

## Вагоностроение

### Крюковский ВСЗ

Тикер	KVBZ.UAX
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена	29,79
Целевая цена	53,10
Потенциал роста, %	78,25
Капитализация, млн. грн	3 416,30
Free float, %	11,00
P/S 11E	0,54
EV/ЕБИТДА 11E	3,99
P/E 11E	6,12
eps 11E	4,87

### Стахановский ВСЗ

Тикер	SVGZ.UAX
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена	8,85
Целевая цена	23,27
Потенциал роста, %	163,23
Капитализация, млн. грн	2 003,12
Free float, %	12,80
P/S 11E	0,35
EV/ЕБИТДА 11E	2,00
P/E 11E	3,05
eps 11E	2,90

Дмитрий Калиниченко  
 d.kalinichenko@sortis.com.ua  
 тел.: +380 44 220 20 24

### Динамика UX и акций сектора, YTD



Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

## Поставка после платежа

Мы повышаем «справедливые» цены акций вагоностроительных предприятий основываясь на сильных результатах работы в 2010 и повышении прогноза финансовых результатов на 2011 – 2015 г.г. С начала года акции Крюковского и Стахановского ВСЗ оставались хуже рынка, потеряв 18,2% и 7,9% на фоне 10% роста Индекса UX. Мы полагаем, рынок изменит взгляд на акции сектора на фоне оптимистичных прогнозов. Потребность в грузовых вагонах до 2015 года для России и Украины оценивается нами в 85 – 90 тыс. единиц ежегодно на фоне суммарных мощностей около 90 тыс. Дефицит вагонов в результате обновления и наращивания парка грузовых вагонов в СНГ позволяет рассчитывать на сохранение полной загруженности мощностей и продолжение роста цен на продукцию, что формирует ожидания 33,4% роста выручки Крюковского ВСЗ и 57,5% - Стахановского ВСЗ. Мы ожидаем рост рентабельности ЕБИТДА Крюковского ВСЗ – до 11,4% в 2011 году с 9,6% в 2010 и чистую рентабельность 8,8% против 6,0% годом ранее. Чистая рентабельность Стахановского ВСЗ в 2011 году практически удвоится до 11,6% с 7,2% в 2010 на фоне двукратного роста прибыли на акцию – до 2,90 гривны с 1,15 гривны. Мы полагаем, рынок недооценивает акции Крюковского и Стахановского ВСЗ и рекомендуем ПОКУПАТЬ.

**Поставка после платежа.** Дефицит вагонов на рынке позволяет вагоностроительным заводам определять условия работы, производя фактически проданную продукцию, и перекладывая на потребителей рост материальных затрат. Мы ожидаем рост цен на грузовые вагоны до 100 тыс. долл. до конца года, что обеспечивает 30 – 50% рост выручки вагоностроительных предприятий на фоне полной загруженности мощностей.

**Крюковский ВСЗ: диверсификация - источник органического роста.** Акции компании по ожиданиям 2011 года торгуются с дисконтом 53% к своим международным аналогам по мультипликатору EV/ЕБИТДА 3,99x. Мы ожидаем рост выручки на 33% в 2011 и 13,7% CAGR в 2010 – 2015 при средней рентабельности ЕБИТДА 12,4% и чистой рентабельности 9,8%. Загруженность мощностей по выпуску грузовых вагонов выше 90% и сохранится на этом уровне в ближайшие годы на фоне ожидаемого 40% роста цен на вагоны. В 2011 и 2012 компания будет удваивать выпуск пассажирских вагонов, что позволит увеличить чистую рентабельность на 2,0 – 2,2 п.п. уже в 2012 году и станет дополнительным драйвером роста выручки.

