

Авторы отчета:

Чесноков Александр, chesnokov@sovlink.ru

Камгэсэнергострой, обновление оценки

ПОКУПАТЬ

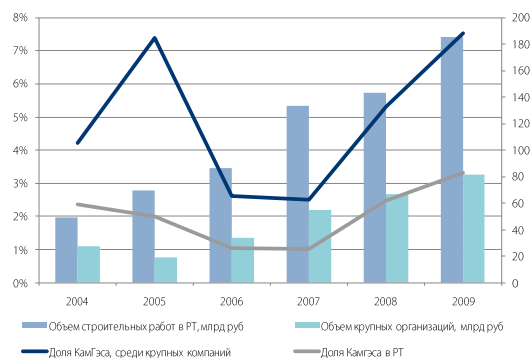
Целевая цена: АО - US\$ 65/ АП - US\$ 39
Потенциал роста: АО - 195%/ АП - 200%

Stock data

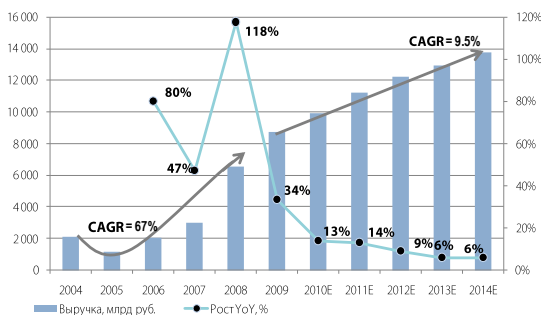
Ticker	KGES	M.Cap, \$ mn	36
Shares Ords '000	1517	Free Float %	30%
Shares Pref '000	182	Free Float, \$ mn	10.8
Bid Ords \$	7	Offer Ords, \$	35
Bid Prefs, \$	2	Offer Prefs \$	90

Financials, 2010E

Revenue, \$ mn	320	EV/S	0.12
EBITDA, \$ mn	24	P/E	3.34
Net income, \$ mn	11	EV/EBITDA	1.60

Доля КамГЭСа на строительном рынке РТ*


* - Республика Татарстан
 Источник: данные компании

Динамика выручки компании


Источник: данные компании, оценки SOVLINK

KGES

“КамГЭС” в первой декаде августа опубликовал консолидированную финансовую отчетность за 2009 г, которая совпала с нашими ожиданиями. Так, в 2009 году компания продолжила демонстрировать отличную динамику выручки (8.7 млрд рублей) – рост на 34% YoY. При этом объем строительных работ, выполненных собственными силами (71% от выручки), увеличился на 173.6%. Доля компании на строительном рынке Республики Татарстан достигла 3.3%. Отметим, что на протяжении последних трех лет доля КамГЭСа растет, обгоняя рынок. Таким образом, компания успешно движется к выполнению целевого показателя по выручке – 12 млрд рублей (390 \$млн) к концу 2012 г.

– Портфель заказов компании на 2010 год находится на уровне 10 млрд (\$320 млн). Большие объемы работ компания планирует выполнить в нефтеперерабатывающем (ТАНЕКО), металлургическом (МЕЧЕЛ, Ижсталь), энергетическом секторах (Загорская ГАЭС-2). Продолжится работа над объектами для университета, ОЭЗ Алабуга и прочими муниципальными проектами. Также компания сохраняет планы по наращиванию доли в секторе жилищного строительства.

– С учетом последовательного развития компании в рамках наших ожиданий мы продлили горизонт прогнозирования за пределы 2013 г, когда будут завершены текущие крупные проекты КамГЭС – строительство в ОЭС Алабуга и объектов для Универсиады в Казани. Мы полагаем, что в 2013-2014 гг. основные доходы КамГЭСу будут приносить проекты по строительству атомных энергообъектов в рамках ФЦП, которая предполагает сооружение 20-30 блоков АЭС. Камгэсэнергострой имеет опыт реализации подобных проектов и уже получил все необходимые лицензии. Однако учитывая, что реальных заказов от атомщиков компания еще не получила, пока мы консервативны в оценках темпов роста выручки и закладываем в DCF на этот период средние темпы роста в 6% против 12% (в среднем с 2009 по 2012) до 2013 г.

