



Аналитик: Екатерина Трипотень
tripoten@sovlink.ru

Initiation of coverage

КРКО: ПОКУПАТЬ

Котельщик красный – надежды не напрасны

Stock data

Shares Ords '000	213,258	Free float, %	20%
Shares Prefs '000	71,086	Free Float, \$ mn	28.54
Bid Ords, \$	0.48	12-m TP ords, \$	0.999
Offer Ords, \$	0.6	Upside, %	85%
Bid Prefs, \$	0.35	TP prefs, \$	0.699
Offer Prefs, \$	0.425	Upside, %	80%
M.Cap, \$ mn	142.7	Rating	BUY

Financials

	2010E	2011E
Revenue, \$ mn	226	272
EBITDA, \$ mn	31	46
CAPEX, \$ mn	13	24

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-18.03%	0.00%
Relative to RTSI	Ords	-13.09%	-22.26%
Price range, \$			
High	Ords	0.61	0.65
Low	Ords	0.5	0.48

• Мы начинаем аналитическое покрытие завода «Красный котельщик», единственного российского производителя энергетических котлов на территории страны.

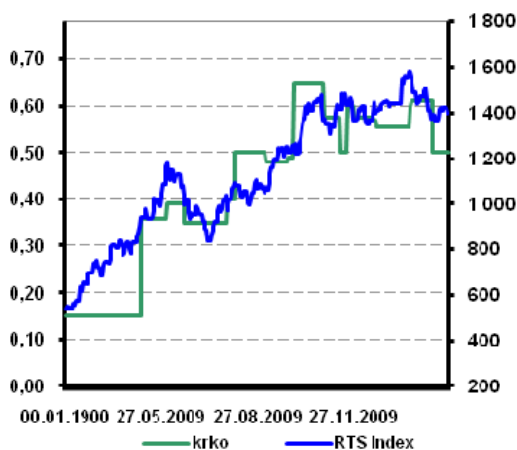
• Развитие завода неразрывно связано с перспективами электроэнергетики, формирующей основной заказ на его продукцию. Российские электростанции в 2007-2008 г столкнулись с инвестиционным бумом в связи с резким ростом спроса на электроэнергию в стране, который затем сменился паузой в реализации проектов из-за кризиса. Сейчас ситуация в отрасли нормализовалась, падение потребления электроэнергии прекратилось, а рост спроса на электроэнергию в IV квартале из-за морозов даже превысил аналогичный период 2006 года, также холодного.

• Мы полагаем, недавние упреки со стороны премьер-министра РФ Владимира Путина в адрес стратегических инвесторов генкомпаний на счет выполнения обязательств одновременно с принятием правил долгосрочного рынка мощности станет катализатором для активизации инвестиционного процесса в электроэнергетике, что гарантирует увеличение потока заказов для «Красного котельщика».

• Мы оценили денежные потоки «Красного котельщика» до 2015 г, построив DCF-модель. По итогам этой оценки мы присваиваем его обыкновенным акциям рекомендацию **ПОКУПАТЬ** с целевой ценой \$0.999, предполагающей потенциал роста в 85%.

• Кроме фундаментальных факторов роста стоимости компании мы видим также возможный спекулятивный - это обмен акций «Красного котельщика» на акции материнского ЭМАльянса в преддверии IPO последнего. Вхождение группы «Ренова» в акционерный капитал завода - хотя пока на это указывают лишь косвенные признаки, - на наш взгляд, может снять большинство рисков для миноритарных акционеров в ходе возможного обмена.

