

ВЫКСУНСКИЙ МЗ

Россия
Металлургия

	Выручка (\$ млн)	ЕБИТДА (\$ млн)	Чистая прибыль (\$ млн)	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2008	2 939	430	236	0.8	5.8	7.6
2009П	2 673	469	276	0.9	5.3	6.5
2010П	3 020	542	319	0.8	4.6	5.6

ПОКУПАТЬ

Текущая цена (Ask): \$1050
Справедливая цена: \$1711
Потенциал роста: 63%

Выксунский металлургический завод (ВМЗ) – самый крупный российский завод по производству труб. Основная продукция – трубы большого диаметра (ТБД). На данном рынке предприятие занимает первое место в РФ, а современные производственные мощности по ТБД являются крупнейшими в мире. На фоне неопределенности относительно выхода экономики из кризиса, «государственный» спрос на ТБД на ближайшие годы останется устойчивым, что позитивно для ВМЗ. На наш взгляд, рынок несправедливо недооценивает акции ВМЗ, наша целевая цена за одну обыкновенную акцию ВМЗ - \$1711, рекомендация **ПОКУПАТЬ**.

ДРАЙВЕРЫ РОСТА

- **Участие во второй ветке Nord Stream.** Победа ВМЗ в тендере на поставку ТБД для второй ветки проекта Nord Stream может стать сильным драйвером роста его акций. Результаты тендера будут объявлены в начале 2010 г. (ориентировочно январь). Мы высоко оцениваем вероятность позитивного исхода событий для ВМЗ, особенно учитывая тот факт, что завод был единственным поставщиком со стороны РФ для первой ветки Nord Stream.
- **Устойчивый спрос на ТБД в кризис.** Основные потребители ВМЗ в сегменте ТБД – Газпром и Транснефть. Спрос на ТБД является устойчивым, несмотря на кризисные явления в российской и мировой экономике и риск затяжного выхода из рецессии: проекты строительства магистральных трубопроводов являются стратегически важными и имеют государственный приоритет.
- **Сильные результаты по итогам 2009 г.** По нашим оценкам, финансовые и производственные итоги ВМЗ за 2009 г. будут самыми сильными в российский трубной промышленности. Так, по итогам 9 мес. 2009 г. рост производства труб на ВМЗ достиг 3% против 26%-ного падения в трубной отрасли РФ. Причина – рост выпуска ТБД.
- **Недооценка по мультипликаторам.** Мультипликаторы ВМЗ существенно ниже своих западных аналогов и основного российского конкурента – ТМК. Среднее EV/ЕБИТДА¹⁰ у иностранных трубников составляет 8.2x, в то время как акции ВМЗ торгуются по EV/ЕБИТДА¹⁰=4.6x. Аналогичная ситуация с P/E¹⁰: 16.1x против 5.6x соответственно.

РИСКИ

- **Конкуренция на рынке ТБД в России.** По нашим оценкам, производственные мощности российских предприятий по ТБД почти в 2 раза превышают спрос на них со стороны Газпрома и Транснефти, что создает острую конкуренцию в отрасли. Это усложняет выход ВМЗ на производственные мощности по ТБД – 2 млн. тонн – и заставляет искать экспортные рынки сбыта.
- **Зависимость от крупного заказчика.** Крупнейшим заказчиком ВМЗ является Газпром (ТБД), в связи с чем завод несет риск откладывания проектов Газпромом на более поздний срок и риск возможной задержки выплаты дебиторской задолженности.
- **Низкая ликвидность акций.** Акции ВМЗ характеризуются низкой ликвидностью. Доля бумаг в свободном обращении – около 8%.

Тикеры

RTS	vsmz
Bloomberg	VSMZ RU
ADR/GDR	-
Количество ADR/GDR	-

Ликвидность

Спрэд	17%
Free float, %	8%
Free float, \$ млн	144
AMT, \$ тыс	0.3

Основные акционеры (АО)

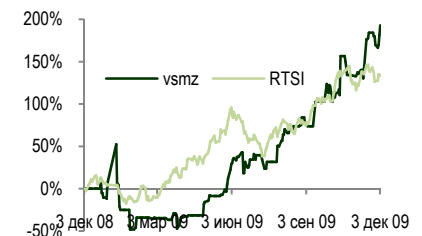
Металлинвестбанк (ОМК)	88%
ДКК	10%
Прочие	2%

Структура капитала

Цена АО, \$	1 050
Количество АО, шт	1 717 433
Цена АП, \$	-
Количество АП, шт	-
Капитализация, \$ млн	1 803
Чистый долг, \$ млн	673
EV, \$ млн	2 476

Динамика курса акций

Максимум за 52 недели (\$)	1112.5
Минимум за 52 недели (\$)	197.5
Динамика с 01/01/2009	81%
Динамика за 6 мес.	112%
Динамика за 1 мес.	19%



