ЛенМонтажСтрой
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

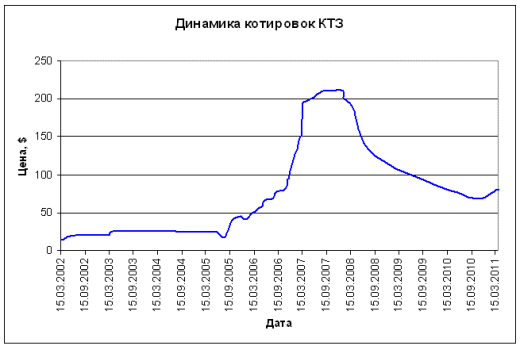
КАЛУЖСКИЙ ТУРБИННЫЙ ЗАВОД

Апрель 2011

Дмитрий Марков
markov@lmsic.ru

Тикер	KTYR
Цена АО, $	81
Цена АП, $	37
EV, млн. $	82
Капитализация, млн. $	61
Количество АО	677 380
Количество АП	158 004
Справедливая цена АО, $	285
Справедливая цена АП, $	157
Потенциал роста АО	251%
Потенциал роста АП	324%
Рекомендация	Покупать

	2009	2010 F	2011 F
Sales	142 534	164 236	184 437
EBITDA	31 492	34 424	39 475
Net Income	20 860	24 059	25 056
P/S	0,43	0,37	0,33
EV/S	0,58	0,50	0,44
EV/EBITDA	2,60	2,38	2,08
P/E	291	2,52	2,41



КТЗ является крупнейшим в России и на территории СНГ предприятием по разработке и производству паровых турбин и блочных турбогенераторов для энергетических объектов различных отраслей промышленности в диапазоне мощностей от 0,5 до 80 МВт. Заводом освоено производство более 100 типов паровых турбин и блочных турбогенераторов. Также КТЗ производит насосное и другое оборудование для нефтяной и газовой промышленности, турбины для судов ВМФ РФ по государственному оборонному заказу. Имея широкую линейку продукции, предприятие может поставлять продукцию, соответствующую практически любым требованиям заказчиков.

В последние годы основным видом деятельности является производство турбин для малой и средней энергетики, поэтому в дальнейшем КТЗ сможет серьёзно улучшать свои финансовые показатели за счёт роста инвестиций в наращивание мощностей для производства энергооборудования для большой, промышленной и малой энергетики, создания новых и реконструкции существующих объектов с использованием энергосберегающих технологий.

Премьер-министр 8 апреля 2011 года предложил стимулировать российскую промышленность заказывать оборудование у отечественных компаний, ввести налоговые и инвестиционные льготы для энергомашиностроения, а также установить таможенные пошлины на продукцию, которые российское машиностроение способно производить самостоятельно. При реализации обозначенных Владимиром Путиным мер по поддержке отечественного энергомашиностроения КТЗ будет обеспечен значительными дополнительными заказами по газовым турбинам и нефтегазовому оборудованию.

Дополнительными факторами роста может стать возможный серийный выпуск паротурбинных установок для ПАТЭС по заказам Росэнергоатома в случае успешной реализации первого такого проекта, а также восстановление работ по государственному оборонному заказу согласно госпрограмме вооружений до 2020 года.

Мы проанализировали стоимость обыкновенных акций эмитента методом дисконтированных денежных потоков и провели сравнительный анализ предприятия с аналогичными компаниями на развитых развивающихся рынках, в результате чего выдаём рекомендацию покупать обыкновенные акции КТЗ со справедливой стоимостью $285 и потенциалом роста 251% и покупать привилегированные акции КТЗ со справедливой стоимостью $157 и потенциалом роста 324%. При оценке справедливой стоимости привилегированных акций мы ориентировались на исторически сложившийся дисконт в 45% от цены обыкновенных акций.

