

Лугансктепловоз

Наш тепловоз вперед летит...

Владимир Оваденко, ovadenko@ufc-capital.com

15 ноября 2011 г.

Машиностроение

	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/EBITDA	P/E
2009	67.1	-7.1	-20.2	1.02	нег.	нег.
2010	108.3	2.7	-3.1	0.63	28.28	нег.
1.07.2010- 30.06.2011	164.8	11.6	2.5	0.39	6.21	25.88
2011 Оц.	178.7	13.2	3.8	0.36	5.45	17.05

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

«Лугансктепловоз» является единственным в Украине (и крупнейшим в Восточной Европе) заводом, способным выпускать всю гамму тягового подвижного состава для железных дорог, включая магистральные и маневровые тепловозы, дизель- и электропоезда. Мощности завода позволяют производить около 120 секций магистральных тепловозов в год.

► В 1кв2011 г. «Управляющая компания "Брянский машзавод"» окончательно оформила контроль над украинским производителем локомотивов. Так, «Лугансктепловоз» вошел в состав российского «Трансмашхолдинга» (далее – ТМХ), занимающего около 10% мирового рынка локомотивов.

► Прочные позиции на региональном рынке магистральных локомотивов (прежде всего, Украины, России, Монголии).

► Государственная администрация железнодорожного транспорта «Укрзалізниця» планирует закупить 275 локомотивов до 2015 г.: 25 электровозов и 25 тепловозов (примерная стоимость заказа составляет 12.5 млрд. грн., или \$1.6 млрд.).

► В следующие три года Россия планирует значительно обновить парк локомотивов, потратив на эти нужды свыше \$3.7 млрд. Поскольку «Лугансктепловоз» вошел в состав крупнейшего профильного холдинга, компания может расширить портфель заказов за счет заказов ТМХ.

► ТМХ намерен в 2011 г. заказать у «Лугансктепловоза» производство 100 секций тепловозов для ОАО «Российские железные дороги» (РЖД). Таким образом, в 2011 г. завод увеличит загрузку мощностей по сравнению с 2010 г. в 2.5 раза (примерно до 15 секций тепловозов в месяц).

► Компания торгуется с умеренно низкими мультипликаторами (EV/S 2011Оц. = 0.40, EV/EBITDA 2011 Оц. = 5.45), что ниже среднего уровня по группе аналогов. Исходя из сравнительной оценки, целевая цена компании составляет \$0.50, что предполагает потенциал роста 69%.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.30

Справедливая цена: \$0.50

Потенциал роста: 69%

Тикеры

ПФТС / УБ / Bloomberg LTPL

Структура акционеров

Управляющая компания «Брянский машзавод» 76%

Другие 24%

Структура капитала

Количество акций 219 184 684

Капитализация, \$ млн. 64.7

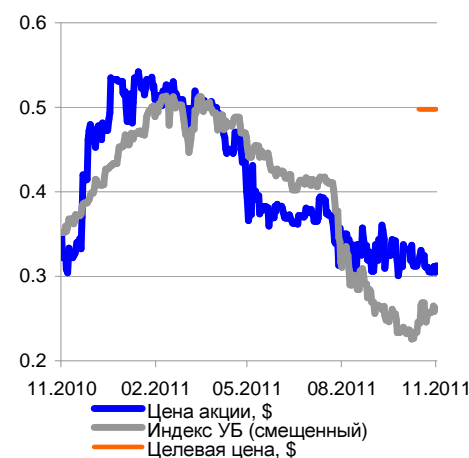
Чистый долг*, \$ млн. 7.3

EV, \$ млн. 72.0

Динамика курса акций, \$

Минимум за год 0.30

Максимум за год 0.54



Производственная база компании

Производство продукции основано на базе собственных конструкторско-технологических разработок. «Лугансктепловоз» имеет производство с полным замкнутым циклом. Общая площадь территории производственной зоны завода составляет 124 га. Производственный комплекс состоит из металлургического, заготовительного, сварочно-сборочного, механосборочного производств. На предприятии осуществляется полная техническая подготовка производства, включая предпроектные научно-исследовательские разработки, проектирование, изготовление, испытания, экспериментальную доводку опытных образцов, технологическую и организационно-материальную подготовку производства. Предприятие состоит из десяти основных и девяти вспомогательных цехов, инженерно-производственного центра «Полимер», инженерно-сервисного центра «Лугтранспорт», производственно-коммерческого центра «Инструментальное производство», производственного управления, тридцати отделов и служб. Численность персонала превышает 6.3 тыс. человек.

