

SVGZ: экспресс-восстановление

Машиностроение. Акции

Подготовил Константин Меселевский,

meselevskiy@sokrat.com.ua

Bloomberg [SVGZ UK]

В первом полугодии 2010 года, Стахановский вагоностроительный завод нарастил производство в 9.5 раз до 3 634 вагонов, превывсив докризисный показатель на 7.5%. Рост сырьевых цен ускорил восстановление горнорудной отрасли, что привело к росту спроса на ж/д вагоны. Стахановский вагонзавод демонстрировал стабильную динамику производства и продаж при низкой волатильности цен акций что привело к включению его в индексную корзину Украинской Биржи 2 сентября 2010 года. Цена акции прошла предсказанный ранее уровень 5.96 грн за бумагу однако компания превзошла наши ожидания перевыполняя план производства на 20%. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ для SVGZ и увеличиваем целевую цену до 10 грн за акцию.

Ключевые идеи

- **Стахановский вагонзавод показал наивысшие темпы восстановления среди «голубых фишек» машиностроения.** Во время кризиса 2008-2009гг, большинство украинских компаний были вынуждены сократить производство. В 2009 году в машиностроительном секторе падение составило 32%, тогда как вагоностроители снизили выпуск на 50-63%. Растущий спрос со стороны РЖД и российских добывающих компаний оживил вагоностроителей увеличивших продажи в 5-9.5 раз в то время как средняя цена вагона выросла на 20-30%. Стахановский вагоностроительный завод продемонстрировал рост в 9.5 раз в 1П2010г, выпустив 3 634 вагонов из 6 000 запланированных на 2010 г что на 20% превышает прогноз.
- **Новые производственные мощности позволяют лучше приспособливаться к изменениям рынка.** В 2010г Стахановский вагонзавод ввёл в эксплуатацию цех металлоконструкций мощностью до 500 тыс тон в год. Однако эти мощности возможно переориентировать на производство дополнительных 2 000 вагонов в год что увеличит суммарные производственные мощности предприятия до 10 000 вагонов в год. Ожидается что в ближайшие годы доходы от продаж металлоконструкций составят 10-13% от общего дохода компании.
- **Поддержка от группы Финансы и Кредит.** Группа Финансы и Кредит— мажоритарный акционер завода—оказывала СВЗ поддержку во время кризиса и восстановления: банк Финансы и Кредит осуществлял специальное финансирование для покупателей продукции СВЗ что помогало заводу поддерживать сбыт в кризисный период, по окончании которого банк предоставил компании кредитную линию для пополнения оборотных фондов.
- **Оценка.** Исходя из стабильной динамики показателей Стахановского вагоностроительного завода мы повышаем оценку акций компании. Как DCF так и сравнительная оценка показывают потенциал роста цены акций около 50%. Мы повышаем целевую цену для акций SVGZ до 10 грн за бумагу.

Таб. 1 Основные показатели

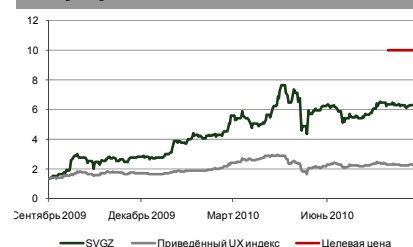
Млн грн	2008	2009	2010О	2011П	2012П
Выручка	1 820	461	1 980	2 295	2 661
ЕБИТДА	160	42	307	365	480
Чистая прибыль	95	(56)	153	183	265
Чистая задолженность	434	-2	327	320	278
Валовая маржа	16.5%	8.2%	17.0%	17.0%	17.0%
Маржа по ЕБИТДА	9.1%	9.2%	16.3%	19.7%	19.0%
Чистая маржа	5.4%	-12.3%	8.1%	10.7%	10.5%

Источник: данные компании, оценки Сократ

ПОКУПАТЬ

Справедливая цена, грн	10
Текущая цена, грн	6.8
Потенциал роста	47%

Информация об акциях



Количество акций, млрд	226.3
Капитализация, млн грн	195
EV, млн грн	195
BV, млн грн	49
Чистый долг, млн грн	-0.2