**Стахановский ВСЗ – потенциал роста увеличивается.** Компания обеспечена заказами на 2011 год и намерена увеличить мощности на треть, инвестировав 800 млн. гривен за три года. Мы ожидаем чистую рентабельность по итогам 2011 года 11,6% против 7,2% в 2010 на фоне роста выручки на 58% – до 5,672 млрд. гривен после шестикратного роста в 2010. Дисконт к международным аналогам по мультипликатору EV/ЕБИТДА 2,00x и P/E 3,05x составляет 76% и 79%, что, на наш взгляд, является неоправданным на фоне ожиданий роста выручки на 14,1% CAGR в 2010 – 2015 г.г. и средней рентабельности ЕБИТДА 13,8% и чистой рентабельности 11,7%.

## Крюковский ВСЗ

Bloomberg	KVBZ UK
Reuters	KVBZ.UAX
Текущая цена, UAH	29,79
MCap, USD mln	427,00
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Целевая цена, UAH	53,10
Потенциал роста, %	78,25
Free Float, %	11.0

	1M	12M	YTD
Доходность, %	-16,7	-12,5	-18,2
Min/Max		18,00/39,50	

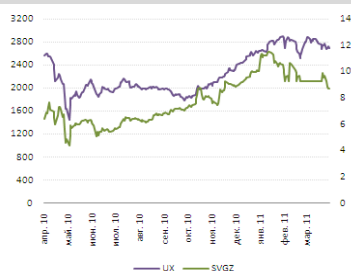
### Ключевые данные, (UAH млн.)

	2010	2011E	2012F
Доход	4 753,7	6 339,8	8 564,4
изменение	234,9%	33,4%	35,1%
ЕБИТДА	458,4	724,2	1 123,7
рентабельность	9,6%	11,4%	13,1%
ЕБИТ	423,0	682,9	1 074,4
Чистая прибыль	286,7	558,1	886,4
рентабельность	6,0%	8,8%	10,4%

### Мультипликаторы

EPS (UAH)	2,50	4,87	7,73
P/E (x)	11,60	5,96	3,75

### KVBZ vs UX, 12M



### Структура акционеров, %

Skinest Finants	25,2
Transbuilding Service Limited	25,0
ТЭКО Днепромелиз	24,9
Прочие	24,9

## Диверсификация - источник органического роста

Мы повышаем справедливую стоимость акций Крюковского ВСЗ до 53,10 гривен за акцию с 45,30 гривны, основываясь на повышении прогноза финансовых результатов компании. По нашей оценке Крюковский ВСЗ сохранит производство грузовых вагонов на уровне 9,0 – 9,1 тыс. единиц и удвоит производство пассажирских вагонов, что позволит увеличить продажи на 33,4% - до 6,339 млрд. гривен в 2011 и чистую рентабельность на 2,8 п.п. – до 8,8%. Наша модель Крюковского ВСЗ формирует рост выручки на 13,7% CAGR в 2010 – 2015 при средней рентабельности ЕБИТДА 12,4% и чистой рентабельности 9,8%. С начала года акции компании снизились в цене на 18,2% против роста Индекса UX на 10,1%. По ожиданиям 2011 года акции компании торгуются с мультипликатором EV/ЕБИТДА 4,66x и P/E 4.40x, что обеспечивает 42% потенциал роста. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Крюковского ВСЗ.

**Рентабельность восстанавливается.** Мы ожидаем рост чистой рентабельности до 8,8% в 2011 году с 6,0% в 2010 и среднюю рентабельность 9,8% в 2010 – 2015 г.г. По нашей оценке Крюковский ВСЗ увеличит выручку на 33,4% в 2011 году – до 6,339 млрд. гривен после 234,9% роста в 2010. Среднегодовой рост выручки в 2010 – 2015 г. г. составит 13,7%, которая составит 9,032 млрд. Рост ЕБИТДА в 2010 – 2015 г.г. составит 22,7% CAGR при средней рентабельности 12,4%.

