

Текущая цена (грн.)	2,7
Теоретическая цена (грн.)	5,7
Потенциал роста	111%
Капитализация (грн. млн.)	611
Количество акций, млн. шт.	226,39
Free float, % (оценочно)	7,0%
Free float (грн. млн.)	43

Минимальная за год цена (грн.)	2,18
Максимальная за год цена (грн.)	4,50

Изменение цены:

за месяц	1%
за 3 месяца	6%
за 12 месяцев	-38%
с начала года	-9%
Корреляция с индексом УБ	74,2%

Средний спрэд

за месяц	5,0%
за 3 месяца	5,3%
за 12 месяцев	4,8%

Среднедневной оборот (грн. тыс.)

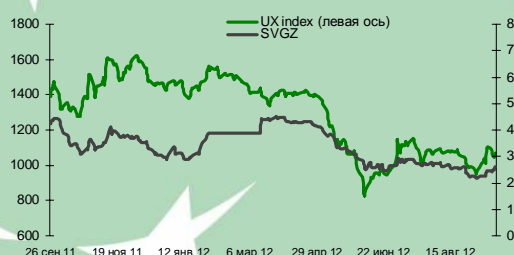
за месяц	35
за 3 месяца	39
за 12 месяцев	25

Среднедневное кол-во сделок

за месяц	11
за 3 месяца	14
за 12 месяцев	109

Акционеры (на 01.01.2012)	Доля
Финансы и Кредит	93,0%
Прочие	7,0%

Динамика котировок на Украинской бирже (грн.)



ОАО «Стахановский вагоностроительный завод» – крупный производитель железнодорожных грузовых вагонов, единственное в Украине предприятие, которое производит уникальные транспортные средства, предназначенные для перевозки по железным дорогам сверхмощных силовых трансформаторов, отработанного ядерного топлива и крупногабаритных тяжеловесных грузов. Стратегическим инвестором завода является группа «Финансы и Кредит» Константина Жеваго.

Основные факторы привлекательности SVGZ:

- Рынок грузовых железнодорожных перевозок СНГ характеризуется как растущий (высокий износ парка вагонов СНГ, сильный сырьевой потенциал стран СНГ, выгодное территориальное расположение: пересечение транспортных потоков из Европы в Азию). Однако, последний год наблюдается снижение спроса на универсальные полувагоны при этом активизировался спрос в сегменте специализированных вагонов (вагоны-платформы, хопперы-минераловозы, цементовозы, транспортеры);
- Ёмкость рынка грузовых вагонов превышает суммарные производственные мощности вагоностроителей СНГ;
- Приобретение в 2011г. группой «Финансы и Кредит» сталелитейного предприятия в Чехии CKD Kutna Hora усилило вертикальную интеграцию и обеспечивает на 70% потребности завода в вагонном литье. Данный факт способствует усилению конкурентоспособности компании на рынке СНГ, где основной проблемой производителей является дефицит качественного вагонного литья;
- Сильные позиции компании на рынке СНГ (6 место по итогам 2011г.) Более 80 % производимой продукции приходится на государственные предприятия и частные компании России, Узбекистана, Казахстана, а также стран Балтии.
- Загрузка мощностей выросла с 20% в 2009г. до 93% в 2010г., и составила 85% в 2011г.;
- Впечатляющий рост продаж в 2006-2008г., 2010-2011г.;
- В 2011-2012г. компания разработала полувагон и хопперы с улучшенными техническими характеристиками (срок службы, объем кузова и т.д.);
- Компания с 2012г. по 2015г. проведет масштабную программу реконструкции объемом 600 млн.грн.;
- Интерес к сектору со стороны стратегических инвесторов РФ;
- Инвестиционная привлекательность при оценке DCF и по рыночным коэффициентам (по сравнению с компаниями аналогами)

Основные риски SVGZ:

- Высокая зависимость производства от экономических циклов: в 2009г. компания снизила производство на 78%, снижение продаж составило 74%, убыток составил 56 млн.грн. (ROA -4%);
- Высокая зависимость от российского рынка (80% продукции экспортируется в РФ), вероятность протекционистских мер в России по мере наращивания производства местными компаниями;
- Постоянные задержки с возмещением НДС;
- Низкая доля собственного капитала в пассивах (около 30% в 2011г.) и необходимость крупных инвестиций – высокие риски новых допэмиссий;
- Снижение объемов производства в 2011г. на 8% до 6,81 тыс., что связано с увеличением дефицита литья (в связи с приостановкой РС ФЖТ действия сертификата Кременчугского сталелитейного завода в ноябре 2011г.);
- В 1П 2012г. производство снизилось на 34% до 2,7 тыс. вагонов, что объясняется снижением спроса на универсальные полувагоны и дефицитом вагонного литья;
- С начала 2012г. года компания снизила цены на полувагоны на 7%, до \$70 тыс.;
- Снижение показателей прибыльности в 2011г. и в 1П 2012г.;
- Высокая волатильность акций SVGZ на нисходящих трендах фондового рынка (за последний год спрэд достигал 25%);
- Значительное ухудшение показателей ликвидности акций за год (среднедневной оборот снизился в 30 раз до 25 тыс.грн.);

Справедливая стоимость акций SVGZ по нашим оценкам, составляет 5,7 грн., что предполагает потенциал роста на 111% с текущего уровня. Считаем акции SVGZ интересным инструментом для средне- и долгосрочных операций. В краткосрочной перспективе основным риском для акций SVGZ является нисходящий тренд фондового рынка.

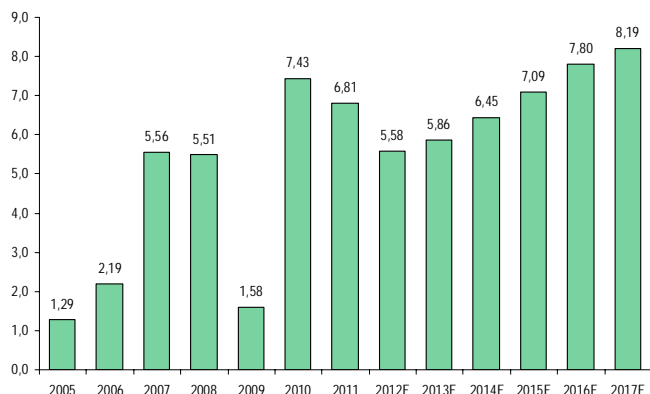
Основные финансовые показатели (УАН млн.) и рыночные коэффициенты

	Продажи, УАН млн.	EBITDA, УАН млн.	Чистая при- быль, УАН млн.	Чистый долг	EBITDA Margin	Net Profit Margin	P/S*	EV/S*	EV/EBITDA*	P/E*	P/S**	EV/S**	EV/EBITDA**	P/E**
2010	2 881	292	261	-261	10%	9,0%	0,21	0,12	1,2	2,3	0,45	0,36	3,5	4,9
2011	3 497	266	160	94	8%	4,6%	0,17	0,20	2,7	3,8	0,37	0,40	5,2	8,1
2012F	2 782	155	39	198	6%	1,4%	0,22	0,29	5,2	15,8	0,46	0,53	9,6	33,3
2013F	3 067	204	96	51	7%	3,1%	0,20	0,22	3,2	6,3	0,42	0,44	6,6	13,4
2014F	3 711	286	143	213	8%	3,8%	0,16	0,22	2,9	4,3	0,35	0,40	5,2	9,0
2015F	4 490	395	193	415	9%	4,3%	0,14	0,23	2,6	3,2	0,29	0,38	4,3	6,7

* по текущей цене; ** по справедливой цене, на основе DCF

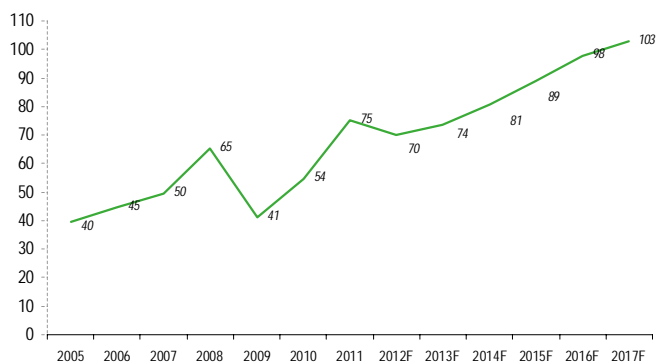
Приложение 1. Операционная деятельность

1.1 Производство вагонов SVGZ, тыс.шт.



