

**ОАО «СКАИ»***Уникальное предложение на рынке стройматериалов***Финансовые показатели ОАО «СКАИ» в млн. дол<sup>1</sup>.**

	<b>Выручка</b>	<b>Прибыль от продаж</b>	<b>Чистая прибыль</b>
<b>2005</b>	80	14	10
<b>2006</b>	106	19	16
<b>2007п</b>	136	24	18
<b>2008п</b>	163	28	22

ОАО «Себряковский комбинат асбестоцементных изделий» (СКАИ) располагается в городе Михайловка Волгоградской области и является крупнейшим производителем асбестоцементных изделий в России. По нашим расчётам, справедливая капитализация ОАО «СКАИ» составляет 134 миллиона долларов, справедливая стоимость его обыкновенных акций – 32 685 долларов. Мы рекомендуем **покупать** акции данного эмитента.

- *Крупнейший производитель шифера в России (28,4% рынка)*
- *Делит 2-ое место в России по производству асбестоцементных труб с долей рынка более 21%*
- *Рентабельность по чистой прибыли составляет 15% - это самый высокий показатель в отрасли*
- *Темпы роста производства выше среднерыночных значений*
- *Современное оборудование и эффективный менеджмент*
- *Высокая дивидендная доходность (70% от чистой прибыли за 2006 год)*
- *Потенциальный центр консолидации всей отрасли*

<i>Тикер РТС</i>	<i>skai</i>
<i>Цена (\$)</i>	<i>17 000</i>
<i>Справедливая цена</i>	<i>32 685</i>
<i>Потенциал роста</i>	<i>92%</i>

<sup>1</sup> Курс доллара = 25 рублей

## Описание отрасли и выпускаемой продукции

Реализация нацпроекта «Доступное жильё» привела к значительной активизации строительства во всех областях: от малоэтажного до комплексной застройки отдельных районов и даже городов. Строительная отрасль развивается ускоренными темпами, что приводит к аналогичному росту на рынке строительных материалов.

Один из сегментов отрасли стройматериалов, на котором положительно скажется ситуация на строительном рынке России, - это производство асбестоцементных изделий, прежде всего шифера и асбестоцементных труб.

В общей структуре применяемых в строительстве кровельных материалов на долю шифера приходится 55%, а в малоэтажном и сельском строительстве – до 80%. По итогам 2006 года 50% от общего объёма жилья в России приходится на малоэтажное строительство.

Шифер обладает низкой теплопроводностью, высокой морозостойкостью, устойчив к неблагоприятным воздействиям внешней среды. Это пожаробезопасный материал, который служит несколько десятков лет и легко поддается механической обработке. Асбестоцементная кровля в 4-6 раз дешевле черепицы, металла, полимеров и других альтернативных материалов.

Большинство субъектов Российской Федерации прогнозируют рост спроса до 2010 года по этому виду кровельных материалов. По прогнозам федерального агентства по строительству в целом по России объём производства возрастет на 128,6%.

Прирост выпуска продукции будет обеспечен новыми видами изделий:

- окрашенными волнистыми крупноразмерными и мелкомерными листами;
- плоскими прессованными плитками различного профиля,
- плитами для навесных вентилируемых фасадов,
- полуцилиндрами для изоляции теплопроводов,
- напорными трубами для теплотрасс отопления и горячего водоснабжения действующего жилищно-коммунального комплекса и нового строительства и др.

Асбестоцементные трубы в основном используются в отрасли ЖКХ:

- для прокладки теплотрасс отопления и горячего водоснабжения
- для напорной канализации и вентиляции
- для прокладки оросительных и мелиоративных систем
- при прокладке электрических и кабелей связи.

Для соединения асбестоцементных труб используются асбестоцементные или полиэтиленовые муфты.