SWOT- АНАЛИЗ

Сильные стороны

- Конкурентоспособный широкий спектр продукции.
- Высокая эффективность деятельности.
- Весной 2010 года была размещена дополнительная эмиссия акций КТЗ по закрытой подписке в пользу основного акционера – ОАО «Силовые машины» по цене вдвое превышающей котировки на РТС, причём мажоритарный акционер предоставил средства в развитие компании и не приобрёл дополнительных прав, не ущемив права миноритарных акционеров. Средства, вырученные от продажи акций дополнительной эмиссии, направляются на финансирование инвестиционной программы обновления производственных мощностей в 2009-2012 годах общим объёмом $40 млн.
- Основные акционеры поддерживают бизнес КТЗ и продвигают интересы предприятия на российском и зарубежных рынках.

Слабые стороны

- Отсутствие дивидендов.
- Низкая ликвидность, небольшой free-float.
- Ограниченное количество потенциальных заказчиков, с потребностями в оборудовании малой и средней мощности

Возможности

- Получение налоговых и инвестиционных льгот для энергомашиностроения, а также возможность введения заградительных таможенных пошлин на продукцию, которые российское машиностроение способно производить самостоятельно, что закроет доступ к российскому рынку, оцениваемому в $111 млрд.
- Рост инвестиций в наращивание энергомощностей в большой, промышленной и малой энергетике. Создание новых и реконструкции существующих объектов энергетики с использованием энергосберегающих технологий. Минэнерго планирует, что к 2016 году будет возведено 42,8 тыс. МВт мощностей и общий объём мощностей составит 247,7 тыс. МВт.
- Возможность серийного выпуска паротурбинных установок для плавучей атомной электростанции малой мощности (ПАТЭС) по заказам Росэнергоатома. Для России «Росэнергоатом» планирует создать до 2015 года флотилию из семи АЭС. Интерес к применению плавучих атомных электростанций также выразили более 20 стран, с рядом которых ведутся детальные переговоры.
- Возможность консолидации акций КТЗ Силовыми машинами. Тем не менее, учитывая высокую цену допэмиссии, можно ожидать аналогичных цен при возможном выкупе акций у миноритариев.
- Согласно новой программе закупок вооружений по госпрограмме до 2020 года планируется приобрести около 100 кораблей, в том числе 35 корветов, 15 фрегатов, 20 подлодок, а также корабли обеспечения. Для КТЗ оборонный заказ на турбины для военных судов станет дополнительным фактором улучшения фин. показателей.

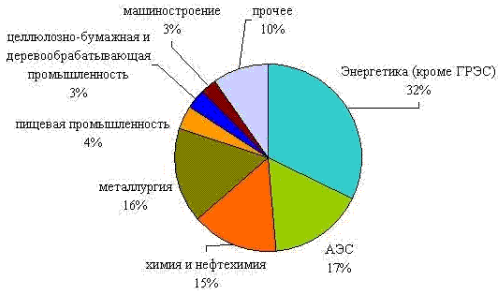
Угрозы

- Высокая конкуренция среди российских и зарубежных производителей.
- Рост себестоимости продукции компании по уже заключённым контрактам.
- Снижение спроса на продукцию при ухудшении ситуации в экономике.

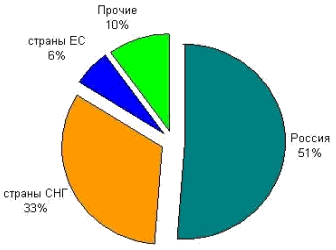
ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ

Калужский турбинный завод производит широкий спектр продукции: паровые турбины малой и средней мощности (занимает 49% от выручки), турбогенераторы, теплообменные аппараты, насосное оборудование, сепарационные установки, оборудование для решения экологических проблем, продукцию для нефтегазовой промышленности и другое оборудование. КТЗ имеет возможность производить паротурбинные установки для надводных судов и подводных лодок. Предприятие имеет диверсифицированную по отраслям и по рынкам сбыта клиентскую базу.

