

## Силовые машины

### Сильные итоги 2008 года

- Российский машиностроительный концерн «Силовые машины» опубликовал отчетность по МСФО за 2008 год. В соответствии с данными отчетности, выручка компании выросла на 70 %. Рост продаж в 2008 г. был обеспечен более чем двукратным увеличением выполненных контрактов российских потребителей (с \$ 410 до \$ 936 млн). Операционная прибыль по итогам года составила \$ 50.5 млн по сравнению с убытком в \$ 230 млн годом ранее.
- Опубликованные цифры несколько превзошли наши прогнозы. В основном расхождение произошло за счет более консервативных оценок выручки Силовых машин – мы ожидали объем продаж компании на уровне \$ 1.2 млрд. На этом фоне при практически совпавших показателях себестоимости наши оценки валовой и операционной прибыли были более скромными.
- Другим важным моментом отчетности стало снижение чистого долга Силовых машин, который принял отрицательное значение, составив \$ -195 млн. В своих моделях ранее мы оценивали чистый долг на уровне \$ -177 млн.
- Текущий год, по нашим оценкам, станет еще более удачным для крупнейшего российского энергомашиностроительного концерна. Рост портфеля заказов и девальвация рубля сыграют на руку российскому производителю, операционная рентабельность которого, по нашим прогнозам, в 2009 г. достигнет 20 %.
- Долгосрочные прогнозы по Силовым машинам, которые во многом будут определяться реформированием российской электроэнергетической отрасли, мы оставляем без изменения. Хотя в текущем году параметры программы ввода генерирующих мощностей до 2020 г. могут быть пересмотрены в сторону снижения, в своих прогнозах мы и ранее опирались на предположение, что инвестиционная программа генерирующих компаний до 2012 г. будет сокращена на 30 %, программа до 2015 г. – на 40 %.
- Мы скорректировали наши прогнозы по финансовым показателям Силовых машин в 2009-2015 гг., на фоне чего повысили целевой уровень по акциям компании с \$ 0.08 до \$ 0.092. Рекомендация по акциям Силовых машин – «держать».

### Акции

### Машиностроение

Лямин Михаил

Lyamin\_MY@mmbank.ru

### Основные данные

Код РТС	SILM
Цена акции \$	0.086
Капитализация млн. \$	807
EV млн. \$	554
Целевая цена \$	0.092
Потенциал %	7%
Рекомендация	Держать

### Динамика акций



### Финансы и прогнозы

в млн. \$	2008	2009 О	2010 П
Выручка	1 312	1 760	1 599
ЕБИТДА	88	397	286
Прибыль	86	233	138
EV/ЕБИТДА	6.28	1.39	1.94
EV/S	0.42	0.31	0.35
P/E	9.41	3.46	5.86
Рентабельность			
По ЕБИТДА	6.7%	22.6%	17.9%
Чистая	6.5%	13.3%	8.6%

### Акционеры

	Доля%
Highstat Limited	65.0%
Siemens Aktiengesellschaft	25.0%
Прочие	10.0%

## Модель DCF Силовых Машин

### Прогноз денежного потока

в млн. \$	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
<b>Выручка</b>	<b>770</b>	<b>1 312</b>	<b>1 760</b>	<b>1 599</b>	<b>1 600</b>	<b>2 249</b>	<b>2 653</b>	<b>2 762</b>	<b>2 775</b>
Темп роста (%)		70%	34%	-9%	0%	41%	18%	4%	0%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>-199</b>	<b>88</b>	<b>397</b>	<b>286</b>	<b>296</b>	<b>463</b>	<b>543</b>	<b>558</b>	<b>562</b>
Рентабельность (%)	-26%	7%	23%	18%	19%	21%	20%	20%	20%
<b>ЕБИТ</b>	<b>-235</b>	<b>51</b>	<b>343</b>	<b>239</b>	<b>235</b>	<b>396</b>	<b>473</b>	<b>484</b>	<b>484</b>
Рентабельность (%)	н/д	4%	20%	15%	15%	18%	18%	18%	17%
-Налоги на прибыль	29	-21	69	48	47	79	95	97	97
<b>НОРАТ</b>	<b>-263</b>	<b>72</b>	<b>275</b>	<b>191</b>	<b>188</b>	<b>317</b>	<b>378</b>	<b>387</b>	<b>387</b>
+ Амортизация	36	38	54	47	61	68	70	74	78
- Капвложения	205	-143	-270	-364	-64	-112	-133	-138	-139
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	141	297	-448	-164	69	-167	-79	-15	-4
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>23</b>	<b>263</b>	<b>-390</b>	<b>-289</b>	<b>255</b>	<b>105</b>	<b>237</b>	<b>308</b>	<b>323</b>

