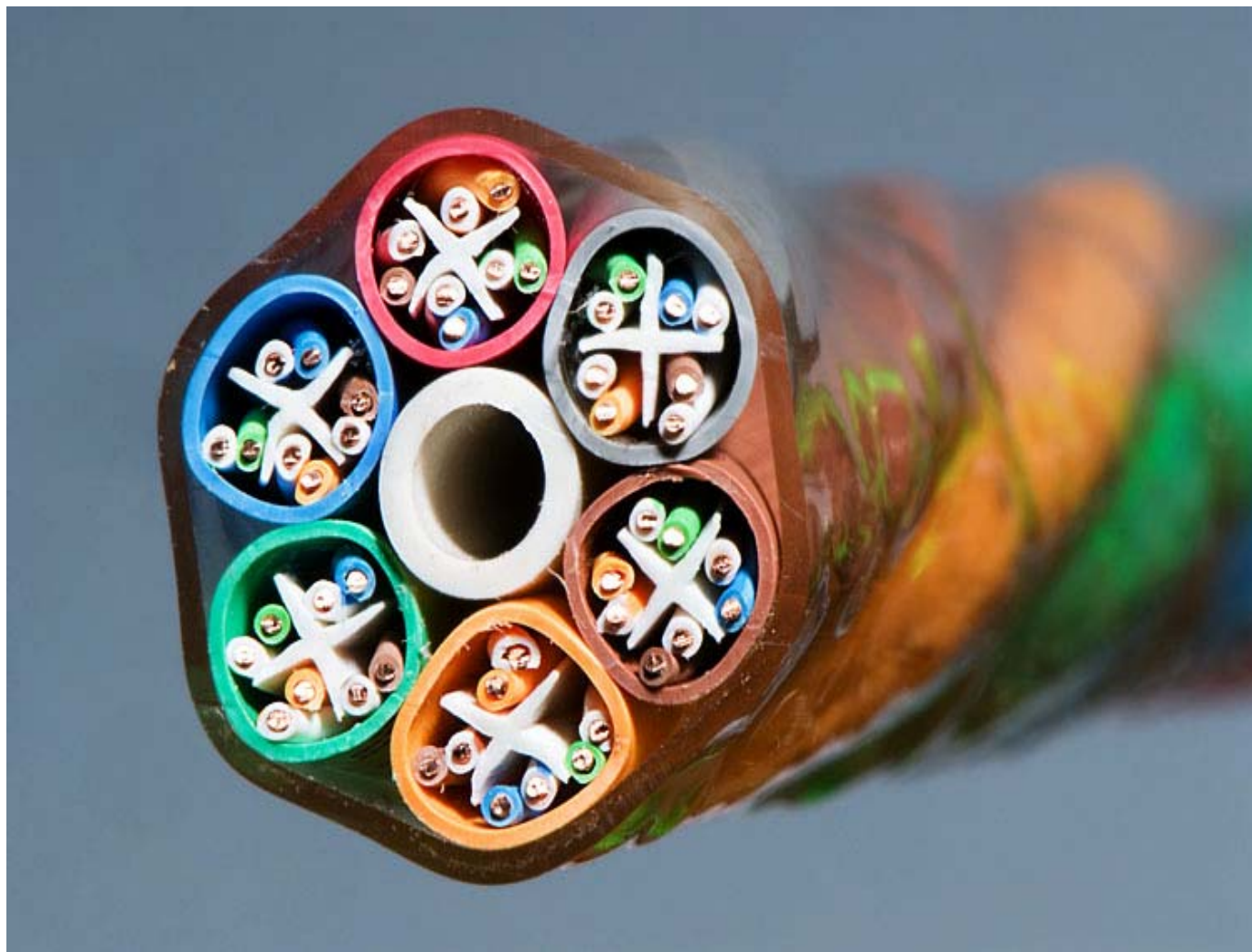


## Производители кабелей В радужном свете

12 марта 2008



**Анастасия Жданова**

Аналитик

+7 (495) 785 5336

azhdanova@msk.bcs.ru

**Олег Петропавловский**

Аналитик

+7 (495) 785 5336

opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

## Инвестиционное заключение

Ticker	kamc
Price	\$5.9
Fair value	\$9.2
Recom.	Покупать

Ticker	ikbl
Price	\$121
Fair value	\$204
Recom.	Покупать

Ticker	srkb
Price	n/a
Fair value	\$870
Recom.	Держать

Ticker	chkb
Price	\$260
Fair value	\$732
Recom.	Покупать

**Мы начинаем рассматривать потенциал акций компаний–производителей кабельной продукции. Мы рекомендуем покупать акции Камкабеля, Иркутскабеля и Саранскабеля и держать акции Чувашкабеля.**

Главным фактором повышения инвестиционной привлекательности компаний является **увеличение объема инвестиционных программ** со стороны большинства отраслей–потребителей кабельной продукции.

- Реформа энергетики способствует мощному росту спроса на кабельную продукцию со стороны энергетического сектора. Постепенная либерализация рынка электроэнергии позволит энергетикам с каждым годом вкладывать в свое развитие все больше средств. Собственно, их инвестиционная программа является наиболее детальной, поэтому компании, имеющие значительную долю в сегменте энергетического кабеля, будут обладать преимуществом.
- Строительный бум в России также стал дополнительным мощным драйвером спроса на кабельную продукцию. Кроме того, телекоммуникационный и транспортный секторы также обеспечат производителей кабелей заказами в долгосрочной перспективе.
- Высокие цены на нефть, газ и металлы позволили компаниям нефтегазового и металлургического секторов запланировать серьезную модернизацию и значительное расширение своего производства. Отметим, что, по прогнозам, сырье будет оставаться дорогим в среднесрочной перспективе, что будет поддерживать платежеспособность этих отраслей еще долгое время.

Таким образом, вложение в производителей кабельной продукции дает одну из редких возможностей сыграть на увеличении инвестиционных потоков крупнейших компаний перечисленных отраслей. Отметим также, что российские производители ориентированы на внутренний спрос, и, таким образом, инвестиции в их акции можно считать защитными.

