

Красный котельщик

Сентябрь, 17

Flash-Note

Повышение целевой цены

Ticker KRKO
Price \$ 1.255/1.29
Target price \$1.64
Recom. покупать

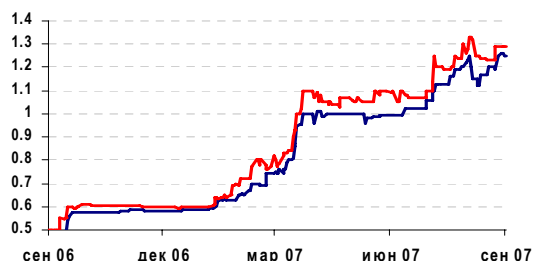
52 нед. max 0.475\$
53 нед. min 1.33\$
Капитализация \$267.6 млн
Free float 23%
PE (07) 1.2
PS (07) 44.5

Мы повышаем целевую цену акций Красного котельщика с \$1.45 до \$1.64. Причиной повышения целевой цены стали новые прогнозы финансовых показателей предприятия и объема портфеля его заказов.

Пока объем основных контрактов Красного котельщика, заключенных в конце 2006 – начале 2007 годов, составляет \$140 млн. Мы рассчитываем, что к концу года он вырастет в 5-7 раз, до \$1 млрд. Предприятие завершает исполнение контракта для ТЭС ВАНР и в будущем сконцентрирует свои усилия на производстве котлоагрегатов для отечественных предприятий. Сегодня доля заказов российских энергокомпаний холдинга ЭМАльянс превышает 60%, а к концу года этот показатель увеличится до 75%.

В начале этого года ПАО ЕЭС повысило объем своей инвестиционной программы, которая предусматривает модернизацию мощностей и ввод новых энергоблоков, с 2.1 трлн руб. до 2.912 трлн руб. (\$112 млрд). Согласно инвестиционной программе ПАО ЕЭС, в 2007-2010 годах в тепловой генерации планируется ввести 32.8 ГВт новых мощностей. Из них 9.8 ГВт будут давать ТЭС, работающие на угле, а 23 ГВт – ТЭС, работающие на газу. Основные контракты на поставку энергетического оборудования будут заключены в 2008-2009 годах. Емкость рынка котельного оборудования до 2010 года составит более \$4 млрд, а ЭМАльянс рассчитывает получить около 80% заказов ПАО ЕЭС на его поставку.

Исходя из оценки предприятия по модели DCF, мы устанавливаем справедливую цену акций ТКЗ Красный Котельщик на уровне \$1.64, что подразумевает потенциал роста в 28.8%, и сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по этим бумагам.



\$ тыс.	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
Earnings	220 000	307 000	400 000	450 000
Earnings growth, %	107.5	39.5	30.3	12.5
EBITDA	25 960	45 129	70 800	86 625
EBITDA margin, %	11.8	14.7	17.7	17.5
Net income	5 893	11 987	16 538	22 916
Net margin, %	2.7	3.9	4.1	4.6

Севастьян Козицын
skoiztsyn@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.

Портфель заказов Красного котельщика

В этом году отечественные производители энергетического оборудования начинают получать заказы от новых российских энергокомпаний, созданных в ходе реформы РАО ЕЭС. Основные контракты будут заключены в 2008-2009 годах, после снижения политических рисков на российском рынке. Напомним, что в начале этого года РАО ЕЭС повысило объем своей инвестиционной программы с 2.1 трлн руб. до 2.912 трлн руб. (\$112 млрд). На модернизацию мощностей и ввод новых энергоблоков ОГК, ТГК и региональных АО-энерго планируется направить более 1.3 трлн руб., на строительство и модернизацию энергосетей – более 1.2 трлн руб.

Пока объем основных заказов Красного котельщика составляет около \$140 млн, хотя мы рассчитываем, что к концу года он вырастет в 5-7 раз, до \$1 млрд. Сейчас доля заказов российских энергокомпаний холдинга ЭМАльянс превышает 60%, а к концу года, по нашим оценкам, этот показатель увеличится до 75%. Хотя еще недавно крупнейшим заказом комбината была индийская ТЭС BANR.

Одними из крупнейших заказов Красного котельщика являются контракты с Киришской и Харанорской ГРЭС. По договору с Киришской ГРЭС ТКЗ «Красный котельщик» должен поставить два котла-утилизатора для ее шестого энергоблока (филиал ОГК-6). Объем контракта составляет 1.8 млрд руб., а срок его реализации – 2009 год. А для Харанорской ГРЭС Красный котельщик делает барабанный паровой котел ТПЕ-216М производительностью 630 т пара в час. Топливом для котла служат бурые угли, КПД выше аналогов на 2.5% (93%), а выбросы вредных окисей азота снижены в полтора раза.

