

## Вагоностроение

### Крюковский ВСЗ

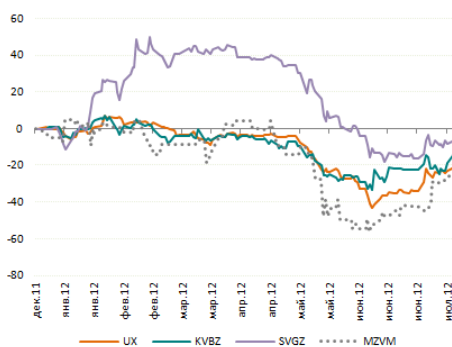
Тикер	KVBZ.UAX
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена	18,87
Целевая цена	41,88
Потенциал роста, %	124,4
Капитализация, млн. грн	2 139,90
Free float, %	11,00
P/S 12E	0,33x
EV/EBITDA 12E	1,95x
P/E 12E	3,24x
eps 12E	5,95

### Стахановский ВСЗ

Тикер	SVGZ.UAX
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Цена	2,88
Целевая цена	9,66
Потенциал роста, %	242,6
Капитализация, млн. грн	638,40
Free float, %	12,80
P/S 12E	0,18x
EV/EBITDA 12E	1,19x
P/E 12E	4,55x
eps 12E	0,62

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

### Динамика UX и акций сектора, YTD



Источник: Thomson-Reuters, расчеты Sortis

## Оценка пессимизма

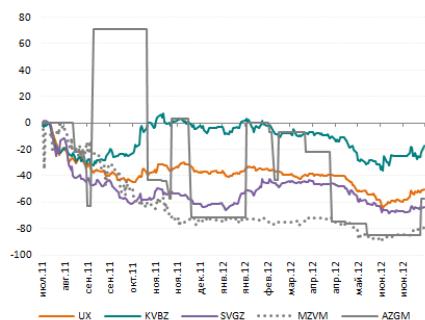
Мы снизили справедливые цены вагоностроительных предприятий, отражая рост стоимости капитала украинских акций и корректировку производственных показателей на 2012 – 16 г.г., но сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций Крюковского и Стахановского ВСЗ. Эскалация долгового кризиса в Еврозоне в 1П2012 привела к росту доходности украинских ОВГЗ и сохранению стоимости CDS на украинские еврооблигации в коридоре 800 – 850 б. п., что привело к росту средневзвешенной стоимости капитала Крюковского и Стахановского ВСЗ. Акции Крюковского и Стахановского ВСЗ показали разнонаправленную динамику, как с начала года, так и за последние 52 недели. После снижения на 64,6% от годового максимума, акции Стахановского ВСЗ потеряли лишь 7,2% с начала года, в то время как капитализацию Крюковского ВСЗ на 0,6% выше уровня годичной давности, но на 18,9% ниже показателя на начало года. Вместе с тем акции вагоностроительных заводов с начала года были лучше рынка, потерявшего 25,3% по UX. Кроме долгового кризиса в Еврозоне акции Крюковского и Стахановского ВСЗ оказались под давлением негативных ожиданий падения спроса на продукцию, аналогичного 2009 году, проблем с обеспеченностью литьем и растущих рисков работы на российском рынке. Мы полагаем ожидаемый приход российского инвестора в капитал Крюковского ВСЗ и решений юридических формальностей в контроле над CKD Kutná Hora, а также диверсификация продуктовой линейки Стахановского ВСЗ снимают часть негатива с акций вагоностроительных компаний, а смена настроений на рынках станет триггером для восстановления котировок к справедливым уровням.

**Крюковский ВСЗ – снижение вслед за пассажирским сегментом.** Мы снизили справедливую стоимость акции Крюковского ВСЗ до 41,88 гривны за акцию с 46,42 гривен, отражая ухудшение прогноза операционных и финансовых результатов. Мы подтверждаем прогноз производства около 10,0 тыс. грузовых вагонов до 2016 года, но снижаем прогноз выпуска пассажирских вагонов до 20,1% CAGR в 2011-15 г.г. против 39,9% в предыдущей оценке, что предполагает ежегодный выпуск 70 вагонов начиная с 2013 года. Прогноз роста выручки в интервале 2011-16 г.г. снижен на 5,4 п.п. – до 5,7%, EBITDA – на 7,4 п.п. – до 0,6% и чистой прибыли на 5,4 п.п. – до 3,4%. Средняя рентабельность EBITDA по нашей оценке составит 12,0% против 13,0% ранее и чистая рентабельность 9,8% против 10,5%. Прогноз финансовых результатов на 2012 формирует EV/EBITDA 1,95x и P/E 3,24x, что соответствует дисконту 75% и 73% к международным аналогам. На наш взгляд приход российского инвестора в капитал Крюковского ВСЗ поддержит позиции завода на рынке РФ на фоне расширения мощностей российских предприятий, а также создания отраслевых протекционистских объединений. Мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций Крюковского ВСЗ с потенциалом роста 124,4% от цены закрытия 20 июля.