**Консолидация в отрасли.** Конкурировать по ценам при таком притоке средств в отрасль компаниям становится невыгодно, к тому же барьеры для входа низкие, а большой объем заказов привлекает иностранных игроков. В этой ситуации компании сектора стремятся к укрупнению, для того чтобы занять большую долю в наиболее перспективных сегментах. Однако на прямую продажу компании идут неохотно, что, с нашей точки зрения, является твердым подтверждением инвестиционной привлекательности отрасли.

**Благоприятный прогноз цен на медь и алюминий** Производство кабельной продукции очень материалоемкое (металлы составляют более 80% себестоимости). При ценообразовании на свою продукцию компании отталкиваются от стоимости металлов, поэтому ее увеличение является для них скорее плюсом. Мы прогнозируем повышение средних цен на медь и алюминий в 2008 году и слабое снижение после этого.

Основным рисками являются:

- **Низкая ликвидность.** Доля мажоритарных акционеров в большинстве компаний приближается или превышает 90%. Несмотря на планы отдельных игроков провести IPO, мы считаем, что бурное развитие отрасли заставит компании отложить их до достижения более оптимальной для них стоимости бизнеса.
- **Риск выкупа или размытия доли миноритариев.** Этот риск является существенным в свете продолжающейся консолидации отрасли. Однако мы не ожидаем проявления откровенной враждебности к миноритариям.

## Рынок кабельной продукции

### Беспрецедентный приток средств в отрасль

**приток** Кабельную отрасль в ближайшие несколько лет ожидает беспрецедентный приток денежных средств со стороны большинства отраслей–потребителей кабельной продукции:

- Федеральная сетевая компания (ФСК) в ближайшие три года планирует вложить в развитие \$17 млрд, из них около \$6 млрд пойдет на модернизацию старых и строительство новых энергосетей (в текущем году планируются вложения на уровне \$2.07 млрд);
- Инвестиционная программа МРСК до 2010 года составляет около \$19 млрд, из них около 30-40% также, по нашим оценкам, должно пойти на обновление сетей;
- Семь МРК телекоммуникационной отрасли России планируют до 2010 года вложить в развитие \$6.5 млрд. Примерно треть этих средств будет направлена на цифровизацию, которая не связана с прокладкой новых линий, а оставшиеся будут потрачены на развитие, в том числе и новых видов услуг, таких как интернет и IP-телефония;
- В транспортном секторе инвестиционная программа РЖД еще более масштабная – на строительство новых железных дорог компания планирует до 2030 года потратить примерно \$168 млрд, а на модернизацию существующих – \$134 млрд. И все эти направления необходимо будет электрифицировать.

Уникальность ситуации состоит в том, что благоприятная конъюнктура не ограничивается ближайшей перспективой. У энергетиков уже проработаны детальные среднесрочные планы вложений и источники их финансирования, а долгосрочные программы ФСК, МРСК, РЖД и МРК обеспечивают уверенность в будущем благополучии отрасли.

### Консолидация отрасли

На рынке сейчас обозначились три крупных центра консолидации: Ренова и управляющая компания Ункомтех (объединяет Иркутсккабель и Кирскабель), Севкабель Холдинг (объединяющий 9 кабельных заводов в России, на Украине, в Приднестровье, недавно он приобрел 40% Саранскабеля), а также Камский кабельный завод (крупнейший в России), который намерен объединиться с Электрокабелем.

Объединенная компания станет целью для поглощения для одного из «покупателей» – Реновы (владельцем которой является г-н Вексельберг, который также является одним из акционеров Русала) или УГМК. Учитывая, что Русал является единственным производителем алюминия, а УГМК – вторым по величине производителем меди, их желание укрепить свое положение на рынке конечной продукции для своего сырья является логичным. УГМК, например, уже владеет ЗАО «Уралкабель» и ЗАО «Сибкабель», а также около 25% «Электрокабель. Кольчугинский завод».

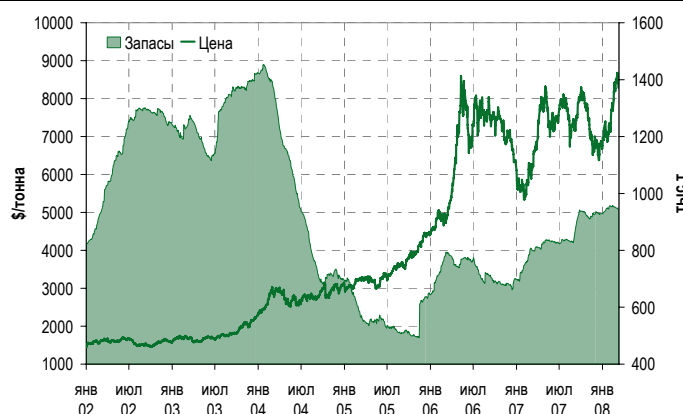
### Прогноз цен на медь и алюминий

Медь и алюминий являются основным сырьем отрасли. Рост цен на них станет дополнительным драйвером повышения цен на кабельную продукцию. Мы считаем, что производители смогут полностью перенести свои затраты по сырью на потребителей. Однако игроки, имеющие тесные связи с Русалом и УГМК, должны чувствовать себя увереннее.

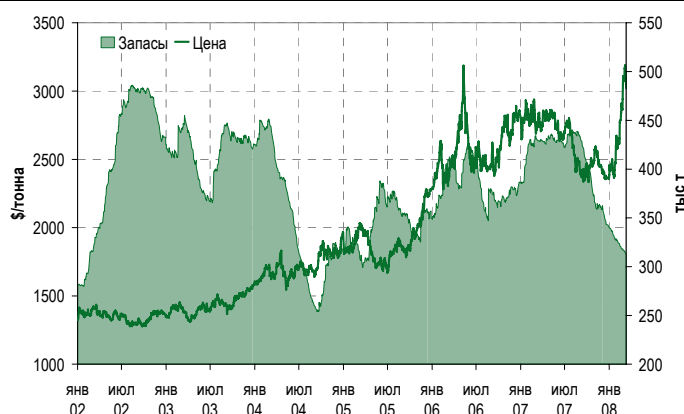
По нашим прогнозам, цены на медь и алюминий достигнут пика в 2008 году и будут плавно снижаться после этого, не опускаясь, однако, ниже уровня 2007 года. Разрыв в стоимости меди и алюминия составляет сейчас более 200%. Учитывая, что в большой степени эти металлы являются взаимозаменяемыми, мы считаем, что алюминий должен расти в цене быстрее меди.

