

Ковровский МЗ

Новый этап развития

Россия
Предприятия АЭК

	Выручка (\$ млн)	ЕБИТДА (\$ млн)	Чистая прибыль (\$ млн)	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/E
2008	153.5	17.6	4.9	0.4	3.4	5.7
2009П	128.1	20.0	8.3	0.5	3.0	3.4
2010П	140.9	22.8	9.8	0.4	2.7	2.9

ПОКУПАТЬ

Текущая цена (Ask): \$57
Справедливая цена: \$155
Потенциал роста: 172%

Ковровский механический завод (КМЗ) – один из двух производителей газовых центрифуг, применяемых для обогащения урана. Рост установленной мощности АЭС во всем мире и программа Минатома по модернизации российского обогатительного комплекса являются основными драйверами роста доходов компании. Наша справедливая цена обыкновенных акций КМЗ составляет \$155, что предполагает потенциал роста 172% к текущим котировкам.

ДРАЙВЕРЫ РОСТА

- **Ввод новых мощностей в атомной энергетике.** Согласно данным Всемирной Ядерной Ассоциации (WNA), в период до 2015 г. в мире будет построено более 40 реакторов в 11 странах, т.е. будет введено дополнительно 70ГВт энергомощностей, что составляет 19% от существующего уровня. В России рост еще выше: согласно данным Росатома, к 2015 г. мощности российских АЭС вырастут до 33ГВт, что подразумевает увеличение на 42%. Учитывая эти факты, можно утверждать, что прос на ядерное топливо российских производителей вырастет за этот период, как минимум, на 20-30%.
- **Модернизация обогатительного комплекса.** План, сформулированный программой Минатома «Модернизация обогатительного комплекса к 2010г», предполагает, что в 2010г начнется производство новых центрифуг девятого поколения, которые будут заменять машины шестого поколения, введенные в действие в середине 1980-х гг.
- **Высокая конкурентоспособность технологии.** Высокоэффективная центрифужная технология позволяет достичь малой стоимости производства, возможно, порядка \$20 за ЕРР против, примерно, \$70 за ЕРР в США (газодиффузионная технология, применяемая за рубежом).
- **Дешевый по мультипликаторам.** КМЗ торгуется с существенным дисконтом к своим зарубежным аналогам. P/E'10=2.9x против 21.2x, EV/ЕБИТДА'10=2.7x против 7.9x и EV/S'10=0.4x против 0.5x.
- **Рост рентабельности.** Предприятие планомерно увеличивает свою рентабельность продаж: в 2007 – 5.7%, в 2008 - 10.5%, по итогам 2009 мы ожидаем 14.6%. Менеджеры компании ставят перед собой цель достичь 15-18% путем размещения дополнительных производств для атомной энергетике.

РИСКИ

- **Высокая зависимость** всего атомного рынка от внешнеполитической конъюнктуры.
- **Китайский фактор.** В 1992 г. Россия и Китай подписали соглашение о строительстве на территории КНР газового центрифужного завода для обогащения урана. Несмотря на то, что по данному соглашению были поставлены центрифуги предыдущих поколений, передача технологии в Китай может оказать в долгосрочной перспективе отрицательное влияние на конкурентоспособность России на мировом рынке обогащения.
- **Низкая ликвидность** акций КМЗ.

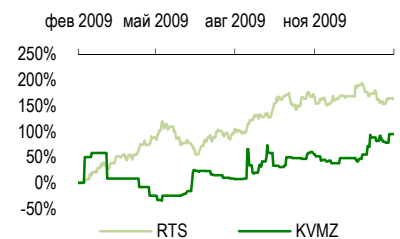
Тикеры	
RTS	KVMZ
Bloomberg	KVMZ RU
ADR/GDR	-
Количество ADR/GDR	-

Ликвидность	
Спрэд	16%
Free float, %	24.88%
Free float, \$ млн	7.0
AMT, \$ тыс	15