– Мы также увеличили прогноз по капитальным затратам компании с учетом планируемого обновления технического парка.

– На основании обновленной сравнительной оценки с российскими аналогами и построенной финансовой модели мы оставляем целевую цену компании на уровне **\$65** за обыкновенную акцию и **\$39** за привилегированную, сохраняя рекомендацию ПОКУПАТЬ.

– Мы обращаем внимание, что прогноз по выручке после 2013 г может быть пересмотрен в сторону повышения после прояснения ситуации с «атомными» контрактами – мы ожидаем этого события в перспективе полугода.

Финансовая модель

Основным драйвером дальнейшего ускорения роста выручки КамГЭСа по-прежнему является потенциальное участие в атомной стройке. Но до получения конкретных заказов мы консервативны в оценках темпов роста выручки.

Основные предположения модели:

- 1) CAGR выручки за период 2009 – 2014 гг. остается на уровне 10%, но уже с 2010 года компания выходит на уровень более спокойного роста 6-14% в год (CAGR за 2005-2009 - 67%)
- 2) Постепенное наращивание долгосрочного долга одновременно с увеличением CAPEX вызвано необходимостью обновления технического парка и расширением сфер деятельности
- 3) Дебиторская задолженность по отношению к выручке остается на существующем уровне в 40%
- 4) Рентабельность по EBITDA поддерживается в районе 8%

DCF Summary (mln rub.)

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Revenues	9928	11219	12229	12962	13740
EBIT*(1-t)	504	599	637	682	720
Amortization	129	157	183	194	206
NWC change	193	-163	-44	-180	-231
CAPEX	-168	-236	-275	-292	-309
FCFF	193	357	501	405	387
NPV	184	288	343	235	190
Terminal value	1 026				
SUM NPV	1 239				
			WACC calculation		
WACC	18.0%		After-tax cost of det		12.8%
Terminal growth	2.0%		Cost of equity		20.3%
Fair EV	2506		Risk-free rate		7.5%
Net Debt	50		Equity risk premium		6.0%
Fair Mcap	2456		Beta		1.3
Ordinary shares outstanding	1 516 768		Liquidity & corporate governance risk		5.0%
Preferred shares outstanding	181 873		Debt weight		30.2%
Discount (priv/ ordinary)	60%		Equity weight		69.8%
Fair Price per ordinary, \$	48.74		WACC		18.0%
Fair Price per preferred, \$	29.24				

Анализ Чувствительности

	Changes in the net sales prediction											Terminal growth					
	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
16.0%	34.3	38.6	42.8	47.0	51.3	55.5	59.8	64.0	68.2	72.5	76.7	52.1	53.2	54.3	55.5	56.8	58.2
16.5%	33.1	37.2	41.3	45.4	49.6	53.7	57.8	61.9	66.0	70.1	74.2	50.5	51.5	52.5	53.7	54.9	56.1
17.0%	32.0	36.0	40.0	44.0	47.9	51.9	55.9	59.9	63.8	67.8	71.8	49.0	49.9	50.9	51.9	53.0	54.2
17.5%	31.0	34.9	38.7	42.6	46.4	50.3	54.1	58.0	61.9	65.7	69.6	47.6	48.4	49.3	50.3	51.3	52.4
18.0%	30.1	33.8	37.5	41.3	45.0	48.8	52.5	56.2	60.0	63.7	67.5	46.3	47.1	47.9	48.8	49.7	50.7
18.5%	29.2	32.8	36.4	40.1	43.7	47.3	51.0	54.6	58.2	61.9	65.5	45.0	45.7	46.5	47.3	48.2	49.1
19.0%	28.3	31.8	35.4	38.9	42.4	46.0	49.5	53.0	56.6	60.1	63.7	43.8	44.5	45.2	46.0	46.8	47.6
19.5%	27.5	30.9	34.4	37.8	41.3	44.7	48.1	51.6	55.0	58.5	61.9	42.7	43.3	44.0	44.7	45.5	46.3
20.0%	26.7	30.1	33.4	36.8	40.2	43.5	46.9	50.2	53.6	56.9	60.3	41.6	42.2	42.8	43.5	44.2	44.9