Стоимость металла, \$/т	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Медь	6 676	7 126	8 200	8 000	7 500	7 000	6 500
Алюминий	2 591	2 663	3 013	2 900	2 800	2 600	2 500

## Динамика цен на медь и запасы металла



## Динамика цен на алюминий и запасы металла

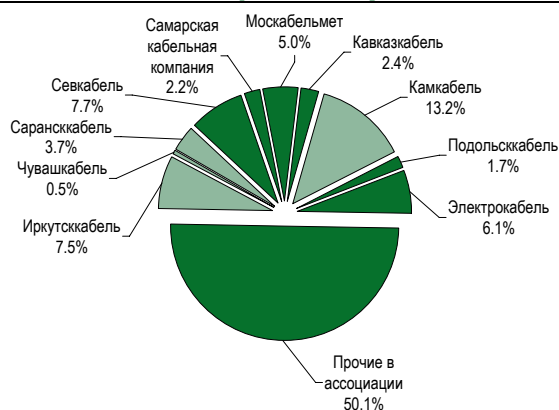


Источник: LME, Bloomberg, оценка БКС

При выборе компаний для анализа мы учли, что в кабельном секторе только начинается консолидация, и выделили производителей кабелей, акции которых доступны на рынке, несмотря на их очень низкий free-float.

В России достаточно много кабельных производств, однако после завершения консолидации три крупных холдинга займут около 50% российского рынка. Ситуация с ликвидностью акций внушает опасения, для анализа мы выбрали самые ликвидные компании сектора: Камкабель, Иркутсккабель, Сарансккабель и Чувашкабель.

## Кабельный сектор (по данным ассоциации Электрокабель)



## Free-float акций кабельных компаний

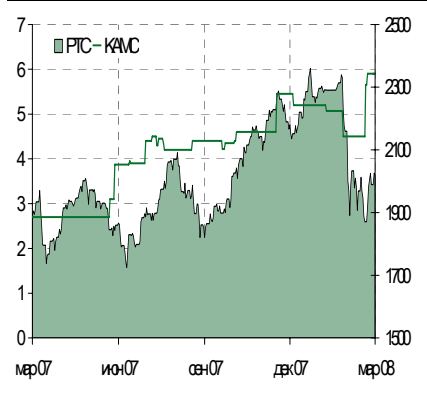
Компания	Тикер	Free-float	Кол-во акций на рынке
Иркутсккабель	IKBL	3.88%	63 036
Камкабель	KAMC	5.50%	1 103 325
Сарансккабель	SRKB	7.98%	11 576
Чувашкабель	CHKB	6.53%	12 122

Источник: ассоциация Электрокабель, данные компаний, оценка БКС

## Камкабель

Ticker	kamc
Price	\$5.9
Fair value	\$9.2
Upside	+56%
Recom.	покупать

52 w max	\$123
53 w min	\$34
Market Cap	\$175 млн
Free-float	3%
P/E	3.80
P/S	0.42
EV/EBITDA	3.53
PBV	1.47



**Мы начинаем анализ акций ОАО «Камский кабельный завод» с рекомендации «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$9.2, что подразумевает потенциал к текущей цене на уровне 56%.**

Компания является одним из самых универсальных производителей и занимает более 13% российского рынка по результатам 2007 года. Сам по себе Камский кабельный завод является крупнейшим в России. Компания занимает существенные доли на рынке силовых, шахтных, высокотемпературных, нефтепогружных кабелей и обмоточных проводов. Экспорт составляет около 15-20%, он осуществляется в страны СНГ. Компания также оказывает услуги по переработке. Однако доля выручки от толлинговых услуг стабильно уменьшалась последние годы с 56% в 2003-м до 20.73% в III квартале 2007 года. По нашему мнению, помимо увеличения цен на кабельную продукцию это было одной из главных причин взрывного роста выручки в последние два года.

Кипрские фонды, по нашему мнению связанные с мажоритарным акционером, владеют около 78% компании, и еще более 18% лежат в Депозитарно-клиринговой компании. Мы считаем, что после размещения дополнительных акций доля собственников существенно увеличится, так как не все миноритарии будут в нем участвовать.

Акции Камкабеля являются привлекательными для инвестиций благодаря следующим факторам:

- **Компания сильно недооценена по сравнению с аналогами.** В настоящее время акции Камкабеля недооценены по отношению к мировым производителям кабельной продукции как малой, так и большой капитализации. Его оценка по мультипликатору EV/EBITDA на 2008 год составляет 1.5, что предполагает дисконт более 70% к различным по размерам капитализации производителям кабелей;
- **Компания находится в процессе слияния** с компанией «Электрокабель. Кольчугинский завод» путем внесения 72% Электрокабеля и 78% Камского кабеля в управляющую компанию. Новая компания должна занять около 20% российского рынка кабельной продукции и стать крупным игроком на рынке энергетического кабеля. Слияние должно завершиться к концу 2008 года. Было заявлено, что в дальнейшем планируется перейти на одну акцию и провести IPO компании. С нашей точки зрения, более вероятным вариантом развития событий для компании является продажа УГМК или Ренове;
- **Обширная программа модернизации производственных мощностей.** Компания планомерно наращивает объем капиталовложений. Привлекать средства она собирается через выпуск акций. В частности, деньги от нового размещения (около 2 млрд руб.) планируется потратить на строительство нового корпуса площадью 10-12 тыс. кв. м, который будет ориентирован на увеличение объема выпуска продукции на 20%.

Основной причиной высокой недооцененности компании, по нашему мнению, является планируемое в этом году размещение 38.9 млн акций по закрытой подписке (100% текущего уставного капитала). В размещении не смогут участвовать новые акционеры, поэтому при анализе мы используем количество акций, которое будет у компании после него. Таким образом, получается, что потенциал роста капитализации компании больше 200%, а потенциал роста стоимости ее акции — 56%. Вряд ли можно говорить в этой ситуации о существовании риска размытия акций, так как, по большому счету, данный риск уже реализовался, и мы не думаем, что компания предпримет еще одно столь масштабное размещение. Сроки размещения пока не определены, но вряд ли Камкабель сможет провести его в первой половине года.

## Оценка компании

При оценке Камкабеля мы использовали следующие предположения:

- Стоимость километра кабеля будет зависеть от цены тонны меди на Лондонской бирже металлов, а также от темпов роста инфляции на ближайшую перспективу;
- Спрос на продукцию завода будет обеспечен инвестиционными программами ФСК.