Динамика обыкновенных акций «Красного котельщика» относительно индекса РТС

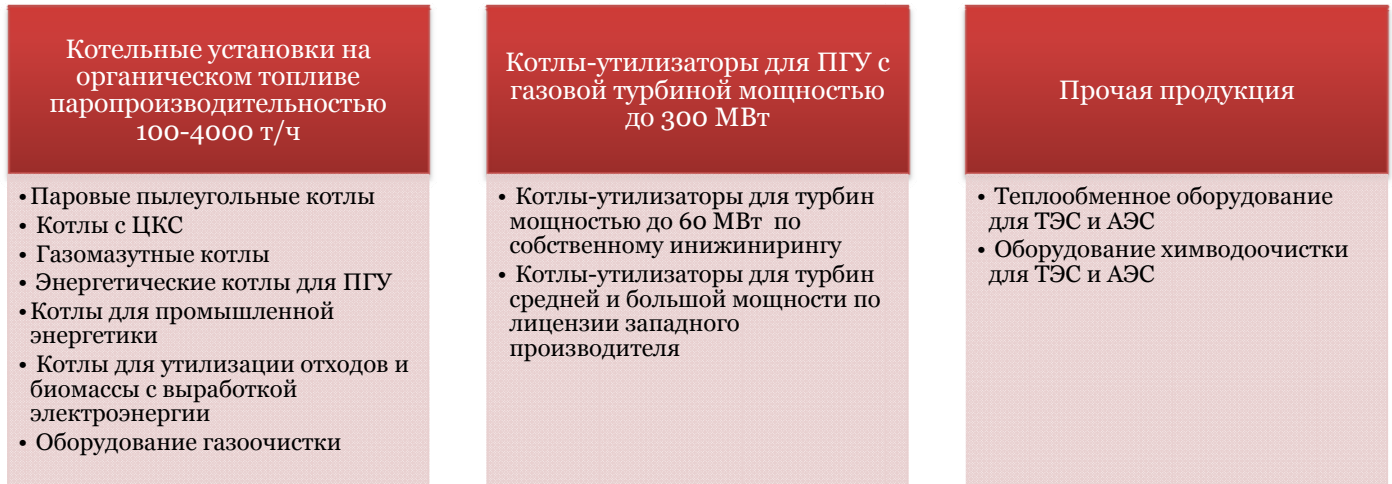




О компании

Деятельность

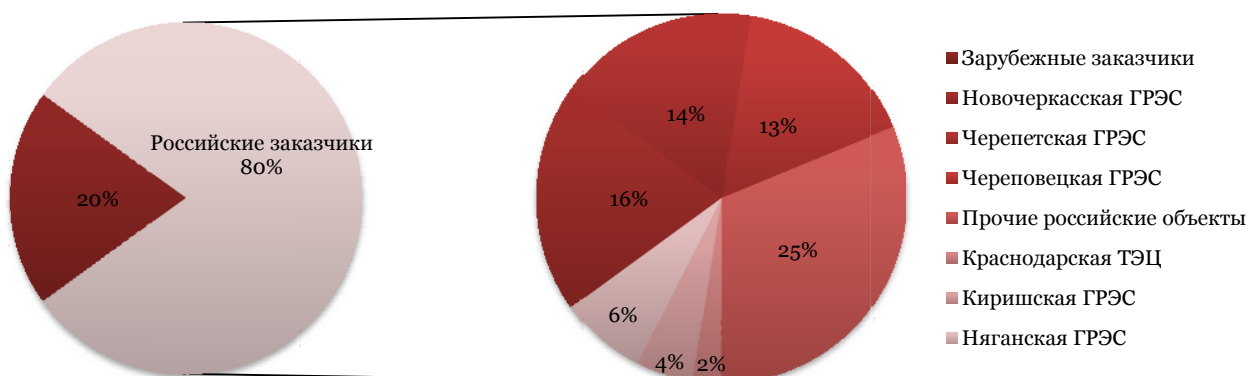
Завод производит энергетические котлы для электростанций разного типа: паровые котлы разной производительности для теплоэлектростанций конденсационного типа и котлы-утилизаторы для парогазовых установок, - а также теплообменное и вспомогательное оборудование. Все вместе это образует «котельный остров» электростанции. Подробно продукция завода представлена ниже:



Источник: ЭМАльянс

Основной доход «Котельщику» приносят котлы большой и малой мощности и запчасти к ним, а также котлы-утилизаторы, их доля в объеме продаж достигает 75%.