**Пассажирский сегмент – драйвер роста выручки и рентабельности.** По нашей оценке Крюковский ВСЗ удвоит выпуск пассажирских вагонов в 2011 году – до 70 единиц и будет выпускать около 150 единиц в 2013 – 2015 г.г. Доля от реализации пассажирских вагонов и поездов метро в структуре дохода компании достигнет 16% с 6% по итогам 2010 года. Мы полагаем цены на грузовые вагоны перестанут расти после достижения отметки в 100 – 120 тыс. долл. в 2012 и повышение реализации пассажирских вагонов станет драйвером роста выручки компании в 2012 – 2015 г.г. При этом реализация пассажирских вагонов обеспечит рост чистой рентабельности на примерно 2 – 2,2 п.п.

**Загруженность мощностей сохранится на уровне 90%.** Крюковский ВСЗ завод продолжит работать со средней загруженностью мощностей около 90%, выпуская около 9,0 – 9,1 тыс. грузовых вагонов в год в 2011 – 2015 г.г. Спрос на грузовые вагоны в СНГ сохранится на уровне 80 – 90 тыс. грузовых вагонов в год, а рост производства у конкурентов позволит лишь сократить дефицит вагонов. На наш взгляд предприятие входит в число возможных основных поставщиков УЗ при реализации планов оператора по закупке 25 тыс. грузовых вагонов в ближайшие три года, однако неопределенность с финансированием делает сроки его реализации неопределенными.

**Оценка.** Мы устанавливаем справедливую стоимость акций компании 53,10 гривен за акцию, основываясь на результатах оценки методом DCF и сравнительного анализа. В своей оценке денежных потоков Крюковского ВСЗ, мы руководствуемся текущим финансовым положением компании, потенциалом роста доходов и средневзвешенной стоимостью капитала 15,6%. По результатам сравнительного анализа по ожиданиям 2011 года по мультипликаторам EV/ЕБИТДА 3,99x и P/E 6,12x, акции компании торгуются с дисконтом к международным аналогам 53% и 58% соответственно, что обеспечивает 78,3% потенциал роста от цены закрытия 22 апреля 2011 г.

## Стахановский ВСЗ

Bloomberg	SVGZ UK
Reuters	SVGZ.UAX
Текущая цена, UAH	8,85
МСар, USD mln	250,40
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Целевая цена, UAH	23,27
Потенциал роста, %	162,93
Free Float, %	10,00

	1M	12M	YTD
Доходность, %	-6,1	42,6	-7,9
Min/Max		4,38/11,499	

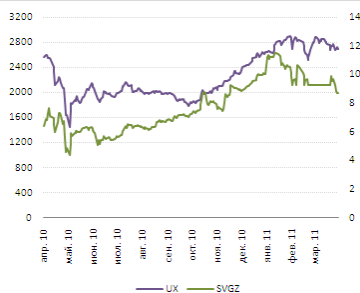
### Ключевые данные, (UAH млн.)

	2010	2011E	2012F
Доход	3 600,4	5 672,3	7 333,3
изменение	638,4%	57,5%	29,3%
ЕВITDA	382,9	840,7	1 141,8
рентабельность	14,2%	14,8%	15,6%
ЕВIT	363,4	816,3	1 113,5
Чистая прибыль	260,8	656,3	903,6
рентабельность	7%	11,6%	12,3%

### Мультипликаторы

EPS (UAH)	1,15	2,90	3,99
P/E (x)	7,81	3,10	2,25

### SVGZ vs UX, 12M



### Структура акционеров, %

«Финансы и Кредит»	90,0
Прочие	10,0

## Рост продолжается

Мы пересмотрели справедливую цену акций Стахановского ВСЗ в сторону повышения до 23,27 гривен за акцию с 10,96 гривны. В своей оценке мы отражаем позитивный взгляд на результаты компании в 2010 году и прогноз на 2011 – 2015 г. г. Наша модель обеспечивает рост чистой рентабельности до 11,6% в 2011 году на фоне 57,5% роста выручки и среднюю рентабельность чистой прибыли 11,8% в 2010 – 2015 г.г. Компания не испытывает дефицита литья в рамках исполнения контракта с «ВТБ-Лизинг» и намерена увеличить выпуск вагонов до 9,0 тыс. в 2011 после рекордного результата 7,4 тыс. в 2010. Инвестиции в размере 800 млн. гривен направлены на увеличение мощностей до 12,0 тыс. вагонов в год к 2013 году с текущих 9,0 тыс. Акции компании торгуются с дисконтом 70% и 75% по мультипликаторам EV/ЕВITDA 2.55x и P/E 3.76x по ожиданиям 2011 года, что формирует 115% потенциал роста после снижения на 10% с начала года. Мы устанавливаем рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций Стахановского ВСЗ с целевой ценой 23,27 гривен за акцию.