### Основные предположения

WACC	19.5%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	20%

### Расчет WACC

<b>Безрисковая ставка:</b>	<b>8.4%</b>
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.4%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	400
<b>Риск рынка акций</b>	<b>4.9%</b>
Специфический риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/(E+D)	30.0%
Бэга	1.75
Бэга с учетом долга	2.35
Безрисковая ставка	8.4%
<b>Стоимость капитала</b>	<b>22.2%</b>
Стоимость долга	16.6%
Ставка налога на прибыль	20.0%
<b>Стоимость долга после налогов</b>	<b>13.3%</b>
<b>WACC</b>	<b>19.5%</b>

### Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	-39
Конечная стоимость	1 878
Приведенная конечная стоимость	644
Стоимость денежных потоков	605
Текущий чистый долг (наличность)	-195
Чистая стоимость компании	801
Количество акций (млн.)	8 709
<b>Цель на конец 2009 г., \$</b>	<b>0.092</b>

### Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%	20.5%	21.0%
Конечный темп роста (%)	3.5%	0.119	0.112	0.106	0.100	0.095	0.090	0.085
	3.0%	0.115	0.109	0.103	0.097	0.092	0.087	0.082
	2.5%	0.112	0.106	0.100	0.094	0.089	0.085	0.080
	<b>2.0%</b>	0.108	0.103	0.097	<b>0.092</b>	0.087	0.083	0.078
	1.5%	0.105	0.100	0.094	0.090	0.085	0.081	0.076
	1.0%	0.102	0.097	0.092	0.087	0.083	0.079	0.075
0.5%	0.100	0.095	0.090	0.085	0.081	0.077	0.073	

### Специфический риск эмитента

	1.00%
Отношения с государством	0.50%
Корпоративное управление	0.25%
Конфликт акционеров	0.00%
Налоговые угрозы	0.00%
Финансовая устойчивость	0.25%

### Расчет бэга

Средний оборот, \$ '000	Бэга
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
больше 200	1.75
меньше 100	2.00
0 / непубличный бизнес	3.00

## Отчетность Силовых Машин по МСФО и прогнозы

## Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
<b>Выручка</b>	<b>579</b>	<b>770</b>	<b>1 312</b>	<b>1 760</b>	<b>1 599</b>	<b>1 600</b>	<b>2 249</b>	<b>2 653</b>	<b>2 762</b>
Операционные расходы	706	969	1 224	1 363	1 313	1 304	1 785	2 110	2 204
Амортизация	32	36	38	54	47	61	68	70	74
Операционная прибыль	- 159	- 235	51	343	239	235	396	473	484
<b>ЕБИТДА</b>	<b>- 127</b>	<b>- 199</b>	<b>88</b>	<b>397</b>	<b>286</b>	<b>296</b>	<b>463</b>	<b>543</b>	<b>558</b>
Чистые процентные расходы	33	47	26	32	47	103	74	54	40
Прочие расходы (доходы)	27	2	33	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	- 164	- 275	58	311	191	132	322	419	445
Налоги на прибыль	- 32	29	- 21	69	48	47	79	95	97
Доля миноритариев	0	0	- 6	9	6	4	10	13	13
<b>Чистая прибыль</b>	<b>- 132</b>	<b>- 304</b>	<b>86</b>	<b>233</b>	<b>138</b>	<b>81</b>	<b>233</b>	<b>312</b>	<b>334</b>