Крылова Анна
akrylova@absolut.ru

О КОМПАНИИ

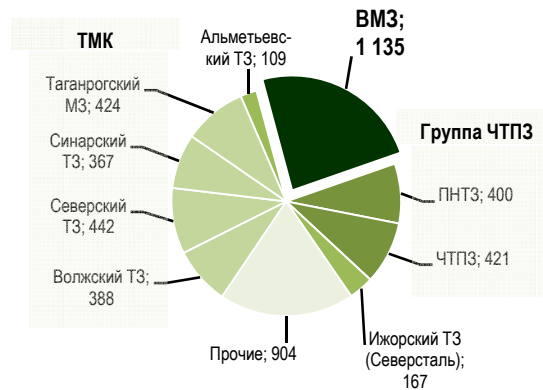
Лидер по трубам

ВМЗ (г.Выкса, Нижегородская обл.) – крупнейший российский завод по производству труб. Предприятие входит в трубный дивизион металлургического холдинга ОМК, контролируемого Анатолием Седых.

Структура ОМК, 2009П

ОМК	
Трубный дивизион	Металлургический дивизион
ВМЗ	Чусовской металлургический завод
Альметьевский трубный завод	Губахинский кокс
Трубодеталь	Щелковский металлургический завод

Производство труб в РФ, 9 мес. 2009 г.



Источник: данные компании

Источник: Металл Эксперт

Завод производит широкий спектр труб малого, среднего и большого диаметра. В номенклатуру продукции ВМЗ входят трубы большого диаметра (ТБД, диаметр 508-1420 мм), обсадные трубы, нефтегазопроводные трубы, а также водогазопроводные и профильные трубы. ВМЗ занимает первое место в РФ по производству ТБД и второе место после ТМК по производству обсадных труб.

Более 50% выпуска труб ВМЗ приходится на ТБД: в 2008 г. доля ТБД от общего объема производства труб ВМЗ составила 53%, а по итогам 10 мес. 2009 г. – 62%. Компания является крупнейшим производителем ТБД в РФ, доля ВМЗ на данном рынке в 2008 г. составила 35%, а в 2009 – 60%.

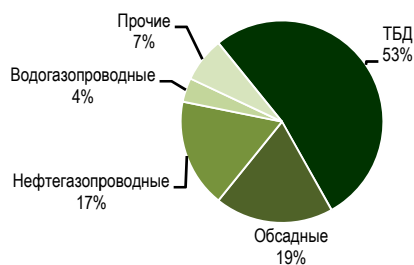
Кроме того, ВМЗ обладает **крупнейшим в мире комплексом по производству ТБД**. В 2008 г. на ВМЗ был завершён проект по установке второго прессы шаговой формовки в комплексе по производству ТБД, что позволило увеличить мощности по трубам 1420 мм до 850—950 тыс.т. Суммарные годовые мощности ВМЗ по ТБД составляют на данный момент 2 млн. тонн.

Динамика производства труб на ВМЗ

тыс. тонн	2006	2007	2008	10 мес. 2009
Трубы, всего	1 536	1 708	1 395	1 258
ТБД	843	944	735	786
доля ТБД, %	55%	55%	53%	62%

Источник: данные компании

Структура производства труб на ВМЗ, 2008



Источник: данные компании

Лидер по ж/д колесам

Помимо того, что ВМЗ является крупнейшим заводом-производителем труб в России, предприятие также занимает первое место по производству железнодорожных колес. Завод обеспечивает около 60% производства ж/д в РФ (более половины всех вагонов российского производства оснащены колесными парами производства ВМЗ), а колесопрокатный цех ВМЗ является крупнейшим колесопрокатным производством в мире. Колеса выпускаются из специальных сортов стали собственного производства.

Основной заказчик предприятия в данном сегменте – РЖД, на долю экспорта приходится около 15% поставок. В числе клиентов ВМЗ – вагоностроительные заводы РФ, СНГ, Европы, США, Индии, Ирана, Кореи, среди них компании General Electric и Samsung.

Производство колес на ВМЗ

тыс.штук	2006	2007	2008	10мес.2009
колеса	806	821	789	349

Источник: данные компании

Исторически на долю доходов от колесного бизнеса приходилось около 20% выручки ВМЗ. Однако в связи с кризисом в 2008-2009 гг. доходы от производства ж/д колес существенно снизились как в абсолютном выражении, так и по доле в выручке ВМЗ. Причина - почти двукратное падение объемов производства колес на ВМЗ, вызванное снижением грузооборота и падением объемов вагоностроения и ремонта в 2009 г.