Основные акционеры	
Техснабэкспорт	75.12%
ДКК	17.75%
ФАУФИ	0.002%
Прочие	7.13%

Структура капитала	
Цена АО, \$	57.00
Количество АО, шт	495 380
Цена АП, \$	-
Количество АП, шт	-
Капитализация, \$ млн	28.24
Чистый долг, \$ млн	32.16
EV, \$ млн	60.40

Динамика курса акций	
Максимум за 52 недели (\$)	58.50
Минимум за 52 недели (\$)	19.55
Динамика с 01/01/2010	31%
Динамика за 6 мес.	81%
Динамика за 1 мес.	14%



Краевский Игорь
ikraevsky@absolut.ru

О КОМПАНИИ

Ковровский механический завод (КМЗ) был создан в 1950 г. на базе филиала завода им. В.А. Дегтярева (Зид). Завод долгое время выпускал продукцию военного назначения и самую разнообразную гражданскую продукцию, но в 2006 г. в рамках концепции реструктуризации атомной отрасли было принято решение о консолидации всех активов в сфере проектирования и производства газовых центрифуг. В итоге с 1 января 2007г КМЗ прекратил выпуск оружейной продукции и приступил к серийному производству газовых центрифуг, пройдя полную переаттестацию и получив все необходимые лицензии. Активы, производящие оружейную продукцию, были перенесены на Зид, а активы по производству продукции для атомной промышленности были переведены с Зид на КМЗ. Данная реорганизация была одним из этапов реализации проекта Русская Газовая Центрифуга, который предусматривал создание единого комплекса по производству этого уникального оборудования. На данный момент в комплекс входят ФГУП Точмаш, ООО «Аргон», ООО «Завод углеродных композитных материалов» и ОАО «Ковровский механический завод». Эти предприятия объединяют весь цикл производства газовых центрифуг, причем стоит отметить, что конечная сборка осуществляется именно на КМЗ.

В настоящее время Ковровский механический завод – одно из ключевых предприятий атомно-энергетического комплекса (АЭК) РФ, успешно решающий задачи комплектования сублиматно-разделительных мощностей страны и программы развития атомно-энергетической отрасли. В ближайших планах продуктового развития – освоение серийного производства газовых центрифуг девятого поколения, которые обеспечат необходимый уровень развития АЭК РФ и уверенные позиции на мировом рынке.

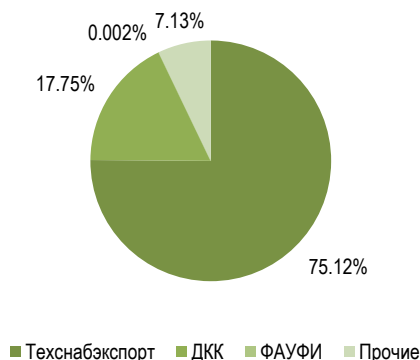
В 2009 году в рамках программы развития и реструктуризации АЭК на период с 2011-2015 годов и до 2030 года принято решение о создании Топливной компании на базе концерна ТВЭЛ. Организационно-правовое формирование Топливной компании запланировано на 2010 год. Ковровский МЗ войдет в Топливную компанию как один из основных производителей газовых центрифуг в настоящее время и в перспективе на весь стратегический период до 2030 года.

Структура акционеров

Основным акционером компании является ОАО «Техснабэкспорт» – государственное предприятие, осуществляющее выпуск и монопольный экспорт специфических материалов и технологий, используемых в атомной промышленности, его доля составляет 75.12%. Остальные акции распределены между различными физическими и юридическими лицами. За территориальным управлением ФАУФИ Владимирской области закреплено право «золотой акции», дающее возможность участия в управлении компанией.

Стоит отметить, что Техснабэкспорт является одним из крупнейших в мире поставщиков товаров и услуг в сфере ядерного топливного цикла, что, несомненно, обеспечит загрузку мощностей КМЗ.