## Баланс

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Денежные средства и эквиваленты	41	103	328	20	29	182	201	353	572
Дебиторская задолженность	676	771	1 377	1 803	1 638	1 639	2 303	2 718	2 829
Запасы	125	160	180	212	205	203	278	329	343
Прочие оборотные активы	7	20	1	1	1	1	1	1	1
Основные средства	245	300	389	912	1 214	1 210	1 253	1 311	1 371
Прочие внеоборотные активы	91	72	105	141	128	128	180	212	221
<b>Итого активы</b>	<b>1 184</b>	<b>1 425</b>	<b>2 379</b>	<b>3 089</b>	<b>3 215</b>	<b>3 363</b>	<b>4 216</b>	<b>4 924</b>	<b>5 338</b>
Кредиторская задолженность	613	884	1 807	1 818	1 481	1 550	2 122	2 509	2 620
Краткосрочный долг	246	119	112	129	189	168	153	142	135
Прочие краткосрочные обязательства	90	232	182	531	555	646	767	854	906
Долгосрочный долг	57	52	20	86	325	243	184	141	109
Прочие долгосрочные обязательства	24	9	18	53	55	64	76	85	90
Капитал и резервы	153	129	239	473	610	692	913	1 193	1 478
<b>Итого пассивы</b>	<b>1 184</b>	<b>1 425</b>	<b>2 379</b>	<b>3 089</b>	<b>3 215</b>	<b>3 363</b>	<b>4 216</b>	<b>4 924</b>	<b>5 338</b>

## Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2006	2007	2008	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П
Операционная прибыль	- 159	- 235	51	343	239	235	396	473	484
Налоги на прибыль	- 32	29	- 21	69	48	47	79	95	97
Амортизация	36	38	38	54	47	61	68	70	74
Изменение оборотного капитала	-	141	297	- 448	- 164	69	- 167	- 79	- 15
<b>Денежные потоки от операций</b>	<b>- 90</b>	<b>- 85</b>	<b>406</b>	<b>- 120</b>	<b>74</b>	<b>319</b>	<b>218</b>	<b>370</b>	<b>447</b>
Капиталовложения	- 23	- 74	- 145	- 570	- 664	- 364	- 112	- 133	- 138
Прочие доходы (инвестиции)	-	10	2	-	300	300	-	-	-
<b>Денежные потоки от инвестиций</b>	<b>- 23</b>	<b>- 64</b>	<b>- 143</b>	<b>- 570</b>	<b>- 364</b>	<b>- 64</b>	<b>- 112</b>	<b>- 133</b>	<b>- 138</b>
<b>Свободные денежные потоки</b>	<b>- 114</b>	<b>- 149</b>	<b>263</b>	<b>- 690</b>	<b>- 289</b>	<b>255</b>	<b>105</b>	<b>237</b>	<b>308</b>
Изменение долга	59	- 145	- 39	82	298	- 103	- 74	- 54	- 40
Поступления от эмиссии акций	-	269	-	300	-	-	-	-	-
Дивиденды	-	-	-	-	-	-	12	31	50
<b>Чистые денежные потоки</b>	<b>- 55</b>	<b>- 25</b>	<b>224</b>	<b>- 308</b>	<b>9</b>	<b>152</b>	<b>19</b>	<b>152</b>	<b>219</b>

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Телекоммуникации, Банки**

Мусяенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**ТЭК**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)

Зенкова Елена

[Zenkova\\_EA@mmbank.ru](mailto:Zenkova_EA@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Михарская Анастасия

[Mikharskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)

Игнатъев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatiev_LA@mmbank.ru)

Горбунова Екатерина

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.