Структура выручки ВМЗ

	2006	2007	2008	9 мес.2009
Трубы, %	80%	80%	81%	92%
Колеса, %	20%	20%	19%	8%

Источник: данные компании

ДРАЙВЕРЫ РОСТА

Участие во второй ветке Nord Stream

Сильным драйвером роста акций в начале 2010 г. может стать победа ВМЗ в тендере на поставку ТБД для второй ветки проекта Nord Stream. В середине 2009 г. ВМЗ подал заявку на участие в проекте, в начале 2010 г. (предположительно, январь) результаты тендера должны быть объявлены.

Участие в тендере по второй ветке Nord Stream с российской стороны помимо ВМЗ принял также Ижорский Трубный Завод – предприятие по выпуску ТБД, входящее в Северсталь.

На наш взгляд, наиболее вероятным сценарием развития событий является победа обоих производителей – ВМЗ и Ижорского ТЗ, и, скорее всего, на паритетных началах. ВМЗ уже имеет опыт поставки ТБД для Nord Stream, у Северстали, в свою очередь, сильные лоббистские возможности и (как, впрочем, и у ВМЗ) современное производство. Напомним, что ВМЗ был единственным поставщиком ТБД для Nord Stream с российской стороны. Завод поставил для проекта 290 тыс.тонн ТБД, что соответствует 25% от общего объема закупаемых труб. Остальные 75% должен поставить европейский концерн Europipe.

Основной вопрос сейчас – это объем поставки труб российскими производителями для второй ветки Nord Stream. Так, в первой нитке Nord Stream на долю российских поставщиков (в лице ВМЗ) пришлось 25% всех поставок ТБД. В конце июля 2009 г. глава Минпромторга Виктор Христенко предложил довести суммарную долю участия российских трубников в двух нитках Nord Stream до 51% - т.е. до соответствия доле России в Концерне Nord Stream. В данном случае, при строительстве второй нитки Nord Stream участие российских трубников должно составить 75%, что соответствует объему ТБД около 830 тыс. тонн. Если предложение Христенко будет реализовано, то на фоне роста объемов поставок ТБД для Nord Stream интерес участников рынка к ВМЗ может возрасти с большей силой.

Устойчивый спрос на ТБД в кризис

Основными заказчиками ТБД являются Газпром и Транснефть, реализующие проекты по строительству магистральных трубопроводов. Спрос со стороны данных заказчиков на ТБД, даже несмотря на кризис, является относительно стабильным, т.к. проекты магистральных трубопроводов имеют государственную важность и являются стратегически приоритетными.

Так, по данным Газпрома, на ближайшие 6 лет в инвестпрограмму монополии закладывается ежегодное потребление 1.5 – 2 млн.тонн ТБД. Потребности Транснефти оцениваются в 200-400 тыс.тонн. в год. Помимо ежегодной потребности монополий в модернизации существующей системы трубопроводов (400-500 тыс.тонн), ожидается реализация таких проектов как Nord-Stream, Ямал-Европа, Штокман, Сахалин-Хабаровск-Владивосток, Южный поток, Алтай, ВСТО-2, ВСТО-Китай, БТС-2.

ВМЗ принимает участие во всех ключевых проектах Газпрома и Транснефти. Предприятие производит трубу для таких проектов как БТС-2, Сахалин-Хабаровск-Владивосток, Джугба-Лазаревское-Сочи, Средняя Азия-Китай, Бованенково-Ухта и пр. В октябре 2009 г. ВМЗ завершил поставку в пользу Газпрома последней партии ТБД для первой нитки Nord Stream.

Несмотря на ожидания восстановления спроса на трубы со стороны нефтяного сектора (в особенности это касается разработки новых месторождений), строительных компаний, машиностроительной отрасли и коммунальщиков, на наш взгляд, все же существует риск, что данное восстановление окажется более медленным, чем закладывают участники рынка. В первую очередь данный риск связан с неопределенностью движения цен на нефть. Таким образом, сильные позиции ВМЗ в сегменте ТБД на фоне стабильного спроса со стороны Газпрома и Транснефти на сегодняшний момент являются своего рода защитой для предприятия, - в случае если восстановление рынка труб среднего и малого диаметра в краткосрочной перспективе замедлится.

Сильные результаты по итогам 2009 г.

По итогам 2009 г. ВМЗ продемонстрирует самые сильные результаты среди российских трубных компаний. Данные ожидания подтверждают производственные и финансовые результаты завода за 9 мес.2009 г.

Несмотря на падение производства труб в РФ на 26% за январь-сентябрь 2009 г. (в сравнении с январем-сентябрем 2008 г.), рост производства трубной продукции за данный период на ВМЗ составил +3%. Основная причина – это 30%-ное увеличение производства в сегменте ТБД, именно он не дал ВМЗ «уйти в минус». Так, объем производства остальных труб на ВМЗ соответствовал динамике рынка в целом и снизился на 23%. Для сравнения, главный конкурент ВМЗ – ТМК – снизил за 9 мес. 2009 г. совокупное производство труб на 21%.

Динамика результатов ВМЗ, 9 мес.2009 г.

