сотрудников, для того чтобы они совместно проанализировали разнообразные бизнесы холдинга, достаточно не просто. В результате небольшие активы, входящие в состав холдинга, оцениваются по остаточному принципу и очень консервативно.

Во-вторых, необходимо учитывать, что стоимость публичных активов (рыночная капитализация) зависит от биржевой площадки и, соответственно, курса валют. Например, ни для кого не секрет, что локальные акции большинства российских компаний торгуются с дисконтом по отношению к депозитарным распискам.

В-третьих, использование мультипликаторов для оценки стоимос-

ти непубличных компаний затруднено тем, что российский рынок по-прежнему находится на этапе становления. В ряде сегментов найти сопоставимую публичную компанию просто невозможно, а применение зарубежных аналогов дает аналитикам достаточно большое поле для импровизации.

В-четвертых, при оценке доли холдинга в дочерних компаниях необходимо четко различать эффективную долю и долю голосующих акций. Кроме того, необходимо учитывать специфику организационной структуры — возможное перекрестное владение акциями и т. д.

В-пятых, расчет чистого долга корпоративного центра (головной структуры) может происходить двумя способами: путем вычета из общего объема долга (внешнего и внутреннего) только денежных средств или дополнительно еще и краткосрочных инвестиций. Выбор методики зависит от структуры краткосрочных инвестиций и происходит по усмотрению аналитика.

В-шестых, существуют два основных способа определения поправочного коэффициента (дисконт или премия) на холдинговую структуру: сравнительный и экспертный. Используя сравнительный метод, инвесторы анализируют другие публичные холдинговые компании. Например, в случае с АФК «Система», как правило, внимание обращают на такие компании, как ALBA, GBL, IFIL, Investor AB, Kinnevik. В основу экспертного метода ложатся такие факторы, как налог на внутригрупповые дивиденды и т. д. Оба метода имеют свои достоинства и недостатки.

Тем не менее стоит отметить, что в ситуации, когда количество публичных холдингов по-прежнему невелико и каждый из них не похож на другие, решение о дисконте/премии принимается по усмотрению аналитика и оставляет большое поле для работы специалистов по связям с инвесторами.

Наконец, при расчете сравнительных финансовых показателей (P/E, EPS) остается открытым вопрос, какое количество акций брать за основу. Дело в том, что между российскими и зарубежными принципами финансовой отчетности существует различие в учете казначейских акций. Так, в консолидированной отчетности АФК «Система» в соответствии с GAAP количество выпущенных акций (outstanding shares) отражается за вычетом акций, находящихся на балансе дочерних предприятий. Таким образом, разница может достигать нескольких процентов и существенно превысить допустимую погрешность.

Отдельно необходимо отметить, что существует другой метод оценки стоимости холдинга. Основное его отличие заключается в том, что стоимость дочерних предприятий (enterprise value) рассчитывается как сумма рыночной капитализации компании, ее долга и доли миноритарных акционеров. Соответственно, поправка на чистый долг делается не на уровне головной структуры, а на консолидированном уровне. Такой подход имеет один серьезный недостаток: при консолидации долга и денежных средств происходит элиминация внутригрупповых расчетов. Следовательно, если сложить чистый

долг отдельно взятых компаний, мы не получим консолидированный чистый долг.

В этой связи основными задачами подразделения по связям с инвесторами являются: а) выявление разногласий в финансовых моделях с аналитиками, которые уже готовят аналитические отчеты по компании; б) разъяснительная работа с финансовыми посредниками, которые еще не «покрывают» компанию. На практике эта работа, по сути, заключается в создании внутренней финансовой модели и тщательном анализе всех выпущенных исследований.

Выводы

Разработка IR-стратегии и оценка стоимости холдинга требуют повышенного внимания как со стороны специалистов по связям с инвесторами, так и со стороны аналитиков и инвесторов.

С одной стороны, анализировать холдинговые компании трудно в силу более сложной организационной структуры, но с другой — холдинги имеют целый ряд преимуществ, особенно на развивающихся рынках. Диверсификация, конвергентные продукты и услуги, доступ к рынкам капитала, возможность осуществления структурированных инвестиционных сделок — это не полный список достоинств холдингов. Инвесторы, которые нашли время, чтобы разобраться в структуре холдинга и понять инвестиционные истории дочерних обществ, обладают определенными конкурентными преимуществами в выстраивании своих инвестиционных стратегий. ■

IR в конгломератах

Продолжение. Начало на с. 30.