### Оценка компании

#### Камский кабельный завод: модель дисконтированных денежных потоков

RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Выручка	85	178	413	617	708	774	797	792
Операционные затраты	(82)	(157)	(374)	(536)	(580)	(608)	(606)	(588)
EBITDA	2	20	38	77	122	158	180	193
Амортизация	(1)	(1)	(2)	(4)	(6)	(8)	(10)	(11)
<b>EBIT</b>	<b>2</b>	<b>19</b>	<b>36</b>	<b>73</b>	<b>116</b>	<b>150</b>	<b>170</b>	<b>182</b>
Налоговые платежи	(1)	(4)	(9)	(18)	(29)	(38)	(44)	(48)
Амортизация	1	1	2	4	6	8	10	
Капитальные затраты		(22)	(39)	(53)	(40)	(32)	(21)	
Изменение рабочего капитала	(1)	(29)	(5)	(17)	(7.0)	(3.8)	(4)	
<b>FCFF</b>	<b>1</b>	<b>(36)</b>	<b>(15)</b>	<b>(11)</b>	<b>46</b>	<b>84</b>	<b>112</b>	<b>111</b>
WACC, %				15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
Фактор дисконтирования				0.87	0.75	0.65	0.56	0.49

#### Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	2.00
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск +непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	18.0%
Стоимость долга, %	5.1%
Прогнозное отношение «долг/капитал», %	3%
<b>WACC, %</b>	<b>15.5%</b>

#### Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	115
Конечный темп роста, %	3.5%
Ставка дисконтирования на конец периода	15.5%
TV, \$ млн	952
<b>Приведенная стоимость TV, \$ млн</b>	<b>462</b>

#### Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	658
- чистый долг, \$ млн	(54)
- доля меньшинства, \$ млн	-
<b>Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн</b>	<b>712</b>
Количество ADR, млн	77.76
Количество привилегированных акций, млн	0
Эквивалент ADR в обращении, млн	78
<b>Справедливая цена акций, \$</b>	<b>9.2</b>

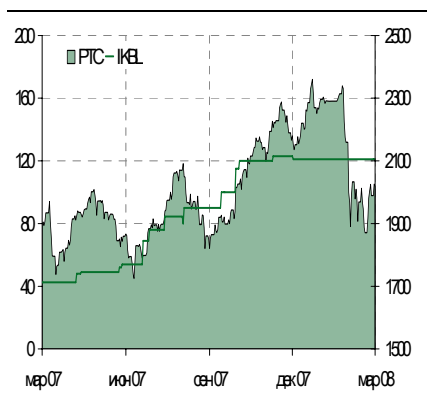
Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций, рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$9.2/акцию, что на 56% выше текущей цены – \$5.9 – и предполагает рекомендацию «ПОКУПАТЬ».



## Иркутсккабель

Ticker	ikbl
Price	\$212
Fair value	\$204
Upside	+68.9%
Recom.	покупать
52 w max	\$123
53 w min	\$34
Market Cap	\$175 млн
Free-float	3.88%
P/E	4.50
P/S	0.49
EV/EBITDA	3.99
PBV	1.68



**Мы начинаем анализ акций ОАО «Иркутсккабель» с рекомендации «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$204, что подразумевает потенциал к текущей цене \$121 на уровне 68.9%.**

Иркутсккабель является одним из лидеров отрасли в России. Основная специализация завода – выпуск силового кабеля для нужд электроэнергетики: в структуре производства компании его доля составляет более 60%. Компания ведет свою деятельность в Сибирском, Центральном, Приволжском и Уральском регионах. До 2007 года она поставляла свою продукцию на экспорт в Казахстан и Монголию (порядка 2% в год от общего объема выручки компании), однако в данный момент экспорт прекращен, что, по нашему мнению, связано с растущим внутренним спросом на продукцию Иркутсккабеля.

Акции Иркутсккабеля являются привлекательными для инвестиций благодаря следующим факторам:

- **Спрос на его продукцию будет расти.** Основную часть спроса на продукцию Иркутсккабеля обеспечат энергетики, ведущие свою деятельность в регионах поставок компании. МРСК Центра, Волги, Сибири, Урала и Западной Сибири до 2010 года собираются инвестировать более \$4 млрд, в том числе на строительство и модернизацию линий электропередач. Больше трети этих средств (36%) придется на 2008 год. В будущем помимо увеличения объемов выпуска силового кабеля Иркутсккабель планирует освоить и развивать производство новых видов данной продукции, что позволит ему занять существенную долю на рынке кабеля для электроэнергетики.
- **Завод аффилирован с Русалом.** Владелец завода является группа Ренова Виктора Вексельбурга, который, в свою очередь, является одним из совладельцев объединенной компании Русал. Такие связи позволяют Иркутсккабелю обеспечить себя необходимым объемом алюминия для производства неизолированных проводов для воздушных линий электропередач.
- **Беспрецедентные дивиденды не только для отрасли, но и для большинства российских компаний.** Вот уже два года подряд Иркутсккабель выплачивает солидные дивиденды. По итогам 2006 года компания выплатила аж 33% чистой прибыли, а по итогам девяти месяцев 2007 года – почти 40% прибыли за этот период. Также руководство не исключило и вариант того, что компания выплатит дивиденды и по итогам года, а при сохранении благоприятной ситуации на рынке она планирует выплачивать дивиденды два раза в год. Однако Иркутсккабель не имеет официальной дивидендной политики, т. е. выплата дивидендов по акциям компании не является обязательной.
- **Недооценка по сравнению с аналогами.** В настоящее время акции компании недооценены по отношению к мировым производителям кабельной продукции как малой, так и большой капитализации. Ее оценка по мультипликатору EV/EBITDA на 2008 год составляет 3.5, что предполагает 35-45-процентный дисконт к различным по размерам капитализации производителям кабелей.

**Основным риском** при инвестировании в акции данного эмитента мы считаем низкий free-float. По данным самой компании, Dolen Investments Ltd. (аффилированная с группой Ренова В. Вексельберга) владеет 92.12% голосующих акций Иркутсккабеля, однако, согласно системе СПАРК, в структуре акционеров существует еще один крупный акционер – ЗАО «ТПК «Ункомтех», которая владеет 4% акций и является управляющей компанией завода. Таким образом, free-float Иркутсккабеля составляет 3.88%.