**Стахановский ВСЗ – эффект низкой базы.** Недостаток комплектующих в 1П2012 привел к снижению объемов производства на Стахановском ВСЗ на 34% г/г – до 1,3 тыс. вагонов. Вопреки ожиданиям в 1П2012 не удалось организовать поставки литья в необходимом объеме с CKD Kutná Hora, и мы сократили годовой прогноз выпуска грузовых вагонов до 6,3 тыс. с 9,0 тыс. Мы также считаем, что планы Стахановского ВСЗ по расширению мощностей до 12,0 тыс. вагонов в год не будут реализованы в указанные сроки и устанавливаем целевой уровень 10,0 тыс. вагонов, который будет достигнут в 2014 году. Мы снизили прогноз финансовых результатов на 2012 и -13 г.г. на 35,4% и 26,1% для выручки, 58,0% и 33,0% – для EBITDA и 65,8% и 36,6% для чистой прибыли. Вместе с тем мы обращаем внимание на более высокие среднегодовые темпы роста в 2011-15 г.г. из-за эффекта низкой базы. Мы также выделяем расширение видов реализуемой продукции в 1П2012 за счет хопперов-минераловозов, магистральных думпбаров и платформ, что положительно отразится на загруженности мощностей по мере насыщения спроса на рынке полувагонов. Мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций Стахановского ВСЗ с целевой ценой 9,66 гривен за акций, что формирует потенциал роста 242,6% от цены закрытия 20 июля 2012.

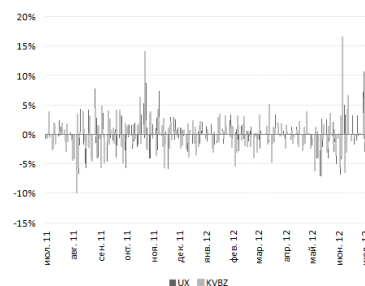
## Динамика акций сектора

### Доходность UX vs акции сектора, 12м



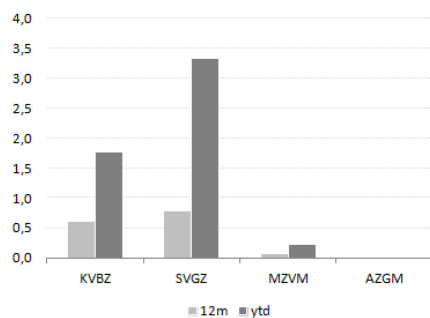
Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

### Волатильность дневной доходности KVBZ



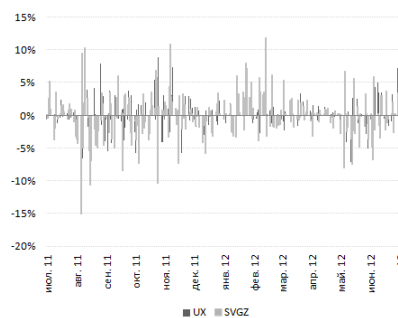
Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

### Среднедневной оборот по акциям (млн. грн.)



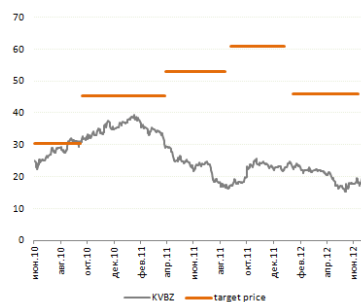
Источник: UX, расчеты Sortis

### Волатильность дневной доходности SVGZ



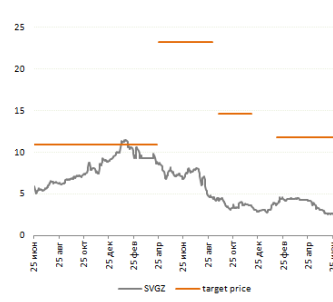
Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

### История оценки KVBZ



Источник: UX, расчеты Sortis

### История оценки SVGZ

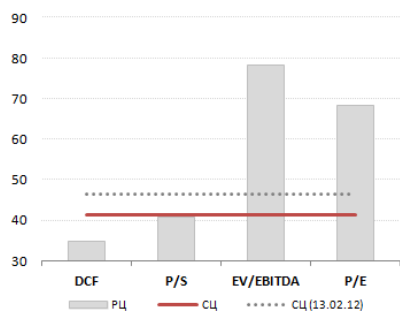


Источник: UX, расчеты Sortis

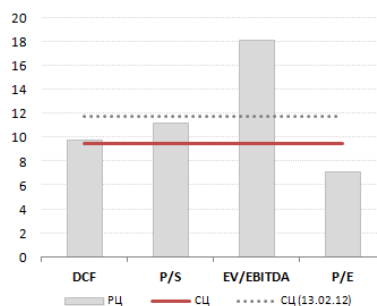
## Результаты оценки

При расчете справедливых цен (СЦ) акций Крюковского и Стахановского ВЗ, мы в равных долях используем результаты оценки с использованием метода дисконтирования денежных потоков (DCF) и сравнительного анализа. В расчете справедливой цены акций вагоностроительных предприятий с использованием сравнительных мультипликаторов, мы акцентируем внимание на мультипликаторах «цена/прибыль» и «стоимость предприятия/прибыль до вычета финансовых расходов, налогов и амортизации» на основе ожиданий финансовых результатов в 2012 году и прогноза на 2013 год. В результате мы устанавливаем справедливую цену акций Крюковского ВЗ – 41,88 гривны за акцию, снизив на 9,8% нашу предыдущую оценку 46.42 гривны за акцию от 13 февраля 2012 года. Мы снизили на 17,8% справедливую цену акций Стахановского ВЗ – до 9,66 гривны за акцию (предыдущая оценка – 11,75 гривны за акцию от 13 февраля 2012). По результатам оценки, мы подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ для акций Крюковского и Стахановского ВЗ с потенциалом роста 124,4% и 242,6% соответственно от цены закрытия 20 июля 2012 года.