Программа и стратегия связей с инвесторами

Основное назначение диверсифицированной компании — оценивать программы капиталовложений, предложенные дочерними предприятиями, и выделять капитал по принципу максимальной отдачи того или иного проекта для акционеров. Следовательно, конкретный набор дочерних предприятий будет определять спрос на капитал и, таким образом, поведение материнской компании на фондовых рынках. Например, привлечение средств путем выпуска акций для какого-либо из проектов усилит внимание фондового рынка именно к этому проекту и той дочерней компании, которая его реализует. Следовательно, взаимоотношения с рынками капитала должны строиться с уче-

«Полезно устраивать дни инвестора с концентрацией на отдельном дивизионе группы, и в то же время необходимо развивать инвестиционную историю всей группы».

Марина Захарова де Галеро,
директор Citigate Dewe
Rogerson

том вышеизложенного и это может напрямую влиять на программу и стратегию связей с инвесторами.

В случае если компания-конгломерат объединяет предприятия очень разных отраслей, IR-департамент действительно должен принимать в расчет тот факт, что аналитики (как buy- так и sell-side) вряд ли будут специалистами во всех этих сферах и могут нуждаться в дополнительной поддержке для понимания движущих сил какого-то бизнеса. Поэтому полезно устраивать дни инвестора с концентрацией на отдельном дивизионе группы, хотя в то же время необходимо развивать инвестиционную историю всей группы, которая обосновывала бы существование конгломератной/холдинговой структуры в противоположность предложению по разделению активов группы на самостоятельные бизнесы.

Методика оценки

Методика оценки конгломерата, как правило, сводится к определению «составной стоимости» («сумме частей»), что объясняется диверсифицированной природой конгломерата.

Традиционно составная оценка рассчитывалась на основе методики «по коэффициентам», применяемым к составным частям группы, — такие коэффициенты выводились по схожим публичным предприятиям в каждом конкретном секторе. Однако в последнее время рынок переместился к расчетам стоимости каждой компании группы по методике Discounted Cash Flow (DCF), когда будущие денежные потоки компании приводятся к текущей стоимости с определенным дисконтом.

Обычно инвестирование в бумаги конгломератов не является «первым желанием» фондовых управляющих. И зачастую акции подобных компаний оцениваются с дисконтом, что определяется несколькими факторами (повышенный риск вследствие типично непрозрачных и сложных структур, недостаток

административного контроля, потенциальный конфликт интересов между разными дочерними предприятиями и т. д.)

Внутренняя координация функции по связям с инвесторами

Строго говоря, служба по связям с инвесторами может существовать только в компании, у которой есть инвесторы. В этом отношении дочерним компаниям имеет смысл создавать собственную службу только тогда, когда материнская компания владеет менее чем 100% уставного капитала «дочек».

Если же дочернее предприятие имеет публично торгуемые акции или просто представляет достаточно большую часть общего бизнеса, которая должна иметь собственный механизм связей с инвесторами (например, чтобы более эффективно отвечать на запросы инвесторов/аналитиков), — в этом случае требуется очень тесная координация между подразделениями по связям с инвесторами группы и дочерних компаний.

Чтобы этому помочь, важно принять четкую IR-политику (политику раскрытия информации) и при этом регулярно — по возможности, ежедневно — проводить внутригрупповые конференц-звонки для обеспечения полной осведомленности и согласованности действий всех коммуникационных департаментов (как IR, так и PR). В отношении информационных систем очень полезна общая база контактов (отслеживающая обращения инвесторов и т. д.). В плане структуры отчет о любых действиях дочерних компаний по связям с инвесторами должен предоставляться в групповое подразделение по связям с инвесторами — т. е. обязанности разделены, но деятельность при этом централизована в достаточной степени.

Преимущества

Одним из ключевых преимуществ конгломератов представляется повышенная эффективность в распределении капитала между различными компаниями. Кроме того, тот факт, что риски распределены и доходы диверсифицированы, обуславливает более гладкую динамику изменения доходов конгломерата внутри циклов деловой активности.

Специально для IR Magazine Russia & CIS



дайте нам повод
мы сделаем
из него событие



праздники
презентации
премии
подарки

+7 (495) 933 5210
events@infomostevents.com
www.infomostevents.com