Основные потребители



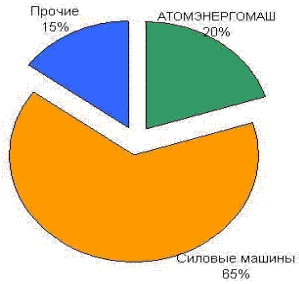
Основные рынки сбыта



Источник: данные КТЗ

Основные конкуренты: Siemens (KKK) (Германия); Siemens Industrial Turbomachinery (Германия,Чехия); PBS ENERGO a.s. (Чехия); MAN TURBO (Германия); SKODA ENERGO s.r.o. (Чехия); General Electric (GE) (США); ОАО «Уральский турбинный завод» (Россия); ОАО «Пролетарский завод» (Россия); ЗАО «Невский завод» (Россия).

Структура акционеров



Источник: данные КТЗ

Основными акционерами являются:

ОАО «Силовые машины» - лидирующий российский производитель и поставщик оборудования для ГЭС, ТЭС и АЭС, а также для газотурбинных электростанций.
ОАО «Атомэнергомаш» - машиностроительный дивизион Росатома. АЭМ является ведущим поставщиком оборудования для АЭС и ТЭС, а также для предприятий газовой и нефтехимической промышленности.

Сильные акционеры поддерживают бизнес КТЗ заказами и продвигают интересы предприятия на российском и зарубежных рынках. Разделение производства турбин по мощности между КТЗ и Силовыми машинами является удачным примером кооперации, позволяющим покрыть потребности рынка.

ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И ПЛАНЫ

В КТЗ работают над снижением издержек, расширяют спектр и качество продукции, увеличивают производственные мощности. Предприятие планирует повышение конкурентоспособности, увеличение доли рынка и стоимости бизнеса, внедрять высокопроизводительное оборудование, проводить модернизацию и реконструкцию основных фондов, продолжать автоматизацию работ. В 2010 году планировалось относительно плана 2009 года увеличение на 12,3% производства основной промышленной продукции: турбин, турбогенераторов, запчастей, насосов и другой продукции. На основании ожиданий компании мы прогнозируем дальнейший рост портфеля заказов КТЗ в ближайшие годы на уровне около 10% ежегодно.

8 апреля Путин на совещании по развитию энергомашиностроения РФ сообщил, что гарантированный спрос на продукцию российских предприятий энергомашиностроения оценивается на ближайшие три года в $111 млрд.. В частности, генерирующие компании за ближайшие три года готовы закупить продукцию энергомашиностроения на $36 млрд., сетевые компании - на $18 млрд. В газовой отрасли компании планируют потратить $21 млрд., в нефтедобывающем секторе - $36 млрд.. Для Калужского турбинного завода, как производителя турбин малой и средней мощности, малая и средняя энергетика, необходимая энергетикам, нефтяникам и газовикам, - это основной рынок. Поэтому в ближайшие годы возможен резкий рост заказов и загруженности предприятия, что улучшит финансовые показатели и увеличит потенциал роста капитализации предприятия.

Сейчас отечественное энергомашиностроение обеспечивает лишь 20% российского рынка. Многие компании не способны производить конкурентоспособную продукцию по сравнению с иностранцами. Для изменения ситуации Владимир Путин предложил ряд мер по поддержке сектора: стимулировать российскую промышленность заказывать оборудование у отечественных компаний, ввести таможенные пошлины на продукцию машиностроения, ввести налоговые и инвестиционные льготы для энергомашиностроения, установить таможенные пошлины на продукцию, которые российское машиностроение способно производить самостоятельно, модернизировать производство энергомашиностроительных компаний, стимулировать иностранные предприятия развивать производство в России. При реализации обозначенных Владимиром Путиным мер по поддержке отечественного энергомашиностроения КТЗ будет обеспечен значительными дополнительными заказами по газовым турбинам и нефтегазовому оборудованию.

