



Ситроникс

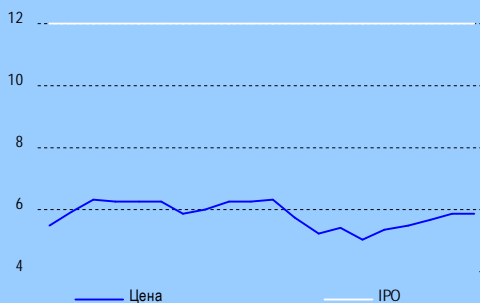
Со следующего года компании пора исправлять ошибки

Рынок акций: высокие технологии
9 октября 2007 г.
Аналитик:
Сергей Захаров
zakharov@alemar.ru
тел. +7 (495) 411-66-55 доб. 1730

Ситроникс ао

Текущая цена: \$0.13
Цель: \$0.11
Потенциал роста -12%
Рекомендация: ПРОДАВАТЬ
Макс 52 недели: \$0.24
Мин 52 недели: \$0.10
Количество акций: 9,547,087,190
Тикер: SITR (PTC, Bloomberg)

Динамика АДР Ситроникса за месяц, \$



Источник: Bloomberg

Ситроникс в отчётности за I полугодие 2007 г. по US GAAP сократил выручку и увеличил убыток. Инвесторы вновь были разочарованы и опустили котировки акций компании на исторический минимум. На фоне операционных проблем и снижения прогноза доходов по итогам 2007 г. АФК "Система" решила сменить руководство Ситроникса. Мы видим фундаментальную оценку акций Ситроникса на уровне \$0.11 и по-прежнему рекомендуем их к продаже.

- **Негативные тенденции I квартала сохранились в отчётности Ситроникса за полугодие.** На результатах полугодия сказались проблемы, возникшие в I квартале: крупнейшие клиенты отложили реализацию инвестиционных проектов и закупку оборудования на вторую половину года и следующий год, что обусловило потери основного бизнес-направления компании – "Телекоммуникационные решения". В итоге, Ситроникс сократил за январь-июнь выручку на 6.5% – до \$638 млн и получил чистый убыток \$80 млн.
- **Рынок вновь был разочарован отчётом и прогнозом компании.** Несмотря на сдержанные рыночные прогнозы, отчётность компании оказалась хуже ожиданий, что привело к очередному падению акций Ситроникса. Руководство компании дало понять инвесторам, что ранее следующего года исправления ситуации ожидать не стоит. Ситроникс снизил прогноз выручки 2007 г. до \$1.6-1.7 млрд и теперь, по видимому, закончит текущий год с чистым убытком. Смена руководства предприятия, произошедшая в начале октября 2007 г., может улучшить в краткосрочной перспективе операционную эффективность бизнеса.
- **Чёткая стратегия развития бизнеса Ситроникса по-прежнему отсутствует.** Перспективы деятельности компании связаны с инвестиционными планами телекоммуникационных "дочек" АФК "Системы" и надеждой на административный ресурс для получения государственных заказов в микроэлектронике. Варианты развития событий на этих направлениях дают очень большой разброс оценки фундаментальной стоимости компании – от \$0.06 до \$0.29 за акцию. Вложения в бумаги Ситроникса нам представляются возможными только в долгосрочной перспективе, что делает их похожими на венчурные инвестиции. Краткосрочная и среднесрочная привлекательность акций компании чрезвычайно низка.

Краткое описание компании:

ОАО "Ситроникс" является дочерней структурой многоотраслевого холдинга АФК "Система", занимающейся выпуском продукции и оказанием услуг в сфере высоких технологий. Бизнес компании включает 5 направлений: телекоммуникационное оборудование, решения в области информационных технологий, микроэлектроника, потребительская электроника и контрактное производство электроники. Основными характеристиками предприятия считаются зависимость в сбыте телекоммуникационной продукции от структур АФК "Системы" и хорошие взаимоотношения с государственными органами, позволяющие рассчитывать в будущем на крупные госзаказы.

Результаты полугодия и прогноз компании на год

В середине сентября 2007 г. руководство одного из лидеров российской высокотехнологичной отрасли ОАО "Ситроникс", являющегося дочерней компанией многоотраслевого холдинга АФК "Система", представило неаудированный консолидированный отчет за I полугодие 2007 г. в соответствии с Общепринятыми принципами бухгалтерского учёта США (US GAAP). Результаты оказались слабее даже пессимистичных прогнозов, из-за чего акции компании вновь претерпели резкое снижение.

