

ХК Электрозавод: растущий энергомашиностроительный гигант

Евгений Буланов
Тел.: +7 (495) 660-14-37 (доб. 122)
bulanov@gazfin.ru

Мы начинаем аналитическое освещение акций Холдинговой компании Электрозавод и рекомендуем их ПОКУПАТЬ. Электрозавод занимается строительством, реконструкцией и модернизацией объектов энергетики, является одним из крупнейших поставщиков трансформаторного оборудования для предприятий электроэнергетики, металлургии, машиностроения, транспорта, нефтегазового комплекса и ЖКХ. В состав холдинга входят четыре электротехнических завода, собственные проектные и научно-исследовательские институты, инжиниринговые и сервисные центры в Москве, Уфе и Запорожье (Украина). По итогам первого полугодия 2009 г. выручка предприятий холдинга составила 5.2 млрд. руб., чистая прибыль – 1.2 млрд. руб. В феврале 2010 г. компания запустила в эксплуатацию первую производственную линию Уфимского трансформаторного завода, крупнейшего трансформаторного предприятия в Европе. Инвестиции в строительство завода превысили 5 млрд. руб. (\$167 млн.). За последние 10 лет Электрозавод не выплачивал дивиденды, направляя всю заработанную прибыль на строительство, модернизацию существующих активов и приобретение новых. Текущий чистый долг компании незначителен – около \$22 млн. Наша оценка справедливой стоимости одной обыкновенной акции составляет \$37.

Модернизация отечественной энергетики гарантирует стабильный рынок сбыта. Большинство объектов отечественной энергетики строились в 50-70 годы прошлого века и сейчас, чтобы удовлетворить растущий спрос на электроэнергию в стране, нуждаются в полном обновлении и увеличении установленной мощности. В этой связи потенциальный спрос на трансформаторы в России очень велик.

Уфимский трансформаторный завод существенно увеличил мощности компании. В феврале 2010 г. Электрозавод ввел в эксплуатацию первую производственную линию на Уфимском трансформаторном заводе. Завод будет выпускать широкую гамму силовых и распределительных трансформаторов. В настоящее время в Россию импортируется 70-90% силовых трансформаторов, а ввод в эксплуатацию Уфимского завода позволит сократить объем импорта и увеличить выручку холдинга на сумму более 8 млрд. руб. (\$267 млн.) в год.

Развитие компании идет без привлечения долговых инструментов. В последние годы Электрозавод направлял львиную долю прибыли на развитие. В настоящее время компания завершает модернизацию производственных комплексов, в рамках которой в Москве создано производство сверхмощных трансформаторов, а в Запорожье завершается модернизация института трансформаторостроения. Инвестиции в модернизацию и строительство новых производств превысили 10 млрд. руб. (\$330 млн.). Кроме того, в 2009 г. производственные мощности холдинга в Москве дополнили два предприятия: Завод автотракторного электрооборудования и Электрокомбинат. На приобретение долей и акций в данных компаниях было потрачено более 5 млрд. руб. (\$167 млн.).

Кризис не сильно уменьшил портфель заказов. По итогам первых девяти месяцев 2009 г. финансовые показатели ХК Электрозавод (без учета результатов дочерних компаний) снизились на 30-39%, что связано со слабыми итогами первого квартала. Во 2 и 3 кварталах ключевые финансовые показатели существенно превзошли прошлогодние, что говорит о том, что объем заказов компании даже в кризисный период снизился незначительно.

Сохраняется высокая рентабельность бизнеса. ХК Электрозавод является центром прибыли группы. По итогам девяти месяцев 2009 г. операционная рентабельность Электрозавода составила 22.5%, чистая рентабельность – 19.7% (возможно, с учетом результатов дочерних компаний рентабельность была бы ниже, но не кардинально). Для сравнения, операционная рентабельность по

Холдинговая компания Электрозавод	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Тикер	hkez
Справедливая цена (\$)	37
Текущая цена (\$)*	28
Потенциал роста (%)	32

* $(Bid+Ask)/2$ по состоянию на 24 февраля 2010 г.

Инвестиционные характеристики
Объединяет 4 электротехнических завода
Производит продукцию всех классов напряжения
Является центром прибыли группы
Операционная рентабельность > 20%
Долговая нагрузка незначительна
Высокопрофессиональный менеджмент

Катализаторы роста акций
Выход на полную мощность Уфимского трансформаторного завода в 2010-2011 гг.

Структура капитала	
Текущая цена АО (\$)*	28
Кол-во акций АО	24 618 939
МСАР (\$ млн.)	689.3
Чистый долг (\$ млн.)	22.0
EV (\$ млн.)	711.3

* $(Bid+Ask)/2$ по состоянию на 24 февраля 2010 г.

Структура акционеров (% от УК)	
Татур В.И.	37.36
Кубар А.А.	29.64
Уразбакиева Ф.Ш.	26.71
Прочие	6.29

Оценочные характеристики			
	2008	2009П	2010П
Выручка (\$ млн.)	533.1	313.7	439.2
P/S	1.29	2.20	1.57
EV/S	1.33	2.27	1.62
EBITDA (\$ млн.)	131.4	79.3	112.1
EV/EBITDA	5.41	8.98	6.35
Чист. приб. (\$ млн.)	105.55	69.51	90.70
EPS (\$)	4.29	2.82	3.68
P/E	6.53	9.92	7.60

Источник: оценки ИК Газфинтраст

Адрес в интернете	
http://www.elektrozavod.ru	

итогах шести месяцев 2009 г. крупнейшей российской энергомашиностроительной корпорации – Силовые машины (специализируется в основном на производстве турбин и генераторов) составила только 9.7%, чистая рентабельность – 7.4%.