«Лугансктепловоз» имеет полный замкнутый цикл производства

Предприятие имеет уникальное оборудование и технологии для производства подвижного состава железнодорожного транспорта, колесных пар, тяговых передач локомотивов, сварных конструкций (главных рам, рам тележек, кузовов), тормозного оборудования, теплообменников, секций радиаторов, редукторов.

За последние несколько десятков лет на предприятии создано и построено более 40 типов и модификаций маневровых, грузовых магистральных и пассажирских тепловозов мощностью от 1471 до 4411 кВт в секции. В общей сложности предприятие произвело более 44000 тепловозов, которые поставлялись в 11 стран Европы, Азии, Африки и Латинской Америки.

В 2011 г. компания планирует произвести продукции на 1.5 млрд. грн. Реалистичность планов подкрепляется производственными показателями за 8мес2011 г.

Объем товарной продукции «Лугансктепловоза» за 8мес2011 г. превысил 1 млрд. грн., или \$125 млн., что превышает аналогичный показатель за 2010 г. в целом (430 млн. грн., или \$53.9 млн.).

Особенности сбыта и среднесрочные перспективы

Основным рынком сбыта являются железные дороги «пространства 1520» (стандарт ширины железных дорог, принятый в странах СНГ, Балтии и Монголии – 17% длины всех железных дорог мира) – в первую очередь, России и Украины. Основным видом продукции компании являются магистральные тепловозы (почти 86% продаж в 2010 г.). В 2010 г. в Россию «Лугансктепловоз» экспортировал почти 75% продукции. В 2008-2010 гг. конкурентные позиции компании на российском рынке магистральных тепловозов заметно ослабли, прежде всего, в силу протекционизма российских властей и включения в государственные программы развития железных дорог «Трансмашхолдинга», на тот момент конкурента луганской компании. В результате, доля последней снизилась с 54% в 2008 г. до 37% в 2010 г. Отметим, что после того, как ТМХ получил контроль над

«Лугансктепловозом», получить российские заказы будет заметно проще. Напротив, конкурентные позиции обеих компаний только усилятся. Напомним, что уже в 2008 г. предприятия «Трансмашхолдинга» обеспечивали 98% российского выпуска электровозов и 77% тепловозов (не только магистральных). Поэтому, мы ожидаем, что в 2012-2013 гг. луганский завод вернет утраченные позиции. В Украине «Лугансктепловоз» занимает на рынке данного вида продукции монопольное положение.

Прочная позиция (близкие к монопольной) на рынке тепловозов в России и Украине

Учитывая географические особенности стран, входивших в состав СССР (они же – участники «пространства 1520»), железная дорога будет по-прежнему доминировать в перевозке грузов. Например, в 1П2011 г. на основном для «Лугансктепловоза» российском рынке на долю железнодорожных перевозок приходилось 42.7% грузоперевозок. При этом темпы роста перевозок этим видом транспорта за указанный период на 3 п. п. опережают темпы роста перевозок груза в целом (6.7% против 3.9%).

Свыше 90% парка тепловозов в Украине и более 70% - в России требуют замены

Железная дорога в течение ближайших десятилетий не сможет полностью отказаться от использования тепловозов путем замены на локомотивы с другим типом энергетической установки. А замены в ближайшие годы требует свыше 70% тепловозов парка РЖД и свыше 90% - «Укрзализныци».

Таким образом, **высокий спрос на тепловозы просматривается на несколько десятилетий вперед, а угрозы со стороны появления товаров-заменителей минимальны.**

Сила покупателей – **высокая**, поскольку в качестве заказчиков продукции «Лугансктепловоза» и ТМХ выступают государственные монополии – железные дороги России, Украины, Казахстана, Монголии. Основными клиентами «Лугансктепловоза» являются РЖД и «Укрзализныця». Однако способность заказчиков диктовать цены почти полностью компенсируется необходимостью обновления подвижного состава железных дорог в условиях монопольного положения ТМХ.

Высокие барьеры входа на рынок локомотивов «пространства 1520» и налаженные связи с клиентами усиливают позиции компании на рынке

Кроме того, наблюдается высокая степень взаимодействия руководителей железнодорожных предприятий и железными дорогами, находящимися в государственной собственности.

Сила поставщиков – **низкая**. ТМХ контролирует производителей ключевых элементов локомотивов. В планах холдинга отказаться от производства большинства комплектующих, передав их третьим компаниям на конкурсной основе.