**Рентабельность продолжит расти.** По нашей оценке, Стахановский ВСЗ удвоит чистую рентабельность в 2011 году – до 11,6% на фоне роста выручки на 57,5% - до 5,672 млрд. гривен. Наша модель формирует рост выручки компании на 14,1% CAGR в 2010 – 2015 г.г. после шестикратного роста в 2010 году – до 3,6 млрд. гривен. Среднегодовые темпы роста ЕВITDA в 2010 – 2015 г.г. составят 18,8% при средней рентабельности 13,8%. Чистая прибыль компании вырастет на 25,0% CAGR в 2010 – 2015 г.г., а чистая рентабельность превысит докризисный уровень уже в 2011 году и составит 11,6%.

**Рост производства поддержит органический рост компании.** Мы считаем вполне реалистичным увеличение производства до 9,0 тыс. грузовых вагонов в 2011 году и до 10,0 тыс. в 2012. Стахановский ВСЗ завершил 2010 год с рекордным результатом 7,4 тыс. вагонов и продолжает наращивать производство. Мощности компании позволяют выпускать около 750 – 760 вагонов в месяц уже в 2010 году, а инвестиции в размере 800 млн. гривен в течение трех лет позволят увеличить мощности до почти 1,0 тыс. вагонов в месяц.

**Компания обеспечена литьем.** «ВТБ-Лизинг» еще в 2010 году законтрактовал необходимый объем литья, одновременно выкупив почти 8,0 тыс. или 650 грузовых вагонов ежемесячно у Стахановского ВСЗ. На фоне дефицита вагонного литья в СНГ и продолжающегося роста цен на него компания обеспечена крупным вагонным литьем благодаря контракту с «ВТБ-Лизинг» и мелким литьем – со стороны «АвтоКрАЗ». Таким образом, Стахановский ВСЗ сможет избежать проблем с обеспечением производства, которые возникали у других производителей вагонов в Украине в 2П2010.

**Оценка.** Мы устанавливаем справедливую стоимость акций компании 23,27 гривны за акцию, основываясь на результатах оценки методом DCF и сравнительного анализа. В своей оценке денежных потоков Стахановского ВСЗ, мы руководствуемся текущим финансовым положением компании, потенциалом роста доходов и средневзвешенной стоимостью капитала 17,3%. Акции Стахановского ВСЗ торгуются с дисконтом 63%, 76% и 79% по мультипликаторам P/S 0.35x, EV/ЕВITDA 2,00x и P/E 3,05x, рассчитанным по ожиданиям 2011 года, что обеспечивает 162,3% потенциал роста от цены закрытия 22 апреля 2011 г.

**Критерии присвоения рекомендаций**

<b>Потенциал роста</b>	<b>Рекомендация</b>
<b>более 20 %</b>	<b>Покупать</b>
<b>от – 20% до 20%</b>	<b>Держать</b>
<b>менее -20%</b>	<b>Продавать</b>

**Заверение аналитика.**

Каждый аналитик, который несет основную ответственность за содержание этого аналитического отчета в целом или его части, относительно каждой ценной бумаги или эмитента, упомянутых аналитиком в этом отчете утверждает, что: все высказанные мнения точно отображают его или ее личную точку зрения об указанных ценных бумагах или эмитентах; получаемое им или ей вознаграждение (и его составные) не является, не было и не будет прямо или опосредовано, связано с конкретными рекомендациями или взглядами, высказанными аналитиком в аналитическом отчете.