Структура акционеров



Источник: Данные компании

ДРАЙВЕРЫ РОСТА

Ввод новых мощностей в атомной энергетике

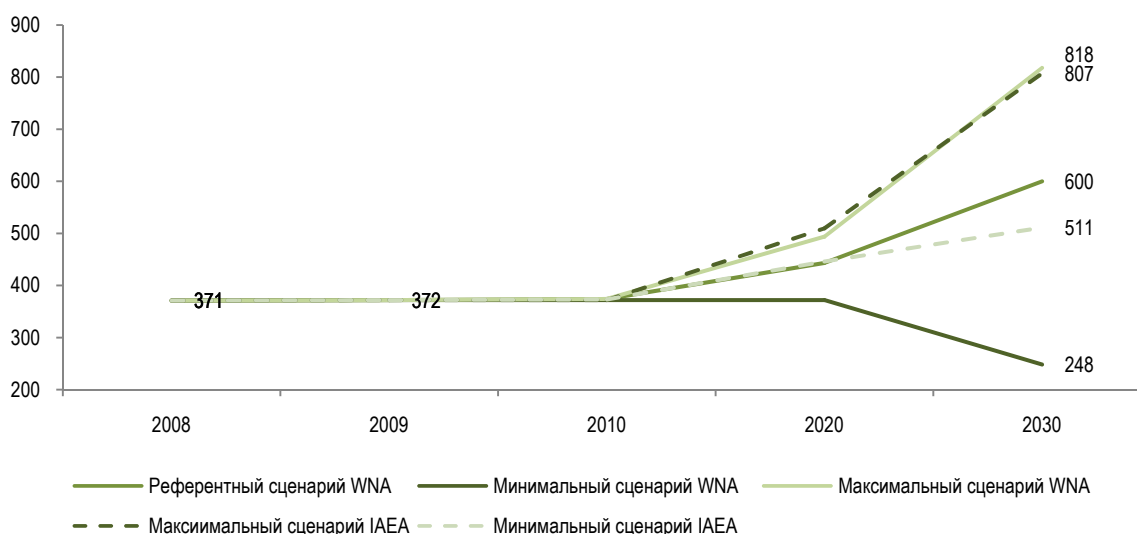
По данным World Nuclear Association (WNA), в мире функционирует 432 атомных реактора в 30 странах мира общей установленной мощностью 372 ГВт. Но в ближайшие 10-20 лет количество атомных энергоблоков должно значительно возрасти. На данный момент в 13 странах мира строится более 50 новых атомных реакторов. Согласно максимальному сценарию WNA, в период до 2015 г. в мире будет построено более 40 реакторов в 11 странах, т.е. будет введено дополнительно 70 ГВт энерго мощностей, что составляет 19% от существующего уровня. Минимальный сценарий International Atomic Energy Agency (IAEA) предполагает, что во всем мире около 73 ГВт новых мощностей будет введено к 2020 г., а к 2030 г. их общий объем составит 511 ГВт, а при максимальном сценарии до 807 ГВт.

Основной рост атомных мощностей будет связан с Азиатским регионом. Действительно, намеченная Индией масштабная программа развития ядерной энергетики предусматривает наращивание мощностей национальных атомных электростанций к 2020 г почти в пять раз - до 20 тыс. МВт, а в Китае мощности вырастут почти в 6 раз (с текущих 9 ГВт до 58 ГВт).

Россия также не отстает от своих азиатских соседей. Согласно данным Росатома, к 2015 г. мощности российских АЭС вырастут до 33 ГВт, что подразумевает рост на 42%, а по генеральной схеме размещения объектов электроэнергетики до 2020 года, за этот период планируется ввести 32.3 ГВт генерирующих мощностей. В результате установленная мощность АЭС России должна превысить 53 ГВт, что подразумевает рост более чем в 2 раза с сегодняшних 23.2 ГВт. Всего предполагается ввести в строй по обязательной программе 26 новых энергоблоков, для сравнения за всю историю Советского Союза было введено в эксплуатацию 30 энергоблоков.