Основные финансовые показатели и коэффициенты, 000 $

	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F
Sales	94 726	125 515	162 122	142 534	164 236	184 437
EBITDA	9 935	13 246	15 535	31 492	34 424	39 475
Net Income	4 099	5 491	8 312	20 860	24 059*	25 056
EPS, $	6	8,11	12,27	30,8	35,52	36,99
Gross margin	27,46%	28,48%	24,54%	36,16%	27,38%	29,88%
EBITDA margin	10,49%	10,55%	9,58%	22,09%	20,96%	21,40%
Net margin	4,33%	4,37%	5,13%	14,64%	14,65%	13,59%
Dividend yield	0,2%/0,4%	0%/0%	0%/0%	0%/0%	0%/0%	0%/0%
P/S	0,64	0,48	0,37	0,43	0,37	0,33
EV/S	0,87	0,65	0,51	0,58	0,50	0,44
EV/EBITDA	8,25	6,19	5,28	2,60	2,38	2,08
P/E	14,81	11,06	7,3	2,91	2,52	2,42

Источник: данные компании, расчеты ИК ЛМС

*Данные компании на конец 2010 года

РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНКИ

При прогнозировании показателей КТЗ на 2011-2015 гг. мы закладывали собственные прогнозы и прогнозы компании по выручке. Мы ожидаем рост портфеля заказов КТЗ в ближайшие годы на уровне около 10% ежегодно. При прогнозировании суммарных расходов мы учитывали проведённую оптимизацию производства КТЗ и принятые меры по снижению затрат. В увеличение расходов по внеоперационной деятельности мы закладывали постепенное увеличение масштабов бизнеса. Рост величины амортизационных отчислений и объёмы капиталовложений рассчитаны с учётом инвестиционных планов эмитента и наших прогнозов. На 2011 и 2012 годы инвестиции рассчитаны исходя из объёма размещённой дополнительной эмиссии акций размером $40 млн., средства от которой направляются на обновление производственных мощностей в 2009-2012 годах. В прогнозировании оборотного капитала мы исходили из объемов, необходимых для стабильной деятельности КТЗ, в связи с постепенным расширение масштабов бизнеса предприятия. При оценке справедливой стоимости привилегированных акций мы ориентировались на исторически сложившийся дисконт в 45% от цены обыкновенных акций.

Основываясь на построенной модели дисконтированных денежных потоков и полученном значении WACC на уровне 15,94%, обыкновенные акции КТЗ в настоящий момент существенно недооценены. Сравнение предприятия с зарубежными аналогами даёт сопоставимую недооценку компании. Ориентируясь на результаты оценки по методу дисконтируемых денежных потоков, мы рекомендуем покупать обыкновенные акции КТЗ со справедливой стоимостью $285 и потенциалом роста 251% и покупать привилегированные акции КТЗ со справедливой стоимостью $157 и потенциалом роста 324%.

МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка	125 515	162 122	142 534	164 236	184 437	202 881	223 169	245 486	270 035
Сумарные расходы	-110 590	-147 917	-110 145	-131 607	-147 550	-162 305	-178 535	-196 389	-216 028
Прибыль от основной деятельности	14 926	14 205	32 388	32 629	36 887	40 576	44 634	49 097	54 007
Внеоперационная деятельность	-6 429	-3 293	-4 969	-2 555	-5 567	-6 124	-6 736	-7 410	-8 151
Доналоговая прибыль	8 497	10 912	27 419	30 074	31 320	34 452	37 897	41 687	45 856
Налог на прибыль	-3 400	-2 783	-5 485	-6 015	-6 264	-6 890	-7 579	-8 337	-9 171
Чистая прибыль	5 491	8 312	20 860	24 059	25 056	27 562	30 318	33 350	36 685
Амортизация	3 198	3 255	2 743	4 813	5 587	6 049	6 326	6 544	6 795
Капвложения	-6 080	-3 172	-14 090	-11 497	-8 000	-6 000	-5 026	-5 026	-5 026
Изменение оборотного капитала	-7 980	-7 665	-16 927	-20 983	1 366	4 611	6 086	78 11	-3 682
Свободный денежный поток	-5 371	731	-7 413	-3 607	24 010	32 221	37 705	42 679	34 772
Дисконтированный денежный поток					20 708	23 969	24 191	23 616	16 595

