

Красный Котельщик (KRKO, KRKOP) – крупнейший игрок российского рынка паровых котлов. Контролирующим акционером компании (77% обыкновенных акций) является ЭМАльянс, 100% акций которого недавно были приобретены Силовыми машинами. С приходом нового собственника и сменой менеджмента возможно увеличение притока инвестиций (представители Силовых машин заявляли о намерении инвестировать порядка \$20 млн. в проекты Красного Котельщика в течение 2012 года). Мы полагаем, что смена собственника может совпасть с завершением цикла низкой прибыли Красного Котельщика и ожидаем существенного увеличения финансовых показателей компании в ближайшем будущем. Наша оценка справедливой цены обыкновенных и привилегированных акций Красного Котельщика, полученная на основании сравнения с зарубежными компаниями-аналогами, составляет \$0.6 и \$0.36, соответственно, что предполагает существенный потенциал роста (71% и 67%). Рекомендация по обоим видам акций: **ПОКУПАТЬ**.

Факторы роста

- Смена собственника может привести к оптимизации издержек и притоку инвестиций.
- Отчетность за три квартала 2011 года позволяет ожидать увеличения выручки и EBITDA по итогам года на 49% и 33%, соответственно, а также восстановления рентабельности по чистой прибыли до 4%-5%. Бизнес компании подвержен цикличности, ожидаемое улучшение финансовых показателей может указывать на начало нового цикла роста.
- Спрос на энергетическое оборудование: программа развития энергетического комплекса РФ на 2011-2017 гг., предполагает ввод 41 ГВт новых генерирующих мощностей в течение семилетнего периода.

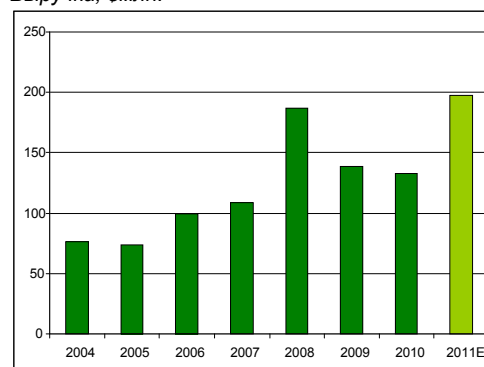
Риски

- Низкая ликвидность. В течение 2011 года в РТС было зафиксировано всего две сделки с обыкновенными акциями Красного Котельщика на общую сумму \$19 тыс.
- Высокая долговая нагрузка. Соотношение чистого долга к EBITDA составляет более 4 (оценка за 2011 год).
- Планы А. Мордашова (владелец Силовых машин) в отношении активов в секторе энергетического машиностроения не вполне прозрачны. Одним из возможных сценариев может оказаться консолидация активов (в том числе, Красного Котельщика) на условиях, не вполне благоприятных для миноритариев.

Красный Котельщик		
Рыночная капитализация, \$ млн	89.9	
Чистый долг, \$ млн	133.8	
Стоимость предприятия, \$ млн	223.7	
Акции	ao	ap
Выпущено, млн. шт.	213.26	71.09
Цена midmarket, \$	0.35	0.22
Справедливая цена, \$	0.60	0.36
Потенциал роста	71%	67%

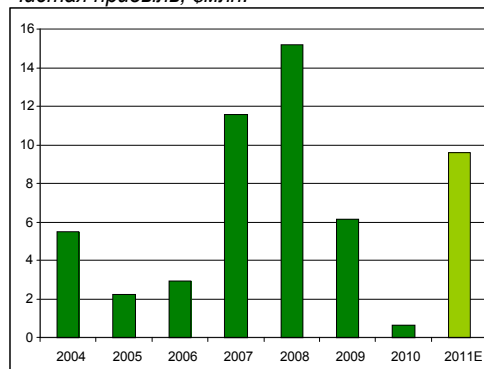
Источники: ММВБ-РТС, данные компании, оценки ОЛМА

Выручка, \$млн.



Источники: данные компании, оценки ОЛМА

Чистая прибыль, \$млн.