Справедливая цена акций Крюковский ВЗ, грн



Справедливая цена акций Стахановский ВЗ, грн



Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

## Оценка DCF – Крюковский ВСЗ

Мы повысили безрисковую ставку в нашей модели DCF до 14,0% с 10,00% и оставили без изменений премию за риск инвестирования в акции Крюковского ВСЗ – 9,00%, что учитывает премию за риск инвестирования в украинские акции и в акции данного эмитента с учетом нашей оценки корпоративного управления и рискованности бизнес модели. Эффективная ставка налога на прибыль для компании составит 17% в интервале 2011 - 15 г.г. и 16% в терминальном периоде. Средневзвешенная стоимость капитала Крюковского ВСЗ составляет 22,64%. Темпы роста прибыли в период, следующий за оценочным, составят 2%.

### Модель DCF

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Операционная прибыль	842	857	854	895	820
Налог на прибыль	152	146	137	143	131
Посленалоговая операционная прибыль	691	711	717	751	689
Амортизация	51	59	65	69	73
<b>Валовый денежный поток</b>	<b>742</b>	<b>771</b>	<b>782</b>	<b>821</b>	<b>762</b>
Изменение рабочего капитала	-132	-132	-96	-62	-13
Капитальные затраты	-150	-200	-150	-100	-80
<b>Валовые инвестиции</b>	<b>-282</b>	<b>-332</b>	<b>-246</b>	<b>-162</b>	<b>-93</b>
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>460</b>	<b>439</b>	<b>537</b>	<b>658</b>	<b>668</b>

Источник: расчеты Sortis

Расчет средневзвешенной ст-ти капитала	2012-16	TV
Безрисковая ставка	14,00%	8,00%
Бета	0,97	1,0
Премия за риск	9,00%	4,50%
Стоимость капитала	22,73%	12,50%
Премия за кредитный риск	800bps	450bps
Стоимость долга	22,00%	10,00%
Эффективная ставка налога	17,00%	16,00%
Долг	2,00%	40,00%
Капитал	98,00%	60,00%
<b>Средневзвешенная ст-ть капитала</b>	<b>22,64%</b>	<b>10,86%</b>

Расчет "справедливой" цены акций	
ЧПС в оценочном периоде (2010-15)	1 489,5
ПС терминальной стоимости	2 495,3
<b>Стоимость предприятия</b>	<b>3 984,7</b>
Чистый долг	17,6
Доля миноритариев	0,0
"Справедливая" стоимость компании	4 002,4
Кол-во акций, млн.	114,7
<b>"Справедливая" цена (грн.)</b>	<b>34,90</b>

Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

По результатам оценки акций Крюковского ВСЗ методом дисконтированных денежных потоков в интервале 2012 – 16 г.г., стоимость акций на последующие 12 месяцев составляет 34,90 гривны, что на 14,2% ниже оценки от 13 февраля 2012. Расчетная цена формирует потенциал роста 87,0% от цены закрытия 20 июля 2012 года.

## Оценка DCF – Стахановский ВСЗ

Мы повысили безрисковую ставку в нашей модели DCF до 14,00% с 10,00%, отражая рост средневзвешенной доходности ОБГЗ в 1П2011. Премия за риск инвестирования в акции Стахановского ВСЗ составляет 9,00%, что учитывает премию за риск инвестирования в украинские акции и в акции данного эмитента с учетом нашей оценки корпоративного управления и рискованности бизнес модели. Эффективная ставка налога на прибыль для компании составит 17% в интервале 2010 - 15 г.г. и 16% в терминальном периоде. Средневзвешенная стоимость капитала Стахановского ВСЗ составляет 23,74%. Темпы роста прибыли в период, следующий за оценочным, составят 2%.

### Модель DCF

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Операционная прибыль	212	449	837	756	875
Налог на прибыль	38	76	134	121	140
Посленалоговая операционная прибыль	174	373	703	635	735
Амортизация	28	32	34	36	38
<b>Валовый денежный поток</b>	<b>203</b>	<b>405</b>	<b>737</b>	<b>672</b>	<b>772</b>
Изменение рабочего капитала	179	-563	-797	17	-361
Капитальные затраты	-100	-100	-50	-50	-30
<b>Валовые инвестиции</b>	<b>79</b>	<b>-663</b>	<b>-847</b>	<b>-33</b>	<b>-391</b>
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>282</b>	<b>-258</b>	<b>-110</b>	<b>639</b>	<b>381</b>