тыс.тонн	9 мес.2008	9 мес.2009	прирост, %
Трубы, всего	1 106	1 137	3%
ТБД	546	708	30%
доля ТБД	49%	62%	+13 п.п.

Источник: данные компании

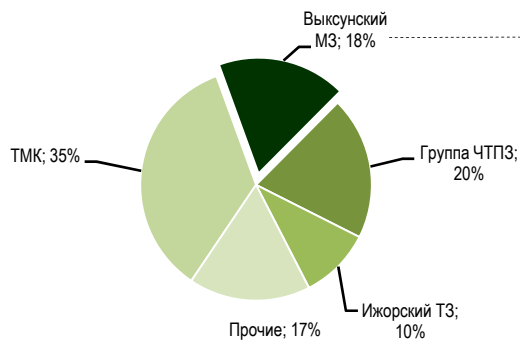
Динамика результатов ТМК, 9 мес.2009 г.

тыс.тонн	9 мес.2008	9 мес.2009	прирост, %
Трубы, всего	2 436	1 918	-21%
ТБД	180	159	-12%
доля ТБД	7%	8%	+1 п.п.

Источник: данные компании

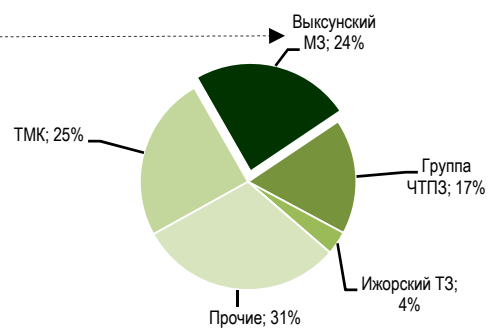
Рост производства ТБД в 2009 г. на ВМЗ при одновременном снижении совокупных объемов производства у других производителей привел к временному перераспределению долей на рынке трубной продукции в РФ. В результате доля ВМЗ за 9 месяцев 2009 г. по сравнению с 2008 г. выросла на 6 п.п. – с 18% до 24%.

Производители труб в РФ, 2008



Источник: данные компании

Производители труб в РФ, 9 мес. 2009 г.



Источник: данные компании

Сильные производственные результаты за 9 мес.2009 г. отразились и на финансовых показателях ВМЗ, которые мы расцениваем крайне позитивно, особенно в кризис. Несмотря на падение производства труб малого и среднего диаметра и почти двукратного снижения выпуска колес, выручка завода в рублевом выражении выросла за 9 месяцев 2009 г. на 18%, показатели EBITDA и чистая прибыль прибавили по 8%. Результаты в долларовом выражении были скромнее из-за ослабления курса российского рубля.

Финансовые результаты ВМЗ, 9 мес.2009 г., руб.

млрд.руб.	9м.2008	9м.2009	прирост, %
Выручка, млрд.руб.	54.4	64.2	18%
EBITDA, млрд.руб.	10.4	11.3	8%
маржа EBITDA, %	19%	18%	-1 п.п.
Чист.прибыль, млрд.руб.	6.2	6.7	8%
маржа Чист.прибыли, %	11%	10%	-1 п.п.

Источник: данные компании

Финансовые результаты ВМЗ, 9 мес.2009 г., \$

\$млн.	9м.2008	9м.2009	прирост, %
Выручка, \$млн.	2 260	1 974	-13%
EBITDA, \$млн.	434	347	-20%
маржа EBITDA, %	19%	18%	-1 п.п.
Чист.прибыль, \$млн.	257	205	-20%
маржа Чист.прибыли, %	11%	10%	-1 п.п.

Источник: данные компании

Мы высоко оцениваем вероятность выплаты ВМЗ дивидендов по итогам 2009 г. За 2008 г. ВМЗ выплатил дивиденды своим акционерам в размере 1746 руб. (\$58) на одну обыкновенную акцию, что соответствует 51% чистой прибыли. В 2007 г. выплаты дивидендов не производились, а в 2006 г. на данные цели было направлено 30% прибыли завода. Наши ожидания по выплате дивидендов ВМЗ за 2009 г. мы объясняем необходимостью перераспределения денежных потоков в Группе ОМК. Так, ОМК необходимо финансирование на завершение строительства по соседству в ВМЗ проекта Стан-5000. Исходя нашего прогноза чистой прибыли в 2009 г. а размере \$276 млн., за счет дивидендов своей «дочки» ОМК может получить, по нашим оценкам, от \$73 млн. (на дивиденды направляется 30% прибыли ВМЗ) до \$121 млн. (50% прибыли ВМЗ). На одну акцию это соответствует сумме \$42 (дивидендная доходность по текущим ценам – 4%) или \$71 (дивидендная доходность 7%).