**Конфликт интересов.**

ООО «Sortis», его директора и работники или клиенты могут иметь или имели интерес или длинные / короткие позиции по ценным бумагам, указанным в этом отчете, и могут в любое время осуществлять операции по покупке и / или продаже таких ценных бумаг от собственного имени или в качестве посредника. ООО «Sortis» могло участвовать или участвовала на фондовом рынке в проведении операций с ценными бумагами, которые рассматриваются в этом отчете. Аналитики получают вознаграждение, основывающееся на различных факторах, включая: качество аналитики, отзывы инвесторов / клиентов, подбор акций, конкурентные факторы, доход фирмы и доход от предоставления инвестиционно-банковских услуг.

**Границы ответственности.**

Этот отчет не подлежит отправке и не предназначен для распространения или использования любым физическим или юридическим лицом, которое является гражданином или резидентом какого-либо штата, страны или другой юрисдикции, в которых такое распространение, публикация или использование противоречит закону или правилам, или в юрисдикции которых на ООО «Sortis» распространяются какие-либо требования относительно регистрации или лицензирования. Если другое отдельно не указано, все материалы, представленные в этом отчете, защищены авторским правом ООО «Sortis». Материалы, их содержание и копии не могут изменяться, передаваться, копироваться или распространяться другим лицам без предварительного письменного разрешения ООО «Sortis».

Информация и материалы, представленные в этом отчете, не должны рассматриваться как предложение или просьба предоставить предложение на продажу, покупку или подписку на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. ООО «Sortis» могло не предпринимать каких-либо мер для того, чтобы удостовериться, что ценные бумаги, упомянутые в этом отчете, являются подходящими для какого-либо конкретного инвестора. ООО «Sortis» не будет считать получателей своими клиентами на основании того, что они получили этот отчет. Инвестиции или услуги, содержащиеся или упомянутые в этом отчете, могут быть неподходящими для Вас, и если Вы сомневаетесь относительно таких инвестиций или инвестиционных услуг, мы рекомендуем проконсультироваться у независимого инвестиционного консультанта.

Информация и мнения, представленные в этом отчете, были получены или выведены из источников, которые ООО «Sortis» считает надежными, но ООО «Sortis» не утверждает, что они являются достоверными или исчерпывающими. Дополнительная информация может быть предоставлена по запросу. ООО «Sortis» не несет ответственности за убытки, понесенные в результате использования информации, представленной в этом отчете, за исключением ответственности за особые положения и предписания, которые могут быть применены к ООО «Sortis». Этот отчет не может заменить независимую оценку. Прошлые показатели не могут считаться индикатором или гарантией будущих показателей, и ни одно из утверждений или гарантий, которые высказаны или подразумеваются, не относится к будущим показателям. Информация, мнения и предположения, содержащиеся в этом отчете, отображают оценку на дату его фактической публикации ООО «Sortis» и подвержены изменениям, о которых может не сообщаться. Цена, стоимость и доход от каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в этом отчете, может как снижаться, так и расти. Стоимость ценных бумаг и финансовых инструментов зависит от колебания обменного курса, который может оказывать позитивное или неблагоприятное влияние на цену или доход от таких ценных бумаг или финансовых инструментов.

Некоторые инвестиции, обсуждаемые в этом отчете, подвержены резким изменениям. Высокая изменчивость инвестиций может привести к внезапным и большим падениям их стоимости, что повлечет за собой убытки при их реализации.

Некоторые инвестиции могут не быть быстро продаваемыми и продажа или реализация таких инвестиций может вызывать трудности, так же для Вас может оказаться сложным получить достоверную информацию о стоимости или рисках, которым подвержены такие инвестиции.

**ООО «Sortis»**

## ИК Sortis

ул. Саксаганского, 119, оф. 23  
г. Киев, Украина, 03032

тел./факс: +380 44 220 20 24  
220 12 34

e-mail: [research@sortis.com.ua](mailto:research@sortis.com.ua)  
[www.sortis.com.ua](http://www.sortis.com.ua)