ЗАВОЛЖСКИЙ МОТОРНЫЙ ЗАВОД (ZMZN)

	Текущая цена, руб.	Справедливая цена, руб.	Потенциал	Рекомендация
zmzn	97,11	124,03	27,72%	ПОКУПАТЬ
zmznp	57,1	74,79	30,98%	ПОКУПАТЬ

Заволжский моторный завод (ЗМЗ) – крупнейший в стране производитель двигателей, в частности, для внедорожников и легких коммерческих автомобилей. Предприятие входит в группу Соллерс, испытывающую в настоящее время мощный подъем производственной и инвестиционной активности. Ключевой драйвер развития компании – совместное предприятие Соллерс – Ford, основные мощности которого будут заниматься поиском базы для локализации автокомпонентов. Компании Соллерс и Ford уже заявили о планах организации в России производства двигателей.

МОДЕЛЬ БИЗНЕСА

Существующие мощности: 1. Двигатели – ГАЗ (двигатели для семейства ГАЗель),
– УАЗ (весь комплекс двигателей),
– ПАЗ (весь комплекс двигателей).
2. Автокомпоненты – ЗЗГТ, Полет, УМЗ, Автокомпонент.

Новые проекты: 1. Двигатели – Ford (для легковых а/м в рамках СП).

2. Автокомпоненты – RENAULT-NISSAN.

Таким образом, акции компании при негативном сценарии будут двигаться за бумагами Соллерс, а в случае появления новых сообщений СМИ о развитии проектов поставок российским дочкам мировых автоконцернов либо ужесточения режима локализации смогут существенно обогнать акции материнской компании.

В подтверждение реализации событий по второму сценарию свидетельствуют следующие события, произошедшие в 2010 г.:

- ЗМЗ получило статус «Q1-поставщик - гарантированного качества Ford» и внесено в этом статусе в электронную базу поставщиков компании. «Q1-поставщик» означает поставщика очень высокого уровня, динамично развивающегося, отвечающего международным и специфическим требованиям концерна Ford.

- ЗМЗ и его дочерние компании РосАЛит и Металлоформ с положительным результатом прошли промышленный аудит «RENAULT-NISSAN» на получение статуса потенциального поставщика в рамках совместного проекта этой компании с предприятием АвтоВАЗ.

Ключевой риск – отказ от сотрудничества с Ford или RENAULT-NISSAN как это произошло в ситуации с Fiat, вероятность наступления умеренная.

ФИНАНСОВЫЕ И ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

За 2010 г. ЗМЗ произвело 75,389 тыс. двигателей, что на 48,6% превышает уровень 2009 г. Показатель сопоставим с уровнем продаж материнской компании, тем не менее, основным потребителем продукции компании все же остается Группа ГАЗ.

В 2010 г. выручка предприятия составила 7,70 млрд. руб. (рост на 31% к 2009 г.).

По результатам 9 мес. 2010 г. компания вышла в зону положительной операционной рентабельности (2,0%). Чистая рентабельность ЗМЗ в плотную подошла к докризисным максимумам (7,1%), составив 6,4%.

Чистый долг компании составляет 2,59 млрд. руб. Долговая нагрузка ЗМЗ, с нашей точки зрения, чрезмерно велика, тем не менее, краткосрочные кредиты и займы составляют менее 20% обязательств компании.

Ключевой производственный риск – увеличение цен на металлопродукцию, вероятность наступления высокая.

Ключевой финансовый риск – трудность в обслуживании долга, вероятность наступления низкая.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ

МОДЕЛЬ СРАВНЕНИЯ РЫНОЧНЫХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ КОМПАНИЙ

Компания	Тикер	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная цена	Потенциал
ЗМЗ	ZMZN	28,34	1,70	99,89	97,11	124,03	27,72%
ЗМЗ	ZMZNP	-	-	-	57,1	74,79	30,98%
АвтоВАЗ	AVAZ	32,70	0,27	14,77			
Соллерс	SVAV	56,21	0,33	7,89			
Камаз	KMAZ	29,79	0,59	9,47			
NISSAN	7201 JT	12,41	0,35	н/д			
TOYOTA	7203 JT	18,72	0,51	н/д			
HONDA	7267 JT	9,11	0,61	н/д			
Mazda	7261 JT	15,86	0,14	н/д			
Ssangyong	003620 KS	46,88	0,18	13,49			
Hyundai	005380 KS	9,56	1,05	2,48			
Kia	000270 KS	10,64	1,03	9,88			
Daimler	DAI GY	11,07	0,51	1,01			
Fiat	F IM	н/д	0,14	6,32			
Peugeot	UG FP	5,54	0,11	2,01			
Renault	RNO FP	3,08	0,27	н/д			
Ford	F US	7,68	0,38	5,13			

Источник: Bloomberg, оценка ИК Энергокапитал

На основании оценки справедливой стоимости бумаг компании на основе метода сравнения рыночных мультипликаторов, мы рекомендуем «Покупать» обыкновенные и превилегированные акции ЗМЗ с потенциалом 28% и 31% соответственно.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ГРУППА ЭНЕРГОКАПИТАЛ