Структура акционеров

Группа Финансы и кредит	90%
Free-float	10%

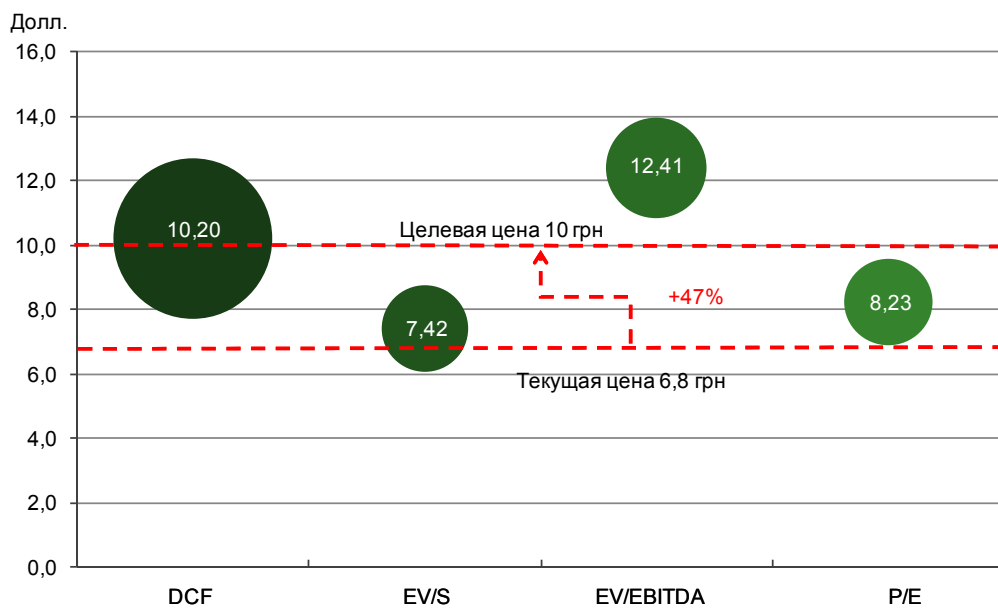
Производство, тыс	2009	2010О
Грузовые вагоны	2	6
Металлоконструкции, тыс тон	0	50

Показатели	2010О	2011П
P/E	10.2	6.7
EV/EBITDA	8.0	7.0
EV/Sales	0.8	0.7
P/Sales	0.8	0.7

Методика оценки

Для оценки акций Стахановского вагоностроительного завода мы использовали 2 метода: DCF-модель и сравнительную оценку. Наша DCF-модель показывает справедливую цену акций в 10.2 грн за акцию или потенциал роста в 50% ровно. Для нашей сравнительной оценки, мы выбрали 2 группы сравнимых компаний: компании развитых стран и компании развивающихся стран. Справедливая цена акции согласно, нашей сравнительной оценке—9.66 грн что означает потенциал в 42%. Мы определили значение DCF-модели и сравнительной оценки по 50% в общей оценке акций компании. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ SVGZ с целевой ценой 10 грн и потенциалом роста 47%.

Рис. 1 Метод оценки



Источник: оценка Сократ

Оценка по DCF показывает потенциал роста в 50%

Таб. 2 DCF

Млн грн	2010О	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Свободный денежный поток	191	243	298	319	326	341	351	355	351
<i>ЕБИТ</i>	286	338	447	493	543	596	652	712	773
<i>Налоговая ставка</i>	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
- Налог	(51)	(61)	(88)	(100)	(112)	(126)	(140)	(154)	(170)
+ Амортизация	21	27	33	41	52	64	81	101	126
- Капитальные инвестиции	(74)	(93)	(116)	(144)	(181)	(226)	(282)	(353)	(441)
- Изменение рабочего капитала	9	32	22	30	25	31	40	50	62
WACC	16.3%	15.6%	15.1%	14.8%	14.8%	14.1%	13.7%	13.6%	13.7%
<i>Фактор дисконтирования</i>	0.86	0.74	0.65	0.56	0.49	0.43	0.38	0.33	0.29
Приведенный свободный денежный поток	164	181	193	180	160	146	132	118	102

WACC в бесконечность	13.0%
Сума свободных ден. потоков	1376
Рост в бесконечность	2.0%
Терминальная стоимость	3187
NPV терминальной стоимости	932
Доля ТС в стоимости компании	40%
Стоимость компании	2308
- Чистый долг	-2
Чистая стоимость компании	2310
Текущая капитализация	1539
Справедливая цена, грн	10.20
Текущая стоимость, грн	6.80
Потенциал	50.0%