Финансовые результаты ХК Электрозавод, РСБУ (млн. руб.)

	2005	2006	2007	9М 2008	2008	9М 2009	Y-o-Y (%)
Выручка	4 169	11 173	17 680	10 299	13 258	6 453	-37
Себестоимость	3 675	9 341	13 354	7 678	9 665	4 641	-40
Валовая прибыль	494	1 832	4 326	2 621	3 594	1 812	-31
Коммерческие расходы	110	121	265	111	160	148	+34
Управленческие расходы	93	111	179	146	200	213	+46
Операционная прибыль	291	1 599	3 883	2 364	3 234	1 451	-39
Прибыль до налогов	229	1 620	3 883	2 411	3 458	1 584	-34
Налог на прибыль	76	395	940	586	833	278	-52
Чистая прибыль	156	1 223	2 942	1 824	2 625	1 268	-30
Опер. рентабельность, %	7	14	22	23	24	22	0 п.п.
Чистая рентабельность, %	4	11	17	18	20	20	+2 п.п.

Источник: данные Компании, расчеты ИК Газфинтраст

Финансовые результаты за последние восемь кварталов, РСБУ (млн. руб.)

	4 кв. 2007	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009
Выручка	7 433	5 008	2 893	2 398	2 959	1 305	2 495	2 652
Себестоимость	5 560	3 406	2 460	1 812	1 986	924	1 726	1 990
Валовая прибыль	1 873	1 602	433	585	973	381	769	662
Коммерческие расходы	56	36	36	39	49	47	46	55
Управленческие расходы	55	44	55	47	53	68	71	74
Операционная прибыль	1 762	1 522	342	499	870	266	652	533
Прибыль до налогов	1 777	1 572	345	494	1 047	379	650	555
Налог на прибыль	431	380	84	122	248	82	130	67
Чистая прибыль	1 346	1 192	258	375	801	303	520	445
Опер. рентабельность, %	24	30	12	21	29	20	26	20
Чистая рентабельность, %	18	24	9	16	27	23	21	17

Источник: данные Компании, расчеты ИК Газфинтраст

Акции торгуются с дисконтом к своим российским аналогам. На российском фондовом рынке компаний идентичных Электрозаводу практически нет. Акции крупнейшей энергомашиностроительной корпорации – Силовые машины торгуются с прогнозным значением коэффициента P/E 2010-2011П около 10, а акции Электрозавода – только 7-7.6.

Крайне низкая ликвидность и небольшой free float. Основными рисками при инвестировании в акции ХК Электрозавод являются их низкая ликвидность (вероятно, на внебиржевом рынке с акциями компании совершается 5-10 сделок в год) и незначительный free float.

Инвестиционное заключение

Мы считаем, что ХК Электрозавод получит несомненные выгоды от продолжающейся модернизации российской энергетики, а благодаря проведенной модернизации и строительству новых производственных объектов сможет значительно улучшить финансовые показатели уже в 2010 г. Кроме того, стоит отметить практически полное отсутствие долгов у компании, высокопрофессиональный менеджмент, а также относительную дешевизну акций компании по сравнению с Силовыми машинами. В качестве ориентира при определении целевой стоимости акций мы использовали значение P/E 2010П равное 10. Исходя из этого, целевая стоимость одной обыкновенной акции равняется \$37, а потенциал роста от среднего значения котировок – 32%. Стоит сказать, что мы полагаем, что по завершении проектов, связанных с крупными капиталовложениями, компания может начать выплачивать дивиденды и в среднесрочной перспективе провести IPO, что станет мощным драйвером роста стоимости акций.

Контактная информация

Торгово-аналитический департамент

<p>Москва Тел.: +7 (495) 660-14-37, 660-14-38</p>	<p>Алексей Ермолов 129@gazfin.ru Руководитель департамента</p>
--	--

Аналитик
Евгений Буланов
bulanov@gazfin.ru

Треjder
Николай Тюгаев
128@gazfin.ru

Треjder
Кирилл Вязовиченко
127@gazfin.ru

Недавние публикации ГФТ

Название	Тикер	Дата выпуска
Ростовоблгаз: забытый инвесторами фундаментально сильный облгаз	rtbg	02.02.2010
Коршуновский ГОК: акции могут вырасти вместе с ценами на железную руду	KOGK	19.01.2010
НК Роснефть-Смоленскнефтепродукт: ставка на дивиденды по префам	smnfp	20.11.2009
Обьнефтегазгеология: быстрорастущая дочка Славнефти	obne	18.11.2009
Ярославский радиозавод: ставка на высокие дивиденды по префам	yazp	21.10.2009
Нижегородоблгаз: ставка на cash и рост тарифов на газ	nnog	19.10.2009

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако ИК Газфинтраст не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в данном обзоре, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции. Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.