



Ситроникс

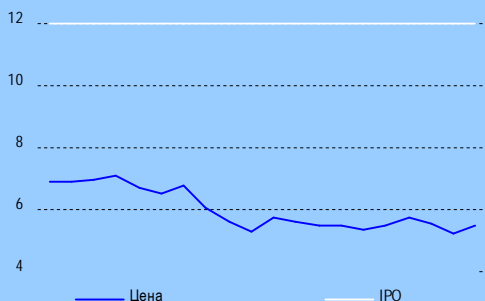
Убыток первого квартала сохранится в первом полугодии

Рынок акций: высокие технологии
6 сентября 2007 г.
Аналитик:
Сергей Захаров
zakharov@alemar.ru
тел. +7 (495) 411-66-55 доб. 1127

Ситроникс ао

Текущая цена: \$0.13
Цель: \$0.09
Потенциал роста -28%
Рекомендация: ПРОДАВАТЬ
Макс 52 недели: \$0.23
Мин 52 недели: \$0.10
Количество акций: 9,547,087,190
Тикер: SITR (PTC, Bloomberg)

Динамика АДР Ситроникса за месяц, \$



Источник: Bloomberg

Ситроникс разочаровал рынок предварительными результатами за I квартал 2007 г. по US GAAP. Инвесторы устали жить обещаниями стремительного развития бизнеса в будущем и стали продавать акции компании. Собственный прогноз Ситроникса о падении рентабельности, по нашим оценкам, резко сокращает фундаментальную стоимость компании. Мы пересматриваем оценку акций Ситроникс до \$0.09 и рекомендуем их к продаже.

- **Зависимость от АФК "Системы"** привела к плачевным результатам I квартала. В I квартале 2007 г. основные клиенты Ситроникса, аффилированные с АФК "Системой" МГТС и МТС, отложили реализацию ряда инвестиционных проектов. Это привело к убытку главного бизнес-направления компании – телекоммуникационного. В результате квартал предприятие закончило с низкой выручкой и убытком.
- **Убыточность бизнеса по итогам полугодия, видимо, сохранится.** Поскольку отложенные инвестпроекты, а также новые заключённые в I половине года контракты будут реализованы только во II полугодии и в 2008 г.; в отчётности за I полугодие 2007 г. в сентябре Ситроникс, вероятно, вновь покажет убыток.
- **Падение рентабельности снижает стоимость компании.** Ситроникс обнародовал прогноз на текущий год, в котором пообещал достичь прогнозирувавшегося в начале года уровня продаж, однако предупредил, что операционная рентабельность компании будет ниже прогнозов и прошлогоднего уровня. Снижение рентабельности, по нашим оценкам, окажет сильное негативное влияние на фундаментальную стоимость акций Ситроникса.
- **Бумаги Ситроникса по-прежнему остаются привлекательными в долгосрочной перспективе, однако в ближайшем будущем мы не рассчитываем на рост акций компании.** Мы считаем, что акции Ситроникса по-прежнему могут быть интересны как инструмент долгосрочных инвестиций. В случае реализации планов компании по изменению структуры доходов за счёт опережающего роста микроэлектронного направления фундаментальная стоимость акций Ситроникса может достигать \$0.2-0.3. Однако пока эти планы остаются в формате не подкреплённых результатами обещаний, и эффект осуществляемых на данном направлении шагов сможет быть отражен в финансовых показателях не ранее 2009 г. В связи с этим до конца 2007 г. бумаги Ситроникса представляются нам мало привлекательными для инвестиций из-за отсутствия потенциала краткосрочного и среднесрочного роста.

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 квартала и прогноз на полугодие

В конце июня 2007 г. руководство одного из лидеров российской высокотехнологичной отрасли ОАО "Ситроникс", являющегося дочерней компанией многоотраслевого холдинга АФК "Система", представило основные результаты работы предприятия в I квартале 2007 г. К сожалению, полноценную отчетность в соответствии с Общепринятыми принципами бухгалтерского учёта США (US GAAP) за январь-март компания не подготовила, а ограничилась лишь объявлением основных неаудированных консолидированных финансовых показателей. Данное представление предварительных итогов было сделано Ситрониксом как промежуточный шаг перед публикацией отчётности за I полугодие в сентябре 2007 г.