Мультипликаторы

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ebitda margin	7.13%	7.64%	8.07%	8.01%	8.07%	8.05%
P/S	0.63	0.42	0.20	0.15	0.12	0.10
P/E	4.05	3.34	2.89	2.68	2.53	2.38
EV/EBITDA	1.87	1.60	1.49	1.27	1.16	1.17
EV/S	0.13	0.12	0.12	0.10	0.09	0.09

Для оценки капитализации КамГЭСа мы использовали цены на внебиржевом рынке - \$22 за 1 обыкновенную акцию и \$13 за привилегированную.

Оценка

Для сравнительной оценки мы выбрали компании, занимающиеся инфраструктурным строительством: мосты, развязки, тоннели, и другие сложные с технической точки зрения сооружения.

Для расчета капитализации компаний-аналогов мы использовали текущие котировки на продажу в РТС; в случае с КамГЭСом из-за большого спреда между котировками на продажу и покупку мы использовали цены на внебиржевом рынке - \$22 за 1 обыкновенную акцию и \$16 за привилегированную.

Из таблицы ниже видно, что с выручкой, сравнимой по размерам с остальными компаниями, КамГЭС выглядит существенно недооцененным по всем мультипликаторам.

Из сравнительной оценки по среднему получаем справедливую цену на уровне 93\$ за обыкновенную акцию. Взвешивая результаты сравнительной оценки и финансовой модели (с весами 40% и 60%), мы выставляем справедливую цену на уровне **\$65** за "обычку" и **\$39** за "преф" с потенциалом роста относительно текущего предложения **195%** и **200%** соответственно.

Мультипликаторы, по результатам работы Июль 2009 - Июнь 2010

Компания	Тикер	МСар**	S	E	BV	ND	EBITDA	P/S	P/E	EV/EBITDA	EV/S	
Камгэсэнергострой*	kges	36	320	11	31	3	24.5	0.11	3.34	1.60	0.12	
Волгомост	vlgm	94	288	8	90	133	37.5	0.33	11.95	6.07	0.79	
Мостостройотряд 19	msot	121	291	6	77	-27	16.4	0.42	21.36	5.75	0.32	
Мостострой-11	msts	78	204	18	108	31	47.5	0.38	4.39	2.30	0.54	
Мостотрест	mstt	1353	1019	82	295	297	186.9	1.33	16.42	8.83	1.62	
Ханты-Мансийскдорстрой	hmde	201	213	17	62	-14	29.3	0.95	12.14	6.40	0.88	
Бамстроймеханизация	bmsm	62	271	9	22	7	13.9	0.23	6.80	4.96	0.25	
Метрострой	metp	100	518	18	85	-37	30.3	0.19	5.55	2.06	0.12	
Трест Гидромонтаж	trgm	81	189	8	56	-17	11.2	0.43	9.77	5.70	0.34	
								Среднее	0.53	11.05	5.26	0.61
								Медиана	0.40	10.86	5.72	0.44

* - 2010E, для расчета МСар: АО - \$25, АП - \$16

** - рассчитано по цене предложения на РТС

*** - рассчитывается по каждому среднему

Целевая капитализация по мультипликаторам (US\$ mln)

Среднее	170.1	118.4	125.3	191.2
Медиана	128.0	116.4	136.7	136.5
Весы мультипликаторов	0.25	0.25	0.25	0.25
Справедливая капитализация (US\$ mln)***	151.3	129.4		
Справедливая цена АО (US\$)	93.03	79.59		
Дисконт АП к АО	0.60			
Справедливая цена АП (US\$)	55.82	47.76		

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

ООО «СОВЛИНК»

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2010г., ООО «СОВЛИНК». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «СОВЛИНК» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «СОВЛИНК» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «СОВЛИНК» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.