Источник: Данные компании, прогноз «УкрСиб Эссет Менеджмент»

1.2 Средняя цена грузового вагона, тыс.дол.



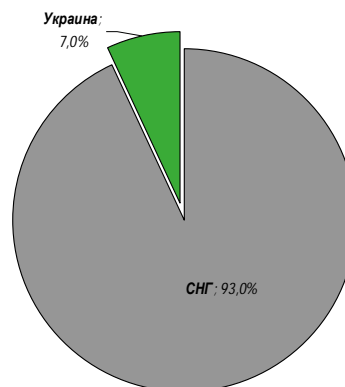
Источник: Данные компании, прогноз «УкрСиб Эссет Менеджмент»

1.3 Структура производства вагонов в 1П 2012 г. (по видам продукции)

Полувагоны	1730 ед.
Вагоны хопперы для минудобрений	601 ед.
Вагон-самосвал (думпкар)	170 ед.
Платформа	200 ед.
Итого	2701 ед.

Источник: Данные компании

1.4 Структура продаж компании в 2011 г. (по регионам)



Источник: Данные компании

1.3 Продукция SVGZ



Вагон-хоппер для минеральных удобрений
(Модель: 19-923)



Полувагон цельнометаллический с разгрузочными люками (Модель: 12-9046)



Вагон-самосвал (думпкар)
(Модель: 31-945)



Платформа универсальная
(Модель: 13-926)



Вагон-цистерна для нефтепродуктов
(Модель: 15-956)



Транспортер сочлененный (г/п 240 тн)
(Модель: 14-6057)

Ходовые части вагонов



Тележка 2-осная грузовых вагонов
(Модель: 18-100)



Колесная пара с буксовым узлом
(Модель: РУ1Ш-950А)



Колесная пара без буксового узла
(Модель: РУ1Ш-950А)

Приложение 2. Финансовая модель SVGZ

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Чистая выручка	1 768	457	2 881	3 497	2 782	3 067	3 711	4 490	5 433	5 990
<i>изменение</i>	49%	-74%	530%	21%	-20%	10%	21%	21%	21%	10%
Себестоимость	1 476	419	2 508	3 159	2 559	2 791	3 340	3 996	4 835	5 331
Валовая прибыль	292	38	373	338	223	276	371	494	598	659
<i>изменение</i>	98%	-87%	892%	-9%	-34%	24%	34%	33%	21%	10%
EBITDA	149	43	292	266	155	204	286	395	474	517
<i>изменение</i>	x	x	x	-9%	-42%	31%	40%	38%	20%	9%
Операционная прибыль	132	22	268	241	129	173	246	343	414	457
<i>изменение</i>	x	x	x	-10%	-47%	34%	42%	39%	21%	10%
Прибыль до налогов	95	-56	265	206	49	119	170	230	275	304
Налог на прибыль	0	0	5	47	10	23	27	37	44	49
Чистая прибыль	95	-56	261	160	39	96	143	193	231	255
<i>изменение</i>	x	x	x	-39%	-76%	149%	48%	35%	20%	10%

Показатели рентабельности

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Gross Margin	17%	8%	13%	10%	8%	9%	10%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	8%	9%	10%	8%	6%	7%	8%	9%	9%	9%
Operating Margin	7%	5%	9%	7%	5%	6%	7%	8%	8%	8%
Net Margin	5%	-12%	9%	5%	1%	3%	4%	4%	4%	4%
Return on Assets (ROA)	9%	-4%	10%	6%	2%	4%	5%	5%	5%	5%
Return on Equity (ROE)	33%	-15%	40%	20%	5%	10%	15%	19%	21%	22%

Баланс, УАН млн.

