

25.09.2008

Тайная сила

Положительные моменты:

- Конкурентное преимущество - владение компании в производственно-сбытовой цепи. Контролирующий акционер компании, Алексей Мордашов (63.1%), также владеет ОАО «Северсталь», которое производит стальной прокат, - основное сырье Силовых машин.
- Сплоченная команда. К проекту привлечена испытанная в боях управленческая команда Северстали, в т.ч. сам Мордашов, возглавивший совет директоров.
- Крепкая позиция на рынке. Компания конкурентоспособна как на внутреннем, так и на внешнем рынке. До 2007 года 80% выручки складывалось за счет экспортных контрактов.
- Наличие стратегического акционера. Блокирующий пакет акций компании принадлежит Siemens (25%). Компания делится с Силовыми машинами опытом и передовыми технологиями.
- Развертывание инвестпрограммы РАО ЕЭС. Правительство утвердило экстенсивную программу по модернизации оборудования энергогенерирующих компаний. Соответственно, портфель заказов компании будет расти значительными темпами.

Негативные:

- Акции компании оценены достаточно высоко. В цену уже заложена значительная премия, которая, мы считаем, не совсем оправдана, несмотря на все перспективы компании.
- Отрицательные FCFF в ближайшие годы. Данная динамика связана с инвестиционной программой компании. На основные средства планируется потратить не менее \$1 млрд. Ситуация может поменяться, только если значительно увеличится рентабельность.
- Одновременно с этим существует опасность того, что на осуществление всего потока заказов не хватит производственных мощностей. Уже сейчас они загружены на 100%. Компания ограничена в приеме новых заказов.
- Низкая прозрачность компании. Отчетность доступна только по РСБУ, что снижает эффективность аналитической оценки. Недостаток конкретных данных, в т.ч. по инвестпрограмме, которую обещают обнародовать в начале октября.

Таким образом, все будет зависеть от личностных качеств управленческой команды, в т.ч. ген. директора Костина и председателя совета директоров Мордашова. Удастся ли им провести быструю модернизацию и одновременный «переезд» компании без потери заказов.

Обыкновенные акции SILM

Рекомендация	ПРОДАВАТЬ
Текущая цена*	\$0.19
Целевая цена	\$0.173
Потенциал роста	-8.85%
Капитализация	\$1,654,698,355

*ср. арифм. между ценой покупки и продажи

Основные данные

	2006	2007	2008П
Данные отчетности (РСБУ), млн. руб.			
Выручка	14,489	17,702	23,080
Валовая прибыль	3,263	2,369	5,011
ЕБИТДА	(97)	(2,659)	864
Чистая прибыль	(1,014)	(3,111)	157
Финансовые коэффициенты			
Чистая прибыль / Выручка	отр.	отр.	0.7%
ЕБИТДА / Выручка	отр.	отр.	3.7%
ROE	отр.	отр.	1.5%
Мультипликаторы			
EV / Выручка	2.18	1.78	1.04
EV / ЕБИТДА	отр.	отр.	27.91
P / E	отр.	отр.	>100
Рост			
Выручка	-11%	22%	30%

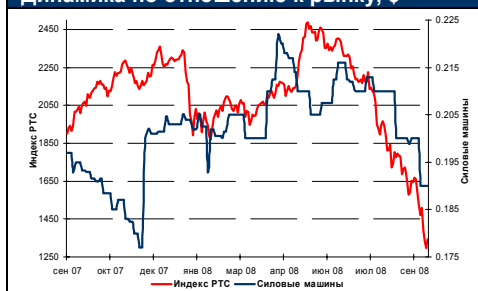
Источник: компания, Универ капитал

Доходность

	3М	6М	YTD
Обыкновенные акции	-11%	-7%	-4%

Источник: РТС, Универ Капитал

Динамика по отношению к рынку, \$



Источник: РТС, Универ Капитал

Хасан Тулемисов / Аналитик

tulemisov@univer.ru

+7 495 792 5550 доб. 199



25.09.2008

Обзор компании

Компания ОАО «Силовые машины» была создана в 2000 г. на базе 5 крупнейших предприятий:

- Ленинградский Металлический завод
- Электросила
- Завод турбинных лопаток
- Калужский турбинный завод
- Энергомашэкспорт

С момента создания к этому списку добавились:

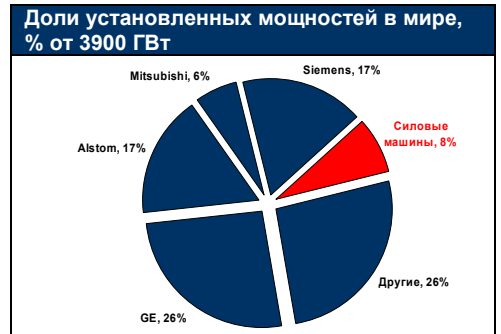
- НПО ЦКТИ им. И.И. Ползунова
- Силовые машины – завод Реостат

Таким образом, компания несомненно является монополистом на рынке России, предоставляя полный спектр услуг в отрасли энергомашиностроения (производство, поставка, монтаж, сервис и модернизация оборудования для тепловых, атомных, гидравлических и газотурбинных электростанций) и является ее крупнейшим игроком.

Основная доля капитала компании принадлежит владельцу Северстали, Алексею Мордашову (63.1%) и Siemens (25%). Первый начал свое участие в концерне с покупки контрольного пакета (55.41%) у Интерросса и РАО ЕЭС, по 30.41 и 25%, соответственно. Сделки были совершены в сентябре и ноябре 2007 года соответственно. Стоит также отметить, что Мордашов изначально проявил более чем большой интерес к Силовым машинам, по неофициальным данным первоначальная заявка на покупку составила 100% акций компании. Siemens, как стратегический акционер, делится с компанией передовыми технологиями и накопленным в них опытом.

С увеличением доли участия, Мордашов приступил к более активному участию в управлении компании, (20 декабря 2007 избран председателем совета директоров).

Тот факт, что Мордашов, являясь контрольным акционером Силовых машин, также является владельцем Северстали, может оказаться серьезным конкурентным преимуществом!



Источник: компания



25.09.2008

Значительная часть сырья потребляемая компанией - это стальной прокат, - продукция ОАО «Северсталь».

Ранее, в октябре 2007, избран новый ген. директор компании, Игорь Костин, создатель одного из самых успешных проектов в металлообрабатывающей отрасли, Ижорского трубного завода. Назначение Костина проходило, по-нашему мнению, с подачи Мордашова. С ноября 2005-го Костин являлся заместителем ген. директора Северстали. Одновременно с Костиным, к управлению компании были привлечены еще двое людей Мордашова: Дмитрий Санин и Алексей Егоров (оба заместители ген. директора Северстали).

Привлекательность отрасли характеризуется двумя основными факторами. Во-первых, это глобальный рост спроса на электроэнергию, и, как следствие, спрос на оборудование для энергогенерирующих компаний, не достаточно обеспеченный предложением. Доля экспортных заказов Силовых Машин составляла до 2007 года 80%, что говорит о том, что компания успешно конкурирует с международными аналогами и в состоянии заполнить появляющуюся нишу.

Второй фактор, это значительная степень износа объектов электрогенерации. В России она составляет более 50% и угрожает в ближайшем будущем энергетическим коллапсом. Замена устаревших энергомоцностей становится приоритетной задачей государства, а, следовательно, заказы для компании обеспечены.

Учитывая вышеупомянутое, Правительство в лице РАО ЕЭС разработало инвестиционную программу сроком на 5 лет до 2012 года предполагающую последовательные вложения в отрасль более 4 трлн. руб. Деньги будут потрачены на расширение и обновление оборудования электрогенерирующих компаний, выступая локомотивом роста продаж в энергетическом машиностроении. Причем план колоссальных инвестиций начал реализовываться уже в 2007, и с тех пор корректировался только в сторону увеличения. Соответственно, резко изменилась доля экспорта в выручке Силовых машин, снизившись в 2007



Источник: Универ Капитал



Источник: РАО ЕЭС



25.09.2008

более чем в 2 раза (до 40%) и, по нашим прогнозам, продолжит снижение.

По нашим данным, мощности компании сейчас загружены на 100%. Параллельно с этим Правительство Санкт-Петербурга поставило вопрос о переводе производственных мощностей Силовых машин (они сконцентрированы в центре) за черту города. Таким образом, основным вопросом перед топ-менеджментом компании является совмещение переезда с обновлением и одновременным расширением производственных мощностей, не теряя текущей производительности. Планируется сконцентрировать производственные мощности взаимосвязанных заводов в одном месте для получения синергетического эффекта. По данным руководства, Силовые машины планируют к 2012 г. увеличить мощности в 1.5 раза, что несильно отличается от планов предыдущего топ-менеджмента (в 1.2 раза к 2010). На фоне значительно увеличившихся показателей по вводу мощностей в инвестиционной программе РАО ЕЭС, мы считаем, что данный фактор является позитивным. Мощности компании будут более чем обеспечены наплывом новых заказов.