Источник: расчеты Sortis

Расчет средневзвешенной ст-ти капитала	2012-16	TV
Безрисковая ставка	14,00%	8,00%
Бета	1,15	1,0
Премия за риск	9,00%	4,50%
Стоимость капитала	24,35%	12,50%
Премия за кредитный риск	800bps	450bps
Стоимость долга	22,00%	12,50%
Эффективная ставка налога	17,00%	16,00%
Долг	10,00%	40,00%
Капитал	90,00%	60,00%
<b>Средневзвешенная ст-ть капитала</b>	<b>23,74%</b>	<b>11,70%</b>

Расчет "справедливой" цены акций	
ЧПС в оценочном периоде (2010-15)	405,1
ПС терминальной стоимости	1 804,5
<b>Стоимость предприятия</b>	<b>2 209,7</b>
Чистый долг	1,8
Доля миноритариев	0,0
"Справедливая" стоимость компании	2 211,5
Кол-во акций, млн.	226,4
<b>"Справедливая" цена (грн.)</b>	<b>9,77</b>

Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

По результатам оценки акций Стахановского ВСЗ методом дисконтированных денежных потоков в интервале 2012 – 16 г.г., стоимость акций на последующие 12 месяцев составляет 9,77 гривны, что на 239,2% выше цены закрытия 20 июля. Расчетная цена от 23 июня на 1,3% ниже расчетной цена от 13 февраля 2012 – 9,89 гривны за акцию.

## Сравнительная оценка

При проведении сравнительного анализа акций Крюковского и Стахановского ВЗЗ мы используем мультипликаторы выручки, EBITDA и чистой прибыли в 2011 – 13 г.г. для аналогов на развивающихся и развитых рынках. Для того, чтобы отразить наш позитивный взгляд на прибыльность вагоностроительных предприятий, при расчете справедливой цены, мы присваиваем больший удельный вес мультипликаторам «цена/прибыль» и «стоимость предприятия/прибыль до вычета финансовых расходов, налогов и амортизации» в сравнении с мультипликатором «цена/выручка».

## Сравнительные мультипликаторы Крюковский, Стахановский ВЗЗ и аналоги

		MCap, USD		P/S			EV/EBITDA			P/E		
Компания		Страна	mm	2011	2012O	2013П	2011	2012O	2013П	2011	2012O	2013П
KVBZ UK	Крюковский ВЗЗ	UK	276,7	0,36x	0,33x	0,31x	1,86x	1,95x	1,91x	3,27x	3,24x	3,09x
SVGZ UK	Стахановский ВЗЗ	UK	79,8	0,18x	0,18x	0,13x	1,09x	1,19x	0,59x	4,04x	4,55x	1,90x
MZVM UK	Мариупольских ЗТМ	UK	7,6	0,06x	0,02x	0,03x	отр.	9,75x	12,68x	отр.	отр.	2,52x
LTPL UK	Лугансктепловоз	UK	49,3	0,74x	0,46x	0,25x	24,92x	17,14x	7,15x	отр.	5,06x	3,03x
AZGM UK	Азовобщесмаш	UK	17,4	0,07x	0,02x	0,02x	отр.	4,42x	2,45x	отр.	87,74x	0,42x
медиана				0,18x	0,18x	0,13x	1,86x	4,42x	2,45x	3,65x	4,80x	2,52x
RAIL US	FREIGHTCAR AMERICA INC	US	245,4	1,79x	0,84x	0,56x	отр.	61,95x	8,78x	отр.	отр.	16,45x
GBX US	GREENBRIER COMPANIES INC	US	394,6	0,51x	0,30x	0,25x	14,69x	10,22x	7,11x	отр.	23,35x	7,52x
BKN AU	BRADKEN LTD	AU	743,8	0,68x	0,63x	0,58x	9,07x	7,88x	7,28x	10,25x	8,13x	7,29x
WAB US	WABTEC CORP	US	3 689,2	2,46x	2,13x	1,98x	11,92x	10,08x	8,75x	30,05x	23,45x	20,28x
IOCJY US	IOCHPE MAXION S.A.-SP ADR	BZ	976,2	0,84x	0,75x	5,14x	8,88x	7,61x	19,03x	18,42x	12,85x	12,68x
CAF SM	CONSTRUCC Y AUX DE FERROCAR	SP	1 806,7	0,83x	0,76x	0,71x	5,59x	5,00x	4,70x	9,59x	9,07x	8,15x
VOS GR	VOSSLOH AG	GE	1 552,4	0,80x	0,77x	0,72x	8,42x	7,76x	7,20x	11,34x	11,00x	10,31x
7122 JP	KINKI SHARYO CO LTD	JN	222,7	0,35x	0,37x	0,43x	2,42x	2,56x	4,94x	6,76x	9,01x	9,01x
7012 JP	KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	JN	6 210,5	0,41x	0,39x	0,39x	9,87x	8,47x	7,96x	21,00x	16,14x	16,14x
медиана				0,80x	0,75x	0,58x	8,98x	7,88x	7,28x	11,34x	11,92x	10,31x
премия/дисконт												
KVBZ UK	Крюковский ВЗЗ			-55%	-56%	-47%	-79%	-75%	-74%	-71%	-73%	-70%
SVGZ UK	Стахановский ВЗЗ			-77%	-76%	-78%	-88%	-85%	-92%	-64%	-62%	-82%

Источник: Thomson-Reuters расчеты Sortis

**Крюковский ВЗЗ.** По результатам сравнительного анализа по ожиданиям 2012 года по мультипликаторам P/S 0.33x, EV/EBITDA 1,95x и P/E 3,24x, акции компании торгуются с дисконтом к международным аналогам 56%, 69% и 73% соответственно. По результатам сравнительного анализа, мы устанавливаем справедливую стоимость акций Крюковского ВЗЗ – 48,86 гривны. Потенциал роста от цены закрытия 20 июля 2012 г. составляет 161,8%.