Оборудование «Котельщика» установлено на более 80% электростанций России. Доля завода в текущих поставках для проектов в электроэнергетике РФ составляет 50,3% по котлам для пылеугольных станций и 35% по котлам-утилизаторам. Его продукция также поставляется в Болгарию, Вьетнам, Грецию, Израиль, Ирак, Иран, Индию и другие страны. Структура портфеля заказов завода представлена ниже:



Источник: ЭМАльянс

Существующие мощности завода оцениваются в 6 ГВт, из которых 2 ГВт приходится на котлы-утилизаторы, 2,5 ГВт на котлы для пылеугольных станций, а 1,5 ГВт – для газомазутных. Завод не стремится производить все оборудование по собственным технологиям, там, где это уместно, он вступает в кооперацию с ведущими мировыми производителями. В частности, так в 2008 г была куплена лицензия на производство и продажу котлов-утилизаторов для парогазовых станций. А чтобы производить котлы-утилизаторы для турбин большей мощности, завод в 2008 г установил новое оборудование для обрешения труб.



Структура собственности

«Красный котельщик» входит в энергомашиностроительный концерн ЭМАльянс, который стремится к реализации проектов по строительству «котельного острова» под ключ, что предполагает кроме поставки оборудования также и инжиниринговые услуги. Доля ЭМАльянса в уставном капитале составляет 59,12%, в обыкновенных акциях 70,84%. В свою очередь, 100% акций ЭМАльянса принадлежит Auburn Investments, основным бенефициаром которой является предприниматель Евгений Туголуков.

До недавнего времени крупнейшим после концерна акционером «Котельщика» был фонд Prosperity Capital Management, по оценкам СМИ, ему принадлежало около 8% (по информации менеджмента ЭМАльянса, в руках двух фондов было сосредоточено около 15% акций). Но в начале года Интерфакс сообщил, что вместо него миноритарием завода стал офшор Roinco Enterprises Ltd (10,1% обыкновенных акций), который выдвинул в совет директоров компании представителя группы «Реновы». «Ренова» уже имеет 3-летний опыт сотрудничества с ЭМАльянсом в сфере энергомашиностроения через компанию РЭМКО. Эта компания объединяет ЗиО-Подольск (производит парогенераторы для АЭС) и ИК Зиомар, а основной акционер ЭМАльянса недавно продал свою долю в СП как раз «Ренове».

Взаимоотношения внутри группы

На базе «Котельщика» сосредоточено производство, на базе ЭМАльянса – инжиниринг. Инжиниринг более доходный бизнес, рентабельность в котором, по оценкам Холдинга, может достигать 50%, в то время как для производства оборудования предел рентабельности – 15%. Контракты с заказчиками заключает ЭМАльянс, который затем передает «Котельщику» работы на субподряд.

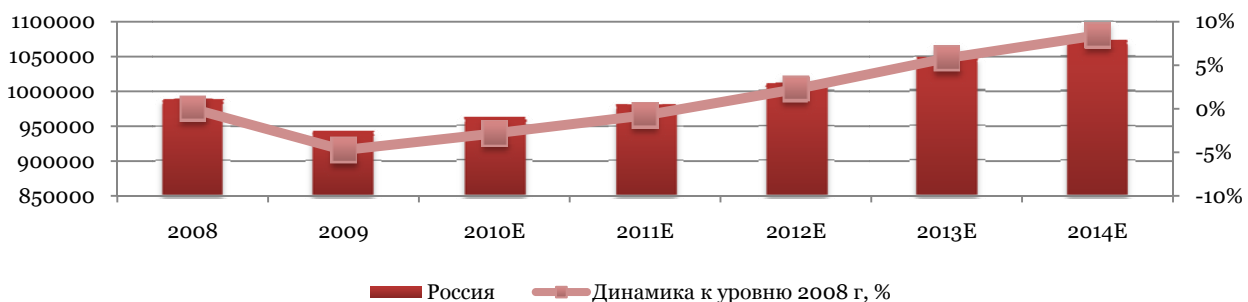
По оценкам ЭМАльянса, около 60% его консолидированной выручки по МСФО за 2008 г пришлось на «Красный котельщик», 40% – на инжиниринг. При этом часть доходов от инжиниринга заложена и в выручке завода.