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Денежные средства	14	483	714	357	334	307	371	449	543	599
Дебиторская задолженность	42	14	29	38	56	61	74	90	109	120
Материальные запасы	157	106	71	293	250	276	334	404	489	539
Текущие активы	882	1 084	2 365	2 387	2 114	2 083	2 521	3 050	3 690	4 069
<i>изменение</i>	22%	23%	118%	1%	-11%	-1%	21%	21%	21%	10%
Долгосрочные инвестиции	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0
Незавершенное строительство	22	35	32	40	42	44	46	48	50	52
Основные средства	212	211	232	264	291	364	473	614	621	624
<i>изменение</i>	36%	0%	10%	14%	10%	25%	30%	30%	1%	0%
Необоротные активы	235	248	265	306	333	408	520	664	672	676
Всего активы	1 116	1 331	2 630	2 693	2 447	2 491	3 040	3 714	4 362	4 745
<i>изменение</i>	26%	19%	98%	2%	-9%	2%	22%	22%	17%	9%
Краткосрочная финансовая задолженность	465	101	154	16	96	101	107	114	123	129
Кредиторская задолженность	364	445	1 527	1 431	1 020	1 155	1 397	1 691	2 046	2 255
Текущие обязательства	830	546	1 681	1 447	1 115	1 256	1 504	1 805	2 168	2 384
<i>изменение</i>	15%	-34%	208%	-14%	-23%	13%	20%	20%	20%	10%
Долгосрочные обязательства	1	398	303	440	487	314	558	866	1 094	1 213
Уставный фонд	79	238	238	238	238	238	238	238	238	238
Нераспределенная прибыль	55	-2	259	419	457	534	591	655	713	760
Собственный капитал	286	387	646	806	845	922	978	1 043	1 100	1 147
<i>изменение</i>	76%	35%	67%	25%	5%	9%	6%	7%	5%	4%
Всего пассивы	1 116	1 331	2 630	2 693	2 447	2 491	3 040	3 714	4 362	4 745

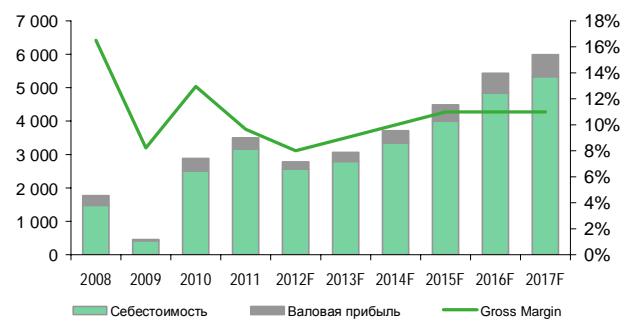
Показатели финансовой устойчивости и ликвидности

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Equity to Assets	0,26	0,29	0,25	0,30	0,35	0,37	0,32	0,28	0,25	0,24
Debt to Equity	2,91	2,44	3,07	2,34	1,90	1,70	2,11	2,56	2,97	3,14
Current ratio	1,06	1,98	1,41	1,65	1,90	1,66	1,68	1,69	1,70	1,71
Quick ratio	0,07	0,91	0,44	0,27	0,35	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30

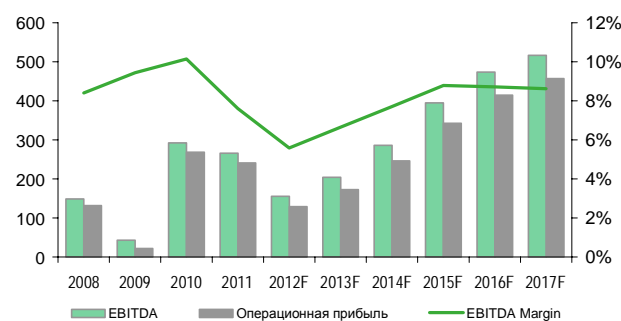
Финансовые показатели на 1 акцию

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Количество акций, млн. шт	75,46	226,39	226,39	226,39	226,39	226,39	226,39	226,39	226,39	226,39
Продажи на 1 акцию, УАН	23,43	2,02	12,72	15,45	12,29	13,55	16,39	19,83	24,00	26,46
Чистая прибыль на 1 акцию, УАН	1,26	-0,25	1,15	0,71	0,17	0,43	0,63	0,85	1,02	1,13
Собственный капитал на 1 акцию, УАН	3,79	1,71	2,85	3,56	3,73	4,07	4,32	4,61	4,86	5,07