## Оценка компании

При оценке ОАО «Иркутсккабель» мы использовали следующие предположения:

- Стоимость километра кабеля будет зависеть от цены тонны меди на Лондонской бирже металлов, а также от темпов роста инфляции на ближайшую перспективу;
- Спрос на продукцию завода будет обеспечен инвестиционными программами сетевых компаний;
- В ближайшие несколько лет завод будет увеличивать объемы производства продукции за счет запуска новых видов силовых кабелей.

### Оценка компании

#### Иркутсккабель: модель дисконтированных денежных потоков (DCF-model)

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Выручка		138	173	311	399	450	483	511	533
Операционные затраты		(130)	(142)	(248)	(333)	(370)	(394)	(418)	(442)
EBITDA		7	30	62	64	78	86	89	88
Амортизация		(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
<b>ЕВІТ</b>		<b>6</b>	<b>29</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>76</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>85</b>
Налоговые платежи		(1)	(6)	(14)	(15)	(18)	(20)	(21)	(21)
Амортизация		1	1	1	2	2	3	3	3
Капитальные затраты		(1)	(1)	(4)	(7)	(8)	(9)	(8)	(9)
Изменение рабочего капитала		(10)	(40)	(43)	(14)	(15)	(7)	(13)	(11)
<b>FCFF</b>		<b>(4)</b>	<b>(18)</b>	<b>1</b>	<b>28</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>47</b>
WACC, %					13.9%	13.8%	13.7%	13.6%	13.5%
Фактор дисконтирования					0.88	0.77	0.68	0.60	0.53

#### Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	2.00
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск +непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	18.0%
Стоимость долга, %	4.2%
Прогнозное отношение «долг/капитал», %	11%
<b>WACC, %</b>	<b>14.0%</b>

#### Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	49
Конечный темп роста, %	3.0%
Ставка дисконтирования на конец периода	13.5%
TV, \$ млн	463
<b>Приведенная стоимость TV, \$ млн</b>	<b>244</b>

#### Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	384
- чистый долг, \$ млн	52
- доля меньшинства, \$ млн	-
<b>Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн</b>	<b>332</b>
Количество ADR, млн	1.6
Количество привилегированных акций, млн	0
Эквивалент ADR в обращении, млн	1.6
<b>Справедливая цена акций, \$</b>	<b>204</b>

Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций, рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$204/акцию, что на 68.9% выше текущей цены \$121 и предполагает рекомендацию «ПОКУПАТЬ».



## Завод Саранскабель

Ticker	srkb
Price	N/A
Fair value	\$870
Upside	n/a
Recom.	держать
52 w max	n/a
53 w min	n/a
Market Cap	n/a
Free-float	7.98%
P/E	n/a
P/S	n/a
EV/EBITDA	n/a
PBV	n/a

### Мы начинаем анализ акций ОАО «Завод «Саранскабель» с рекомендации «ДЕРЖАТЬ» с целевой ценой \$870.

Основными направлениями деятельности Саранскабеля являются поставки кабелей различного сортамента для энергетической (силовой кабель), транспортной (ж/д, сигнально-блокировочный кабель) и телекоммуникационной (телефонный и LAN-кабель) отраслей. Основную часть выручки (порядка 60%) завод получает за счет сбыта в Центральном и Приволжском регионах.

Акции Саранскабеля являются привлекательными для инвестиций благодаря следующим факторам:

#### • Высокий спрос со стороны отраслей-потребителей:

- **Электроэнергетика.** Магистральные электрические сети Центрального и Волжского регионов России в 2008 году планируют вложить в строительство новых и перевооружение уже введенных объектов более \$700 млн, а общий объем инвестиций в этих регионах приближается к \$2 млрд до 2010 года;
- **Транспорт.** Доля поставок Саранскабеля на рынок Центральной России превышает 40%, а Приволжья – 18%. В данных регионах действуют Московская и Куйбышевская железные дороги (филиалы ОАО «Российские железные дороги»). Капвложения Московской ЖД в развитие транспортной инфраструктуры Центрального региона составят порядка \$350 млн, куда входят и средства на электрификацию. Куйбышевская ЖД в 2007 году вложила более \$200 млн в электрификацию лишь одного участка Сызрань–Сенная и еще порядка \$160 млн будет направлено на завершение электрификации участка Сызрань–Громово;
- **Телекоммуникации.** Центртелеком в 2008 году вложит более \$260 млн, а до 2012-го намерен направить свыше \$2.3 млрд на увеличение цифровизации сети, что потребует от него обновления сетей передачи данных, т. е. замену старых и прокладку новых кабелей. Также компания планирует развивать широкополосный доступ к сети интернет, что потребует от нее закупки достаточно большого объема LAN-кабелей. Инвестиционная программа Волгатекома до 2009 года предполагает вложение порядка \$500 млн в развитие новых услуг связи – интернет, интеллектуальные сети, телевидение.
- **В планах завода** на текущий год значится увеличение объемов производства на 30% и расширение ассортимента выпускаемой продукции за счет введения в эксплуатацию линии для изготовления огнестойких кабелей. Высокие темпы роста производства и развитие новых видов продукции позволит Саранскабелю усилить свои позиции на рынках сбыта продукции.
- **Слияние с холдингом Севкабель.** Совсем недавно стало известно, что в конце 2007 года аффилированные с холдингом Севкабель структуры скупили почти 40% акций Саранскабеля. Согласно отчету компании на конец 2007 года и данным системы СКРИН, структура акционеров компании выглядела следующим образом:

Владелец	Отчет компании	СКРИН
ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания»	39.94%	39.94%
Боксимер Эвир Аврамович	24.93%	24.93%
Боксимер Зинаида Самуиловна	-	11.19%
Гинзбург Ян Григорьевич	8.60%	8.60%
Боксимер Михаил Эвирович	7.36%	7.36%
Кириллова Марина Эвировна	4.05%	-

Мы считаем, что данная сделка нейтрально повлияет на деятельность Саранскабеля, т. к. контрольный пакет в компании по-прежнему остался у семьи Боксимер. Стоит отметить, что в случае если Севкабель переведет на свой баланс акции Саранскабеля, он будет обязан предложить публичную оферту по выкупу акций у акционеров.