Основные конкуренты

Из крупнейших зарубежных производителей на территории постсоветского пространства в ключевых для ТМХ секторах работает **Siemens** (поставки магистральных грузовых тепловозов в Литву), **General Electric** (организация сборочного производства магистральных грузовых тепловозов в Казахстане, модернизация тепловозов компании «Железные дороги Якутии» в России), **Stadler** (поставка дизель-поездов в Белоруссию). Крупнейшие мировые компании работают также в тех секторах, где ТМХ не представлен, (Siemens, например, обеспечивает высокоскоростное движение), либо действуют в рамках совместных с ТМХ предприятий (Siemens, **Alstom**). Разовые поставки осуществляют китайские производители (небольшие партии электровозов и пассажирских вагонов поставлялись в Казахстан и Узбекистан). Прогнозируется, что в среднесрочной перспективе ТМХ будет наращивать поставки продукции на традиционные рынки, а также продолжит предпринимать попытки продвижения в регионы Южной и Юго-Восточной Азии. ТМХ сохранит доминирующие позиции на ключевых рынках.

Годовой объем мирового рынка новых локомотивов в настоящее время оценивается в €7.1 млрд.

Кроме того, ТМХ предпринимает ряд мер по защите своих позиций путем создания совместных предприятий с европейскими производителями локомотивов, что позволяет перенимать технологии, контролируя в то же время сбыт. Китайские и корейские производители также пытаются проникнуть в «пространство 1520», но пока что эти попытки не увенчались существенными успехами (среди наиболее заметных можно назвать поставку скоростных поездов **Hyundai** в рамках инфраструктурных проектов в Украине).

Наиболее опасным конкурентным проектом для «Лугансктепловоза» является производство тепловозов в Казахстане по лицензии General Electric. В ноябре 2011 г. был выпущен сотый тепловоз. Сейчас предприятие производит 6-8 тепловозов в месяц, что сопоставимо с объемами производства луганской компании. Планируется, что с 2014 г., когда потребности местных железных дорог будут в значительной мере удовлетворены, около трети продукции будет экспортироваться в Монголию и Россию.

Рынок локомотивов России

Как сообщил министр транспорта РФ Игорь Левитин, ежегодная потребность РФ в локомотивах составляет 800 единиц, в то время как закупается только 300.

Всего в России парк локомотивов различного типа составляет 20 тысяч единиц, а их средний возраст – 20-25 лет. При этом износ парка составляет 53-73% в зависимости от типа локомотива.

Ежегодная потребность Российских железных дорог в локомотивах составляет 800 единиц

После поглощения «Лугансктепловоза», положение ТМХ на Российском рынке локомотивов близко к монопольному, поскольку продукция крупнейших мировых компаний транспортного машиностроения в России не сертифицирована и напрямую не поставляется. Большинство предприятий-конкурентов, работающих в России, производят существенно меньшие, чем ТМХ объемы продукции, притом значительно более узкой номенклатуры. **Высокие барьеры** для входа глобальных лидеров на этот рынок (которые включают специфические технологические требования, обязательную сертификацию и бюджетные ограничения) не позволяют покупателям быстро переключиться на продукцию других производителей.

РЖД планирует закупить в 2011-2013 гг. 1 250 новых локомотивов на сумму \$3.7 млрд. Только в 2011 г. компания планирует закупить 375 локомотивов, - сообщил президент ОАО «РЖД» Владимир Якунин. Кроме того, Globaltrans, крупнейший частный российский перевозчик, планирует осуществить закупку порядка 100 локомотивов для локальных перевозок уже в 2012 г.

РЖД планирует в течение следующих трех лет тратить около \$1.2 млрд. ежегодно на покупку новых локомотивов

Рынок локомотивов Украины

На данное время на железных дорогах Украины эксплуатируются магистральные грузовые, пассажирские и маневровые тепловозы; магистральные грузовые и пассажирские электровозы. Инвентарный парк насчитывает около 2450 тепловозов и 1863 электровоза, из них в эксплуатации находятся более 1450 тепловозов и 1271 электровоз.

Большую часть парка составляют электровозы ВЛ8, ВЛ10, ВЛ11, ВЛ60, ВЛ80, ВЛ82, ЧС2, ЧС4, ЧС7, ЧС8, магистральные тепловозы 2ТЕ116, 2ТЕ10, 2М62, ТЕП70 маневровые тепловозы ЧМЕ3 и другие локомотивы, спроектированные и изготовленные в 50-х-60-х годах прошлого века. **Уровень износа тепловозного парка «Укрзализныци» в настоящее время достиг 97%, электровозного – 90%.** Уже в 2011 г. из-за высокой степени изношенности предполагается списать 195 электровозов и 340 тепловозов.