В течение 2007-2012 годов ожидается увеличение заказов на производство асбестоцементных труб и муфт со стороны предприятий ЖКХ в связи с изношенностью существующих трубопроводов. Асбестоцементные трубы обладают рядом достоинств по сравнению с металлическими трубами:

- не подвержены коррозии и гниению
- не склонны к обрастанию
- обладают высокой прочностью и низкой теплопроводностью
- долговечны
- в несколько раз дешевле аналогичной продукции из других материалов

## Структура отрасли асбестоцементных изделий

Таблица 1.

**Финансовые показатели крупнейших компаний  
рынка асбестоцементных изделий за 2006 год (в млн. дол.)**

Наименование	Регион	Чистые активы	Выручка	Чистая прибыль
<b>ОАО "СКАИ"</b>	<b>Волгоградская область</b>	<b>46</b>	<b>106</b>	<b>16</b>
ОАО "БЕЛАЦИ"	Белгородская область	12	52	2,5
ОАО АЦИ "Комбинат Красный Строитель"	Московская область	7	42	1,5
ООО "Комбинат "Волна"	Красноярский край	9	33	2,2
ОАО "ЛАТО"	Мордовия (республика)	8	32	0,4
ЗАО "НП Сухоложскасбоцемент"	Свердловская область	11	21	2,1
ООО "Ульяновскшифер"	Ульяновская область	4	19	1,4
ОАО "Искитимский шиферный завод"	Новосибирская область	2	17	0,1
ОАО "Шиферник"	Краснодарский край	1	16	0
Завода Сибири и Дальнего Востока		9	29	0,5
Всего		109	367	26,7

Диаграмма 1.

## Доля рынка по выручке по итогам 2006 года



Диаграмма 2.