- **Free-float** акций компании составляет от 8% до 15%, что является также несколько нетипичным для кабельного сектора, где данный показатель колеблется от 3% до 5-6%.
- **Недооценка по сравнению с аналогами.** В настоящее время акции компании недооценены по отношению к мировым производителям кабельной продукции как малой, так и большой капитализации. Ее оценка по мультипликатору EV/EBITDA на 2008 год составляет 4.4, что предполагает более чем 17-29-процентный дисконт к различным по размерам капитализации производителям кабелей.

**Риск** при инвестировании в акции ОАО «Саранскабель» заключается в том, что по акциям до сих пор не проходило сделок, а спрэд между ценой покупки и ценой продажи почти 900%. Данный фактор существенно затрудняет как покупку, так и продажу бумаг компании, и именно он явился решающим при присвоении бумагам эмитента рекомендации «ДЕРЖАТЬ».

## Оценка компании

При оценке ОАО «Сарансккабель» мы использовали следующие предположения:

- Стоимость километра кабеля будет зависеть от цены тонны меди на Лондонской бирже металлов, а также минимум от темпов роста инфляции на ближайшую перспективу;
- Спрос на продукцию завода будет обеспечен инвестиционными программами трех отраслей-потребителей кабельной продукции завода;
- В ближайшие несколько лет завод будет увеличивать объемы производства продукции за счет растущего спроса.

### Оценка компании

#### Сарансккабель: модель дисконтированных денежных потоков (DCF-model)

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Выручка		76	109	167	262	368	384	395	400
Операционные затраты		(72)	(99)	(152)	(239)	(324)	(338)	(351)	(362)
EBITDA		2	8	12	20	42	43	41	35
Амортизация		(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
<b>EBIT</b>		<b>1</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>32</b>
Налоговые платежи		( )	(2)	(3)	(5)	(11)	(11)	(11)	(10)
Амортизация		1	1	2	2	2	3	3	3
Капитальные затраты		(8)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Изменение рабочего капитала		(2)	1	(2)	(10)	(10.8)	(.7)	(2)	(1.6)
<b>FCFF</b>		<b>(8)</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>20</b>
WACC, %					15.5%	15.4%	15.3%	15.2%	15.1%
Фактор дисконтирования					0.87	0.75	0.65	0.57	0.49

#### Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	2.00
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск +непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	18.0%
Стоимость долга, %	4.5%
Прогнозное отношение «долг/капитал», %	11%
<b>WACC, %</b>	<b>15.6%</b>

#### Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	21
Конечный темп роста, %	3.0%
Ставка дисконтирования на конец периода	15.1%
TV, \$ млн	173
<b>Приведенная стоимость TV, \$ млн</b>	<b>85</b>

#### Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	139
- чистый долг, \$ млн	12
- доля меньшинства, \$ млн	-
<b>Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн</b>	<b>126</b>
Количество ADR, млн	0.1
Количество привилегированных акций, млн	0
Эквивалент ADR в обращении, млн	0.1
<b>Справедливая цена акций, \$</b>	<b>870</b>

Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций, рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$870/акцию, в данной ситуации мы рекомендуем держать акции Сарансккабеля.

## Чувашкабель

Ticker	chkb
Price	\$732
Fair value	\$260
Upside	+181.5%
Recom.	покупать
52 w max	\$200
53 w min	\$190
Market Cap	\$48 млн
Free-float	6.53%
P/E	3.00
P/S	0.60
EV/EBITDA	1.94
PBV	0.89

**Мы начинаем анализ акций ОАО «Завод «Чувашкабель» с рекомендации «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой \$732, что подразумевает потенциал к текущей цене продажи \$260 на уровне 181.5%.**

Чувашкабель является эксклюзивным производителем хладостойких, нагревательных, теплостойких и миниатюрных кабельных изделий некоторых марок в России. Завод находится в Приволжском ФО в Республике Чувашия, и именно его близость к центрам машиностроения (предприятиям КамАЗ, ВАЗ, ГАЗ и другим) определяют его структуру производства, основной продукцией в которой являются автопровода (30% по итогам 2006 года). Помимо этой продукции существенные доли в структуре производства занимают провода для энергомашиностроительной отрасли и тяжелого машиностроения.

Акции Чувашкабеля являются привлекательными для инвестиций благодаря следующим факторам:

- **Спрос на его продукцию будет расти.** Запуск новых заводов зарубежными автоконcernами (Toyota, Nissan, Ford, Renault, General Motors, Volkswagen, Suzuki, PSA Peugeot-Citroen, Hyundai и Mitsubishi) будет сопровождаться ростом спроса на автопровода. Также стоит отметить, что темпы роста производства автомобилей различного класса в России в последние годы составляли не менее 10%, а в некоторых сегментах превышали 20-процентную отметку.
- **Планы.** Менеджментом предприятия разработана долгосрочная программа капитальных вложений (более \$40 млн) до 2012 года, которая предполагает обновление существующего производства, а также освоение новых видов продукции. В частности, в начале 2007 года завод завершил монтаж линии производства силовых кабелей.
- **Недооценка по сравнению с аналогами.** В настоящее время акции компании недооценены по отношению к мировым производителям кабельной продукции как малой, так и большой капитализации. Ее оценка по мультипликатору EV/EBITDA на данный момент составляет 1.4, что предполагает более чем 70-процентный дисконт к различным по размерам капитализации производителям кабелей.

**С 9 августа 2007 года** ОАО «Чувашкабель» прекратило раскрытие информации о себе, что связано с процедурой конвертации ценных бумаг в бумаги с большим номиналом (10 руб. против 0.5 руб.). До настоящего времени неизвестно, завершена ли данная процедура, также нет информации ни о промежуточных, ни об итоговых результатах работы завода за 2007 год, есть сведения только о том, что все бумаги прошлых выпусков считаются погашенными с 09.08.2007. Именно этот факт, по нашему мнению, определяет высокий уровень риска при инвестировании в акции предприятия, который, мы считаем, может существенно снизить привлекательность бумаг компании.