Основной вклад в отрицательный финрезультат компании по итогам полугодия внесло ее основное подразделение. Выручка Ситроникса в I полугодии составила \$638 млн, что на 6.5% ниже аналогичного периода прошлого года. Главной причиной падения продаж, как и ожидалось, после объявления предварительных итогов I квартала 2007 г. стала отсрочка реализации инвестиционных проектов 2 крупнейших клиентов основного подразделения Ситроникса – телекоммуникационного. Крупнейший российский сотовый оператор МТС и ведущий оператор фиксированной связи московского региона МГТС, также аффилированные с АФК "Системой", перенесли закупку телекоммуникационного оборудования на вторую половину этого года и следующий год. Таким образом, Ситроникс понёс затраты на производство оборудования, которые не были компенсированы продажами. В результате, в отчётности не произошло адекватного падению выручки уменьшения ни переменных, ни постоянных издержек – напротив, доля производственных затрат в выручке подскочила с 77% (по итогам 2006 г.) до 86%, а доля коммерческих и административных расходов увеличилась с 10% до 17%. И хотя результаты других направлений бизнеса Ситроникса соответствовали прогнозам, большой вес телекоммуникационного подразделения (более 40% выручки), сработавшего в убыток, обусловил общий негативный результат.

Отчётность Ситроникса не дотянула даже до консервативных прогнозов. Убыток по показателю операционной прибыли до амортизации (OIBDA) составил в январе-июне \$39 млн, а чистый убыток – \$80 млн. Доходы Ситроникса от "внешних" клиентов, не аффилированных с АФК "Системой", достигли 83.6% по сравнению с 78.3% годом ранее. Однако последний фактор изменился вследствие нереализованных заказов "дочек" АФК, которые были перенесены на II полугодие и 2008 г. После того как в июне руководство Ситроникса озвучило предварительные итоги I квартала, рынок крайне консервативно подошел к оценке результатов компании за I полугодие, прогнозируя слабую выручку и убыток. Однако обнародованные результаты оказались хуже ожиданий: главной неожиданностью стал скачок коммерческих, административных и управленческих расходов на 55.1%. После выхода отчёта за I полугодие 2007 г. активные продажи инвесторами акций и глобальных депозитарных расписок (GDR) Ситроникса возобновились, и 17 сентября их котировки обновили исторический минимум.

Компания признала проблемы, снизив прогноз выручки за 2007 г. Наиболее удручающее впечатление на инвесторов оказало ухудшение собственного прогноза компании относительно итогов 2007 г. Ранее руководство Ситроникса считало текущие проблемы с реализацией краткосрочными и подтверждало прежние годовые ориентиры по доходам (хотя и предупреждало о грядущем ухудшении рентабельности бизнеса по мере его роста). Теперь же компания заметно сократила оценку годовой выручки – с \$2 млрд до \$1.6-1.7 млрд – и дала прогноз OIBDA близкой к нулю. По нашим оценкам, доходы бизнес-направления "Телекоммуникационные решения" будут в 2007 г. примерно на 10% ниже уровня прошлого года. И хотя совокупная выручка Ситроникса за год должна подрасти (мы ждём увеличения на 3%), чистого убытка вряд ли удастся избежать (порядка \$58 млн).

Динамика основных финансовых показателей Ситроникса за I полугодие 2007 г. по US GAAP

Показатель, \$ млн	I полугодие 2007 г.	Прирост к I полугодию 2006 г.	Прогноз ИФК "Алемар"
Выручка	638	-6.5%	630
Операционные расходы, из них:	(704)	11.0%	(662)
производственные затраты (без амортизации)	(551)	5.8%	(567)
НИОКР	(19)	-9.5%	(11)
коммерческие и административные расходы	(107)	55.1%	(64)
амортизация	(27)	22.7%	(17)
прочие операционные расходы	(0)	-100.0%	(3)
Операционная прибыль	(66)	-	(32)
OIBDA	(39)	-	(15)
ЕБИТДА	(29)	-	(18)
Чистые процентные расходы	(18)	38.5%	(19)
Прочие доходы (расходы)	10	-	(4)
Прибыль до налогов и доли меньшинства	(74)	-	(54)
Налог на прибыль	(2)	-81.8%	(13)
Доля меньшинства	(4)	-50.0%	(3)
Чистая прибыль	(80)	-	(38)
Чистый долг	243	-	-
ROA	1.08%	-	-
ROE	2.67%	-	-

Источник: Ситроникс, оценка ИФК "Алемар"

Перспективы бизнеса

Драйверы роста и сдерживающие их факторы. На сегодняшний день перспективы развития бизнеса Ситроникса определяются, по нашему мнению, небольшим количеством ключевых факторов.