Перспективы

Развитие завода неразрывно связано с перспективами электроэнергетики, формирующей основной заказ на его продукцию. Российские электростанции в 2007-2008 г столкнулись с инвестиционным бумом в связи с резким ростом спроса на электроэнергию в стране, который затем сменился паузой в реализации проектов из-за кризиса. Сейчас ситуация в отрасли нормализовалась, падение потребления электроэнергии прекратилось, а рост спроса на электроэнергию в IV квартале из-за морозов даже превысил аналогичный период 2006 года, также холодного.

По прогнозам «Системного оператора», диспетчерской организации в отрасли, потребление электроэнергии начиная с 2010 г будет расти примерно на 2% в год и к 2012 г выйдет на докризисный годовой объем в более 1 трлн кВт.ч.

Потребление электроэнергии в РФ, млн кВт.ч



Источник: Системный оператор



ЭМАльянс, а значит и «Котельщик», и так получил заказы в рамках львиной доли начатых в период всеобщей паузы проектов, умудрившись в застойный 2009 г нарастить портфель заказов на 17%, до 41 млрд рублей. Уже заключенные контракты позволяют группе рассчитывать на 22 млрд рублей выручки в 2010 г, что означает рост этого показателя вдвое.

Катализаторами активизации инвестиционного процесса в электроэнергетике может стать принятие правил долгосрочного рынка мощности, гарантирующего окупаемость вложений, а также пристальное внимание российских властей к ходу реализации инвестпрограмм ОГК и ТГК. «Право пользоваться преимуществами долгосрочного рынка мощности заслужили только те компании, которые строго соблюдают свои обязательства перед государством, вкладывают деньги в строительство новых объектов, в модернизацию, в обеспечение безопасности», - заявил премьер-министр РФ Владимир Путин 24 февраля в ходе совещания по вопросам отрасли.

Угнаться за ростом потребностей основного заказчика «Котельщику» поможет его собственная инвестпрограмма, предполагающая наращивание мощностей завода до прежних 10 ГВт. Программа, утвержденная в 2008 г, рассчитана на 4 года и оценивается в 1,7 млрд рублей.

ИРО ЭМАльянса

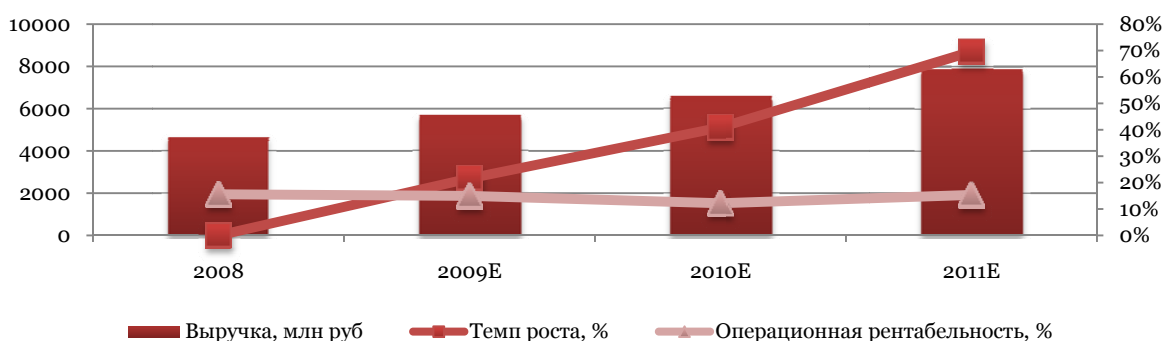
В корпоративной жизни «Котельщика» могут произойти изменения. Его материнская компания – ЭМАльянс – задумала в I квартале провести ИРО с листингом в РТС. Предельный объем – 25%, в реальности компания ориентируется на 10%.

