

# Интегра

Сентябрь, 12

Flash Note

## Отчет компании за I полугодие 2007 года

Компания Интегра опубликовала вчера отчетность по МСФО за первое полугодие 2007 года. Выручка компании увеличилась на 177%, до \$487.8 млн, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом по итогам периода чистый убыток компании возрос до \$50 млн с \$5.6 млн.

	1H 2007	1H 2006	изм
Выручка	487 892	176 400	177%
Операционные расходы	400 699	139 069	188%
SG&A	95 419	31 602	202%
EBITDA	60 088	21 891	174%
Чистая прибыль	- 50 296	- 5 550	отр
EBITDA margin	12.3%	12.4%	
Net margin	-10.3%	-3.1%	

В течение первого полугодия компания провела размещение акций, сумев привлечь около \$580 млн. \$408 млн из этой суммы пошло на погашение кредитов и снижение долговой нагрузки, а около \$128 млн было потрачено на приобретения. Значительные средства были вложены в увеличение оборотного капитала, что является отличительной чертой всех быстрорастущих компаний.

С финансовой точки зрения причиной существенного убытка по итогам периода стала амортизация значительных нематериальных активов. При этом настораживает, что операционные расходы компании увеличиваются темпами быстрее, чем выручка, что в будущем может повредить ее операционной рентабельности. Руководство компании апеллирует в данном случае к растущим затратам, связанным с интеграцией бизнеса, и рассчитывает на более сильные результаты во втором полугодии и в 2008 году.

Во втором полугодии компания ожидает получить существенное улучшение общих результатов за счет производственного сегмента, реализация продукции которого подвержена сезонным факторам. Так, до конца года она планирует продать примерно вдвое больше буровых установок, чем в прошлом году, – это обеспечено портфелем заказов компании.

	Подписанные	Неподписанные
Нефтесервис	724	188
Машиностроение	319	6
Всего	1043	194

Таким образом, мы считаем, что есть основания ожидать, что Интегра выйдет по итогам года на показатель выручки более \$1100 млн, ее чистая прибыль будет на уровне \$13 млн, а EBITDA составит около \$200 млн.

Мы скорректировали нашу модель оценки компании и понизили оценку справедливой стоимости до \$16.21 с \$18.48, сохранив рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

**Макс Шеин**  
brit@msk.bcs.ru  
**Екатерина Кравченко**  
ekravchenko@msk.bcs.ru  
**+7 495 785 53 36**

Настоящий отчет подготовлен компанией «Брокеркредитсервис». Инвесторы при принятии решения о покупке или продаже акций, упомянутых в этом отчете, не должны опираться исключительно на данные и мнения, высказанные в настоящем отчете.

По итогам первого полугодия компания смогла существенно улучшить как производственные, так и финансовые показатели. При этом, по данным менеджмента компании, 60% общего роста компании составил органический рост, а остальной вклад внесли приобретения Интегры.

### Операционная деятельность

	1ПГ07	1ПГ06	Изм.
Объем проходки, тыс. м	216.3	206.7	5%
Пробурено скважин	101	80	26%
Операций по ремонту скважин	477	474	1%
2D сейсмика, км	13229	13662	-3%
3D сейсмика, кв. км	5404	4898	10%
Операций геофизики, тыс.	8.8	8.8	0%
Буровые установки	22	5	340%

### Рост цен в различных сегментах

	2007/2006
Бурение и ремонт скважин	26%
Сейсмика и геофизика	13%
Машиностроение	7-16%

### Финансовые итоги по сегментам

	Бурение и ремонт скважин	Сейсмика и геофизика	Машиностроение
Выручка	270.1	144.0	94.5
2007/2006	58%	224%	174%
Себестоимость	228.0	120.3	73.6
2007/2006	193%	207%	207%
EBITDA*	42.7	29.7	9.9
2007/2006	207%	337%	-21%

\* скорректированный показатель

Второе полугодие должно улучшить финансовые результаты Интегры, так как бизнес компании носит сезонный характер, и основная выручка приходится как раз на вторую половину года.

Мы считаем, что у компании остаются хорошие шансы на то, чтобы к 2010 году уровень выручки превысил \$1.8 млрд, а EBITDA составила более \$450 млн. Они основываются на очень квалифицированном менеджменте, ориентированном на агрессивный рост Интегры, диверсифицированном бизнесе, включающем не только услуги по бурению и сейсмике, но и производству бурового оборудования, а также большом потенциале роста спроса на услуги компании. Мы считаем, что она сможет добиться этого благодаря очень квалифицированному менеджменту ориентированному на агрессивный рост Интегры, диверсифицированному бизнесу, включающему не только услуги по бурению и сейсмике, но и производству бурового оборудования, а также большому потенциалу роста спроса на услуги компании. Дополнительным преимуществом является отсутствие политических рисков.

При этом не стоит забывать, что основная ценность Интегры по-прежнему сосредоточена в реализации амбициозной стратегии развития компании, большую часть которой еще только предстоит воплотить в жизнь.

По результатам первого полугодия 2007 года мы внесли некоторые изменения в модель оценки справедливой стоимости Интегры.