Строительство ОМК Стана-5000 в Выксе

На данный момент в непосредственной близости от ВМЗ (на площадке литейно-прокатного комплекса ВМЗ) головная компания – ОМК – занимается возведением стана 5000. Данный металлургический комплекс предназначен для изготовления широкоформатного листа «5000», применяющегося для производства ТБД до 1420 мм. Сейчас лист для ТБД-1420 на ВМЗ импортируется либо закупается у российских поставщиков (Северсталь, ММК). Продукция, произведенная на Стане-5000, не будет уступать по качеству закупаемому сейчас ВМЗ импортному листу и полностью обеспечит потребности завода. Мощности комплекса составят 1.2 млн. тонн листа в год, инвестиции – 47 млрд.руб. На конец 2009 г. ОМК было освоено около 40% инвестиций.

Запуск Стана-5000 ожидается в конце 2011 г. Данный проект реализуется ОМК, поэтому мы считаем, что взаимодействие между Станом-5000 и ВМЗ будет оформлено как отношения между отдельными юридическими лицами. В результате в полной мере экономию на импортзамещении ВМЗ на себе не ощутит. Эффект экономии для

ВМЗ, на наш взгляд, будет заключаться в снижении расходов на транспортировку листа. Снижение стоимости листа для ВМЗ за счет транспортного плеча составит, по нашим оценкам, около 10%. Это является позитивным моментом для контроля над издержками, т.к. себестоимость листа составляет около 70% себестоимости трубы.

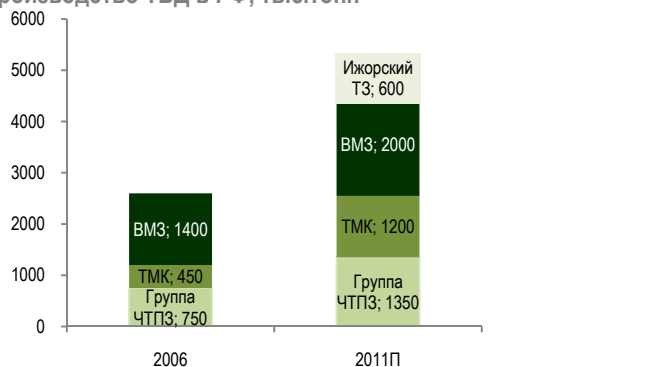
Наше предположение о том, что Стан-5000 не будет интегрирован в ВМЗ, а поставка листа с проекта Стан-5000 на ВМЗ будет осуществляться по рыночным ценам, мы объясняем следующим образом. По заявлениям руководства ОМК, финансирование проекта предполагает использование 40% собственных средств и 60% заемных. Сторонние кредиторы могут потребовать от ОМК, чтобы Стан-5000 функционировал как отдельное юридическое лицо, по крайней мере до полной выплаты кредитов, либо до завершения периода окупаемости. Так, чтобы обезопасить себя от трансфертного ценообразования и таким образом гарантировать себе выплаты по заимствованным суммам, кредиторы могут поставить условием обязательство по поставке листа внутри группы по рыночным ценам.

РИСКИ

Конкуренция на рынке ТБД в РФ

Главный риск для ВМЗ – это сильная конкуренция с другими российскими производителями ТБД. Ключевыми игроками на рынке ТБД, помимо ВМЗ, являются Ижорский ТЗ, Группа ЧТПЗ (ЧТПЗ) и ТМК (Волжский ТЗ). За последние три года в РФ были реализованы либо находятся на стадии завершения проекты по вводу новых мощностей по ТБД объемом 2.5 млн.тонн, что соответствует почти двукратному приросту 2011/2006 гг.

Производство ТБД в РФ, тыс.тонн



Источник: данные компаний, оценка Абсолют-Инвест

Таким образом, российские производители труб могут столкнуться с несоответствием мощностей по ТБД спросу со стороны основных потребителей - Газпрома и Транснефти. По сути, сегодня мощности российских трубников в 2 раза превышают потребности госмонополий. Поэтому очень важной становится реализация ТБД на экспорт.

ВМЗ, в свою очередь, активно двигается в направлении экспорта ТБД. Так, помимо участия в проектах стран СНГ (как, например, газопровод Средняя Азия – Китай), в 2009 г. ВМЗ начал поставки ТБД для строительства газопровода в Нигерии для компании Total.

Зависимость от крупного заказчика

Наличие в портфеле заказов ТБД крупного клиента, в частности Газпрома, делает результаты ВМЗ уязвимыми от спроса госмонополии. В частности, перенос сроков проектов магистральных трубопроводов может негативно сказаться на производстве ВМЗ.

Учитывая, что Газпром формирует большую часть выручки ВМЗ, он же и является крупнейшим дебитором завода. Таким образом, взаимодействие с Газпромом несет риск отсрочки выплат по дебиторской задолженности, что может создать для ВМЗ риск ухудшения ситуации с ликвидностью.