**Free-float.** Согласно информации самой компании на 31.03.2007, структура акционеров предполагала free-float на уровне 22.65%, однако, по данным системы СПАРК, в структуре акционеров помимо контролирующего акционера ЗАО «Группа компаний системной консолидации» (66.39%) присутствует ЗАО «Торговый дом ВНИИКП», владеющее 16.13%. Мы склонны доверять этой информации и считаем, что free-float акций компании не превышает 6.53%, что является довольно неплохим показателем для отрасли.

## Оценка компании

При оценке ОАО «Чувашкабель» мы использовали следующие предположения:

- Стоимость километра кабеля будет зависеть от цены тонны меди на Лондонской бирже металлов, а также от темпов роста инфляции на ближайшую перспективу;
- Спрос на продукцию завода будет обеспечен иностранными и российскими автопроизводителями;
- В связи с недостатком детальной информации о планах завода мы предполагаем, что средний рост объемов производства в среднесрочной перспективе составит 5%.

### Оценка компании

#### Сарансккабель: модель дисконтированных денежных потоков (DCF-model)

	RAS, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Выручка		27	41	61	80	91	95	98	99
Операционные затраты		(21)	(28)	(45)	(56)	(59)	(59)	(59)	(58)
EBITDA		6	12	15	22	30	33	36	38
Амортизация		(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
<b>EBIT</b>		<b>5</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>34</b>
Налоговые платежи		(1)	(3)	(3)	(5)	(7)	(8)	(9)	(9)
Амортизация		1	1	1	2	2	3	3	4
Капитальные затраты		(1)	(1)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
Изменение рабочего капитала		(0)	(3)	(1)	(3)	(1.5)	(.3)	(1)	(.6)
<b>FCFF</b>		<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>
WACC, %					16.8%	16.7%	16.6%	16.5%	16.4%
Фактор дисконтирования					0.86	0.73	0.63	0.54	0.46

#### Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	2.00
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск + непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	18.0%
Стоимость долга, %	0.1%
Прогнозное отношение «долг/капитал», %	1%
<b>WACC, %</b>	<b>16.9%</b>

#### Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	21
Конечный темп роста, %	3.0%
Ставка дисконтирования на конец периода	16.4%
TV, \$ млн	159
<b>Приведенная стоимость TV, \$ млн</b>	<b>74</b>

#### Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	123
- чистый долг, \$ млн	(13)
- доля меньшинства, \$ млн	-
<b>Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн</b>	<b>136</b>
Количество ADR, млн	0.2
Количество привилегированных акций, млн	0.01
Эквивалент ADR в обращении, млн	<b>0.19</b>
<b>Справедливая цена акций, \$</b>	<b>732</b>

Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций, рассчитанная на основании DCF-модели, составляет \$732/акцию, в данной ситуации мы рекомендуем покупать акции Чувашкабеля.

## Сравнительный анализ

Мы провели сравнительный анализ российских производителей кабеля с зарубежными производителями этой продукции малой и большой капитализаций. В отсутствии прогнозов о финансовых результатах в российских компаниях мы использовали собственные предположения для получения текущей оценки рынка.

## Сравнительный анализ компаний–производителей кабелей на основе финансовых мультипликаторов

Компания	Тикер	Страна	Рыночная капит-ция \$ млн	Стоимость предпр-я \$ млн	Стоимость предприятия/ выручка			Стоимость предприятия/ EBITDA			Цена/ доход на акцию (P/E)		
					2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Сарансккабель	SRKB RU	Россия	74	90	0.8	0.5	0.3	10.6	7.3	4.4	17.2	10.7	5.9
Камкабель	KAMC RU	Россия	229	155	0.9	0.4	0.3	7.9	4.1	1.5	16.5	8.9	3.0
Чуващкабель	CHKB RU	Россия	40	31	0.8	0.5	0.4	2.6	2.1	1.4	4.7	3.8	2.5
Иркутсккабель	IKBL RU	Россия	175	231	1.3	0.7	0.6	7.6	3.8	3.5	8.9	4.2	3.8
<b>Производители кабеля с малой капитализацией</b>													
BHAGYANAGAR INDIA	BHIL IN	INDIA	82	106	2.5	1.2	0.9	N/A	4.7	3.6	12.8	4.8	3.5
COLEMAN CABLE	CCIX US	US	198	537	1.3	0.6	N/A	9.5	7.3	N/A	6.7	12.7	N/A
INSTEEL INDUSTRIES	IIIN US	US	202	184	0.6	0.6	0.6	3.1	4.7	4.3	6.1	8.0	6.9
NIPPON SEISEN CO	5659 JP	JAPAN	111	86	0.4	0.2	0.2	3.0	N/A	N/A	10.9	6.5	5.4
RADIALL	RLL FP	FRANCE	282	262	0.8	0.8	0.8	4.7	5.9	5.3	9.6	14.1	13.2
SUMIDA CORP	6817 JP	JAPAN	248	452	0.7	0.7	0.7	6.2	N/A	N/A	11.7	7.5	6.5
SUNCALL CORP	5985 JP	JAPAN	171	151	0.5	0.4	0.4	2.9	N/A	N/A	10.2	9.0	8.5
TAI SIN ELECTRIC	TSE SP	SINGAPORE	182	232	1.8	1.2	1.0	17.2	8.3	7.6	22.5	9.8	8.8
TAI-I INTERNATIONAL	1808 HK	CHINA	75	261	0.3	0.3	N/A	9.8	5.3	N/A	7.4	4.6	3.9
TATSUTA WIRE & CABLE	5809 JP	JAPAN	167	199	0.6	0.4	0.4	8.9	N/A	N/A	17.5	8.2	8.8
TOKYO ROPE MFG	5981 JP	JAPAN	270	501	0.8	0.7	0.6	7.1	7.2	6.5	13.0	19.5	12.1
WELL SHIN TECHNOLOGY	3501 TT	TAIWAN	142	117	1.0	0.8	0.6	5.8	N/A	N/A	9.9	N/A	N/A
<b>Медиана</b>					<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.9</b>	<b>5.3</b>	<b>10.6</b>	<b>8.2</b>	<b>7.7</b>
<b>Производители кабеля с большой капитализацией</b>													
BAOSHENG	600973 CH	CHINA	669	760	2.1	1.4	1.1	26.6	N/A	N/A	45.5	30.3	21.6
BEKAERT	BEKB BB	BELGIUM	2 717	3 414	1.1	1.0	1.0	8.0	7.6	7.2	12.4	12.6	12.1
BELDEN	BDC US	US	1 553	1 853	1.2	0.8	0.8	11.0	5.4	4.7	23.6	8.4	7.3
DAETWYLER HOLDING	DAE SW	SWITZ	1 113	1 071	0.9	0.8	0.9	6.7	5.2	5.9	15.0	13.5	12.4
DRAKA HOLDING	DRAK NA	HOLAND	1 341	2 240	0.6	0.5	0.5	13.0	6.7	6.2	40.1	8.6	7.6
ENCORE WIRE	WIRE US	US	371	393	0.3	0.3	N/A	2.0	N/A	N/A	3.2	14.9	N/A
FUJIKURA	5803 JP	JAPAN	1 763	3 039	0.6	0.5	0.4	5.0	5.8	5.2	7.4	22.2	12.5
FURUKAWA ELECTRIC	5801 JP	JAPAN	2 327	6 653	0.8	0.6	0.6	9.2	7.4	6.9	9.4	13.0	11.1
FUSHI COPPERWELD	FSIN US	CHINA	375	351	5.2	2.8	1.4	15.4	12.0	6.5	21.0	15.3	8.5
GENERAL CABLE	BGC US	US	3 052	4 205	1.1	0.7	0.6	14.7	7.3	6.3	22.6	10.7	9.0
HITACHI CABLE	5812 JP	JAPAN	1 497	1 905	0.5	0.4	0.4	6.5	4.9	4.9	31.3	11.5	12.0
HUBER & SUHNER	HUBN SW	SWITZ	1 015	903	1.4	1.3	1.2	8.8	8.2	8.1	14.9	14.5	15.4
LEONI	LEO GR	GERMANY	1 297	1 817	0.6	0.4	0.4	5.6	5.1	4.4	10.8	9.6	7.6
NEXANS	NEX FP	FRANCE	2 784	3 285	0.3	0.4	0.4	4.7	4.0	3.6	7.5	8.1	7.3
PRYSMIAN	PRY IM	ITALY	3 729	5 277	0.7	0.6	0.6	9.3	6.3	6.0	27.3	9.0	8.3
SAUDI CABLE	SCACO AB	S.A.	23 363	26 151	4.6	1.8	1.4	43.5	11.8	9.4	61.9	13.8	10.8
SUMITOMO ELECTRIC IND.	5802 JP	JAPAN	10 811	15 420	0.8	0.6	0.6	8.3	6.4	6.2	19.1	12.4	12.0
TBEA	600089 CH	CHINA	3 459	3 629	4.2	2.3	1.7	49.5	18.4	13.6	N/A	36.5	23.3
WALSIN LIHWA	1605 TT	TAIWAN	1 576	1 894	0.9	0.4	0.3	9.7	14.3	7.7	5.7	15.8	8.0
<b>Медиана</b>					<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>9.2</b>	<b>6.7</b>	<b>6.2</b>	<b>19.1</b>	<b>13.0</b>	<b>11.0</b>