**Стахановский ВЗЗ.** Акции Стахановского ВЗЗ торгуются с дисконтом 76%, 85% и 62% по мультипликаторам P/S 0.18x, EV/EBITDA 1,19x и P/E 4,55x, рассчитанным по ожиданиям 2012 года. Результаты сравнительного анализа формируют справедливую цену акции компании 9,55 гривны, что обеспечивает 231,6% потенциал роста от цены закрытия 20 июля 2012 г.

## Основные изменения в допущениях к оценке

## Изменения в прогнозе финансовых результатов Крюковский ВЗ

	2011		2012		2013		CAGR11-15, %			
		старый	новый	% (п.п.)	старый	новый	%	старый	новый	п.п.
Чистй доход	6 176,6	5 838,1	6 636,2	13,7	6 647,5	7 163,2	7,8	11,1	5,7	-5,4
г/г, %	41,6	-5,5	7,4	12,9	13,9	7,9	-5,9	-	-	-
EBITDA	941,1	801,9	893,6	11,4	893,5	916,5	2,6	8,0	0,6	-7,4
г/г, %	62,8	-14,8	-5,0	9,7	11,4	2,6	-8,9	-	-	-
Операционная прибыль	895,8	752,6	842,3	11,9	838,2	857,2	2,3	7,7	0,0	-7,7
г/г, %	66,5	-16,0	-6,0	10,0	11,4	1,8	-9,6	-	-	-
Чистая прибыль	677,3	635,9	682,4	7,3	720,4	716,3	-0,6	8,8	3,4	-5,4
г/г, %	129,0	-6,1	0,8	6,9	13,3	5,0	-8,3	-	-	-
Рентабельность EBITDA, %	15,2	13,7	13,5	-0,3	13,4	12,8	-0,6	-	-	-
Чистая рентабельность, %	11,0	10,9	10,3	-0,6	10,8	10,0	-0,8	-	-	-

Источник: Компания, расчеты Sortis

## Изменения в прогнозе финансовых результатов Стахановский ВЗ

	2011		2012		2013		CAGR11-15, %			
		старый	новый	% (п.п.)	старый	новый	%	старый	новый	п.п.
Выручка	3 498,1	5 575,7	3 604,3	-35,4	6 814,7	5 034,6	-26,1	16,9	19,4	2,5
г/г, %	21,5	59,4	3,0	-56,4	22,2	39,7	17,5	-	-	-
EBITDA	263,5	572,8	240,7	-58,0	718,6	481,8	-33,0	25,0	31,7	6,7
г/г, %	-8,6	117,4	-8,6	-126,1	25,4	100,1	74,7	-	-	-
Операционная прибыль	239,1	544,5	212,4	-61,0	686,3	449,5	-34,5	26,1	33,4	7,2
г/г, %	-11,2	127,7	-11,2	-138,9	26,0	111,6	85,6	-	-	-
Чистая прибыль	158,1	409,9	140,4	-65,8	530,0	335,8	-36,6	26,3	40,2	13,9
г/г, %	-40,6	159,4	-11,2	-170,5	29,3	139,2	109,9	-	-	-
Рентабельность EBITDA, %	7,5	10,3	6,7	-3,6	10,5	9,6	-1,0	-	-	-
Чистая рентабельность, %	4,5	7,4	3,9	-3,5	7,8	6,7	-1,1	-	-	-

Источник: Компания, расчеты Sortis

## Изменения в прогнозе производственных результатов Крюковский ВЗ

	2011		2012		2013			CAGR11-15, %		
	старый	новый	% (п.п.)	старый	новый	%	старый	новый	п.п.	
Грузовые вагоны, тыс. ед	10,5	10,0	10,0	0,0	10,0	10,0	0,0	-1,2	-1,2	0,0
г/г, %	15,4	-4,8	-4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Пассажирские вагоны	28,0	60	60,0	0,0	110	60,0	-45,5	25,7	52,1	26,4
г/г, %	-26,3	114,3	114,3	0,0	83,3	0,0	-83,3	-	-	-