Уровень износа тепловозного парка «Укрзализныци» достиг 97%

Из-за кризиса 2008-2009 гг., планы «Укрзализныци» были выполнены едва ли на четверть: в рамках программы обновления подвижного состава в 2008-2010 гг. необходимо было приобрести 146 электровозов и 26 тепловозов; однако по факту за эти три года было приобретено всего 45 электровозов (в 2008 г. – 34 ед., в 2009 г. – 4 ед., в 2010 г. – 7 ед.) и 4 тепловоза (все - в 2008 г.).

«Укрзализныця» планирует расходовать \$320 млн. ежегодно в течение следующих пяти лет на новые локомотивы

«Укрзализныця» планирует закупить **275 локомотивов** до 2015 г.: 250 электровозов и 25 тепловозов (примерная стоимость заказа составляет 12.5 млрд. грн., или **\$1.6 млрд.**)

Финансовые показатели

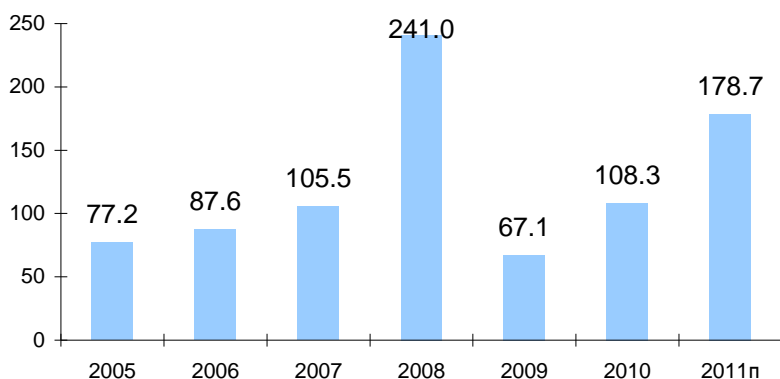
Во 2 кв2011 г. компания увеличила операционную прибыль до 37.8 млн. грн. (против 1.2 млн. грн. во 2кв2011 г. и -0.3 млн. грн. во 2кв2010 г.), получив чистую прибыль в размере 22.7 млн. грн. При этом чистая реализация завода за 1П2011 г. выросла втрое по сравнению с показателем предыдущего года – до 659.6 млн. грн. (почти \$83 млн.)

Во 2 квартале 2011 г. компания показала **хорошую эффективность**: маржа по EBITDA достигла 17.7%, а чистая маржа превысила 9.9% (против среднего уровня показателей для российских аналогов на уровне 13.1% и 6.7% соответственно).

Мы прогнозируем, что по итогам 2011 г. чистая рентабельность компании достигнет среднего уровня, характерного для всех производственных предприятий ТМХ (около 7.6%).

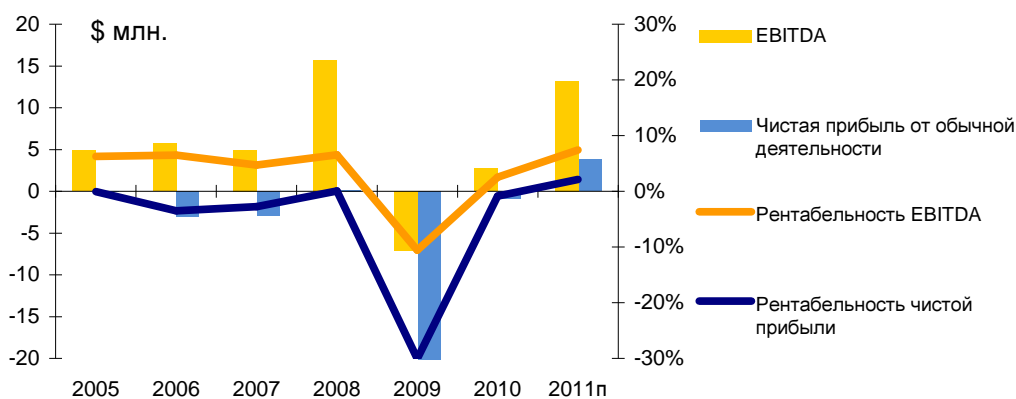
Во 2 квартале 2011 г. маржа по EBITDA «Лугансктепловоза» достигла 17.7%

«Лугансктепловоз»: объемы продаж в 2005-2011 гг., \$млн.