Доля рынка по прибыли по итогам 2006 года

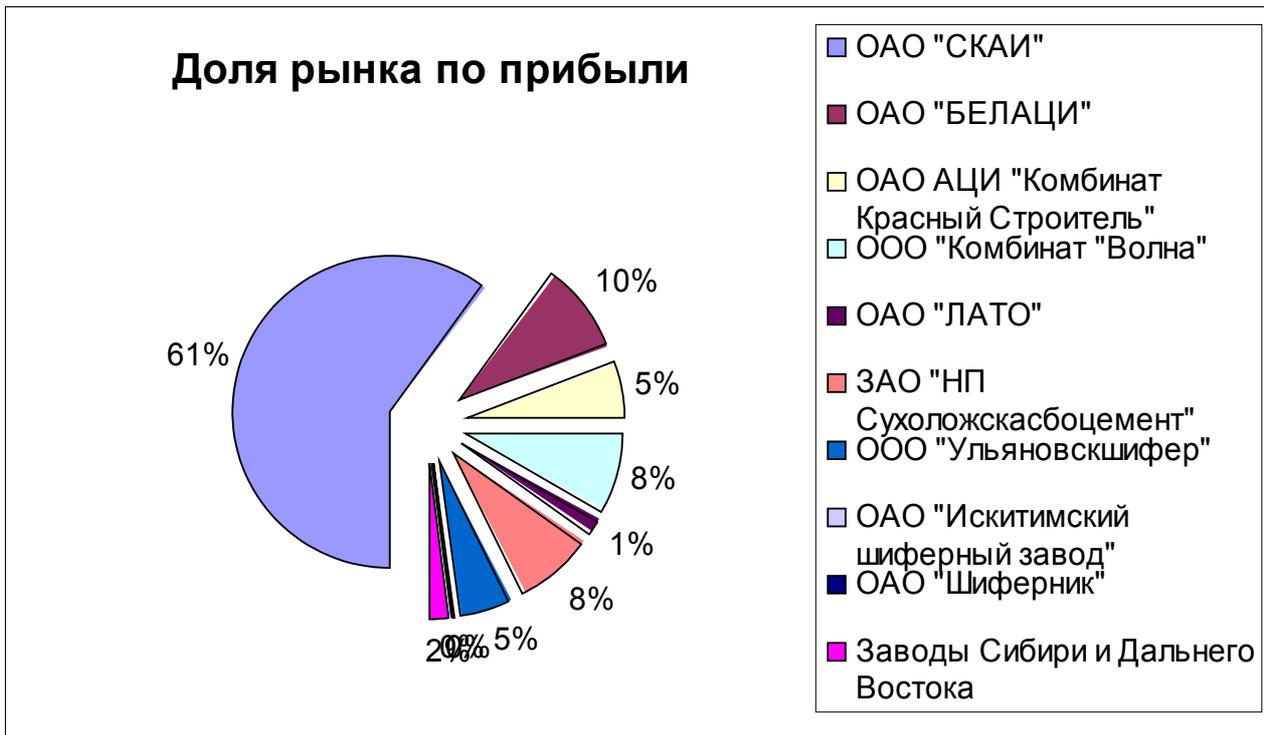


Таблица 2.

Объём и динамика производства шифера по крупнейшим компаниям за 9 месяцев 2007 года (в млн. условных плиток)

Наименование	Регион	Объём производства	Прирост по сравнению с 2006 годом %	Доля рынка %
<b>ОАО "СКАИ"</b>	<b>Волгоградская область</b>	<b>378,9</b>	<b>116,9</b>	<b>28,4</b>
ОАО "БЕЛАЦИ"	Белгородская область	140,2	75,0	10,5
ОАО АЦИ "Комбинат Красный Строитель"	Московская область	119,0	133,7	8,9
ОАО "ЛАТО"	Республика Мордовия	93,8	83,1	7,0
ОАО "Сода"	Республика Башкортостан	94,6	103,5	7,1
ООО "УЛЬЯНОВСКШИФЕР"	Ульяновская область	82,9	112,2	6,2
ООО "КОМБИНАТ "ВОЛНА"	Красноярский край	86,3	97,7	6,5
ЗАО "НП СУХОЛОЖКАСБОЦЕМЕНТ"	Свердловская область	68,0	113,6	5,1
ОАО "ИСКИТИМСКИЙ ШИФЕРНЫЙ ЗАВОД"	Новосибирская область	67,1	98,5	5,0
ОАО "Асбестоцемент"	Челябинская область	59,7	114,6	4,5
ОАО "Шиферник"	Краснодарский край	46,3	67,9	3,5
Другие		97,0		7,3
Всего		1 333,8		100,0

В 2007 году существенно уменьшился объём выпуска предприятий, расположенных в Европейской части России, которые являются конкурентами ОАО «СКАИ».

Таблица 3.

**Объём и динамика производства труб и муфт асбестоцементных по крупнейшим компаниям за 9 месяцев 2007 года (в км. усл. труб)**

Наименование	Регион	Объём производства	Прирост по сравнению с 2006 годом %	Доля рынка %
ОАО АЦИ "Комбинат Красный Строитель"	Московская область	2 056	122,6	25,2
ОАО "БЕЛАЦИ"	Белгородская область	1 722	126,6	21,1
<b>ОАО "СКАИ"</b>	<b>Волгоградская область</b>	<b>1 719</b>	<b>144,1</b>	<b>21,1</b>
ОАО "ЛАТО"	Республика Мордовия	1 290	118,6	15,8
ЗАО "НП СУХОЛОЖСКАСБОЦЕМЕНТ"	Свердловская область	759	135,2	9,3
Другие производители		616		7,5
Всего		8 162		100,0

Продукция ОАО «СКАИ» представлена в 80 регионах России. Основной рынок сбыта – это Южный федеральный округ России и страны СНГ.

Таблица 4.