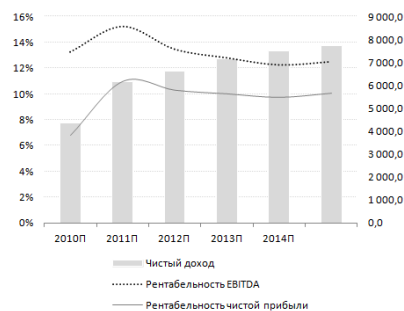
Источник: Компания, расчеты Sortis

## Изменения в прогнозе производственных результатов Стахановский ВЗ

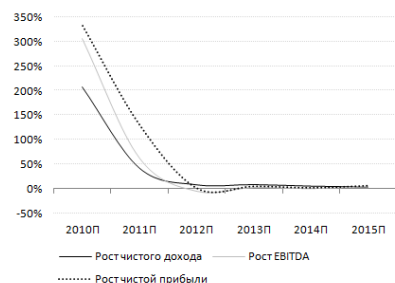
	2011	2012			2013			CAGR11-15, %		
	старый	новый	% (п.п.)	старый	новый	%	старый	новый	п.п.	
Грузовые вагоны, тыс. ед	6,8	9,0	6,3	-30,0	10,0	8,0	-20,0	10,1	10,1	0,0
г/г, %	15,4	32,2	0,0	-32,2	11,1	0,0	-11,1	-	-	-

Источник: Компания, расчеты Sortis

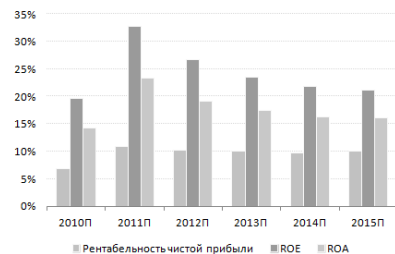
## Выручка и рентабельность, млн. грн



## Темпы роста, %



## Рентабельность, %



## Финансовые данные Крюковский ВСЗ

Отчет о прибыли и убытках, млн. гривен	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Чистый доход</b>	<b>4 362,0</b>	<b>6 176,6</b>	<b>6 636,2</b>	<b>7 163,2</b>	<b>7 504,3</b>	<b>7 717,8</b>
Себестоимость реализованной продукции	-3 618,7	-4 909,5	-5 465,6	-5 929,1	-6 255,7	-6 417,0
Валовая прибыль/убыток	743,3	1 267,2	1 170,6	1 234,2	1 248,6	1 300,8
Административные расходы и расходы на сбыт	-129,8	-157,7	-223,5	-263,9	-276,5	-284,3
Прочие операционные доходы/расходы	-75,4	-213,7	-104,8	-113,1	-118,5	-121,9
<b>EBITDA</b>	<b>578,1</b>	<b>941,1</b>	<b>893,6</b>	<b>916,5</b>	<b>918,9</b>	<b>963,9</b>
Амортизация	40,0	45,3	51,3	59,3	65,3	69,3
<b>Операционная прибыль</b>	<b>538,1</b>	<b>895,8</b>	<b>842,3</b>	<b>857,2</b>	<b>853,6</b>	<b>894,6</b>
Финансовые доходы/расходы	-62,5	14,1	3,8	20,9	31,3	45,0
Прочие доходы/расходы	-20,7	-14,9	-14,0	-15,1	-15,8	-16,2
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>454,9</b>	<b>894,9</b>	<b>832,1</b>	<b>863,0</b>	<b>869,1</b>	<b>923,3</b>
Налог на прибыль	-159,1	-217,7	-149,8	-146,7	-139,1	-147,7
Доля миноритариев	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Чрезвычайные доходы/расходы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>295,8</b>	<b>677,3</b>	<b>682,4</b>	<b>716,3</b>	<b>730,1</b>	<b>775,6</b>
Дивиденды	-58,9	-134,3	-136,5	-359,6	-365,9	-387,3

Баланс, млн. грн	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Необоротные активы</b>	<b>539,1</b>	<b>646,4</b>	<b>763,7</b>	<b>906,0</b>	<b>992,5</b>	<b>1 025,1</b>
Основные средства	324,9	453,6	569,4	710,1	794,8	825,4
Нематериальные активы	4,3	15,0	16,6	18,2	20,0	22,0
Долгосрочные финансовые активы	82,6	66,1	66,1	66,1	66,1	66,1
Инвестиции учитываемые по методу участия в капитале	22,1	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3
Отсроченные налоговые активы	58,2	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3
Прочие необоротные активы	47,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 525,2</b>	<b>2 258,7</b>	<b>2 789,0</b>	<b>3 206,6</b>	<b>3 478,8</b>	<b>3 802,9</b>
Запасы	589,9	1 096,9	1 233,4	1 351,6	1 440,4	1 492,5
Дебиторская задолженность	510,4	741,0	804,2	876,8	927,9	963,9
Отсроченные налоговые активы	43,6	131,4	131,4	131,4	131,4	131,4
Текущие финансовые инвестиции	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Денежные средства и эквиваленты	380,5	288,7	619,2	846,1	978,3	1 214,3
Прочие оборотные активы и расходы будущих периодов	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Всего активы</b>	<b>2 064,3</b>	<b>2 905,0</b>	<b>3 552,6</b>	<b>4 112,6</b>	<b>4 471,2</b>	<b>4 828,0</b>

<b>Собственный капитал</b>	<b>1 501,1</b>	<b>2 068,7</b>	<b>2 548,4</b>	<b>3 039,5</b>	<b>3 347,1</b>	<b>3 663,6</b>
Уставный фонд	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0	86,0
Дополнительно внесенный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие резервы	914,3	1 153,3	1 095,6	1 040,8	988,8	939,3
Нераспределенная прибыль	500,8	829,5	1 366,8	1 912,7	2 272,3	2 638,2