Источники: данные компании, прогнозы и расчеты UFC Capital.

«Лугансктепловоз»: показатели прибыли в 2005-2011 гг.



Источники: данные компании, прогноз UFC Capital.

Сравнительная оценка компании

Итоговая оценка справедливой стоимости компании состоит из двух компонент, полученных сравнительным методом на основании:

- ▶ продаж, EBITDA и чистой прибыли за последние 4 квартала
- ▶ прогнозов показателей компании на 2011 г. и соответствующих отраслевых мультипликаторов.

Сравнительная оценка по отчетности за последние 4 квартала

«Лугансктепловоз» и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.

Компания	Страна	МСap	EV	Последние 4 квартала		
				Продажи	ЕВITDA	Чистая прибыль
China CNR	Китай	6 662.4	10 066.1	9 778.3	536.4	301.1
CSR	Китай	9 515.2	10 471.5	9 740.8	813.5	446.3
Trinity Industries	США	2 299.1	5 081.5	2 803.5	557.9	103.4
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles	Испания	1 834.0	1 813.8	2 293.6	297.3	182.0
Wabtec	США	3 182.9	3 361.2	1 826.2	266.9	154.9
Vossloh	Германия	1 330.9	1 628.5	1 641.8	188.7	83.0
Greenbrier Companies	США	562.9	1 046.5	1 247.8	102.0	6.5
Bradken	Австралия	1 288.3	1 523	1 164.6	182.4	88.4
Nippon Sharyo	Япония	559.2	587.7	1 115.7	136.4	36.6
Zhuzhou CSR Times Electric	Китай	2 625.6	2 227.3	952.8	224.4	163.8
Крюковский вагоностроительный завод	Украина	334.3	296.2	546.6	72.7	37.4
Baotou Beifang Chuangye	Китай	467.4	412	459.1	28.2	15.7
American Railcar Industries	США	504.8	495.7	417.8	36.4	-8.6
Стахановский вагоностроительный завод	Украина	98.5	138.8	360.4	36.6	32.6
Freightcar America	США	283.4	217.6	351.0	-2.7	-7.0
Всего (компании-аналоги)		31 549.0	39 366.9	34 699.9	3 477.0	1 635.8
«Лугансктепловоз»	Украина	64.70	72.00	164.80	11.60	2.50

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Средние показатели для отрасли рассчитаны на основании агрегированных показателей чистой прибыли, продаж и EBITDA по компаниям-аналогам.

Компании-аналоги: сравнительные показатели

Компания	Страна	Последние 4 квартала		
		EV/S	EV/EBITDA	P/E
China CNR	Китай	1.03	18.77	22.13
CSR	Китай	1.08	12.87	21.32
Trinity Industries	США	1.81	9.11	22.23
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles	Испания	0.79	6.10	10.08
Wabtec	США	1.84	12.59	20.55
Vossloh	Германия	0.99	8.63	16.04
Greenbrier Companies	США	0.84	10.26	87.06
Bradken	Австралия	1.31	8.35	14.57
Nippon Sharyo	Япония	0.53	4.31	15.30
Zhuzhou CSR Times Electric	Китай	2.34	9.93	16.03
Крюковский вагоностроительный завод	Украина	0.54	4.08	8.95
Baotou Beifang Chuangye	Китай	0.90	14.59	29.77
American Railcar Industries	США	1.19	13.61	нег.
Стахановский вагоностроительный завод	Украина	0.39	3.80	3.02
Freightcar America	США	0.62	нег.	нег.
Всего (компании-аналоги)		1.12	10.96	18.96
2011Оц.		0.58	9.49	12.97
«Лугансктепловоз»	Украина	0.44	6.21	17.88

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

В оценке мы использовали мультипликаторы P/E, EV/EBITDA и EV/S, которым присвоили одинаковый вес при расчете итоговой целевой стоимости компании.

Расчет справедливой стоимости

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста
P/E (последние 4 квартала)	0.22	1/3	-25%
EV/EBITDA (последние 4 квартала)	0.57	1/3	92%
EV/S (последние 4 квартала)	0.82	1/3	178%
Общая оценка	0.54	1	81%

Источник: расчеты UFC Capital.

II. Сравнительная оценка на основании прогнозов на 2011 г.

В то же время, несмотря на ожидаемые благоприятные финансовые результаты по итогам 2011 г., потенциал роста в этом периоде несколько ниже за счет восстановления компаний-аналогов. Даже при такой оценке акции «Лугансктепловоза» выглядят существенно недооцененными.

