

Прогноз на 2008 год

Железнодорожное вагоностроение

от 21 января 2008 г.

Обзор сектора

Оценивая перспективы вагоностроительной группы в 2008 году, мы сосредоточились на наиболее интересных, с точки зрения инвестирования, бумагах: акциях Крюковского (KVBZ) и Стахановского вагонзаводов (SVGZ), а также родственных Азовобщеша (AZGM) и Мариупольтяжмаша (MZVM). Анализируя историческое наследие года 2007-го нельзя не вспомнить про прожорливый рост фондового рынка, который держал в напряжении аналитиков, беспрецедентно быстро «поедая» установленные ими апсайды и заставляя их пересматривать свои таргеты по несколько раз в квартал. Такой существенный и повсеместный рост, привел к ситуации, когда прежде интересные бумаги кажутся слишком дорогими, а «вкладывать все равно во что-то нужно».

На одной волне со многими другими бумагами значительно выросли в цене и компании «вагонной» группы. Так, капитализация KVBZ увеличилась на 314%, AZGM на 255%, а MZVM на 213%. Единственными явно диссонирующими с сектором бумагами оказались акции Стахановского вагонзавода, завершившего год с 6%-ным уменьшением капитализации (что теоретически может послужить дополнительным фактором роста SVGZ в ближайшем будущем). В сложившейся на отечественном фондовом рынке ситуации, когда при ограниченном предложении бумаг происходит рост внутреннего и внешнего спроса, участники рынка вынуждены еще усерднее выискивать эмитентов с наиболее прозрачным и многообещающим будущим, чтобы в условиях назревающего разогрева рынка снизить возможные риски. Мы склонны относить вагоностроителей именно к такому классу даже, несмотря на существенный прирост их котировок за последнее время. Главные поводы для оптимизма мы находим в факторах двух типов: общеотраслевых и индивидуальных.

Основополагающий общеотраслевой фактор – это чрезвычайно благоприятная конъюнктура, сложившаяся на рынке ж/д транспорта. Среди ключевых драйверов роста данного рынка выделим следующие:

- значительный рост экономик России и Украины, в частности, промышленного и торговых секторов, развитие которых во многом зависит от количественного и качественного роста грузового подвижного состава;
- несмотря на то, что в последнее время в структуре рынка грузоперевозок несколько увеличилась доля трубопроводов, железная дорога остается основным видом транспорта в силу неразвитости дорожных сообщений;
- реформирование железнодорожной отрасли в России, призванное поддержать коммерческие инициативы частных собственников ж/д транспорта. Кроме того, потенциальные покупатели вагонов, дополнительно простимулированы развитием рынка лизинговых услуг.

По нашим оценкам количество новых вагонов, необходимое для удовлетворения потребностей растущих экономик России и Украины составит до 2010 около 15% от текущего российско-украинского парка. Еще один дополнительный фактор роста выпуска вагонов – это 34%-ая изношенность подвижного состава. В сумме, совокупные потребности России и Украины составят до 2010 года более 250 тыс. вагонов (50% текущего парка). Столь огромные нужды, теоретически позволяют «на полную» загрузить производственные мощности всех без исключения вагоностроительных компаний на ближайшие 3-5 лет. Однако даже такой невероятно высокий прирост производства едва ли сможет покрыть ожидаемый дефицит вагонов.

Индивидуальные факторы роста, мы выделяем по средствам фундаментального и технического анализа каждой компании. Перечень индивидуальных факторов для анализируемых компаний представлен ниже.

Крюковский вагонзавод (KVBZ)

Текущая цена: \$7,2

Таргет: \$10-12

Рекомендация: BUY

Метод DCF

Таргет на 2008 год, полученный методом DCF равен \$10 за акцию (42% upside). При прогнозировании будущих денежных потоков, мы принимали во внимание общеотраслевые факторы (ожидаемый рост производства). Однако для сохранения должной доли пессимизма не учитывались дополнительные возможности завода, которые теоретически поднимают апсайд по бумаге до 80%:

- возможная закупка в 2008-2009 годах 150-200 пассажирских вагонов Укразализницей на сумму порядка USD 100-150 млн.;
- возможное производство в 2008 году 80 вагонов для Киевского метрополитена на сумму порядка USD 40-50 млн.;
- положительный эффект от инвестиционной программы в энергосбережение, результат которой, как ожидается, будет выражен увеличением рентабельности.

Сравнение с зарубежными аналогами

По результатам сравнения компании с зарубежными аналогами был получен таргет на 2008 год в размере \$5,46 за акцию. Для сравнения мы в равных долях использовали мультипликаторы EV/S, EV/EBIT и P/E. Несмотря на то, что согласно данной оценке бумага кажется переоцененной, мы считаем необходимым учитывать премию за нарастающий в Украине и России дефицит на производимую заводом продукцию.

Сравнение с украинскими аналогами

Сравнение с украинскими среднерыночными мультипликаторами дает целевую цену KVBZ в размере \$7,78 за акцию. Внутригрупповая сравнительная оценка, построенная по четырем анализируемым бумагам, равна \$9,8 за акцию. (При расчете групповой оценки мы отбросили мультипликатор P/E с тем, чтобы сгладить эффект трансфертного ценообразования, применяемого на Азовобщеша и Мариупольтяжмаше).