Низкая ликвидность акций

Акции ВМЗ характеризуются низкой ликвидностью. В свободном обращении находится около 8% акций ВМЗ, что соответствует \$144 млн. по текущим котировкам.

Бумага представлена на ММВБ и в системе RTS-board. За последние несколько месяцев средний объем торгов в RTS-board составил \$278 тыс., причем сделки осуществлялись не каждый день.

По нашим наблюдениям, последнее время интерес к акциям ВМЗ участники рынка начинают проявлять после заявлений российских чиновников относительно реализации проектов Nord Stream и Южный Поток.

ОЦЕНКА КОМПАНИИ

Мы провели оценку ВМЗ методом сравнения с аналогами и DCF, окончательный результат был получен исходя из среднего значения оценки по обоим методам 50/50. Наша целевая цена одной акции ВМЗ составляет \$1711, что соответствует потенциалу роста к текущим котировкам 63%.

Отметим, что мы расцениваем нашу оценку как достаточно консервативную. При сравнении мы заложили дисконт к целевому EV/EBITDA'10 аналогов в размере 25%. А наша модель DCF не предполагает резкого роста объемов производства: даже несмотря на ожидание выхода экономики из кризиса, мы консервативно заложили в прогноз уровень загрузки мощностей по ТБД в размере 47% (т.е. нулевой прирост по данному бизнесу), а суммарно по трубной продукции – постепенный рост загрузки с 50 до 60%.

Оценка методом сравнения с аналогами

Согласно результатам сравнительной оценки, акции ВМЗ имеют потенциал роста 48% с целевой ценой \$1553.

В качестве эталонного мультипликатора мы использовали EV/EBITDA'10, чтобы учесть операционную эффективность и долговую нагрузку сравниваемых предприятий. В расчете целевого уровня EV/EBITDA'10 для ВМЗ мы применили 25%-ный дисконт к мультипликаторам аналогов, который учитывает низкую ликвидность акций ВМЗ и специфический российский риск. Без дисконта целевая цена ВМЗ составляет \$2200, что подразумевает потенциал роста 110%.

Отметим, что российский аналог ВМЗ – группа ТМК – торгуется по мультипликаторам западных трубников. Во многом это объясняется высокой ликвидностью акций ТМК, их доступностью для иностранных инвесторов (GDR компании торгуются на Лондонской бирже) и присутствием ТМК не только на рынке РФ, но также в Румынии и США.

С другой стороны, обращает на себя внимание привлекательная долговая нагрузка ВМЗ: по итогам 2009 г. соотношение чистый долг/EBITDA у ВМЗ составит 1.4x, а у ТМК – 6.5x.

Таблица сравнительной оценки ВМЗ

Компания	Страна	Мсар, \$млн.	EV, \$млн.	EV/S		EV/EBITDA		P/E		Долг / EBITDA 2009П
				2009П	2010П	2009П	2010П	2009П	2010П	
РАЗВИТЫЕ РЫНКИ										
TENARIS SA	Люксем.	24 061	24 123	2.8	2.6	10.0	9.1	19.3	16.6	0.0
VALLOUREC	Франция	9 387	9 299	1.4	1.4	6.7	7.8	12.8	16.7	-0.1
<i>Среднее по развитым рынкам</i>				2.1	2.0	8.3	8.5	16.0	16.6	
РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ										
CONFAB INDUSTRIAL S.A	Бразил.	1 304	1 073	0.9	1.1	5.0	5.9	9.8	9.4	-1.1
JINDAL SAW LTD	Индия	1 103	1 549	1.3	1.3	8.6	9.0	12.1	13.2	2.5
WELSPUN-GUJARAT STAHL LTD	Индия	1 220	1 557	1.3	1.0	9.5	6.7	17.2	12.4	2.1
XINXING DUCTILE IRON PIPES	Китай	2 823	2 992	0.9	0.8	10.5	9.3	20.6	18.9	0.6
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>				1.1	0.9	10.0	8.0	18.9	15.7	
ТМК	Россия	3 821	7 459	2.0	1.5	13.3	8.4	n/m	19.1	6.5
ВМЗ	Россия	1 803	2 476	0.9	0.8	5.3	4.6	6.5	5.6	1.4
<i>Дисконт/премия ВМЗ к развитым рынкам</i>				-56%	-59%	-37%	-46%	-59%	-66%	
<i>Дисконт/премия ВМЗ к развивающимся рынкам</i>				-16%	-11%	-47%	-43%	-65%	-64%	
<i>Дисконт/премия ВМЗ к ТМК</i>				-55%	-45%	-60%	-45%	n/m	-70%	