Анализ чувствительности

Рост в бесконечность

WACC в бесконечность	Грн	Рост в бесконечность				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
11.5%	11.5%	10.40	10.61	10.85	11.12	11.41
12.0%	12.0%	10.20	10.40	10.61	10.85	11.12
12.5%	12.5%	10.02	10.20	10.40	10.61	10.85
13.0%	13.0%	9.86	10.02	10.20	10.40	10.61
13.5%	13.5%	9.71	9.86	10.02	10.20	10.40
14.0%	14.0%	9.57	9.71	9.86	10.02	10.20
14.5%	14.5%	9.44	9.57	9.71	9.86	10.02

Расчет WACC	2010О	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
WACC	16.3%	15.6%	15.1%	14.8%	14.8%	14.1%	13.7%	13.6%	13.7%
Стоимость акционерного капита-	18.5%	18.5%	18.5%	18.0%	18.0%	17.0%	16.0%	15.5%	15.5%
Доходн. 5 летних суверенных евробон-	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.5%	6.5%
Премия за риск акционерного капита-	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Премия за валютный риск	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Премия за корпоративный риск	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Акц. капитал/(Долг + Акц. капитал)	37.8%	42.4%	48.2%	53.0%	57.1%	60.5%	63.5%	66.2%	68.6%
Посленалоговая стоимость долго-	15.0%	13.5%	12.0%	11.3%	10.5%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
Доналоговая стоимость долг. капитала	20.0%	18.0%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Налоговая ставка	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Долг/(Долг + Акц. капитал)	62.2%	57.6%	51.8%	47.0%	42.9%	39.5%	36.5%	33.8%	31.4%

Источник: Данные компании, Сократ

Таб. 3 Сравнительная оценка

	Цена акции, долл.	Капитализация, млн долл.	EV, млн долл.	EV/S		EV/EBITDA		P/E		P/S		EBITDA margin	
				2010E	2011F	2010E	2011F	2010E	2011F	2010E	2011F	2010E	2011F
SVGZ	0.023	52.9	218.3	2.2	1.4	8.0	7.0	5.9	2.4	0.5	0.3	43.9%	36.2%
Развитые страны													
ALSTOM	47	13 942	11 557	0.4	0.4	4.2	4.5	8.7	9.9	0.5	0.5	0.1	0.1
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	3	4 710	9 015	0.7	0.6	15.7*	8.3	482.2*	18.1	0.4	0.3	0.1	0.1
CONSTRUC Y AUX DE FERROCARR	462	1 583	1 210	0.7	0.6	5.5	5.1	9.8	9.9	0.9	0.8	0.1	0.1
TRINITY INDUSTRIES INC	19	1 546	4 088	1.9*	1.6*	8.8	7.7	27.2*	15.8	0.7	0.6	0.0	0.0
GREENBRIER COMPANIES INC	13	291	702	0.9	0.7	8.0	6.5	нег.	20.0	0.4	0.3	0.0	0.1
FREIGHTCAR AMERICA INC	24	290	160	1.0	0.6	нег.	11.7	нег.	нег.	1.8	1.0	0.2	0.2
Средний показатель по развитым странам				1.4	1.2	9.3	8.9	12.1	10.3	0.9	0.8	13.6%	11.5%
Развивающиеся страны													
IOCHPE-MAXON SA	11	1 039	1 301	1.1	0.9	7.2	6.3	12.2	10.4	0.9	0.8	4.0%	3.9%
KRUKIVSKY CARRIAGE WORKS	4	462	460	1.0	0.8	7.0	5.6	10.5	8.2	1.0	0.8	14.9%	15.0%
BAOTOU BEIFANG CHUANGYE CO-A	2	402	437	1.0	0.9	25.4*	22.5*	49.7*	44.19*	0.9	0.8	13.9%	14.9%
AZOVZAGALMASH MARKET TIS	2	71	237	0.6	0.5	18.1	13.9	нег.	нег.	0.2	0.2	3.2%	3.8%
MARIUPOL HEAVY MACHINEBUILDING	3	42	134	0.5	0.5	12.6	10.0	нег.	31.4*	0.2	0.1	4.0%	4.6%
Средний показатель по развивающимся странам				0.7	0.6	13.9	5.9	14.1	9.8	0.7	0.5	4.7%	7.3%
Потенциал роста акций SVGZ				2010E	2011F	2010E	2011F	2010E	2011F	2010E	2011F		
По сравнению с развитыми странами				-36%	-11%	16%	28%	105%	328%	65%	145%		
По сравнению с развивающимися странами				-68%	-57%	74%	-15%	139%	309%	29%	53%		
Целевая цена акций SVGZ				2010E	2011F	2010E	2011F	2010E	2011F	2010E	2011F		
Целевая по развитым странам	Вес: 25%			0.739	0.723	1.144	1.425	0.781	1.601	0.650	0.664		
Целевая по развивающимся странам	Вес: 75%			1.014	1.007	1.677	1.641	0.957	0.941	0.884	0.909		
Взвешенная целевая цена				0.945	0.936	1.544	1.587	0.913	1.106	0.826	0.847		
Весы				10%	20%	15%	25%	10%	20%	0%	0%		
Справедливая цена, грн												9.7	
Рыночная цена, грн												6.8	
Потенциал роста												42%	