**Основные рынки сбыта ОАО «СКАИ» в 2006 году.**

Регион	Доля в %
Волгоградская область	32
Азербайджан	27
Ростовская область	11
Казахстан	6
Краснодарский край	5
Другие регионы РФ	19

Анализ рынка показывает, что ОАО «СКАИ» занимает первое место среди всех игроков рынка по производству шифера и второе место по производству асбестоцементных труб. Основные игроки рынка расположены в европейской части России в непосредственной близости от ключевых поставщиков сырья - цементных комбинатов. ОАО «СКАИ» заметно выделяется на общем фоне по уровню чистой прибыли. Таким образом, именно «СКАИ» обладает достаточными финансовыми ресурсами для того, чтобы выступить в роли консолидирующей компании отрасли.

## Производство

Таблица 5.

**Объём выпуска продукции в натуральном выражении в 2006 году.**

Вид продукции	Единица измерения	Объём производства
Шифер кровельный	Млн. усл. плиток	482,4
Шифер плоский	Млн. усл. плиток	27
Трубы асбестоцементные	Усл. км.	1 843
Керамический кирпич	Млн. шт.	16,4
Блоки цементно-песчаные	Тыс. шт.	341
Товарный бетон	Тыс. куб. м.	14,6
Профнастил	Тыс. кв. м.	638,7

ОАО «СКАИ» вкладывает большие средства в техническое перевооружение предприятия. В частности, в 2006 году было инвестировано более 100 миллионов рублей на приобретение 3 современных производственных линий СМА-170 (кровельный шифер). По уровню технического оснащения, ОАО «СКАИ» является лидером в своей отрасли, что отражается в уровне рентабельности предприятия.

В 2006 году в рамках реструктуризации производства была продана низкорентабельная линия по производству кирпича за 86 миллионов рублей.

Таблица 6.

**Общая структура себестоимости производства готовой продукции за 2006 год.**

Статья затрат	%
Сырьё и материалы	69
Вспомогательные материалы	6,6
Работы и услуги производственного характера, выполненные сторонними организациями	2,3
Топливо	2,5
Энергия	2,4
Затраты на оплату труда	12,7
Отчисления на социальные нужды	3,2
Амортизация основных средств	1,1
Налоги, включаемые в себестоимость продукции	0,2

Общее количество сотрудников – около 2 200 человек. Средняя заработная плата на предприятии превышает 10 000 рублей в месяц.

Основными видами сырья для производства асбестоцементных изделий являются цемент и хризотиласбест.

Крупнейший поставщик цемента для ОАО «СКАИ» - это расположенный в Михайловке завод ОАО «Себряковцемент», с которым у предприятия исторически установились надёжные партнёрские отношения. Крупнейшие поставщики хризотиласбеста в России – это ОАО «Ураласбест» и ОАО «Оренбургские минералы».

## Структура акционерного капитала

Общее количество акций – 4 270 штук.

Около 85% акций контролирует семья генерального директора предприятия Василия Семеновича Сивокозова.

Миноритарными пакетами владеют ряд российских финансовых инвесторов.

## Дивиденды

В 2006-2007 годах ОАО «СКАИ» выплачивает высокие дивиденды.

В частности, по итогам 2006 года общая сумма выплаченных дивидендов составила 65 934 рубля на каждую акцию. Общая сумма выплаты равна 281 миллиону рублей, что соответствует 70% от чистой прибыли компании за 2006 год.

По итогам 1 полугодия 2007 года дивиденды составили 10 000 рублей на 1 акцию.

Мы ожидаем, что высокий уровень дивидендных выплат сохранится в среднесрочной перспективе.

## Оценка предприятия

### 1) Динамическая модель (дисконтированный денежный поток)

Таблица 7.