Это размещение ЭМАльянса, которое перетянет ликвидность из акций «Котельщика», казалось бы, создает существенные риски для миноритарных акционеров производственного предприятия – особенно с учетом возможностей материнской компании перенаправить на себя денежные потоки в Холдинге. Однако недавняя смена состава миноритариев «Котельщика», на наш взгляд, эти риски частично снимает и может увеличить вероятность возможной конвертации акций завода в ценные бумаги ЭМАльянса, даже несмотря на то, что в последних публичных комментариях менеджмент ЭМАльянса такие планы отрицал.

Оценка

Мы оценили денежные потоки «Красного котельщика» до 2015 г. В своей оценке мы опирались на финансовые результаты и прогнозы ЭМАльянса, представленные менеджментом на встрече с инвесторами, посвященной предстоящему размещению, и историческую динамику отдельных показателей завода.

Динамика выручки завода и рентабельность продаж



Источник: данные компании, оценки и расчеты Совлинк

В последующие годы мы ожидаем роста рентабельности операционной прибыли с текущих средних 15% до 19% за счет притока поступлений от сервиса установленного в прежние годы оборудования и более умеренного, чем динамика выручки, роста затрат (подробный прогноз смотрите в приложении 1).



Также мы учли в модели увеличение выпуска продукции, соответствующее приросту производственных мощностей «Котельщика», и направленные на это инвестиционные вложения.

DCF SUMMARY, mn rub	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Revenues	6,560.3	7,894.8	10,059.3	10,928.6	11,942.4	12,718.6
COGS	4,787.3	5,593.6	7,116.9	7,636.4	8,170.9	8,702.0
Gross profit	1,773.0	2,301.3	2,942.5	3,292.2	3,771.4	4,016.6
Distribution expences	-314.9	-339.5	-432.6	-415.3	-453.8	-483.3
Administrative expences	-656.0	-750.0	-905.3	-983.6	-1,074.8	-1,144.7
EBITDA	897.9	1,323.7	1,746.9	2,046.1	2,406.2	2,562.6
Amortization&depreciation	95.7	111.9	142.3	152.7	163.4	174.0
Interest payments	-315.7	-355.2	-373.7	-362.6	-377.0	-449.3
PBT	486.4	856.6	1,230.9	1,530.7	1,865.8	1,939.3
Net profit	389.1	685.3	984.7	1,224.6	1,492.6	1,551.5
EBITDA margin, %	14%	17%	17%	19%	20%	20%
Net profit margin, %	6%	9%	10%	11%	12%	12%
<i>FCFF</i>						
EBIT	802.1	1,211.8	1,604.6	1,893.3	2,242.8	2,388.6
Taxes	-97.3	-171.3	-246.2	-306.1	-373.2	-387.9
Depreciation	95.7	111.9	142.3	152.7	163.4	174.0
Change in NWC	-127.8	-148.3	-182.9	-191.7	-201.6	-207.0
Capex	-450.0	-450.0	-450.0	-50.0	-50.0	-50.0
FCFF	222.8	554.0	867.8	1,498.2	1,781.5	1,917.7
FCFF discounted	188.8	469.5	623.3	911.8	918.9	838.3

Таким образом, расчет справедливой стоимости акций «Красного котельщика» выглядит так:

WACC	18%
Terminal growth	3%
NPV of forecasted years, mn rub	3,761.7
NPV of terminal value, mn rub	5,756
Fair EV, mn rub	9,518
Net debt, mn rub	1,637
Fair Mcap, mn rub	7,881
Shares outstanding, ords	213,258,000
Shares outstanding, prefs	71,086,000
Target price ords, rub	29.96
Target price prefs, rub	20.97

При расчете ставки дисконтирования мы исходили из следующих показателей:

WACC decompression	
Tax rate	20%
Cost of equity	20%
Cost of debt	15.00%
D/EV	28.3%
E/EV	71.7%
WACC	18%
Cost of equity decompression	
Risk free	5.4%
beta unlevered	1.2
beta levered	1.47
Russian Equity Risk Premium	8.0%
Company risk premium	11.7%
Spread of russian eurobonds to russian ruble bonds	3.03%
Cost of equity	20%



Мы также провели сравнительный анализ «Красного котельщика» с зарубежными и российским аналогами, используя стандартный набор мультипликаторов, наши оценки финансовых показателей завода и консенсус-прогнозы Bloomberg. Этот анализ показывает существенную недооценку завода по сравнению с аналогами развивающихся стран.