* Не включено в оценку

Источник: Bloomberg, оценки Сократ

Таб. 4 Отчёт о финансовых результатах

Млн грн	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	1 820	461	1 980	2 295	2 661	3 084	3 575	4 144	4 804	5 569	6 456
НДС и прочие отчисления	(52)	(4)	(99)	(115)	(133)	(154)	(179)	(207)	(240)	(278)	(323)
Рентные платежи	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Себестоимость	(1 476)	(419)	(1 561)	(1 810)	(2 098)	(2 432)	(2 819)	(3 268)	(3 788)	(4 391)	(5 090)
Валовая прибыль	292	38	320	371	430	498	577	669	776	899	1 043
Общие и административные расхо	(100)	(30)	(109)	(127)	(147)	(170)	(197)	(229)	(265)	(307)	(356)
Расходы на маркетинг и сбыт	(24)	(19)	(23)	(27)	(31)	(36)	(42)	(49)	(57)	(66)	(76)
Прочие доходы	1 017	266	1 035	1 134	1 327	1 465	1 613	1 772	1 940	2 116	2 300
Прочие затраты	(1 053)	(233)	(937)	(1 013)	(1 133)	(1 265)	(1 410)	(1 569)	(1 743)	(1 932)	(2 138)
Операционная прибыль	132	22	285	337	445	492	542	595	651	710	772
OIBDA	149	43	306	364	479	533	593	659	732	811	898
Финансовые расходы (доходы)	11	(1)	1	1	1	1	1	1	1	1	1
ЕБИТДА	160	42	307	365	480	534	594	660	733	812	899
Амортизация	(17)	(21)	(21)	(27)	(33)	(41)	(52)	(64)	(81)	(101)	(126)
ЕБИТ	143	21	286	338	447	493	543	596	652	712	773
Финансовые издержки	(48)	(77)	(82)	(94)	(93)	(93)	(93)	(94)	(94)	(95)	(95)
ЕВТ	95	(56)	204	245	353	400	450	502	558	617	679
Налог на прибыль	-	-	(51)	(61)	(88)	(100)	(112)	(126)	(140)	(154)	(170)
Чистая прибыль	95	(56)	153	183	265	300	337	377	419	463	509
Рентабельность											
Валовая	16.5%	8.2%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
По ЕБИТДА	9.1%	9.2%	16.3%	16.7%	19.0%	18.2%	17.5%	16.8%	16.1%	15.4%	14.7%
Чистая	5.4%	-12.3%	8.1%	8.4%	10.5%	10.2%	9.9%	9.6%	9.2%	8.7%	8.3%