1. **Административный ресурс**, которым обладает Ситроникс, в том числе через головной холдинг АФК "Система". С учётом продекларированной высшим руководством Российской Федерации ставки на развитие в стране высоких технологий можно ожидать появления крупных государственных заказов на этом направлении, к примеру, в микроэлектронном сегменте. Кроме того, без госинвестиций здесь невозможно развитие производственной базы, а значит, компании, которые примут участие в создании high-tech производств, могут рассчитывать, что часть капитальных затрат на себя возьмёт государство. Микроэлектронные предприятия Ситроникса являются одной из немногих возможных стартовых площадок для развития российского полупроводникового сектора. Позитивным моментом для Ситроникса в долгосрочной перспективе является принятие Правительством РФ концепции Федеральной целевой программы "Развитие электронной компонентной базы и радиоэлектроники" на 2008-2015 гг. Кроме того, уже в сентябре 2007 г. компания вновь продемонстрировала свой административный ресурс: предложенная Ситрониксом идея совместного с государством предприятия по выпуску микропроцессоров по технологии 0.065 мкн (строительство в течение 2 лет стоимостью \$2.3 млрд) рекомендована к рассмотрению Межведомственной инвестиционной комиссией.

Фактором неопределённости в вопросе размещения и реализации государственных заказов и развития совместных частно-государственных проектов являются сроки. При самой благоприятной ситуации и активных работах по возрождению отечественной микроэлектроники на бизнесе Ситроникса это отразится не ранее 2009 г. (получение выручки от новой полупроводниковой продукции с изменением структуры доходов компании в пользу микроэлектронного направления). В случае СП по 0.065 мкн строительство начнётся не ранее 2008 г. и займёт 2 года, таким образом, первый эффект будет замечен лишь в 2010-2011 гг. Кроме того, развитие подобных проектов потребует больших частных инвестиций (даже при условии участия в их финансировании государства), и непонятно, насколько трудно будет Ситрониксу привлечь для этого средства.

2. **Рынок слияний и поглощений.** Позитивное влияние на основной бизнес Ситроникса оказала покупка в 2006 г. контроля в греческом производителе оборудования связи Intracom Telecom. Пример оказался удачным, и теперь компании стоит ориентироваться на новые приобретения, которые позволят ещё больше снизить зависимость объёмов продаж телекоммуникационной техники от структур АФК "Системы", расширить географию своего присутствия и усилить восприятие Ситроникса клиентами не как российской, а как международной компании (это сказывается на оценке потенциальными потребителями надёжности продукции и качества услуг).

Здесь ключевым становится именно вопрос привлечения средств для осуществления приобретений при необходимости параллельно осуществлять капитальные вложения для развития имеющихся и строительства новых производств. Летом 2007 г. Ситроникс выкупил свои еврооблигации, а в сентябре разместил транш 3-летних рублёвых облигаций на 3 млрд руб. для реструктурирования долга и пополнения оборотного капитала (позднее планируется разместить аналогичные облигации ещё на 2 млрд руб.). Ставка 1-го купона по бумагам с полуторогодовой офертой составила 10% – это подчёркивает, что привлечение средств в условиях нервозности мировых финансовых рынков и неблестящих результатов самой компании может представлять для Ситроникса определённую проблему.

3. **Реформа менеджмента.** В сентябре появилась информация, что АФК Система может сменить Евгения Уткина на посту президента Ситроникса на Сергея Асланяна, нынешнего вице-президента МТС по информационным технологиям. В начале октября эти сведения подтвердились, и пост президента занял С. Асланян. На быстрорастущем рынке высоких технологий роль эффективного руководства является очень значимой, и его удачная смена может сказаться на операционных показателях уже в краткосрочной перспективе. С приходом новых менеджеров связан фактор неопределённости будущего компании, поскольку неизвестна их эффективность. Однако в условиях, когда рыночная стоимость предприятия находится вблизи исторического минимума, такие перемены могут улучшить перспективы компании в глазах инвесторов. Это, в свою очередь, способно поддержать рыночную капитализацию и в дальнейшем облегчить уже упомянутую проблему с привлечением финансирования.

Оценка компании

В оценке фундаментальной стоимости Ситроникса присутствует большой разброс вариантов в связи с различными сценариями изменения структуры бизнеса компании в ближайшие годы. С одной стороны, есть текущая ситуация, обусловленная прежней историей предприятий Ситроникса и нынешней экономической конъюнктурой, с другой стороны, существуют неформализованные цели развития, поставленные руководством АФК "Система" и ориентированные, в первую очередь, на микроэлектронный сегмент. При этом чёткой стратегии развития на среднесрочную и долгосрочную перспективу у Ситроникса нет.