Итогами I квартала стали слабая выручка, операционный и чистый убыток. Ситроникс получил в первом квартале выручку \$310 млн, убыток по показателю операционной прибыли до амортизации (OIBDA) - \$11.4 млн и чистый убыток - \$28 млн. Доходы от "внешних" клиентов, не аффилированных с АФК "Системой", достигли 88% по сравнению с 77% по итогам 2006 г. Однако последний фактор изменился вследствие нереализованных заказов "дочек" АФК, которые были перенесены на II полугодие и 2008 г., когда доходы от внешних клиентов, по-видимому, снизятся до прежнего уровня. Суммарный объём активов Ситроникса на конец марта составил \$1.97 млрд. Данных за I квартал 2006 г. или сравнения с ними компания не привела.

Результаты оказались слабее прогнозов и разочаровали рынки. Все показатели Ситроникса в I квартале оказались слабее предварительных рыночных прогнозов, что вызвало негативную реакцию инвесторов и привело к активным продажам бумаг компании, котировки которых обновили свои исторические минимумы. Главной причиной слабых квартальных результатов компании стало недополучение выручки её основным, телекоммуникационным подразделением – часть клиентов перенесла реализацию инвестиционных проектов на II полугодие и следующий год, Ситроникс понёс затраты на производство оборудования, которые не были компенсированы продажами, что привело к убытку бизнес-направления "Телекоммуникационные решения".

Прогноз снижения рентабельности компании уменьшает фундаментальную стоимость Ситроникса. Руководство Ситроникса обнародовало прогноз, который был призван успокоить, но не обрадовал инвесторов. В компании полагают, что реализация отложенных инвестиционных проектов клиентов во II половине года позволит получить запланированную годовую выручку \$900 млн по бизнес-направлению "Телекоммуникационные решения" и около \$2.04 млрд по Ситрониксу в целом. Однако при этом было заявлено, что рентабельность бизнеса компании будет и ниже прогнозов, и ниже уровня 2006 г. В прошлом году рентабельность OIBDA Ситроникса составила 10.7%, рентабельность прибыли до процентов, налогов и амортизации (EBITDA) - 10.1%. В нынешнем году эти показатели упадут, по нашим оценкам, соответственно до 7.7% и 7.2%.

В I полугодии убыток, по-видимому, сохранится. Поскольку восстановление уровня выручки связывается компанией с реализацией ряда проектов в июле-декабре, результаты I полугодия у Ситроникса, которые должны быть обнародованы в сентябре, вновь будут слабыми, и рынок не порадует. Скорее всего, при низком уровне продаж и рентабельности компания получит операционный и чистый убыток.

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

Показатель, \$ млн	Прогноз ИФК "Алемар"
Выручка	630
Операционные расходы, из них:	(662)
производственные затраты (без амортизации)	(567)
НИОКР	(11)
коммерческие и административные расходы	(64)
амортизация	(17)
прочие операционные расходы	(3)
Операционная прибыль	(32)
OIBDA	(15)
EBITDA	(18)
Чистые процентные расходы	(19)
Прочие доходы (расходы)	(4)
Прибыль до налогов и доли меньшинства	(54)
Налог на прибыль	(13)
Доля меньшинства	(3)
Чистая прибыль	(38)

Источник: оценка ИФК "Алемар"

Основные сегменты бизнеса

В соответствии с собственным прогнозом Ситроникса основной проблемой деятельности компании в ближайшие годы будет рост затрат, который она не сможет в должной степени компенсировать увеличением доходов из-за высокой конкуренции на рынках её деятельности. Это приведёт к падению рентабельности, резкому сокращению прибыли в 2007 г. и её умеренному росту в последующие годы. В структуре доходов к 2011 г. на первое место должно выйти микроразработочное направление (увеличение доли, по нашим оценкам, с 10% в 2007 г. до 36.5% в 2011 г.), а доля телекоммуникаций сократится с 47% до 29%.