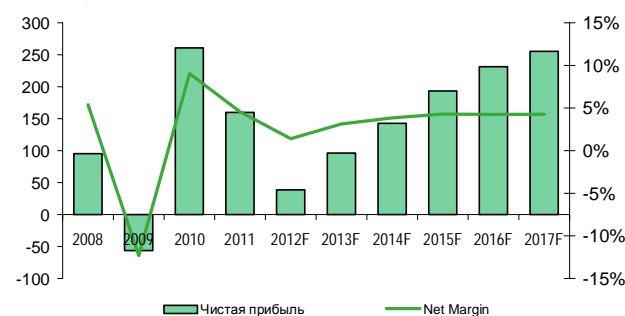
Продажи и валовая прибыль



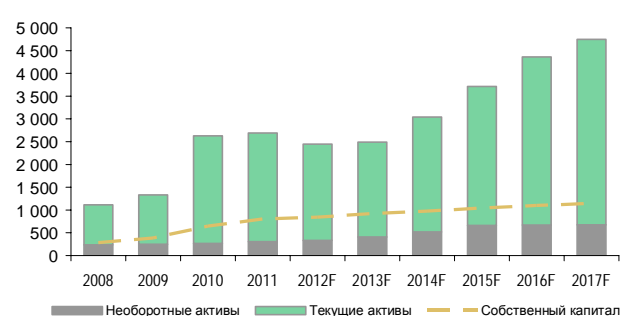
EBITDA



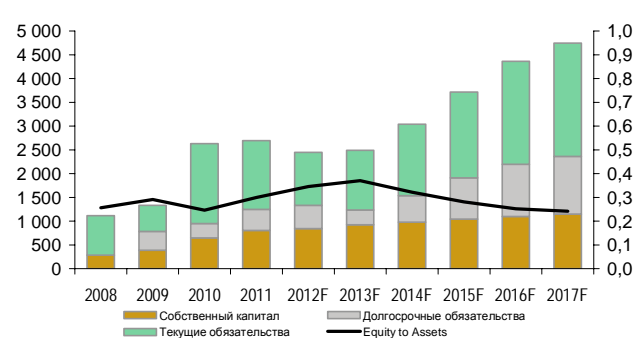
Чистая прибыль



Активы



Пассивы



Приложение 3. Дисконтирование денежных потоков (DCF)

Расчёт средневзвешенной стоимости капитала

WACC 15,1%

Risk-free rate (Ukraine-17)	7,2%
Stock market premium	10,0%
Beta	1,1
CAPM	18,2%
Market debt, UAH mln.	451,2
Current MC, UAH mln.	611,3
Cost of refinancing	14,0%
Corporate tax	23,0%
Weighted cost of debt	4,58%
Weighted cost of equity	10,48%

Оценка справедливой стоимости компании методом дисконтирования, UAH млн.

	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EBIT	22	268	241	129	173	246	343	414	457
Налог (23%)	6	67	60	10	23	27	37	44	49
Амортизация	21	24	25	27	31	40	52	59	60
Капитальные затраты	33	42	67	54	106	151	196	67	64
Изменение рабочего капитала	-349	-29	475	166	-140	128	154	187	110
Свободный денежный поток	354	212	-336	-75	215	-20	7	175	293

Ставка дисконтирования (WACC) 15,1%

Чистая приведенная стоимость 302

Темп роста в послепрогнозный период 3,0%

Стоимость компании с реверсией 1 382

Стоимость чистого долга 93,8

Справедливая стоимость компании, UAH 1 288

Количество акций, млн. шт 226,4

Справедливая цена акции, UAH 5,69

Чувствительность средневзвешенной справедливой цены акции

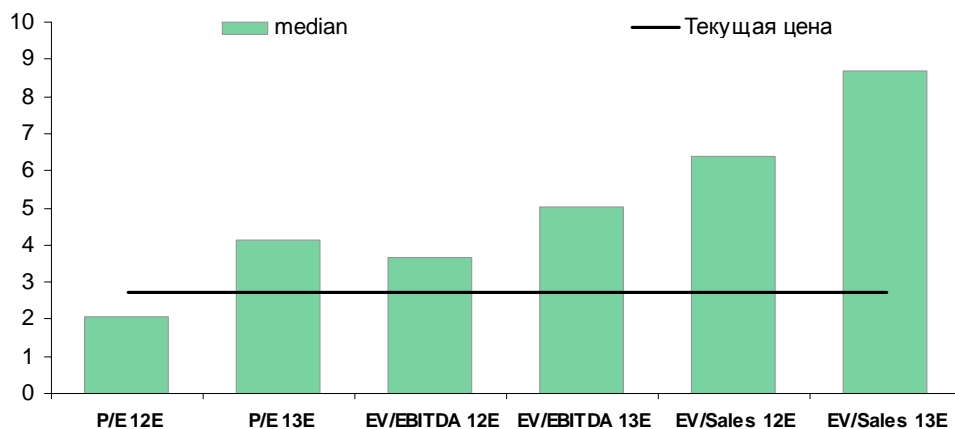
WACC	Темп роста в послепрогнозный период				
	1%	2%	3%	4%	5%
3%	3,6	3,8	4,0	4,3	4,6
2%	4,0	4,2	4,5	4,8	5,2
1%	4,4	4,7	5,0	5,4	5,9
0	4,9	5,3	5,69	6,2	6,7
-1%	5,5	6,0	6,5	7,1	7,8
-2%	6,2	6,8	7,4	8,2	9,1
-3%	7,1	7,7	8,5	9,5	10,8