Основные заказы ТКЗ «Красный котельщик»

Контракт	Заказчик	Объем, \$	Срок исполнения
Котел Е-120	ТЭС Фрия (Гвинея)	4.1	2008
Три водогрейных котла (160 т пара/час)	Кондопожский ЦБК	11.8	III кв. 2007
Котел, функционирующий на биотопливе	Жодинская ТЭЦ	3.9	2008
Два котла утилизатора	Киришская ГРЭС	70.6	2009
Барабанный паровой котел ТПЕ-216М	Харанорская ТЭЦ	51.0	2008

Источник: ТКЗ «Красный котельщик»

Финансовые показатели

По итогам 2006 года выручка Красного котельщика повысилась на 39%, до \$102.6 млн, EBITDA – на 30.8%, до \$12.7 млн, а чистая прибыль выросла на 35% – до \$3.012 млн. Эти результаты оказались ниже наших ожиданий. Мы рассчитывали, что выручка предприятия увеличится до \$120 млн. Но Красный котельщик не смог учесть в конце 2006 года часть оплаты за агрегаты для ТЭС «Бар» в Индии. Эти средства будут учтены в выручке этого года, за счет чего, по нашим прогнозам, она должна повыситься в 2.2 раза. Выручка Красного котельщика по итогам I полугодия 2007 года возросла на 6.8%, до \$43 млн, а чистая прибыль увеличилась больше чем в 20 раз – до \$6 млн.

Главным же источником доходов котлостроительного комбината в будущем станут заказы российских энергокомпаний. Красный котельщик уже приступил к изготовлению агрегатов для Железнодорожной ТЭЦ, Харанорской ГРЭС и ТЭЦ Кондопожского ЦБК. Завод заключил договоры на модернизацию и реконструкцию оборудования на Троицкой ГРЭС, Невинномысской ГРЭС, Новочеркасской ГРЭС, Сормовской ТЭЦ и Конаковской ГРЭС.

Изменение прогнозов финансовых показателей Красного котельщика

Показатель	2008		2009		2010	
	Предыдущий	Новый	Предыдущий	Новый	Предыдущий	Новый
Earnings	280 000	307 000	350 000	400 000	380 000	495 000
%	9.6		14.3		30.3	
EBITDA	15 000	45 129	63 000	70 800	68 400	86 625
%	200.9		12.4		26.6	
Net income	12485	11 987	16 470	16 538	19 980	22 916
%	-4		0.4		14.7	

Источник: Оценка БКС

Новые технологии

Красный котельщик начал осваивать новые технологии, которые в недалеком будущем станут ключевыми факторами развития российской энергетики. Для Жодинской ТЭЦ в Белоруссии комбинат занимается изготовлением котла, работающего на биотопливе. Котел приспособлен для работы на коро-древесных отходах и различных модификациях торфа с применением технологии сжигания топлива в циркулирующем кипящем слое.

Холдинг ЭМАльянс

По итогам 2006 года выручка холдинга ЭМАльянс составила 8.6 млрд руб. (\$316.3 млн), что на 15% больше, чем в 2005 году – 7.47 млрд руб. (\$264 млн). В этом году холдинг намерен повысить свою выручку на 80%, до 15.4 млрд руб. (\$592 млн). Чистая прибыль ЭМАльянса по итогам 2007 года составила 145 млн руб. (\$5.3 млн) – на 22% выше, чем в 2005 году – \$4 млн. В 2007 году холдинг планирует увеличить размер чистой прибыли в 5 раз, до 711 млн руб. (\$27.3 млн).

Сегодня завод ЗиО-Подольск, входящий в холдинг, может выпускать котлы-утилизаторы для ПГУ суммарной мощностью до 5 ГВт в год, Красный котельщик – 3 ГВт в год. Стратегия ЭМАльянса предусматривает повышение к 2010 году производственных мощностей своих предприятий для удовлетворения потребностей российских энергокомпаний. Объем выпуска котельного оборудования для угольных станций должен повысится до 7-8 ГВт, а котельного оборудования для ПГУ – до 7 ГВт в год.

Инвестпрограмма ЭМАльянса предусматривает инвестиции до 2011 года на модернизацию производственного комплекса в размере \$120 млн, а до 2026 года – \$300 млн. К 2026 году планируется увеличить производительность в 3.5 раза – до 19 ГВт в год.

Холдинг по-прежнему планирует провести IPO в конце этого или начале следующего года. Причем 25% акций ЭМАльянса может быть продано стратегическому инвестору еще до публичного размещения.

Оценка компании**Оценка по модели DCF****Расчет стоимости акции**

\$ тыс.	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
НОРАТ	10 366	21 699	37 392	47 025
Амортизация	6 160	8 289	10 800	12 375
Капвложения	6 500	9 000	11 000	12 000
Изм. рабочего капитала	20 713	4 135	7 615	1 329
FCFF	-10 687	16 853	29 577	46 071
	-8 538	12 151	19 292	27 227
Долгосрочный рост	2.0%			
Сумма FCFF	42 073			
Конечная стоимость	331 739			
Чистый долг	24 079			
Общая стоимость	349 733			
Цена акции, \$	1.64			

Инвестиционное заключение

Исходя из оценки предприятия по модели DCF, мы повышаем справедливую цену акций ТКЗ «Красный котельщик» с \$1.45 до \$1.64, что подразумевает потенциал роста в 28.8%, сохраняя рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Отчет о прибыли и убытках, \$ тыс.