#### Оценка ОАО «СКАИ» методом DCF (в тыс. дол.)

DCF - analisys	thou \$					0	1	2	3	4
	2002	2003	2004	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
<b>Выручка</b>	<b>40 568</b>	<b>53 001</b>	<b>65 799</b>	<b>79 683</b>	<b>106 256</b>	<b>136 247</b>	<b>156 684</b>	<b>175 486</b>	<b>191 280</b>	<b>204 670</b>
Операционные затраты	32 452	43 871	55 995	65 308	87 365	108 998	126 914	142 144	156 850	169 876
<b>ЕВИТДА</b>	<b>8 116</b>	<b>9 130</b>	<b>9 804</b>	<b>14 375</b>	<b>18 890</b>	<b>27 249</b>	<b>29 770</b>	<b>33 342</b>	<b>34 430</b>	<b>34 794</b>
Амортизация	551	660	782	874	868	1 190	1 686	1 248	1 375	1 436
<b>ЕВИТ</b>	<b>7 565</b>	<b>8 470</b>	<b>9 021</b>	<b>13 501</b>	<b>18 022</b>	<b>26 059</b>	<b>28 084</b>	<b>32 094</b>	<b>33 056</b>	<b>33 358</b>
Налоговые платежи	5 199	2 170	2 577	3 796	5 522	6 079	6 719	7 674	7 957	8 059
Амортизация	551	660	782	874	868	1 190	1 686	1 248	1 375	1 436
Капитальные затраты	1 653	0	379	297	5 142	3 928	5 563	4 118	4 536	4 739
Изменение рабочего капитала	0	3 358	3 360	10 409	-1 541	5 196	4 667	9 665	6 917	9 457
<b>FCFF</b>	<b>4 097</b>	<b>2 995</b>	<b>2 527</b>	<b>-749</b>	<b>11 596</b>	<b>11 316</b>	<b>12 731</b>	<b>11 765</b>	<b>15 117</b>	<b>12 760</b>
WACC, %					15,0%	14,9%	14,7%	14,3%	14,1%	13,9%
Дисконтирующий множитель						1,00	0,87	0,77	0,67	0,59
<b>Дисконтированная стоимость FCFF</b>						<b>11 316</b>	<b>11 099</b>	<b>9 005</b>	<b>10 177</b>	<b>7 582</b>

#### Расчет ставки дисконтирования (WACC)

Безрисковая ставка, %	4,6%
Бета	1,30
Премия за риск на развитых рынках, %	4,0%
Премия (страновой риск+непрозрачность), %	4,0%
Стоимость капитала,	<b>15,0%</b>
Стоимость долга, %	11,0%
Прогнозное отношение долга, %	0,0%

WACC, %	15,0%
---------	-------

Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток	13 143
Конечный темп роста,	3,00%
Ставка дисконтирования на конец периода, %	13,90%
TV	120 578
Приведенная стоимость TV	71 643

Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведенных денежных потоков и TV	120 822
- чистый долг	-4 390
- доля меньшинства	0
Приведенная стоимость собственного капитала компании	125 212
Количество обыкновенных акций, шт	4270
Количество привилегированных акций	0
Справедливая стоимость обыкновенных акций	29,32

Согласно методу дисконтированных денежных потоков, справедливая стоимость предприятия составляет 125 миллионов долларов.

## 2) Сравнительный метод (мультипликаторов)

Таблица 8.

Финансовые показатели европейских компаний, занимающихся производством строительных материалов, в том числе для кровли, по итогам 2006 года (в млн. евро)

Название	Mcap <sup>2</sup>	Sales	EBITDA	Earnings	P/S 2006	P/EBITDA 2006	P/E 2006
Wienerberger AG	3 480	2 250	472	218 <sup>3</sup>	1,5	7,4	16,0
Icopal	850 <sup>4</sup>	850	55	29	1,0	15,5	29,3
Ruukki	5 818	3 682	635 <sup>5</sup>	501	1,6	9,2	11,6
Среднее					1,4	10,7	19,0

<sup>2</sup> Капитализация приведена на октябрь 2007 года

<sup>3</sup> Прибыль после уплаты налогов

<sup>4</sup> Стоимость приобретения 100% акций публичной компании Icopal группой инвестфондов в июне 2007 года

<sup>5</sup> Прибыль до уплаты налогов

Таблица 9.