Приложение 4. Рыночные коэффициенты

Компания	P/E 2012E	2013E	EV/EBITDA 2011E	2012E	EV/Sales 2011E	2012E
Стахановский ВЗ	16	6	5,2	3,2	0,29	0,22
American Railcar (USA)	16	13	4,8	4,2	0,69	0,69
Alston (France)	8	7	5,9	5,6	0,56	0,56
Bradken (Australia)	12	9	7,4	6,2	0,88	0,78
Const Y Auxiliar De Ferr (Spain)	7	7	5,3	5,2	0,70	0,61
Freight Car America (USA)	13	10	3,8	3,8	0,30	0,20
Kawasaki Heavy Ind (Japan)	14	10	7,3	6,6	0,57	0,57
Kinki Sharyo (Japan)	12	35	x	x	0,68	0,97
Trinity Industries (USA)	12	10	7,0	6,0	1,39	1,19
Vossloh (Germany)	16	14	8,1	7,4	0,99	0,99
average	12	13	6,4	5,8	0,76	0,73
median	12	10	7,0	6,0	0,69	0,70

Источник: Bloomberg

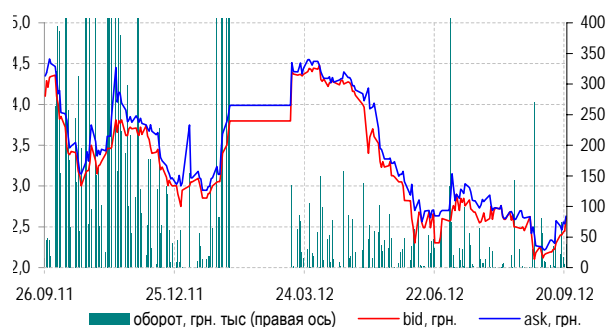
дисконт/премия к аналогам:						
Стахановский ВЗ	P/E		EV/EBITDA		EV/Sales	
	2012E	2013E	2011E	2012E	2011E	2012E
average	33%	-50%	-19%	-44%	-62%	-71%
median	31%	-34%	-26%	-46%	-58%	-69%



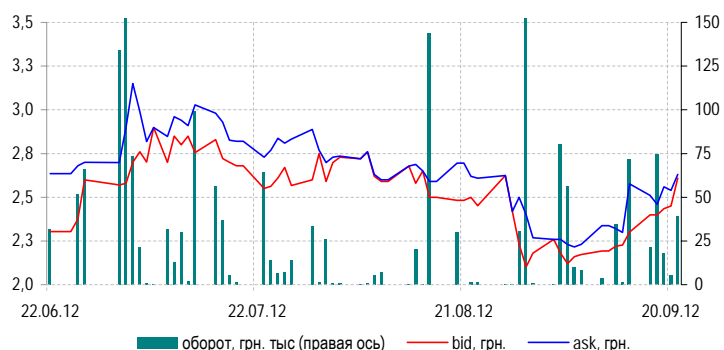
Приложение 5. Акции SVGZ на Украинской бирже