Источник: данные компаний, Bloomberg, расчеты Абсолют-Инвест

Расчет целевой цены акций ВМЗ методом сравнения

EV/EBITDA*10 по иностранным аналогам (среднее развитые/развив.)	8.2
дисконт ВМЗ к иностранным аналогам	25%
целевой EV/EBITDA*10 для ВМЗ	6.2
EBITDA*10 ВМЗ, \$ млн	542
EV ВМЗ, \$ млн	3 339
Чистый долг ВМЗ, конец 2009П, \$ млн	673
Целевая капитализация ВМЗ по EV/EBITDA*10, \$ млн	2 666
Количество обыкновенных акций, шт.	1 717 433
Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$	1 553
<i>Текущая цена обыкновенных акций, \$</i>	<i>1 050</i>
<i>Потенциал роста обыкновенных акций, %</i>	<i>48%</i>

Источник: расчеты Абсолют-Инвест

Оценка DCF

Согласно результатам оценки по методу DCF, справедливая цена одной акции ВМЗ на конец 2010 г. составляет \$1869, что соответствует потенциалу роста 78%. Однако мы считаем нашу оценку достаточно консервативной.

В нашей модели DCF мы заложили следующие ключевые предпосылки.

Производство ТБД останется на уровне 2009 г., даже несмотря на то, что ожидаемый уровень производства будет соответствовать использованию мощностей по ТБД лишь на 47%. Таким образом, мы учли фактор конкуренции среди российских производителей данного вида труб. Прочая трубная продукция, на наш взгляд, будет расти на 5% (обсадные трубы) и 10% (прочие трубы) в связи с предположением выхода экономики из кризиса и роста спроса на продукцию ВМЗ со стороны нефтяного, машиностроительного секторов, ЖКХ и строительной отрасли.

Рост производства колес мы заложили на уровне 20% на ближайшие четыре года, объясняя данную динамику выходом отрасли перевозок из кризиса, эффектом низкой базы (46%-ное падение производства в 2009 г.) и расширением рынков сбыта колес.

Прогноз производственных показателей ВМЗ

	2006	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
ТРУБЫ										
ТБД, тыт.тонн	843	944	735	945	945	945	945	945	945	945
<i>прирост, %</i>	-	12%	-22%	29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
обсадные трубы, тыс.тонн	285	288	288	236	248	260	273	287	301	316
<i>прирост, %</i>	-	1%	0%	-18%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
прочие трубы, тыс.тонн	408	476	373	306	336	370	407	448	492	541
<i>прирост, %</i>	-	17%	-22%	-18%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
ИТОГО ТРУБЫ, тыс.тонн	1 536	1 708	1 395	1 487	1 529	1 575	1 625	1 680	1 739	1 803
<i>прирост, %</i>	-	11%	-18%	7%	3%	3%	3%	3%	4%	4%
КОЛЕСА										
колеса, тыс.шт.	805	821	783	422	506	607	729	875	901	928
<i>прирост, %</i>	-	2%	-5%	-46%	20%	20%	20%	20%	3%	3%

Источник: данные компании, расчеты Абсолют-Инвест

Мы консервативно зафиксировали цены и переменные издержки на единицу трубной продукции и колес на текущих уровнях. При этом с 2012 г. мы предполагаем 10%-ную экономию в цене закупки листа для ТБД-1420 в связи с запуском комплекса Стан-5000, что позитивно отразится на операционной рентабельности ВМЗ с 2012 г.

Прогноз основных финансовых показателей ВМЗ

Показатели	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	
Выручка, \$млн.	2 861	2 939	2 673	3 020	3 172	3 348	3 551	3 690	3 841	
<i>прирост, %</i>	-	3%	-9%	13%	5%	6%	6%	4%	4%	
ЕБИТДА, \$млн.	643	430	469	542	582	692	751	794	840	
<i>прирост, %</i>	-	-33%	9%	15%	8%	19%	9%	6%	6%	
Чистая прибыль, \$млн.	427	236	276	319	376	477	533	571	609	
<i>прирост, %</i>	-	-45%	17%	16%	18%	27%	12%	7%	7%	
РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ										
маржа ЕБИТДА, %	22%	15%	18%	18%	18%	21%	21%	22%	22%	
маржа Чистой прибыли, %	15%	8%	10%	11%	12%	14%	15%	15%	16%	

Источник: данные компании, расчеты Абсолют-Инвест

Прогноз денежных потоков ВМЗ

ПОТОКИ	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
ЕБИТ(+)	422	487	525	632	688	728	771
Скорректированные налоги (-)	84	97	105	126	138	146	154
Амортизация (+)	47	54	57	60	63	66	68
Инвестиции в ОС(-)	89	93	95	97	99	99	100
Изменение оборотного капитала (-)	97	63	72	67	97	67	72
Свободный денежный поток	198	288	310	402	417	482	514
Дисконтированный денежный поток	-	-	274	313	288	294	277