Развивающиеся рынки	Страна	EV/S 10E	EV/EBITDA 10E	P/E 10E	EV/S 11E	EV/EBITDA 11E	P/E 11E
Doosan Heavy Industries	Южная Корея	1.6	18.4	31	1.4	14.0	17.5
Bharat Heavy Electricals	Индия	3.2	17.4	27	2.6	13.5	21.1
Shanghai Electric Group	Китай	1.5	17.7	37	1.4	15.6	32.9
		2	18	32	2	14	24
Развитые рынки							
Mitsubishi Heavy Industries	Япония	0.8	11.4	91	0.8	10.4	44.1
Siemens AG	Германия	0.9	7.5	15	0.9	6.7	12.5
Foster Wheeler AG	США	0.5	5.6	10	0.5	5.2	9.2
		0.8	8.2	39.0	0.7	7.4	21.9
Россия							
Силовые машины	Россия	1.0	5.1	12	0.9	4.7	8.2
Красный котельщик	Россия	0.9	6.4	9	0.7	4.4	4.9
Дисконт к среднему по развивающимся рынкам		-57.9%	-64.0%	-72.9%	-58.8%	-69.6%	-79.6%
Дисконт к среднему по развитым рынкам		16.3%	-21.3%	-78.0%	0.0%	-41.1%	-77.8%
Дисконт к российскому аналогу		-9%	25%	-30%	-17%	-6%	-40%

Источник: Bloomberg, расчеты Совлинк

Мы не используем сравнительную оценку для определения справедливой стоимости акций «Котельщика», ориентируясь на DCF.

Таким образом, по итогам проведенного анализа мы присваиваем акциям «Красного котельщика» рекомендацию **Покупать**.



Приложение 1

Отчет о прибылях и убытках:

<i>mn rub</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Revenue	6,560.3	7,894.8	10,059.3	10,928.6	11,942.4	12,718.6
Cost of sales	4,787.3	5,593.6	7,116.9	7,636.4	8,170.9	8,702.0
Gross profit	1,773.0	2,301.3	2,942.5	3,292.2	3,771.4	4,016.6
	27%	29%	29%	30%	32%	32%
Distribution expenses	-314.9	-339.5	-432.6	-415.3	-453.8	-483.3
Administrative expenses	-656.0	-750.0	-905.3	-983.6	-1,074.8	-1,144.7
<i>Total operation expenses</i>	-970.9	-1,089.5	-1,337.9	-1,398.9	-1,528.6	-1,628.0
	15.9%	12.2%	22.8%	4.6%	9.3%	6.5%
Operating income	802.1	1,211.8	1,604.6	1,893.3	2,242.8	2,388.6
	12%	15%	16%	17%	19%	19%
Amortization & Depreciation	95.7	111.9	142.3	152.7	163.4	174.0
EBITDA	897.9	1,323.7	1,746.9	2,046.1	2,406.2	2,562.6
	14%	17%	17%	19%	20%	20%
Interest net	-315.7	-355.2	-373.7	-362.6	-377.0	-449.3
PBT	486.4	856.6	1,230.9	1,530.7	1,865.8	1,939.3
Income tax	-97.3	-171.3	-246.2	-306.1	-373.2	-387.9
Net income	389.1	685.3	984.7	1,224.6	1,492.6	1,551.5

Source: Company data, Sovlink estimates

Баланс:

<i>mn rub</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Assets						
PPE & investments	671.8	731.2	873.3	873.3	873.3	873.3
<i>current assets:</i>						
Inventories	2,755	2,911	3,105	3,309	3,522	3,744
Trade & other receivables	2,438	2,561	2,712	2,869	3,034	3,202
Other current assets	41.8	41.8	41.8	41.8	41.8	41.8
Cash & equivalents	813	1,601	2,437	3,437	4,856	6,741
Total assets	6,790	7,917	9,240	10,601	12,398	14,673
Liabilities						
Borrowings	1690	1972	2104	2025	2128	2644
Other long-term liabilities	65.6	78.9	100.6	109.3	119.4	127.2
Deffered tax	96.2	111.5	134.2	171.0	185.8	203.0
<i>current liabilities:</i>						
Borrowings	565	565	565	565	565	565
Trade and other payables	2,193	2,324	2,486	2,656	2,832	3,015
Provisions	67.4	67.4	67.4	67.4	67.4	67.4
Total liabilities	4,677	5,119	5,457	5,593	5,898	6,621
Equity						
Issued capital	284	284	284	284	284	284
Additional paid-in capital	160	160	160	160	160	160
Translation reserve	43	43	43	43	43	43
Retained earnings	1,626	2,311	3,296	4,521	6,013	7,565
Minority interest						
Total equity	2,113	2,798	3,783	5,008	6,500	8,052
Total liabilities & equity	6,790	7,917	9,240	10,601	12,398	14,673

Source: Company data, Sovlink estimates



Отчет о движении денежных средств:

<i>rub mn</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net income	389.1	685.3	984.7	1,224.6	1,492.6	1,551.5
Depreciation & Amortization	95.7	111.9	142.3	152.7	163.4	174.0
Interest expense	315.7	355.2	373.7	362.6	377.0	449.3
Net interest	315.7	355.2	373.7	362.6	377.0	449.3
Penalty provision	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Income tax	97.3	171.3	246.2	306.1	373.2	387.9
Unrealised foreign exchange gain	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating profit before change in WC&P	1,213.6	1,678.9	2,120.6	2,408.7	2,783.3	3,011.9
Increase/ decrease in inventories	-136.4	-156.1	-194.3	-203.9	-213.3	-221.9
Increase/ decrease in trade and other receivables	-106.3	-123.2	-150.9	-157.4	-164.8	-167.9
Increase/ decrease in trade and other payables	114.9	130.9	162.3	169.5	176.5	182.7
Cash flow from operations before taxes and interest	1,085.8	1,530.5	1,937.7	2,216.9	2,581.7	2,804.9
Interest paid	-315.7	-355.2	-373.7	-362.6	-377.0	-449.3
Income tax paid	-97.3	-171.3	-246.2	-306.1	-373.2	-387.9
Cash flow from operating activity	672.8	1,004.0	1,317.8	1,548.2	1,831.5	1,967.7
Acquisition of PPE and Intangibles	-450.0	-450.0	-450.0	-50.0	-50.0	-50.0
Total capital investment	-450.0	-450.0	-450.0	-50.0	-50.0	-50.0
Cash flow from investing activities	-450.0	-450.0	-450.0	-50.0	-50.0	-50.0
Net proceeds from borrowings	565.0	282.0	132.0	-79.0	103.0	516.0
Proceeds from borrowings	565.0	282.0	132.0	0.0	103.0	516.0
Repayments from borrowings	0.0	0.0	0.0	-79.0	0.0	0.0
Proceeds from issuance of ordinary shares	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from financing activities	565.0	282.0	132.0	-79.0	103.0	516.0
Net increase in cash and cash equivalents	787.8	836.0	999.8	1,419.2	1,884.5	2,433.7
Cash and cash equivalents at the beginning of year	813.4	1,601.2	2,437.2	3,437.0	4,856.2	6,740.7
Effect of exchange rate fluctuations						
Cash and cash equivalents at the end of year	1,601.2	2,437.2	3,437.0	4,856.2	6,740.7	9,174.4

Source: Company data, Sovlink estimates



Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300

Факс: + 7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,

Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru

research@sovlink.ru

©2010г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких-либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.