Отчетность

Последние два года охарактеризовались для компании убытками. По результатам 2006 и 2007-го, они составили более 1 млрд. и 3.11 млрд. руб. соответственно. В первую очередь, убытки связывают с тем, что: большинство заказов, а они исключительно долгосрочные, было согласовано в долларах, и, со снижением стоимости доллара и увеличением стоимости производственного сырья, рентабельность заказов резко снизилась. За первые два квартала 2008 компания показала положительные результаты, чистая прибыль составила 5 и 35 млн. руб. в 1К2008 и 1П2008 соответственно. Причем выручка за 1П2008 выросла на 31% по сравнению с аналогичным периодом прошедшего года.

Изменение структуры себестоимости			
	1П2007	1П2008	Изм.
В абсолютных показателях, млн. руб.			
Себестоимость	6,763	8,933	2,170
Сырье и материалы	3,199	1,406	(1,793)
Полуфабрикаты	878	4,361	3,483
Сторонним орг-м	103	746	643
Топливо	16	105	90
Энергия	34	209	175
Оплата труда	538	1,294	757
Арендная плата	2	1	(1)
Социальные нужды	133	369	236
Амортизация	97	230	133
Налоги	1	6	5
Прочие	1,762	205	(1,557)
В относительных показателях, %			
Себестоимость	100	100	
Сырье и материалы	47.30	15.74	-31.56
Полуфабрикаты	12.98	48.82	35.84
Сторонним орг-м	1.52	8.35	6.83
Топливо	0.23	1.18	0.95
Энергия	0.51	2.34	1.83
Оплата труда	7.95	14.49	6.54
Арендная плата	0.03	0.01	-0.02
Социальные нужды	1.97	4.13	2.16
Амортизация	1.44	2.58	1.14
Налоги	0.02	0.07	0.05
Прочие	26.05	2.29	-23.76

Источник: компания

Финансовый анализ			
	1П2006	1П2007	1П2008
Анализ ликвидности			
Current ratio	1.49	1.18	1.02
Quick ratio	0.51	0.59	0.60
Cash ratio	0.03	0.10	0.31
Receivables collection period	160	192	199
Inventory processing period	422	376	335
Payables payment period	330	397	545
Cash conversion cycle	253	170	(12)
Эффективность			
Total assets turnover	0.51	0.52	0.47
Fixed assets turnover	2.27	2.57	2.85
Рентабельность			
Gross profit margin	23%	22.61%	21.71%

Источник: Универ Капитал



25.09.2008

Анализ коэффициентов ликвидности показывает, что у компании увеличилась доля более ликвидных активов (краткосрочной дебиторской задолженности и денежных средств). В целом, однако, коэффициент текущей ликвидности в 1П2008 приблизился к пороговой величине, 1, что говорит о возможных проблемах с ликвидностью.

Незначительно увеличился средний срок сбора краткосрочной дебиторской задолженности, скорее всего, это могло произойти из-за того, что дебиторы стали медленнее оплачивать выставяемые счета (192 дней в 1П2007, против 199 в 1П2008).

На 11% сократился средний период операционной обработки запасов, с 376 в 1П2007 до 335 дней в 1П2008. Одновременно значительно увеличился средний период выплаты по ст. краткосрочные обязательства (на 37% до 545), что говорит о том, что компания стала гораздо позже осуществлять платежи по обязательствам. Оба вышеупомянутых фактора положительны для компании, однако последнее может быть использовано только непродолжительный период времени ввиду возможного появления недовольства контрагентов, если, конечно же, это не было оговорено.

В целом, более чем значительно снизился цикл конверсии наличности, до отрицательной величины (-12 в 1П2008) в отличие от 170 дней и 253, в 1П2007 и 1П2006, соответственно. Это, наверное, один из главных выводов, которые можно сделать по результатам анализа отчетности, который показывает, что значительно увеличилась эффективность управления операционными процессами Силовых машин.