Телекоммуникационные решения. Основными проектами, реализация которых была отложена на II половину 2007 г. и 2008 г., являются внедрение сетей фиксированной связи нового поколения (NGN) для ОАО "Московская городская телефонная сеть" (МГТС) и поставка оборудования сотовой связи третьего поколения (3G) для ОАО "Мобильные ТелеСистемы" (МТС). Поскольку и МГТС, и МТС являются "дочками" АФК "Системы", в I квартале выросла доля доходов от неаффилированных с АФК клиентов. Во II полугодии реализация части отложенных проектов должна улучшить результаты данного бизнес-направления, но при этом, соответственно, вновь вырастет зависимость доходов Ситроникса от структур АФК "Системы". Оказать дополнительную поддержку телекоммуникационному сегменту бизнеса и помочь ему выйти на целевой уровень доходов должны контракты на поставку биллинговых систем для операторов Wateen Telecom (Пакистан), Telecom Srbija (Сербия) и CALLAX (Германия), а так же поставку NGN решений для CALLAX и разработка и внедрение телекоммуникационной инфраструктуры оператора BTC Mobile (Болгария). По-прежнему существенный вклад могут вносить результаты греческой "дочки" Ситроникса - Intracom Telecom.

IT решения. Данное направление демонстрирует стабильное развитие. Улучшить его результаты должны новые проекты для ВТБ, Детского Мира и Комитета статистики Украины. Однако доля этого сегмента в выручке Ситроникса, на наш взгляд, будет оставаться на уровне 34%.

Микроразработочные решения. Данный сегмент нам представляется ключевым для развития бизнеса Ситроникса. В 2007 г. его выручку заметно увеличат поставка магнитных карт для метро и наземного транспорта московского региона, а также 5-летний контракт на \$75 млн на поставку микроразработочной продукции в Китай для National Machinery Import & Export Corp. of China. Основные надежды связаны с развитием компанией современных полупроводниковых технологий, включая 0.08 микрон, однако пока стремительное развитие этого направления остаётся на уровне прогнозов и обещаний, не выливаясь в конкретные результаты, что разочаровывает инвесторов.

Оценка компании

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 на этот период.

Прогноз выручки компании нами несколько повышен в соответствии с собственными оценками Ситроникса. Однако по ряду направлений после разочаровывающих результатов мы перешли от оценок, основанных на общеотраслевых прогнозах роста (с предположением, что динамика Ситроникса будет не хуже) к более консервативным оценкам – темпам роста, которые сама компания демонстрировала в последних отчётных периодах. Структура затрат предприятия нами пересмотрена в соответствии с прогнозом Ситроникса о заметном сокращении рентабельности его бизнеса, начиная с 2007 г. По-прежнему в основе модели лежат текущая структура баланса Ситроникса (с учётом результатов I квартала) и текущая дивидендная политика. Напомним, что компания заявляла, что не собирается выплачивать дивиденды, как минимум, в ближайшие 3 года.

Нашу модель мы оцениваем как умеренно оптимистичную в течение прогнозного периода, сочетающую рост выручки с падением рентабельности. При этом в течение постпрогнозного периода модель консервативна, так как 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, снизилась до \$0.09 на 1 акцию, или \$4.29 на 1 GDR. Мы понижаем по бумагам компании рекомендацию до "ПРОДАВАТЬ".