Для анализа стоимости акций компании мы использовали метод дисконтированных денежных потоков. При построении прогнозов мы исходили из оценок самой компании, а также из следующих предположений:

- Компания сохранит агрессивную стратегию по приобретению активов, а также сможет добиться значительных темпов органического роста.
- Долгосрочный темп роста в постпрогнозный период составит 5%, что отражает оценку изменения потребности в нефтесервисных услугах.
- Коэффициент бета мы взяли на уровне иностранных нефтесервисных компаний.
- Интегре удастся выйти на запланированные показатели к 2010 году.

#### Обновленная модель оценки

\$ тыс.	2007E	2008E	2009E	2010E
НОРАТ	98104	127148	168369	228565
Амортизация	120000	145000	160000	170000
Капвложения	228776	100000	85000	91000
Изм. рабочего капитала	212581	68780	108870	27520
FCFF	-223253	103368	134499	280044
	-198254	81515	94188	174152
Долгосрочный рост	5.0%			
Сумма FCFF	151 601			
Конечная стоимость	2 403 086			
Чистый долг	233 737			
Общая стоимость	2 320 950			
Stock price, \$	324.166			
<b>ADR price, \$</b>	<b>16.21</b>			

	2007E	2008E	2009E	2010E
Доля заемных средств	12%	12%	12%	12%
Доля собственного капитала	88%	88%	88%	88%
Стоимость заемн. средств (после налогов)	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Стоимость собственного капитала	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
Безрисковая ставка	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Бета-коэфф.	1.3	1.3	1.3	1.3
Премия за риск для акций	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
Доп. премия за риск для России	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
WACC	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
WACC-фактор	0.89	0.79	0.70	0.62

Поскольку основной вклад в стоимость Интегры вносит денежный поток в постпрогнозный период, оценка справедливой стоимости компании очень чувствительна к уровню средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и ожидаемым темпам роста показателей после 2010 года.

#### Чувствительность модели к темпу роста и WACC

Рост\WACC	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%
4.0%	16.74	15.36	14.14	13.06	12.09
4.5%	18.04	16.49	15.12	13.92	12.85
5.0%	19.54	17.77	16.21	14.89	13.71
5.5%	21.29	19.25	17.5	15.99	14.66
6.0%	23.35	20.98	18.97	17.24	15.75

**Коэффициенты**

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
EV/EBITDA, x	34.1	10.0	8.2	6.6	5.0
PE, x	-55.1	173.4	63.4	31.0	17.3
PS, x	4.2	2.1	1.7	1.4	1.2
PBV, x	8.4	4.5	4.8	4.2	3.6
Dividend yield, %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%
ROE, x	-0.15	0.03	0.08	0.13	0.21
ROA, x	-0.03	0.01	0.02	0.04	0.07
Profit margin	-0.08	0.01	0.03	0.05	0.07
EBITDA margin	0.14	0.22	0.23	0.24	0.25
NOPAT margin	0.01	0.24	0.03	0.05	0.08
Assets turnover	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
Current ratio	1.4	0.7	1.4	1.4	1.4
CFO ratio	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.1
LT debt/Equity	1.66	1.16	0.49	0.56	0.42
EBIT/Int expenses	1.7	0.3	1.6	2.1	2.8

## BCS Research Group

**Макс Шейн**

Руководитель департамента  
Нефть, нефтехимия  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

**Ирина Филатова**

Электроэнергетика  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

**Денис Мухин**

Банки, телекомы, валюта  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**

Ассистент  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

**Алена Чигринская**

Ассистент  
[achigrinskaya@msk.bcs.ru](mailto:achigrinskaya@msk.bcs.ru)

**Екатерина Кравченко**

Нефть и газ, медиакомпания  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

**Татьяна Бобровская**

Пищепром, розница, потребительские товары  
[tbovovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbovovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**

Ассистент  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

**Филипп Балобанов**

Ассистент  
[fbalobanov@msk.bcs.ru](mailto:fbalobanov@msk.bcs.ru)

**Вячеслав Жабин**

Металлургия, горнодобывающая промышленность  
[sla@msk.bcs.ru](mailto:sla@msk.bcs.ru)

**Севастьян Козицын**

Машиностроение  
[skozitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skozitsyn@msk.bcs.ru)

**Анастасия Жданова**

Транспорт, химия, нефтехимия  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Светлана Макеева**

Корректор  
[smiheeva@msk.bcs.ru](mailto:smiheeva@msk.bcs.ru)

**+7 495 785 5336**

## BCS Equity Sales & Trading

**Евгений Старцев**

Директор департамента  
внебиржевых операций  
[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7475

**Павел Васев**

Консультант по инвестициям  
[pvasev@msk.bcs.ru](mailto:pvasev@msk.bcs.ru)  
+7 495 380 1595

**Сергей Цуркан**

Sales Trader  
[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Денис Новиков**

Главный трейдер  
[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7467

**Ольга Карельская**

Консультант по инвестициям  
[karelya@msk.bcs.ru](mailto:karelya@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

**Евгений Тупикин**

Старший Финансовый советник  
[etupikin@msk.bcs.ru](mailto:etupikin@msk.bcs.ru)

**Ринат Темербеков**

Sales Trader  
[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)

**Андрей Бычин**

Консультант по инвестициям  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Альберт Хусаинов**

Консультант по инвестициям  
[ahusainov@msk.bcs.ru](mailto:ahusainov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7476

**Александр Пименов**

Финансовый советник  
[apimenov@msk.bcs.ru](mailto:apimenov@msk.bcs.ru)

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.