При **пессимистичном сценарии** сохранится текущий (на конец I полугодия 2007 г.) уровень доходов основного бизнес-направления компании "Телекоммуникационные решения". То есть Ситрониксу не удастся восстановить прежний уровень выручки от реализации телекоммуникационного оборудования за счёт выполнения отложенных заказов ведущих клиентов. Структура продаж компании изменится: уменьшится вес телекоммуникационного сегмента, увеличится микроэлектронного; сократится доля продаж структурам АФК "Системы", общая динамика продаж и денежных потоков тоже упадёт. Целевая стоимость акции Ситроникса при данном сценарии составляет, по нашим оценкам, \$0.06.

В случае **оптимистичного сценария** рассматриваются условия, которые стали основным фактором привлекательности Ситроникса для инвесторов при его IPO в феврале 2007 г. Речь идёт о масштабном развитии микроэлектронной отрасли в России, во многом, как раз на предприятиях Ситроникса, то есть при активном участии компании. В подобной ситуации увеличение доли полупроводникового сегмента в выручке компании будет достигаться за счёт опережающих темпов его роста, а не из-за падения выручки на телекоммуникационном направлении. Динамика денежных потоков Ситроникса при оптимистичном сценарии даёт целевую стоимость его акции, по нашим оценкам, на уровне \$0.29.

В основе нашей оценки лежит **консервативный сценарий**. Мы оцениваем справедливую стоимость компании Ситроникс на основании модели дисконтированных денежных потоков (DCF) с прогнозным временным горизонтом в 5 лет. Мы руководствуемся наличием достоверных прогнозов развития отрасли высоких технологий в России и в мире в этот период. Прогноз выручки компании нами заметно понижен в 2007 г. (в соответствии с собственными оценками Ситроникса), но уже в 2008 г. предполагает восстановление прежних темпов роста основного бизнеса по производству телекоммуникационного оборудования. Структура затрат предприятия учитывает итоги I полугодия 2007 г. и прогноз Ситроникса о заметном сокращении рентабельности его бизнеса. По-прежнему в основе модели лежат текущая структура баланса Ситроникса (с учётом результатов I полугодия) и текущая дивидендная политика. Напомним, что компания заявляла, что не собирается выплачивать дивиденды, как минимум, в ближайшие 3 года. Нашу модель мы оцениваем как консервативную: в течение прогнозного периода она сочетает рост выручки с падением рентабельности, в течение постпрогнозного периода предполагает постпрогнозный годовой рост прибыли в 4%, отражающий неопределённость в отношении развития высоких технологий в мире и в России.

Справедливая стоимость акций Ситроникса, по нашей оценке, поднялась до \$0.11 – на 1 акцию или до \$5.51 – на 1 GDR. Мы сохраняем по бумагам компании рекомендацию "ПРОДАВАТЬ".

Отчет о Прибылях и Убытках

US GAAP, US\$ млн	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Выручка	99	474	953	1,611	1,660	2,048	2,361	2,828
Производственные издержки (без амортизации)	-56	-397	-716	-1,241	-1,328	-1,577	-1,819	-2,178
НИОКР	-8	-9	-24	-27	-49	-61	-70	-84
Коммерческие и административные расходы	-20	-34	-55	-164	-278	-276	-318	-381
Амортизация	-3	-7	-11	-44	-66	-78	-90	-107
Прочие операционные издержки	-2	-1	-5	-7	0	0	0	0
Операционные издержки	-89	-448	-811	-1,483	-1,723	-1,992	-2,297	-2,751
EBIT	12	26	139	119	-36	88	101	121
EBITDA	15	33	150	163	30	165	191	229
Рентабельность EBITDA	15.2%	7.0%	15.7%	10.1%	1.8%	8.1%	8.1%	8.1%
Чистые процентные расходы	-3	-7	-9	-21	-47	-27	-31	-37
Прочие доходы (расходы)	2	0	-3	-9	26	32	37	44
Прибыль до налогообложения и доли меньшинства	9	19	130	98	-83	61	70	84
Налог на прибыль	-3	-3	-35	-32	20	-15	-17	-20
Эффективная ставка налогообложения	33.3%	15.8%	26.9%	32.7%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
Доля меньшинства	-1	-5	-26	-5	5	-4	-4	-5
Чистая прибыль	5	11	69	61	-58	43	49	59