Отчет о Прибылях и Убытках

US GAAP, US\$ млн	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Выручка	99	474	953	1,611	1,910	2,076	2,390	2,858
Производственные издержки (без амортизации)	-56	-397	-716	-1,241	-1,528	-1,661	-1,912	-2,287
НИОКР	-8	-9	-24	-27	-32	-35	-40	-48
Коммерческие и административные расходы	-20	-34	-55	-164	-194	-211	-243	-291
Амортизация	-3	-7	-11	-44	-52	-57	-65	-78
Прочие операционные издержки	-2	-1	-5	-7	-8	-9	-10	-12
Операционные издержки	-89	-448	-811	-1,483	-1,815	-1,973	-2,271	-2,716
ЕБИТ	12	26	139	119	84	92	106	126
ЕБИТДА	15	33	150	163	137	148	171	204
Рентабельность ЕБИТДА	15.2%	7.0%	15.7%	10.1%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
Чистые процентные расходы	-3	-7	-9	-21	-57	-62	-72	-86
Прочие доходы (расходы)	2	0	-3	-9	-11	-12	-13	-16
Прибыль до налогообложения и доли меньшинства	9	19	130	98	27	29	34	41
Налог на прибыль	-3	-3	-35	-32	-7	-7	-8	-10
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	-2	-2	-2	-2
Чистая прибыль	5	11	69	61	19	21	24	29

Источник: Ситроникс, оценка ИФК "Алемар"

Баланс

US GAAP, US\$ млн	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Основные средства	44	53	95	269	332	346	363	384
Нематериальные активы	1	16	20	90	111	116	122	128
Инвестиции	13	1	1	1	1	1	1	1
Прочие внеоборотные активы	0	9	22	157	194	202	212	224
Денежные средства и эквиваленты	5	40	83	90	113	118	124	131
Краткосрочные вложения	0	14	10	29	36	38	40	42
Дебиторская задолженность	20	46	159	658	826	863	905	956
Запасы	24	82	114	250	314	328	344	363
Прочие оборотные активы	18	40	62	103	129	135	142	150
Активы	125	301	566	1,647	2,031	2,121	2,224	2,348
Акционерный капитал	24	65	162	448	467	488	512	540
Доля меньшинства	2	27	29	177	218	228	239	252
Долгосрочный долг	24	8	6	331	436	455	477	504
Прочие долгосрочные обязательства	3	8	11	25	33	34	36	38
Кредиторская задолженность	39	115	251	464	611	638	669	706
Краткосрочный долг	32	77	106	167	220	230	241	254
Прочие краткосрочные обязательства	1	1	1	35	46	48	50	53
Собственный капитал и обязательства	125	301	566	1,647	2,031	2,121	2,224	2,348

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	19	21	24	29
Амортизация	7	11	44	52	57	65	78
Доля меньшинства	5	26	5	2	2	2	2
Прочие операционные потоки	-26	-47	-256	-4	-64	-74	-88
Чистый операционный поток	-3	59	-146	69	15	17	21
Капитальные вложения	-24	-46	-244	-84	-20	-23	-27
Чистые инвестиции	-2	4	-19	-8	-2	-2	-2
Прочие инвестиционные потоки	38	-28	56	-139	-29	-33	-40
Чистый инвестиционный поток	12	-70	-207	-230	-50	-58	-69
Новый долг	29	27	386	158	29	33	40
Прочие финансовые потоки	-4	28	-26	27	11	13	15
Чистый финансовый поток	25	55	360	184	40	46	55
Чистый денежный поток	35	43	7	23	5	6	7

Источник: Ситроникс, оценка ИФК "Алемар"

DCF-Модель

US\$ млн.	2007E	2008E	2009E	2010E
ЕБИТ	84	92	106	126
Налоги на ЕБИТ	-7	-7	-8	-10
NOPLAT	78	85	98	117
Инвестиции	-140	8	10	11
Free Cash Flow	-62	93	107	128
Ставка налога на прибыль	24.0%			
WACC	14.3%			
Прогнозный FCF	164			
Постпрогнозный рост	4.0%			
Постпрогнозный ROIC	25.1%			
Постпрогнозная стоимость	854			
EV	1,018			
Чистый долг	-277			
Доля меньшинства	-2			
Стоимость компании	739			
Стоимость акции, US\$	0.09			
Стоимость GDR, US\$	4.29			

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
Телекоммуникации 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. 1131)
E-mail	research@alemar.ru
Операции с акциями	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1108)
E-mail	salesdesk@alemar.ru
Трейдера	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1108)
E-mail	tradingdesk@alemar.ru
Деривативы	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1110)
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.21/33,

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».