**Финансовые показатели российских компаний, занимающихся выпуском  
строительных материалов по итогам 2006 года (в млн. дол.)**

Название	Тикер	Мcap <sup>6</sup>	Sales	EBITDA	Earnings	P/S 2006	P/EBITDA 2006	P/E 2006
Динур	pdnz	116	110	10	7	1,1	11,4	16,5
Боровичский комбинат огнеупоров	bkog	59	172	33	22	0,3	1,8	2,6
Семилукский огнеупорный завод	smlu	34	51	3	0,4	0,7	11,4	91,3
Вольскцемент	volc	896	180	68	49	5,0	13,2	18,2
Искитимцемент	iskc	398	107	37	22	3,7	10,8	18,3
Горнозаводскцемент	gzce	446	96	26	19	4,6	17,2	24,1
Новоросцемент	nvrc	1 145	216	92	61	5,3	12,5	18,7
Среднее <sup>7</sup>						3,0	11,8	19,2

Мы полагаем, что для акций ОАО «СКАИ» дисконт к показателям иностранным компаниям может составлять 50%, к российским – 30%, из-за низкой ликвидности акций эмитента и размера предприятия по сравнению с компаниями сравнения.

Таблица 10.

**Расчёт капитализации ОАО «СКАИ» сравнительным методом (в млн. дол.)**

	P/S 2006	P/EBITDA 2006	P/E 2006	Среднее значение
Средний показатель европейских компаний с учётом 50% дисконта	0,7	5,4	9,5	
Средний показатель российских компаний с учётом 30% дисконта	2,1	8,3	13,4	
Среднее между показателями европейских и российских компаний	1,4	6,9	11,5	
Капитализация ОАО "СКАИ" на основе средних показателей европейских компаний	74	103	152	110
Капитализация ОАО "СКАИ" на основе средних показателей российских компаний	223	158	214	198
Капитализация ОАО "СКАИ", рассчитанная на основе средних показателей европейских и российских компаний	148	130	183	<b>154</b>

Согласно методу мультипликаторов, справедливая стоимость ОАО «СКАИ» составляет 154 миллиона долларов.

Метод оценки	Вес оценки	Стоимость предприятия (в млн. дол.)	Стоимость 1 акции (дол.)
DCF-анализ	0,7	125	29 324
Сравнительный метод	0,3	154	36 046
<b>Среднее</b>		<b>134</b>	<b>32 685</b>

<sup>6</sup> Капитализация по средней цене между ценой спроса и ценой предложения на октябрь 2007 года

<sup>7</sup> Без учёта 2 крайних значений в каждом столбце

Таким образом, справедливая стоимость ОАО «СКАИ» составляет 134 миллиона долларов, а справедливая стоимость 1 обыкновенной акции – 32 685 долларов.

Приложение 1.

**Финансовые показатели ОАО «СКАИ» в 2002-2006 годах  
и за 1-ое полугодие 2007 года (в млн. дол.)**

**Баланс**

Наименование	2002	2003	2004	2005	2006	1 пол. 2007
<b>Актив</b>						
Основные средства	5	8	8	7	11	11
Незавершенное строительство	2	1		1	2	3
Долгосрочные финансовые вложения					8	8
<b>ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	7	8	8	8	21	22
Запасы	8	9	10	11	15	23
Дебиторская задолженность (менее года)	5	4	6	8	7	8
Денежные средства		1	1	8	6	3
<b>ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>	13	18	21	28	28	34
<b>АКТИВЫ всего</b>	20	26	30	37	49	56
<b>Пассив</b>						
Уставный капитал	2	2	2	2	2	2
Добавочный капитал	3	3	3	3	3	3
Нераспределенная прибыль отчетного года	6	17	20	31	42	34
<b>КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>	16	21	24	34	46	46
Кредиторская задолженность	3	6	6	2	4	10
<b>КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	4	6	6	2	4	10
<b>ПАССИВЫ всего</b>	20	26	30	37	49	56