Согласно сравнительному анализу, российские производители торгуются с дисконтом минимум в 50%, а максимальный дисконт достигает 90%.



**Евгений Старцев**  
Директор департамента внебиржевых операций  
[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)

## Аналитический отдел

**Макс Шеин**  
Руководитель отдела  
Нефть и газ, нефтехимия  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

**Ирина Филатова**  
Электроэнергетика  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

**Денис Мухин**  
Банки, телекомы  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Михаил Сайно**  
Химия, транспорт  
[msayno@msk.bcs.ru](mailto:msayno@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**  
Металлургия  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

**Екатерина Кравченко**  
Нефть и газ, медиакомпания  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

**Татьяна Бобровская**  
Пищепром, розница, потребительские товары  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**  
Нефть и газ  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

**Севастьян Козицын**  
Машиностроение  
[skozitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skozitsyn@msk.bcs.ru)

**Анастасия Жданова**  
Металлургия, пром. строительство  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Светлана Малова**  
Ассистент  
[smalova@msk.bcs.ru](mailto:smalova@msk.bcs.ru)

**Алена Чигринская**  
Ассистент  
[achigrinskaya@msk.bcs.ru](mailto:achigrinskaya@msk.bcs.ru)

**Светлана Макеева**  
Корректор  
[smiheeva@msk.bcs.ru](mailto:smiheeva@msk.bcs.ru)

## Треjderский отдел

**Денис Новиков**  
Главный трейдер  
[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7467

**Александр Микин**  
Треjder  
[amikin@msk.bcs.ru](mailto:amikin@msk.bcs.ru)

**Артем Губанов**  
Треjder  
[agubanov@msk.bcs.ru](mailto:agubanov@msk.bcs.ru)

**Павел Полухин**  
Треjder  
[ppoluhin@msk.bcs.ru](mailto:ppoluhin@msk.bcs.ru)

**Сергей Цуркан**  
Треjder  
[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Ринат Темербеков**  
Треjder  
[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)

## Консультирование клиентов по работе с ценными бумагами

**Ольга Карельская**  
ИО Начальника отдела консультирования  
[karelya@msk.bcs.ru](mailto:karelya@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

**Андрей Бычин**  
Зам. начальника отдела консультирования  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Альберт Хусаинов**  
Старший консультант по инвестициям  
[ahusainov@msk.bcs.ru](mailto:ahusainov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7476

**Павел Васев**  
Консультант по инвестициям  
[pvasev@msk.bcs.ru](mailto:pvasev@msk.bcs.ru)  
+7 495 380 1595

**Антон Манаев**  
Консультант по инвестициям  
[amanaev@msk.bcs.ru](mailto:amanaev@msk.bcs.ru)

**Антон Клецкий**  
Консультант по инвестициям  
[akletskiy@msk.bcs.ru](mailto:akletskiy@msk.bcs.ru)

**Ирина Саченко**  
Консультант по инвестициям  
[isachenko@msk.bcs.ru](mailto:isachenko@msk.bcs.ru)

**Евгений Тупикин**  
Старший Финансовый советник  
[etupikin@msk.bcs.ru](mailto:etupikin@msk.bcs.ru)

**Александр Пименов**  
Финансовый советник  
[apimenov@msk.bcs.ru](mailto:apimenov@msk.bcs.ru)



**Контактный телефон: +7 495 785 5336**

Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания). Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. 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. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность. Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта. Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2008 ООО «Компания БКС». Все права защищены.