Динамика котировок, оборот

год

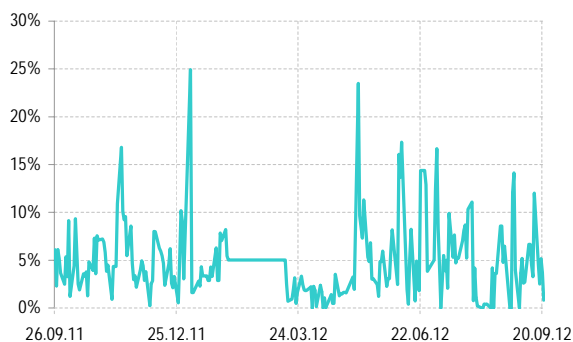


квартал

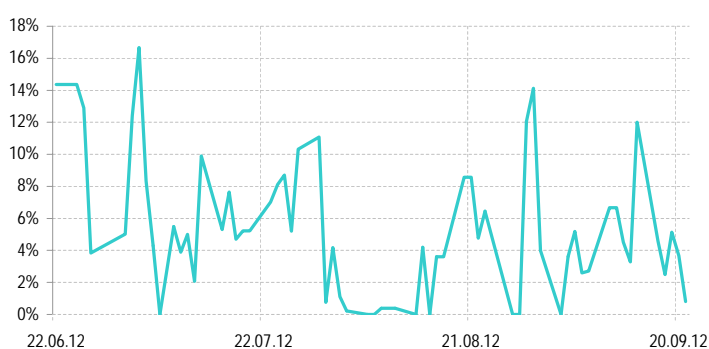


Спрэд

год

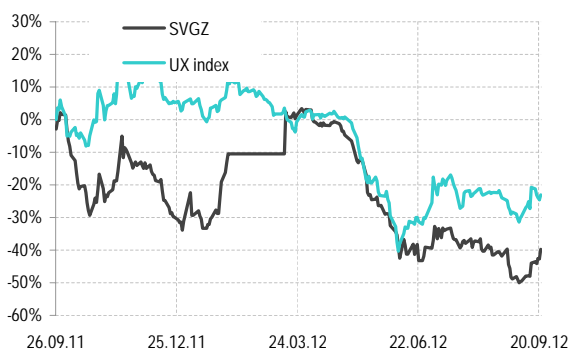


квартал

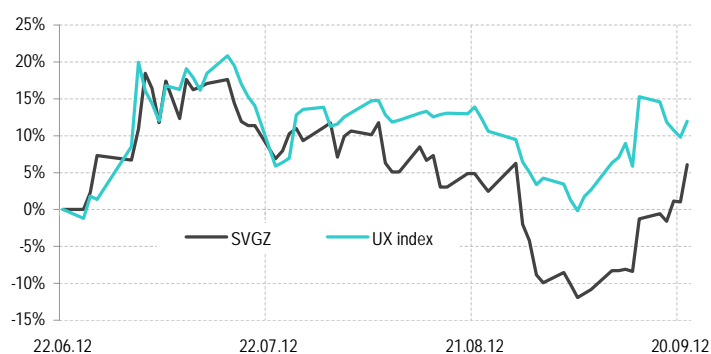


Котировки в сравнении с индексом УБ

год



квартал



Источник: Украинская биржа

Использование материалов обзора возможно только после получения письменного согласия компании.

АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент»

Председатель Правления	Максим Куприн	(044) 537 50 56 mk@ukrsibfunds.com
Аналитика	Дмитрий Приходько	(044) 537 50 56 <u>Dmitriy.Prikhodko@ukrsibbank.com</u>
Портфельное управление	Владимир Грынив	(044) 537 50 56 volodymyr.gryniv@ukrsibbank.com
Работа с клиентами	Алла Кудря	(044) 537 50 56 Alla.Kudrya@ukrsibfunds.com
Венчурные фонды	Анна Тихая	(044) 537 50 56 at@ukrsibfunds.com
Проекты с недвижимостью	Елена Коренюк	(044) 537 50 74 hk@ukrsibfunds.com

Данный материал подготовлен аналитиками АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент» исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Мнения, оценки и рекомендации, приведенные в данном материале, являются точкой зрения аналитиков АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент». Мнение АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент» может не совпадать с мнениями аналитиков, изложенными в данном обзоре. Компания не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенных на основе мнений, оценок и рекомендаций, изложенных в данном обзоре.

Представленная в обзоре информация получена из источников, которые АО «КУА АПФ «УкрСиб Эссет Менеджмент» рассматривает как надёжные, однако Компания не несет ответственность за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Данный материал подготовлен с целью распространения среди профессиональных участников рынка ценных бумаг, институциональных инвесторов и клиентов Компании. Мнения, оценки и рекомендации, приведенные в данном материале, не могут рассматриваться в качестве единственного основания для совершения операций на рынке ценных бумаг. Каждый инвестор должен самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь как одно из средств, способствующих принятию взвешенных решений.