**Отчёты о прибылях и убытках**

Наименование	2002	2003	2004	2005	2006	1 пол. 2007
Выручка от продажи	41	53	66	80	106	56
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	30	42	53	61	83	43
Валовая прибыль	10	11	13	19	23	13
Прибыль от продаж	8	9	10	14	19	10
Прибыль до налогообложения	8	9	9	14	22	10
Чистая прибыль	6	7	7	10	16	8

**«Инвестиционная палата»**

394000, г. Воронеж, ул. Пушкинская, 1

Тел. 8 (4732) 550-750, 55-99-42

[www.investpalata.ru](http://www.investpalata.ru)

**Аналитическое управление**

[analit@investpalata.ru](mailto:analit@investpalata.ru)

**Руководитель**  
Евгений Орюпин

**Начальник отдела прямых инвестиций**  
Петр Панов

**Начальник отдела инвестиционного анализа**  
Илья Иванов

**Аналитики**  
Ксения Анпилова  
Елена Какорина  
Андрей Львов

**Брокерское обслуживание**

[broker@investpalata.ru](mailto:broker@investpalata.ru)

Андрей Перов  
Александр Волынский



**ИНВЕСТИЦИОННАЯ  
ПАЛАТА**

**Филиалы:**

- **г. Белгород**, Свято-Троицкий бульвар, д.17, ТОЦ Славянский, оф. 514  
тел. (4722) 32-84-09, 37-14-72
- **г. Брянск**, пер. Канатный, д.5  
тел. (4832) 64-52-80
- **г. Волгоград**, ул. Ленина 9, 3эт., оф. 61  
тел. (8442) 38-52-32
- **г. Калуга**, ул. Суворова, д.121, оф. 208  
тел. (4842) 74-26-68, 74-65-20
- **г. Курск**, ул. Дзержинского д.68, оф. 205  
тел. (4712) 54-60-66, 54-73-13
- **г. Липецк**, ул. проспект Победы, д. 29, оф.407  
тел. (4742) 77-34-34, 77-35-40
- **г. Орел**, ул. Салтыкова-Щедрина, 34  
тел. (4862) 43-50-62, 78-01-90
- **г. Пенза**, ул. Кирова, 55-а, ТЦ «Славянский», оф.13  
тел. (8412) 260-411, 260-420
- **г. Самара**, ул. Рабочая, д.15, оф.209  
тел. (846) 270-61-82, 221-02-45
- **г. Старый Оскол**, м-н Олимпийский, д.62, оф.811  
тел. (4725) 48-93-45
- **г. Тамбов**, ул. Державинская, 16а, оф. 509  
тел. (4752) 29-18-06, 29-18-31
- **г. Тула**, ул. Советская, 47, Гостиный двор, оф. 409  
тел. (4872) 25-06-19

Сведения, содержащиеся в настоящем обзоре, имеют только информационное значение и не могут рассматриваться как предложение к совершению сделок на финансовом рынке. Представленная аналитическая информация отражает исключительно собственное мнение аналитиков, участвовавших в его составлении, которое может не совпадать с мнением ООО «Инвестиционная палата».

Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ООО «Инвестиционная палата» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ООО «Инвестиционная палата», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектам инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них.

Информация, на которой основан обзор, получена из открытых источников, которые мы считаем надежными, тем не менее, ООО «Инвестиционная палата» и авторы обзора не несут ответственности за ее достоверность и полноту, а также за убытки, возникшие в связи с использованием содержащейся в документе информации. При принятии инвестиционного решения, необходимо помнить, что инвестирование в ценные бумаги сопряжено с риском, в связи с чем инвесторам необходимо провести самостоятельный анализ ситуации и объектов инвестирования.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ООО «Инвестиционная палата».