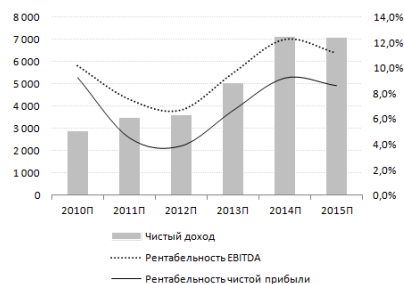
<b>Доля миноритариев</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Обязательства и обеспечения</b>	<b>563,2</b>	<b>836,3</b>	<b>1 004,2</b>	<b>1 073,1</b>	<b>1 124,2</b>	<b>1 164,5</b>
Кредиторская задолженность	425,9	544,5	612,2	670,8	714,8	740,5
Кредиты	59,5	57,9	151,9	155,8	156,2	163,9
Отсроченные налоговые обязательства	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Обеспечения обязательств	69,5	224,6	231,4	238,3	245,5	252,8
Прочие обязательства и доходы будущих периодов	8,3	9,3	8,7	8,2	7,7	7,3
<b>Всего капитал и обязательства</b>	<b>2 064,3</b>	<b>2 905,0</b>	<b>3 552,6</b>	<b>4 112,6</b>	<b>4 471,2</b>	<b>4 828,0</b>

Финансовые коэффициенты	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост чистого дохода	207,3%	41,6%	7,4%	7,9%	4,8%	2,8%
Рост EBITDA	306,5%	62,8%	-5,0%	2,6%	0,3%	4,9%
Рост чистой прибыли	331,4%	129,0%	0,8%	5,0%	1,9%	6,2%
Рентабельность EBITDA	13,3%	15,2%	13,5%	12,8%	12,2%	12,5%
Операционная рентабельность	12,3%	14,5%	12,7%	12,0%	11,4%	11,6%
Рентабельность чистой прибыли	6,8%	11,0%	10,3%	10,0%	9,7%	10,0%
ROE	19,7%	32,7%	26,8%	23,6%	21,8%	21,2%
ROA	14,3%	23,3%	19,2%	17,4%	16,3%	16,1%
Коэффициент текущей ликвидности	27,9%	24,1%	22,0%	20,9%	20,5%	19,5%
Долг на капитал	4,0%	2,8%	6,0%	5,1%	4,7%	4,5%
Долг на активы	2,9%	2,0%	4,3%	3,8%	3,5%	3,4%
Период накопления платежей дебиторов	8,5	8,3	8,3	8,2	8,1	8,0
Оборачиваемость дебиторской задолженности	42,7	43,8	44,2	44,7	45,1	45,6
Оборачиваемость активов	2,1	2,1	1,9	1,7	1,7	1,6
EPS	2,58	5,91	5,95	6,25	6,37	6,76
DPS	-0,51	-1,17	-1,19	-3,14	-3,19	-3,38

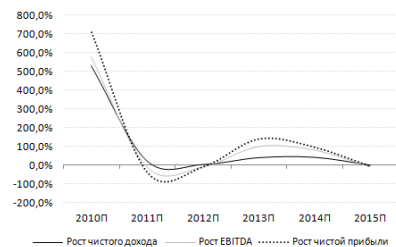
Источник: Компания, расчеты Sortis



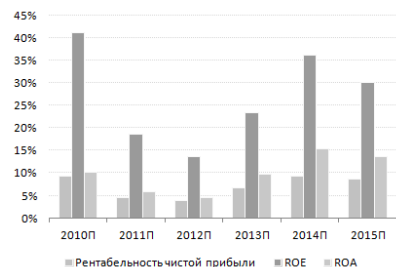
## Выручка и рентабельность, млн. грн



## Темпы роста, %



## Рентабельность, %



## Финансовые данные Крюковский ВСЗ

Отчет о прибыли и убытках, млн. гривен	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Чистый доход</b>	<b>2 879,8</b>	<b>3 498,1</b>	<b>3 604,3</b>	<b>5 034,6</b>	<b>7 119,0</b>	<b>7 101,4</b>
Себестоимость реализованной продукции	-2 505,6	-3 159,8	-3 292,3	-4 446,0	-6 099,9	-6 162,8
<b>Валовая прибыль/убыток</b>	<b>374,2</b>	<b>338,3</b>	<b>311,9</b>	<b>588,5</b>	<b>1 019,0</b>	<b>938,6</b>
Административные расходы и расходы на сбыт	-105,0	-99,2	-119,5	-166,9	-219,0	-218,5
Прочие операционные доходы/расходы	0,0	0,0	19,9	27,8	36,5	36,4
<b>EBITDA</b>	<b>293,0</b>	<b>263,5</b>	<b>240,7</b>	<b>481,8</b>	<b>870,9</b>	<b>792,8</b>
Амортизация	23,8	24,4	28,4	32,4	34,4	36,4
<b>Операционная прибыль</b>	<b>269,2</b>	<b>239,1</b>	<b>212,4</b>	<b>449,5</b>	<b>836,5</b>	<b>756,5</b>
Финансовые доходы/расходы	-2,1	-34,1	-33,2	-33,8	-37,9	-10,5
Прочие доходы/расходы	-1,2	-0,2	-8,0	-11,1	-18,3	-18,2
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>265,9</b>	<b>204,8</b>	<b>171,2</b>	<b>404,5</b>	<b>780,3</b>	<b>727,8</b>
Налог на прибыль	0,0	-46,7	-30,8	-68,8	-124,8	-116,4
Доля миноритариев	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Чрезвычайные доходы/расходы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>265,9</b>	<b>158,1</b>	<b>140,4</b>	<b>335,8</b>	<b>655,5</b>	<b>611,3</b>
Дивиденды	0,0	0,0	0,0	0,0	-379,3	-502,5