Показатель \$ тыс.	2002	2003	2004	2005	2006
Выручка от продажи	36 619	53 087	79 926	73 815	102 607
Себестоимость проданных товаров	24 790	37 469	61 160	52 383	72 139
Валовая прибыль	11 829	15 618	18 767	21 432	30 468
Коммерческие расходы	677	1 107	2 434	1 766	3 010
Управленческие расходы	7 621	8 667	9 754	9 667	12 821
Прибыль (убыток) от продажи	3 530	5 844	6 671	10 000	14 637
Операционные доходы и расходы					
Проценты к получению	213	164	124	143	134
Проценты к уплате	323	571	952	2 692	2 675
Прочие операционные доходы	7 083	13 736	30 590	28 408	54 217
Прочие операционные расходы	7 772	12 070	30 136	28 679	60 286
Внереализационные доходы и расходы					
Внереализационные доходы	1 102	3 984	6 972	2 180	-
Внереализационные расходы	2 670	4 549	5 292	4 836	-
Прибыль (убыток) до налогообложения	1 164	6 538	7 977	4 524	6 026
Налог на прибыль и аналогичные обязательные	759	1 549	2 219	1 541	2 836
Чистая прибыль	405	4 282	5 719	2 231	3 012

Баланс, РСБУ, \$ тыс.

Показатель \$ тыс.	2002	2003	2004	2005	2006
Актив					
Нематериальные активы	20	54	51	43	63
Основные средства	16 480	19 852	20 240	19 290	19 988
Незавершенное строительство	987	896	424	76	617
Долгосрочные финансовые вложения	1 824	566	73	16 575	53
ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	19 311	21 368	20 789	35 989	20 729
Запасы	17 423	22 654	23 068	34 326	65 171
НДС по приобретенным ценностям	573	977	1 350	2 296	2 039
Дебиторская задолженность (более года)	1 203	2 140	4 337	4 507	6 142
Дебиторская задолженность (менее года)	12 306	16 326	39 501	27 581	77 436
Краткосрочные финансовые вложения	500	696	3 423	10 394	601
Денежные средства	1 344	923	119	6 774	8 144
ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	33 350	43 717	71 800	85 984	159 653
АКТИВЫ всего	52 661	65 085	92 589	121 973	180 382
Пассив					
Уставный капитал	8 946	9 655	10 247	9 880	10 799
Добавочный капитал	4 974	5 369	5 714	4 189	4 428
Резервный капитал	1 342	1 448	1 537	1 482	33 844
Нераспределенная прибыль отчетного года	405	21 048	26 559	28 515	33 844
КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ	31 128	37 173	44 057	44 066	50 691
Займы и кредиты (долгосрочные)			16 030		-
Прочие долгосрочные обязательства					5 010
ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		1 259	17 407	2 390	7 715
Займы и кредиты (краткосрочные)	3 808	4 992	15 645	16 133	35 961
Кредиторская задолженность	16 389	21 137	14 663	58 520	84 991
Задолженность участникам (учредителям) по выплате	418	333	732	864	1 024
Доходы будущих периодов	477	191			0
КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	21 533	26 653	31 125	75 518	121 976
ПАССИВЫ всего	52 661	65 085	92 589	121 973	180 382

BCS Research Group

Евгений Старцев, Директор департамента внебиржевых операций

estartsev@msk.bcs.ru +7 495 785 5336

Макс Шейн

Руководитель департамента
Нефть, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова

Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин

Банки, телекомы, валюта
dmuhin@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский

Ассистент
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Алена Чигринская

Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко

Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская

Пищепром, розница, потребительские товары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук

Ассистент
apolishuk@msk.bcs.ru

Филипп Балобанов

Ассистент
fbalobanov@msk.bcs.ru

Вячеслав Жабин

Металлургия, горнодобывающая промышленность
sla@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын

Машиностроение
skozitsyn@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова

Транспорт, химия, нефтехимия
azhdanova@msk.bcs.ru

Светлана Макеева

Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

+7 495 785 5336

BCS Equity Sales & Trading

Павел Васев

Консультант по инвестициям
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Сергей Цуркан

Sales Trader
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Денис Новиков

Главный трейдер
dnovikov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7467

Ольга Карельская

Консультант по инвестициям
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Евгений Тупикин

Старший Финансовый советник
etupikin@msk.bcs.ru

Ринат Темербеков

Sales Trader
rinat@bcs.ru

Андрей Бычин

Консультант по инвестициям
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Альберт Хусаинов

Консультант по инвестициям
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Александр Пименов

Финансовый советник
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.