Дисконтированный денежный поток за 2010-2015 годы, млн. $)	109
WACC,%	15,94
Постпрогнозная стоимость, млн. $	254
Постпрогнозный темп роста, %	2
Дисконтированная постпронозная стоимость, млн. $	105
Текущий чистый долг, млн. $	21
Справедливая капитализация, млн. $	193
Рыночная капитализация, млн. $	61
Справедливая цена одной обыкновенной акции, $	285
Рыночная цена одной обыкновенной акции, $	81
Потенциал, %	251%

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Эмитент	Страна	Рын. кап. (тыс. $)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E	EBITDA margin	Net margin
Развитые рынки								
Alstom	Франция	18 421 350	0,63	0,70	7,57	16,52	9,26%	3,84%
SIEMENS	Германия	124 000 000	1,15	1,16	9,76	21,55	11,93%	5,35%
MAN SE	Германия	19 132 095	0,98	1,13	13,61	27,17	8,32%	3,62%
GENERAL ELECTRIC	США	211 700 000	2,11	5,42	22,46	18,18	24,12%	11,59%
MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	Япония	15 623 400	0,42	0,82	12,75	45,84	6,41%	0,92%
Среднее значение			0,80	0,95	10,92	20,85	8,98%	6,10%
Развивающиеся рынки								
DONGFANG ELECTRIC	Китай	8 256 056	1,57	0,98	13,13	23,84	7,49%	6,57%
BHARAT HEAVY ELECTRICALS	Индия	24 849 000	2,89	2,64	13,60	21,93	19,41%	13,19%
SHANGHAI ELECTRIC	Китай	13 695 794	1,47	1,16	9,73	28,55	11,92%	5,17%
DOOSAN HEAVY INDUSTRIES & CONSTRUCTION	Ю. Корея	6 426 000	1,18	1,44	7,17	65,71	20,02%	1,80%
Среднее значение			1,78	1,56	10,91	24,77	14,71%	8,31%
Сравнение аналогов с эмитентом								
Калужский турбинный завод	Россия	60 714	0,37	0,50	2,38	2,52	20,96%	14,65%
Потенциал роста к аналогам на развитых рынках			115,65%	90,84%	359,03%	727,58%	133,35%	140,14%
Потенциал роста к аналогам на развивающихся рынках			380,70%	211,02%	358,35%	883,13%	42,47%	76,33%

ЛенМонтажСтрой
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

191186, Россия, Санкт-Петербург,
Итальянская ул., д. 4.
тел. 8 812 329 19 99
Email: lms@lmsic.com

Контакты

Руководители Компании

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
Председатель Совета директоров	Казаков Кирилл Викторович	8 812 329 19 99

Департамент активных операций

Управляющий директор	Клещёв Александр Игоревич	8 812 329 10 15 8 812 329 19 99
Аналитический отдел	Кумановский Дмитрий Владимирович Мушка Ирина Васильевна Марков Дмитрий Сергеевич Кириченко Арсений Борисович	8 812 329 19 99
Отдел торговых операций	Анастасов Антон Ярославович	8 812 329 19 85
	Портянкин Владимир Александрович	8 812 329 10 41

Отдел клиентского сервиса

Руководитель отдела	Ливанова Елена Николаевна	8 812 329 19 98
Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание	Судакова Александра Андреевна	8 812 329 19 98

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами ЗАО ИК Ленмонтажстрой и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов ЗАО ИК Ленмонтажстрой и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от ЗАО ИК Ленмонтажстрой по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия ЗАО ИК Ленмонтажстрой.