Источник: расчеты Абсолют-Инвест

Результат оценки DCF

WACC	12.8%
Стоимость долга после налога	8.0%
<i>Стоимость долга до налога</i>	10.0%
<i>Налог (эффективная ставка)</i>	20.0%
Стоимость акционерного капитала	15.9%
<i>Безрисковая ставка</i>	5.4%
<i>Рыночная премия</i>	6.5%
<i>Премия за низкую ликвидность</i>	2.0%
<i>Премия за корпоративное управление</i>	2.0%
Вес долга	40%
Вес акционерного капитала	60%
Долгосрочный темп роста	1%
Конечная стоимость, \$ млн	4 413
Дисконтированная конечная стоимость, \$ млн	2 421
Сумма дисконтированных денежных потоков в прогнозный период (2010-2015), \$ млн	1 462
Справедливое EV, \$ млн	3 883
Чистый долг на конец 2009 г., \$ млн	673
Справедливая капитализация, \$ млн	3 210
Количество обыкновенных акций	1 717 433
Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$	1 869
<i>Текущая цена обыкновенных акций, \$</i>	1 050
<i>Потенциал роста обыкновенных акций, %</i>	78%

Источник: Bloomberg, расчеты Абсолют-Инвест

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Баланс, \$ млн

	2008	2009П	2010П
Внеоборотные активы	749	863	902
Нематериальные активы	0	0	0
Основные средства	585	621	660
Прочие необоротные активы	165	242	242
Оборотные активы	1 888	2 249	2 249
Запасы	533	519	542
Дебиторская задолженность	1 110	1 288	1 347
Краткосрочные финансовые вложения	32	198	174
Денежные средства и эквиваленты	144	146	82
Прочие оборотные активы	70	98	103
Всего активов	2 637	3 112	3 151
Краткосрочные обязательства	1 022	1 255	1 075
Займы и кредиты	544	681	477
Кредиторская задолженность	477	574	598
Прочие краткосрочные обязательства	1	0	0
Долгосрочные обязательства	409	362	262
Займы и кредиты	385	335	235
Прочие долгосрочные обязательства	25	27	27
Капитал и резервы	1 205	1 495	1 814
Уставный капитал	12	12	12
Добавочный капитал	185	180	180
Нераспределенная прибыль	1 009	1 303	1 623
Всего пассивов	2 637	3 112	3 151

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн

	2008	2009П	2010П
Выручка	2 939	2 673	3 020
Себестоимость	2 203	1 966	2 210
Валовая прибыль	736	707	810
Ком. и упр. расходы	306	238	269
ЕВИТДА	430	469	542
Амортизация	60	47	54
ЕВИТ	370	422	487
Процентные расходы	53	63	88
Прочие расходы	0	0	0
Прибыль до налогов	317	359	399
Налог на прибыль	81	83	80
Чистая прибыль	236	276	319

ТРЕЙДИНГ

+7 (495) 231 38 99

Мамонтов Олег
mamont@absolut.ru

Харенков Роман
roman@absolut.ru

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

+7 (495) 662 91 05

Крылова Анна
Начальник аналитического отдела
akrylova@absolut.ru

Краевский Игорь
Старший аналитик
ikraevsky@absolut.ru

Чуриков Александр
Старший аналитик
achurikov@absolut.ru

Закрытое акционерное общество "Абсолют-Инвест" создано в 1995 году. Компания имеет Лицензию ФКЦБ России на все виды брокерской деятельности, включая операции с физическими лицами, дилерской и депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг. "Абсолют-Инвест" ведет торговые операции с более чем 250 различными финансовыми компаниями и банками, включая крупнейшие западные брокерские дома и инвестиционные фонды.

Компания осуществляет: брокерскую и дилерскую деятельности на российском рынке ценных бумаг, управление активами, депозитарное обслуживание, инвестиционная деятельность.

По заказам клиентов "Абсолют-Инвест" реализует проекты, связанные со слиянием/поглощением, осуществлением дополнительных выпусков акций, покупкой продаж предприятий и имущественных комплексов.

Членство в ассоциациях, объединениях, профессиональных клубах:

- Национальная Ассоциация Участников Фондового Рынка (НАУФОР)
- Профессиональная Ассоциация Регистраторов Трасферагентов и Депозитариев (ПАРТАД)
- НП "Фондовая биржа РТС"
- ЗАО "Московская межбанковская валютная биржа"
- НП "Фондовая биржа "Санкт-Петербург"

© 1995-2009 Абсолют Инвест. Все права защищены.

Аналитический отчет подготовлен аналитиком чье имя указано на первом листе документа с целью предоставления справочной информации о компании. Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из проверенных нами источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Аналитический отдел компании Абсолют Инвест и ее аффилированные с ней компании не несут ответственности за использование данной информации. Инвестиции в российскую экономику и ценные бумаги сопряжены с рисками. Исходя из этого, инвесторам рекомендуется проводить тщательную проверку финансово-экономической деятельности эмитентов перед принятием инвестиционного решения. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.