Источник: Ситроникс, оценка ИФК "Алемар"

Баланс

US GAAP, US\$ млн	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Основные средства	44	53	95	269	216	240	268	301
Нематериальные активы	1	16	20	90	60	67	74	84
Инвестиции	13	1	1	1	1	1	2	2
Прочие внеоборотные активы	0	9	22	157	84	93	104	117
Денежные средства и эквиваленты	5	40	83	90	213	236	263	295
Краткосрочные вложения	0	14	10	29	18	20	23	25
Дебиторская задолженность	20	46	159	658	325	361	402	452
Запасы	24	82	114	250	156	173	193	217
Прочие оборотные активы	18	40	62	103	21	24	26	30
Активы	125	301	566	1,647	1,082	1,201	1,338	1,503
Акционерный капитал	24	65	162	448	390	432	482	541
Доля меньшинства	2	27	29	177	118	131	146	164
Долгосрочный долг	24	8	6	331	172	191	213	239
Прочие долгосрочные обязательства	3	8	11	25	13	15	16	18
Кредиторская задолженность	39	115	251	464	168	187	208	234
Краткосрочный долг	32	77	106	167	199	221	246	276
Прочие краткосрочные обязательства	1	1	1	35	22	24	27	30
Собственный капитал и обязательства	125	301	566	1,647	1,082	1,201	1,338	1,503

Источник: Ситроникс, оценка ИФК "Алемар"

Отчет о Движении Денежных Средств

US GAAP, US\$ млн	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Чистая прибыль	11	69	61	-58	43	49	59
Амортизация	7	11	44	66	78	90	107
Доля меньшинства	5	26	5	-5	4	4	5
Прочие операционные потоки	-26	-47	-256	333	-25,508	-29,410	-35,225
Чистый операционный поток	-3	59	-146	336	-25,384	-29,267	-35,054
Капитальные вложения	-24	-46	-244	82	-30	-35	-42
Чистые инвестиции	-2	4	-19	10	-2	-2	-3
Прочие инвестиционные потоки	38	-28	56	-1,212	63,493	73,206	87,680
Чистый инвестиционный поток	12	-70	-207	-1,120	63,461	73,168	87,635
Новый долг	29	27	386	-127	41	47	56
Прочие финансовые потоки	-4	28	-26	1,022	-38,092	-43,919	-52,602
Чистый финансовый поток	25	55	360	896	-38,051	-43,872	-52,546
Чистый денежный поток	49	39	26	112	25	29	35

Источник: Ситроникс, оценка ИФК "Алемар"

DCF-Модель

US\$ млн	2007E	2008E	2009E	2010E
EBIT	-36	88	101	121
Налоги на EBIT	20	-15	-17	-20
NOPLAT	-16	73	84	101
Инвестиции	349	13	15	18
Free Cash Flow	332	86	99	119
Ставка налога на прибыль	24.0%			
WACC	14.5%			
Прогнозный FCF	491			
Постпрогнозный рост	4.0%			
Постпрогнозный ROIC	28.9%			
Постпрогнозная стоимость	702			
EV	1,193			
Чистый долг	-243			
Доля меньшинства	-2			
Стоимость компании	948			
Стоимость акции, US\$	0.11			
Стоимость GDR, US\$	5.51			

Источник: оценка ИФК "Алемар"

Раскрытие информации:

Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсен
Управляющий директор Департамент ценных бумаг	Александр Овчинников

Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия Аналитик	Анна Помаскина
Энергетика Аналитик	Василий Конузин Алексей Малинкин
Телекоммуникации Старший аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение / Металлургия Аналитик	Вадим Смирнов
Потребсектор	Екатерина Стручкова
Долговые рынки Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов Редактор	Екатерина Стручкова

Контактная информация

Телефон	+7 (495) 411-66-55
Факс	+7 (495) 733-96-82
Интернет	www.alemar.ru
Аналитическое управление	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1731)
E-mail	research@alemar.ru
Операции с акциями	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)
E-mail	salesdesk@alemar.ru
Трейдера	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)
E-mail	tradingdesk@alemar.ru
Деривативы	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1787)
E-mail	derivatives@alemar.ru
Офис в Новосибирске	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49
Офис в Красноярске	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»

04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,
04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,
04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,
04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,
20.12.2006 N 796

ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655

Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д. 14, корп. 3,

E-mail: research@alemar.ru

<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Финнам, Bloomberg, FXClub, FOREX times, PTC, ММББ, РАО ЕЭС, Reuters, Factiva.

© 2003-2007 ИФК «Алемар». Все права защищены.

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. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».