Настоящий прогноз не должен рассматриваться как обязательство ИФК «АРТ-Капитал» покупать или продавать акции, однако ИФК «АРТ-Капитал» оставляет за собой право иметь открытые позиции в упомянутых в отчете ценных бумагах. Приведенные сведения были получены из различных источников, считающихся надежными, однако мы не гарантируем их полноту или точность. Хотя мы считаем рекомендации, приведенные в настоящем отчете, правильными, инвесторы должны принимать решения самостоятельно. ИФК «АРТ-Капитал» не несет ответственность за прямые или косвенные потери в результате действий, основанных на сведениях, приведенных в этом отчете. Воспроизведение этого отчета или его части без согласования с ИФК «АРТ-Капитал» запрещено. ©2008, ИФК «АРТ-Капитал».

Стахановский вагонзавод (SVGZ)

Текущая цена: \$10,5
Таргет: \$12 (с последующим пересмотром)
Рекомендация: SPECULATIVE BUY

Метод DCF

Таргет на 2008 год, полученный методом DCF равен \$11,6 за акцию (11% upside). Дополнительные возможности завода связаны с перспективой вывода компании на IPO (что в свое время отразилось скачком котировок на акции принадлежащего тем же собственникам что и SVGZ Полтавского ГОКа). Кроме того, вероятный выход компании на IPO даст ей возможность привлекать дешевые кредиты в иностранных финансовых учреждениях, что положительно отразится на оценке DCF.

Сравнение с зарубежными аналогами (см. комментарии по KVBZ)

По итогам сравнения компании с зарубежными аналогами мы получили целевой ориентир на 2008 год в размере \$6,2 за акцию.

Сравнение с украинскими аналогами (см. комментарии по KVBZ)

Сравнение SVGZ с украинскими среднерыночными мультипликаторами дает целевую цену – \$8,3 за акцию. Внутригрупповая сравнительная оценка, построенная по четырем анализируемым бумагам, равна \$12,48 за акцию.

Мариупольтяжмаш (MZVM)

Текущая цена: \$30
Таргет: \$60
Рекомендация: BUY

Метод DCF

Мы вынуждены признать, что систематически занижали таргеты по MZVM из-за того, что основывали наши оценки на исторической рентабельности операционной прибыли завода, упустив из внимания тот факт, что на предприятии (равно, как и на AZGM) действует схема трансфертного ценообразования через ЗАО «Торговый дом Азовгазмаш». Используя вместо исторической среднеотраслевою рентабельность – 12%, взятую по секторам ж/д-машиностроения и тяжелого машиностроения, мы получили таргет размером \$67 за акцию (123% upside).

К индивидуальным факторам роста котировок компании мы относим следующие:

- диверсифицированный ассортимент выпускаемой продукции, которые включает не только полувагоны и цистерны, но и крановое и металлургическое оборудования (конверторы), крупнотоннажные грузовые грузовых платформы, а также горнодобывающее оборудование;
- наличие собственных металлургических активов (АО «Азовэлектросталь») в структуре Азовмаша уменьшает чувствительность MZVM к росту мировых цен на металл;
- принадлежность 50+1% акций компании государству, защищает миноритарных собственников от размытия их доли вследствие доп. эмиссии;
- уверенные рыночные позиции: чистый доход MZVM является самым большим в группе.

Сравнение с зарубежными аналогами (см. комментарии по KVBZ)

По результатам сравнения компании с зарубежными аналогами был получен таргет на 2008 год в размере \$28 за акцию. Для сравнения с зарубежными аналогами мы использовали мультипликатор EV/S, так как мультипликаторы прибылей существенно занижают сравнительную оценку вследствие неестественно низкой «трансфертной» рентабельности MZVM.

Сравнение с украинскими аналогами

Сравнение с украинскими среднерыночными мультипликаторами дает целевую цену MZVM в размере \$36 за акцию. Внутригрупповая сравнительная оценка, построенная по четырем анализируемым бумагам, равна \$32 за акцию. (При расчете групповой оценки мы в равных долях использовали мультипликаторы EV/S, EV/EBIT).

Азовобцемаш (AZGM)

Текущая цена: \$11,8
Таргет: \$14 (с последующим пересмотром)
Рекомендация: SPECULATIVE BUY

Метод DCF

Аналогичные рассуждения, что и в случае с MZVM приводят к DCF-таргету в размере \$16 за акцию.

Индивидуальные факторы роста, фактически, те же, что и Мариупольтяжмаша.

Сравнение с зарубежными аналогами (см. комментарии по MZVM)

По результатам сравнения компании с зарубежными аналогами был получен таргет на 2008 год в размере \$9,07 за акцию.

Сравнение с украинскими аналогами

Сравнение с украинскими среднерыночными мультипликаторами дает целевую цену AZGM в размере \$10,8 за акцию. Внутригрупповая сравнительная оценка, построенная по четырем анализируемым бумагам, равна \$11 за акцию. (При расчете групповой оценки мы в равных долях использовали мультипликаторы EV/S, EV/EBIT).