Баланс, млн. грн	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Необоротные активы</b>	<b>265,0</b>	<b>305,5</b>	<b>446,4</b>	<b>514,0</b>	<b>529,7</b>	<b>543,3</b>
Основные средства	231,7	264,4	405,2	472,9	488,5	502,2
Нематериальные активы	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Долгосрочные финансовые активы	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Инвестиции учитываемые по методу участия в капитале	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Отсроченные налоговые активы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие необоротные активы	31,9	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7
<b>Оборотные активы</b>	<b>2 367,5</b>	<b>2 428,8</b>	<b>2 602,2</b>	<b>2 908,3</b>	<b>3 725,6</b>	<b>3 949,4</b>
Запасы	71,2	193,5	199,6	266,8	362,4	362,5
Дебиторская задолженность	1 578,3	1 720,4	1 611,4	2 143,7	3 028,2	3 017,7
Отсроченные налоговые активы	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Текущие финансовые инвестиции	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Денежные средства и эквиваленты	714,5	511,4	787,6	494,3	331,4	565,6
Прочие оборотные активы и расходы будущих периодов	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
<b>Всего активы</b>	<b>2 632,6</b>	<b>2 734,3</b>	<b>3 048,5</b>	<b>3 422,4</b>	<b>4 255,2</b>	<b>4 492,7</b>

<b>Собственный капитал</b>	<b>646,3</b>	<b>847,4</b>	<b>1 031,6</b>	<b>1 437,1</b>	<b>1 816,4</b>	<b>2 031,8</b>
Уставный фонд	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7
Дополнительно внесенный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие резервы	149,5	149,5	149,5	149,5	149,5	149,5
Нераспределенная прибыль	259,1	460,2	644,4	1 049,9	1 429,2	1 644,6

<b>Доля миноритариев</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Обязательства и обеспечения</b>	<b>1 983,3</b>	<b>1 887,0</b>	<b>2 016,9</b>	<b>1 985,3</b>	<b>2 438,8</b>	<b>2 461,0</b>
Кредиторская задолженность	219,3	378,3	454,6	491,1	673,8	680,8
Кредиты	437,4	435,2	435,2	310,8	522,5	475,7
Отсроченные налоговые обязательства	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Обеспечения обязательств	3,1	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1
Прочие обязательства и доходы будущих периодов	1 323,5	1 069,0	1 122,4	1 178,6	1 237,5	1 299,4
<b>Всего капитал и обязательства</b>	<b>2 629,6</b>	<b>2 734,3</b>	<b>3 048,5</b>	<b>3 422,4</b>	<b>4 255,2</b>	<b>4 492,7</b>

Финансовые коэффициенты	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Рост чистого дохода	530,1%	21,5%	3,0%	39,7%	41,4%	-0,2%
Рост EBITDA	579,0%	-10,1%	-8,6%	100,1%	80,7%	-9,0%
Рост чистой прибыли	711,6%	-40,6%	-11,2%	139,2%	95,2%	-6,7%
Рентабельность EBITDA	10,2%	7,5%	6,7%	9,6%	12,2%	11,2%
Операционная рентабельность	9,3%	6,8%	5,9%	8,9%	11,8%	10,7%
Рентабельность чистой прибыли	9,2%	4,5%	3,9%	6,7%	9,2%	8,6%
ROE	41,1%	18,7%	13,6%	23,4%	36,1%	30,1%
ROA	10,1%	5,8%	4,6%	9,8%	15,4%	13,6%
Коэффициент текущей ликвидности	9,3%	15,6%	17,5%	16,9%	18,1%	17,2%
Долг на капитал	67,7%	51,4%	42,2%	21,6%	28,8%	23,4%
Долг на активы	16,6%	15,9%	14,3%	9,1%	12,3%	10,6%
Период накопления платежей дебиторов	2,5	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4
Оборачиваемость дебиторской задолженности	143,6	179,5	163,2	155,4	155,3	155,1
Оборачиваемость активов	1,1	1,3	1,2	1,5	1,7	1,6
EPS	1,17	0,70	0,62	1,48	2,90	2,70
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,68	-2,22

Источник: Компания, расчеты Sortis

**Критерии присвоения рекомендаций**

Потенциал роста	Рекомендация
более 20 %	Покупать
от – 20% до 20%	Держать
менее -20%	Продавать

**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)