Источник: Сократ

Таб. 5 Баланс

Млн грн	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Актив	1 116	1 331	1 731	1 892	2 104	2 341	2 589	2 855	3 134	3 421	3 710
Необоротные активы	235	251	312	381	467	572	701	859	1 053	1 290	1 611
Основные средства	212	211	264	330	413	516	645	806	1 008	1 259	1 574
Неоконченное строительство	22	35	42	46	50	52	52	48	40	25	31
Долгоср. инвестиции в капитал	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные инвестиции	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Нематериальные активы	0	0	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Долгоср. лебитор. задолженность	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Прочие необоротные активы	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Оборотные активы	882	1 081	1 419	1 511	1 637	1 769	1 888	1 996	2 081	2 131	2 099
Дебиторская задолженность	710	487	790	850	910	967	1 019	1 063	1 095	1 111	1 104
Запасы	157	106	169	196	227	264	306	354	411	476	552
Ден. средства и эквиваленты	14	483	455	459	494	533	558	573	570	539	438
Прочие оборотные активы	1	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Пассив	1 116	1 331	1 731	1 892	2 104	2 341	2 589	2 855	3 134	3 421	3 710
Обязательства	831	944	1 256	1 319	1 386	1 470	1 557	1 655	1 761	1 873	1 989
Долгосрочные обязательства	1	398	335	279	232	194	162	135	113	95	80
Долгосрочный долг	0	397	329	273	227	188	156	130	108	89	74
Прочие долгоср. обязательства	1	2	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Краткосрочные обязательства	830	546	921	1 041	1 154	1 277	1 395	1 520	1 648	1 778	1 909
Кредиторская задолженность	57	28	78	100	126	158	183	212	246	285	331
Поточные обязательства	326	433	390	434	483	535	592	654	720	790	865
Краткосрочный долг	447	84	453	507	545	584	620	654	682	703	713
Собственный капитал	286	387	475	573	718	871	1 032	1 200	1 373	1 548	1 721
Уставной капитал	79	238	238	238	238	238	238	238	238	238	238
Дополнительный капитал	152	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151
Нераспределенная прибыль и рез	55	-2	87	184	329	482	644	812	984	1 159	1 332
Общий долг	447	481	782	780	772	772	776	783	789	792	787
Чистый долг	434	-2	327	320	278	238	218	210	220	253	349
Долг/Собственный капитал	1.57	1.58	1.65	1.36	1.08	0.89	0.75	0.65	0.58	0.51	0.46
Текущая ликвидность	1.06	1.98	1.54	1.45	1.42	1.39	1.35	1.31	1.26	1.20	1.10
Быстрая ликвидность	0.87	1.77	1.35	1.26	1.22	1.18	1.13	1.08	1.01	0.93	0.81

Источник: Сократ

Инвестиционная группа «Сократ»

01601, г. Киев, ул. Мечникова, 2, 8 этаж,
бизнес-центр «Парус».
Телефон/факс: +380 44 207-0100, 207-0101
<http://www.sokrat.com.ua>
contact@sokrat.com.ua

Продажи и торговля:**Константин Лисничий**

Международные продажи
lisnychyu@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0103

Анфиса Аникушина

Международные продажи
anikushina@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0100

Валерия Коцур

Международные продажи
kotsur@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0100

Владимир Пономаренко

Торговые операции
ponomarenko@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0102

Сергей Осауленко

Доверительное управление
osaulenko@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 498-4913

Юлия Присяжнюк

Доверительное управление
prysyazhnyuk@sokrat.kiev.ua
тел. (+38-044) 498-4913

Светлана Опрощенко

Интернет трейдинг
oproshchenko@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 498-4918

Аналитика:**Станислав Картавых**

Нефть, газ, Энергетика
kartavykh@sokrat.com.ua

Александр Саливон

Макроэкономика, Банковский сектор
salivon@sokrat.com.ua

Евгений Окша

ГМК
oksha@sokrat.com.ua

Константин Меселевский

Машиностроение, Трубы
meselevskiy@sokrat.com.ua

Иван Панин

АПК
panin@sokrat.com.ua

Елена Ходаковская

Ассистент
khodakivska@sokrat.com.ua

Вся информация и услуги, считаются свободными от каких бы то ни было гарантийных обязательств, и Сократ, в частности, не предоставляет никакой непосредственно выраженной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты, а также пригодности такой информации для целей продажи, покупки или для любой иной цели. Сократ ни при каких обстоятельствах не несет ответственности перед каким бы то ни было физическим или юридическим лицом за (а) любые расходы или убытки целиком или полностью причиненные, вытекающие из или относящиеся к какой-либо ошибке (произошедшей по небрежности или иным образом) или другим обстоятельствам, вне зависимости от наличия или отсутствия контроля Сократа или кого-либо из его директоров, должностных лиц, служащих или агентов над этими обстоятельствами в связи с получением, сбором, подборкой, анализом, толкованием, передачей, опубликованием или доставкой любой информации, или (б) какие бы то ни было прямые или косвенные, фактические, компенсационные или случайные убытки (включая, без ограничения, упущенную выгоду).