Источники: данные компании, оценки ОЛМА



О компании

ОАО «Таганрогский котлостроительный завод Красный Котельщик» (КК) – предприятие энергетического машиностроения, расположенное в г. Таганрог Ростовской области. История компании отсчитывается с 1896 года, с 1934 года продукция КК поставляется на экспорт. Основные виды продукции: пылеугольные и газомазутные котлы, котлы с циркулирующим кипящим слоем, котлы-утилизаторы для газовых турбин мощностью от 60 до 270 МВт, прочее оборудование для электростанций, запчасти и металлоконструкции. На российском рынке энергетических котлов на продукцию КК приходится порядка 75%.

Смена собственника

Контроль в КК (77% ао) принадлежит ЭМАльянсу, 100% акций которого были куплены Силowymi машинами (сделка закрыта 14.02.2012, сумма не раскрывается). Вслед за закрытием сделки гендиректором ЭМАльянса и КК был избран С.С. Торопов, с 1995 года работавший в Северстали. На сегодняшний момент, схема собственников КК выглядит следующим образом:



Мы считаем, что смена конечного собственника КК (и менеджмента) может иметь благоприятные последствия для компании. В качестве своих слабых сторон КК в годовом отчете за 2010 год указывал высокую себестоимость, нехватку персонала, изношенность производственной базы и ограниченные возможности финансирования – большая часть этих проблем может быть в той или иной мере решена за счет синергии с Силowymi машинами и притока инвестиций. По словам гендиректора Силowych машин, материнская компания может дополнительно инвестировать в развитие Красного Котельщика 600 млн. руб. только в 2012 году.

Динамика цены акций



Источники: ММВБ-РТС, оценки ОЛМА

В долгосрочном периоде (2004г. – настоящее время) динамика цены обыкновенных акций КК отличалась повышенной волатильностью в сравнении с рынком в целом – среднеквадратичное отклонение составило 73% против 39% по индексу РТС. На менее продолжительном периоде (2009г. – настоящее время) динамика цены акций КК стала более близкой к рынку в целом – среднеквадратичное отклонение сократилось до 29% (26% по индексу РТС), коэффициент корреляции с индексом РТС увеличился с 0.64 до 0.84 (по долгосрочному и краткосрочному периодам, соответственно). Между тем котировки КК заметно отставали от рынка, начиная примерно с июня 2010 года – это отставание может объясняться слабой динамикой финансовых показателей компании (пик выручки и чистой прибыли пришелся на 2008 год, далее в течение двух лет наблюдалось резкое сокращение чистой прибыли).

Финансовые показатели

Финансовые показатели КК подвержены некоторой цикличности, что связано с необходимостью инвестиций в обновление производственных мощностей и с контрактным характером взаимодействия с крупными потребителями. Отчетность за три квартала 2011 года позволяет ожидать существенного роста выручки, EBITDA и чистой прибыли по итогам года. Прогноз нового менеджмента компании предполагает выручку в размере 16 млрд. руб. в 2012 году. Наш прогноз по выручке КК на ближайший год более консервативен, но мы также ожидаем заметного увеличения (в том числе, за счет кооперации с Силовыми машинами). В течение нескольких лет КК демонстрировал сравнительно стабильную рентабельность по EBITDA, но колебания чистой прибыли были довольно сильными (как в абсолютном выражении, так и по отношению в выручке). Средняя рентабельность по чистой прибыли за период 2005-2010гг. составляет примерно 5% - мы ожидаем сохранения значений, близких к среднему, в течение ближайший лет, но наш консервативный прогноз по чистой прибыли на 2012 год построен исходя из ожидаемой рентабельности 4%.

Финансовые показатели Красного Котельщика

	2006	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П
Выручка, \$ млн.	99.5	109.0	187.2	138.4	132.9	197.8	375.0
EBITDA, \$ млн.	16.9	26.5	32.6	19.4	24.5	32.6	56.2
Рентабельность по EBITDA	17%	24%	17%	14%	18%	16%	15%
Чистая прибыль, \$ млн.	2.9	11.6	15.2	6.1	0.7	9.6	15.0
EPS, \$	0.010	0.041	0.053	0.022	0.002	0.034	0.053
Дивиденды на ап, \$	0.0039	0.0163	0.02137	0.00864	0.0009	0.0135	0.0211

Источники: данные компании, оценки ОЛМА

Компания придерживается стабильной дивидендной политики, регулярно направляя 10% чистой прибыли по итогам года на выплату дивидендов на привилегированные акции. Поскольку чистая прибыль отличается повышенной волатильностью, дивидендная доходность по бумагам КК нестабильна от года к году. Наша оценка ожидаемой дивидендной доходности по привилегированным акциям КК (дивиденды по итогам 2011 года) составляет 6.3%.