«Лугансктепловоз»: прогноз показателей на 2011 г., \$ млн.

Вариант оценки	Продажи, \$ млн.	EBITDA, \$ млн.	Чистая прибыль, \$ млн.	Вес	Справедливая цена, \$	Потенциал роста
(I) Последние 4 квартала	164.8	11.6	2.5	0.5	0.535	81%
(II) 2011 Оц.	178.7	13.2	3.8	0.5	0.461	56%
Итоговая оценка	X	X	X	1.0	0.498	69%

Источник: расчеты UFC Capital.

Таким образом, по нашему мнению справедливая стоимость акций компании находится на уровне \$0.50, что на 69% выше текущей цены акций компании. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции данного эмитента.

Финансовая отчетность

Баланс, \$ млн.

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.06.2011
Денежные средства и их эквиваленты	1.5	0.5	0.3	0.2
Текущие финансовые инвестиции	0.0	0.0	0.0	0.0
Товарная дебиторская задолженность	3.2	0.7	9.1	5.0
Другая дебиторская задолженность	15.8	11.6	10.1	22.9
Запасы	36.6	19.3	36.9	31.1
Другие оборотные активы	13.8	0.1	3.0	1.8
Всего оборотные активы	70.9	32.2	59.4	61.0
Основные средства	20.6	19.6	18.8	17.4
Другие внеоборотные активы	4.8	3.5	5.7	5.7
Всего внеоборотные активы	25.4	23.1	24.5	23.1
Всего активы	96.3	55.3	83.9	84.1
Краткосрочные кредиты	8.1	0.0	2.0	0.0
Текущая задолженность по долгосрочным обязательствам	15.2	11.1	6.9	7.4
Товарная кредиторская задолженность	31.0	15.1	11.3	7.0
Другие текущие обязательства	18.7	26.3	61.9	72.0
Всего краткосрочные обязательства	73.0	52.5	82.1	86.4
Долгосрочные кредиты банков	0.0	0.0	0.0	0.0
Другие долгосрочные финансовые обязательства	0.0	0.0	0.0	0.0
Другие долгосрочные обязательства	5.0	4.8	4.9	0.7
Всего долгосрочные обязательства	5.0	4.8	4.9	0.7
Уставный капитал	7.1	6.9	6.9	6.9
Нераспределённая прибыль	-5.9	-25.6	-26.5	-26.4
Другой собственный капитал	17.1	16.7	16.6	16.6
Всего собственный капитал	18.3	-2.0	-3.0	-2.9
Всего собственный капитал и обязательства	96.3	55.3	83.9	84.1

Отчет о финансовых результатах, \$ млн.

	2009	2010	1П2011	1.07.2010-30.06.2011
Объём продаж (чистый доход)	67.1	108.3	82.8	164.8
Себестоимость реализованной продукции	62.4	94.2	75.1	145.5
Валовая прибыль (убыток)	4.8	14.1	7.6	19.3
Другие операционные доходы	25.1	52.2	47.9	73.7
Административные и другие операционные расходы	36.9	63.7	48.8	81.3
ЕБИТДА	-7.1	2.7	6.7	11.6
Амортизация	1.4	1.5	1.8	2.6
Прибыль (убыток) от операционной деятельности	-8.5	1.2	4.9	9.0
Другие доходы	0.9	3.1	0.3	1.0
Финансовые расходы	3.3	4.8	2.3	5.0
Другие расходы	8.1	2.6	2.9	4.7
Результат от обычной деятельности до налогообложения	-18.9	-3.1	0.0	0.3
Налог на прибыль от обычной деятельности	1.2	0.0	0.0	-2.2
Чистая прибыль (убыток) от обычной деятельности	-20.2	-3.1	0.0	2.5

Показатели рентабельности

	2009	2010	1П2011	1.07.2010-30.06.2011
Валовая рентабельность	15.3%	13.1%	9.2%	11.7%
Рентабельность по ЕБИТДА	6.5%	2.5%	8.1%	7.0%
Операционная рентабельность	5.4%	1.1%	5.9%	5.4%
Рентабельность по чистой прибыли	0.1%	нег.	0.1%	1.5%

Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Михаил Дорфман
Управляющий партнер
dorfman@ufc-capital.com

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Владимир Оваденко
Старший аналитик
ovadenko@ufc-capital.com

Феликс Фурман
Младший аналитик
furman@ufc-capital.com

© 2011 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.
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 надежных источников.
Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.