энергокапитал
инвестиционная группа

Центральный офис компании
в Санкт-Петербурге:

190031, Санкт-Петербург, ул. Ефимова, 4а,
б/ц "Мир", вход отдельный
(недалеко от ст. м. "Садовая" и "Сенная пл.")
Время работы: с 10.00 до 19.00, кроме сб и вс

Коммерческое управление	
Михаил Бабарин Руководитель управления	babarin@energ.ru +7 (812) 329-55-92
Константин Ермоленко Зам. руководителя управления по инвестиционной политике	ermolenko@energ.ru +7 (812) 325-03-08
Отдел управления благосостоянием	
Виталий Горлатов Начальник отдела	+7 (812) 329-17-29
Олег Кочиерь Зам. начальника отдела	kochier@energ.ru +7 (812) 329-17-29
Елена Копосова Прием он-лайн поручений	+7 (812) 329-17-94
Отдел инвестиционного моделирования	
Александр Игнатюк Начальник отдела	ai@energ.ru +7(812) 441-29-27
Василий Копосов Специалист отдела	koposov@energ.ru +7(812) 441-29-27
Марсело Муньос Специалист отдела	marcelo@energ.ru +7 (812) 441-29-27
Управление активами на рынке ценных бумаг	
Дмитрий Аксенов Заместитель генерального директора по рынку ценных бумаг	aks@energ.ru +7 (812) 329-17-73
Александр Павлов Начальник отдела управления на рынке ценных бумаг	a_pavlov@energ.ru +7 (812) 329-17-73
Клиентский отдел	
Татьяна Ершова Начальник отдела	ersh@energ.ru +7 (812) 329-55-94
Анна Филиппова Ведущий специалист	filippova@energ.ru +7 (812) 329-17-72
Отдел доступа к торговым площадкам	
Андрей Андреев Начальник отдела	and@energ.ru +7 (812) 329-53-08
Дарья Воронова Администратор NetInvestor/Quik	+7 (812) 329-44-46
Департамент продаж и регионального развития	
Денис Костин Директор департамента	denis@energ.ru +7 (495) 223-52-09
Департамент по работе с институциональными инвесторами в РТС	
Владимир Ермолаев Директор департамента	ermolaev@energ.ru

Обращаем Ваше внимание, что информация и выводы, содержащиесяв настоящейпубликации, были подготовлены специалистами компании "Энергокапитал" и предназначаются исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, "Энергокапитал" не претендует на ее полноту и точность. Компания и любые из ее представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой-либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях прямо или косвенно упомянутых в предмете настоящей публикации. Ни компания "Энергокапитал", ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.
Необходимо помнить, что любые инвестиции, упомянутые в настоящей публикации, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящей публикации, могут изменяться под воздействием рыночных и иных факторов. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов. Возможность инвестирования в какие-либо ценные бумаги или инструменты, упомянутые в настоящей публикации следует рассматривать только инвесторам, обладающим значительными знаниями и опытом в финансовых вопросах и бизнесе, и способным оценить преимущества и риски, связанные с инвестированием в российские ценные бумаги.

ОФИСЫ КОМПАНИИ ЭНЕРГОКАПИТАЛ

энергокапитал
инвестиционная группа

Филиал компании в г. Архангельск
163000, Архангельск,
пл. Ленина, д.4, офис 407
+7 (8182) 63-63-30, +7 (8182) 21-54-14
arhangelsk.doc@energ.ru

Филиал компании в г. Краснодар
450000, Краснодар,
ул. Красная-Северная, д. 160-354
+ 7 (8612) 51-21-23
krasnodar@energ.ru

Филиал компании в г. Москва
109017, Москва,
1-ый Тружеников пер., д. 27/2
+ 7 (495) 223-52-09 + 7 (495) 223-52-08
dkostin@col.ru

Филиал компании в г. Мурманск
183038, Мурманск,
ул. Воровского, д. 5/23, офис 310
+ 7 (8152) 28-2425, + 7 (8152) 28-2424
murmansk.doc@energ.ru

Филиал компании в г. Оренбург
460000, Оренбург,
ул.Краснознаменная, д.22, офис 901
+ 7 (3532) 77-26-35, + 7 (3532) 77-40-56
+ 7 (3532) 77-33-34
orenburg.doc@energ.ru

Филиал компании в г. Череповец
162600 Вологодская область, г. Череповец,
ул. Ленина, д. 53, 2 этаж, офис 11
+ 7 (8202) 55-44-91, + 7 (8202) 54-07-93
cherepovets@energ.ru

Филиал компании в г. Ярославль
150003, Ярославль,
ул. Республиканская, д. 3,
центральный корпус (Красный Маяк), 2 этаж
+ 7 (4852) 72-02-28, + 7 (4852) 73-90-93
yaroslavl@energ.ru

Филиал компании в г. Тольяти
445000, Тольяти,
Новый проезд, д. 3,
ДЦ "ГРАНД СИТИ", офис 304
+ 7 (8482) 77-44-11, + 7 (8482) 77-47-11