Оценка – сравнительный анализ

Красный Котельщик и компании-аналоги

Компания (тиккер)	Цена, \$ за акцию	МСар, \$ млн.	Чистый долг, \$ млн.	Выручка, \$ млн.	EBITDA, \$ млн.	Чистая прибыль, \$ млн.	EV/S	EV / EBITDA	P/E	Э.М. *
General Electric (GE US)	19.3	206447	332324	150211	40204	11644	3.64	13.61	17.73	25%
Siemens (SIE GR)	99.6	91085	7442	100809	14651	5397	1.31	9.02	16.88	34%
Emerson Electric (EMR US)	51.1	38426	3456	21039	3956	2164	2.22	11.79	17.76	28%
Alstom (ALO FP)	41.5	12214	-2827	26091	2719	1616	0.57	5.45	7.56	49%
Mitsubishi Electric (6503 JP)	9.1	19620	1655	36692	2522	360	0.74	10.77	54.55	28%
Vestas (VWS DC)	10.3	2091	775	9182	908	207	1.03	10.46	10.10	100%
Andritz (ANDR AV)	98.9	5145	-1328	4715	408	235	0.78	9.03	21.91	44%
Среднее		53575	48785	49820	9338	3089	2.24	11.95	17.34	44%
Красный Котельщик	0.35	89.9	133.8	223.6	32.6	9.6	1.13	6.87	9.37	100%

* - "Э.М." = "энергетическое машиностроение" – доля продукции энергетического машиностроения в выручке компании

Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки ОЛМА

Мы сравнили Красный Котельщик с мировыми аналогами – компаниями, занятыми в секторе энергетического машиностроения. Сравнительные коэффициенты компаний-аналогов (EV/S, EV/EBITDA, P/E) были скорректированы с учетом доли продукции энергетического назначения в их выручке.

Красный Котельщик: оценка

	КРКО	Среднее по мировым компаниям*	Оценка МСар, \$ млн. (без дисконта)	Оценка МСар, \$ млн. (с дисконтом)	Потенциал роста
EV/S	1.13	1.97	255.9	179.1	100.0%
EV/EBITDA	6.87	11.47	239.6	167.7	87.3%
P/E	9.37	16.66	159.9	111.9	24.9%
Среднее			218.5	152.3	70.7%

* - с поправкой на долю энергетического машиностроения в выручке

Источник: оценки ОЛМА

Оценка справедливой капитализации Красного котельщика получена как среднее оценок на основании трех сравнительных коэффициентов: EV/S, EV/EBITDA, P/E. Мы применили к оценке 30%-й дисконт, отражающий различие между КК и мировыми аналогами в капитализации и ликвидности акций. Наша окончательная оценка справедливой капитализации компании составляет \$152.3 млн., целевая цена обыкновенной и привилегированной акции - \$0.6 и \$0.36, соответственно. Оценка предполагает потенциал роста в 70.7% по обыкновенным акциям и 66.8% - по привилегированным, что дает нам основание присвоить рекомендацию ПОКУПАТЬ обоим типам акций Красного Котельщика.

Инвестиционная фирма “ОЛМА”

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3121
www.olma.ru

Торговые операции

Алексей Быстров
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1601
E-mail: alex@olma.ru

Константин Мельников
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1266
E-mail: melnikov@olma.ru

Дмитрий Лобанов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1608
E-mail: lobanov@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Николай Григорьев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Аналитическое управление**Начальник управления:**

Дмитрий Парфенов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1224
E-mail: parfenov@olma.ru

Электроэнергетика:

Роман Габбасов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1243
E-mail: gabbasov@olma.ru

Рынок акций, машиностроение:

Антон Старцев
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

Банки:

Руслан Юнусов
Тел: +7 (495) 960-3121, доб. 1227
E-mail: ruslan.yunusov@olma.ru

© 2012 Инвестиционная фирма “ОЛМА”

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ “ОЛМА”. Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ “ОЛМА” ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ “ОЛМА” не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ “ОЛМА”, ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ “ОЛМА”, ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ “ОЛМА”.