Стоит отметить, что во второй половине 2007 года резко поменялась структура себестоимости. Сырье и материалы уменьшили свою долю в пользу полуфабрикатов. Для сравнения, доля сырья составляла 47% в 1П2007, и уменьшилась до 16% в 1П2008, а полуфабрикатов, наоборот, увеличилась с 13% до 49% в соответствующих периодах. Таким образом, можно сделать вывод о том, что менеджмент нашел решение проблемы переброса основных мощностей при сохранении текущей производительности, - аутсорсинг. То, что топ-менеджмент выбрал указанный курс доказывает и тот факт, что снизилась валовая рентабельность, с 22.61% в 1П2007 до 21.71% в аналогичном периоде этого года.

Также значительно повысилась (почти в 2 раза) доля затрат на оплату труда, 8% в 1П2007 против 14% в 1П2008. Как и было заявлено руководством, взят курс на расширение мотивационной программы компании.



25.09.2008

Оценка

Ввиду отрицательных свободных денежных потоков, низкой релевантности отчетности (она у эмитента только по РСБУ) и значительной волатильности в прибыли, мы применили для оценки компании Relative value approach.

Сравнительный анализ мультипликаторов на 2008 г.				
	Страна	P/E	EV/EBITDA	EV/Выручка
Силовые Машины	Россия	>100	27.91	1.04
Аналоги развитых стран				
General Electric	США	12.12	19.83	4.26
Alstom SA	Франция	16.31	9.37	0.96
Mitsubishi Heavy Industries	Япония	26.64	9.36	0.82
Toshiba Corp.	Япония	17.22	5.67	0.43
Siemens AG	Германия	11.8	7.41	0.85
Медиана		16.31	9.36	0.85
Аналоги развивающихся стран				
Doosan Heavy Industry & Construction	Ю. Корея	25.71	26.26	2.53
Bharat Heavy Electricals	Индия	22.57	17.63	3.17
Медиана		24.14	21.95	2.85
Российские аналоги				
Красный котельщик	Россия	6.83	4.03	0.94

Источник: Reuters, Универ Капитал

По прогнозным мультипликаторам акции компании выглядят дороже аналогов развитых стран, и большей части аналогов развивающихся стран, в т.ч. и России. Несмотря на перспективы в основном направлении бизнеса компании, мы считаем премию в данном случае не оправданной и рекомендуем продавать акции Силовых машин. Выше приведен анализ ключевых рыночных показателей компании в сравнении с основными конкурентами:

Целевой уровень цены обыкновенных акций, по нашим расчетам, равен 0.173\$.



25.09.2008

Компания «УНИВЕР Капитал» предлагает полный спектр обучения для работы на фондовом рынке

Учебный центр

«Твои биржевые УНИВЕР ситеты» предлагает 4 различных курса:

- Практикум успешной биржевой торговли
- Фьючерсы и опционы
- Технический анализ
- Индивидуальный курс

Занятия проводят профессиональные управляющие активами, опыт работы которых на фондовом рынке более 10 лет.

Записаться на занятия можно:

По телефонам в Москве: (495) 661-25-05, а также 8-800-700-555-0 (бесплатная линия)
Заполнив форму на сайте компании <http://univer.ru/capital/services/teach/>



Настоящий материал был подготовлен специалистами аналитического отдела ИГ «УНИВЕР». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением специалистов аналитического отдела ИГ «УНИВЕР». Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Компания и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Компания, ее сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях покупать, продавать (иметь короткие или длинные позиции) или держать ценные бумаги эмитентов, упомянутых в материале. Компания также может периодически выступать в качестве инвестиционного консультанта компаний, информация о которых содержится в данной публикации, либо предлагать свои услуги в сфере инвестиционного консалтинга этим компаниям.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта. Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса



25.09.2008

ООО «УНИВЕР Капитал»

Головной офис:

119435, г. Москва, Большой Саввинский переулок, д. 10, стр. 2А

Телефон/факс: (495)792-55-50

www.univer.ru

E-mail: univer@univer.ru

Представительства:

614000, г. Пермь, Большевикская 75, офис 207

Телефон: +7 (342) 233-45-45

E-mail: perm@univer.ru

344002, г. Ростов-на-Дону, пр-т Буденовский 26/57, офис 10, 13

Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08

E-mail: rostov@univer.ru

420021, г. Казань, ул. Татарстан 20, офис 300

Телефон: (843) 240-40-35

E-mail: kazan@univer.ru

350015, г. Краснодар, ул. Красная, д. 154, 6 этаж

Телефон: (861) 274-76-04, 274-76-05

E-mail: krasnodar@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

650099, г. Кемерово, ул. Красная д.19А, офис 319

Телефон: (3842) 39-00-49

E-mail: kemerovo@univer.ru