На данный момент Атомэнергопром уже строит 14 энергоблоков, 9 из которых в России, а остальные 5 зарубежом – это АЭС Белене (в Болгарии), Бушер (в Иране) и Куданкулам (в Индии). Мы считаем, что не смотря на кризис новые АЭС будут строиться довольно высокими темпами. Основными причинами станут потребности экономики, ограниченность традиционных видов топлива, а также экологические угрозы, связанные с высоким уровнем выбросов газа CO₂. В качестве подтверждения данного мнения можно привести слова начальника Государственного управления по делам энергетики Китая Чжан Гобао, который недавно подчеркнул, что в настоящее время в Китае обсуждается необходимость корректировки своей атомной программы (к 2020г. увеличить мощность не до 58 ГВт, а до 70 ГВт) и в качестве основной причины указывает обеспокоенность китайского руководства экологическими проблемами.

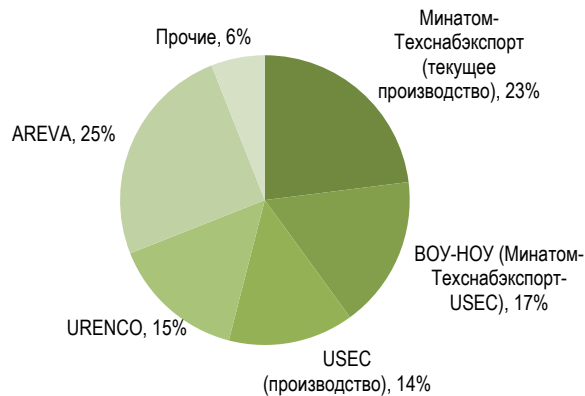
Сценарии ввода новых мощностей, ГВт



Источник: World Nuclear Association (WNA), International Atomic Energy Agency (IAEA)

Энергетическая стратегия США предполагает увеличение доли атомной энергетики с 20% до 32% к 2020 г., а государственная программа РФ по развитию атомной энергетики предусматривает, что в балансе энергопотребления доля АЭС возрастет с сегодняшних 18% до 25% к 2030 г. Таким образом, столь существенный рост установленной мощности АЭС во всем мире потребует увеличения мощностей на обогатительных предприятиях.

Мировой рынок обогащенного урана



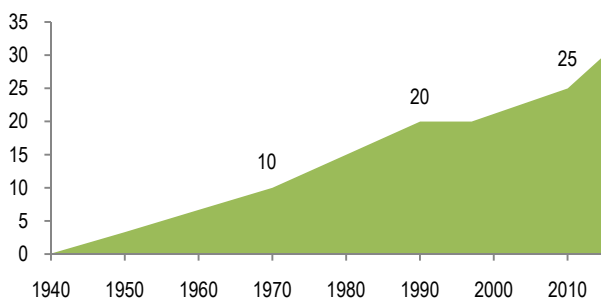
Источник: Техснабэкспорт

На данный момент во всем мире мощности по обогащению урана составляют 38 млн кг ЕРР, из них 40% приходится на Россию. При этом стоит отметить, что российские газодиффузионные разделительные заводы обеспечивают потребности в ядерном топливе не только собственных потребителей, но и примерно трети всех АЭС в мире. В соответствии с прогнозами Техснабэкспорта, к 2020 г. они вырастут до 50 млн кг ЕРР, и у России, как лидера отрасли, есть все шансы принять непосредственное участие в этом росте, что создает потенциал для дальнейшей экспансии и роста спроса на российские газовые центрифуги. Таким образом, одним из основных бенефициаров данных тенденций станет Ковровский механический завод.

Модернизация обогатительного комплекса

Промышленное применение технологии центрифуг началось в середине и конце 1950х гг. В течение 1960–1970х гг. в атомном комплексе проводились дальнейшие исследования и разработки по центрифугам, оценки надежности центрифуг второго, третьего и четвертого поколений. Разработка машин пятого и шестого поколений позволила обогатительному комплексу прекратить использование газодиффузионной технологии в конце 1980х – начале 1990х гг. В результате потребление электроэнергии для работ по обогащению сократилось на порядок величины при увеличении производственных мощностей обогащения в 2 – 3 раза. В конце 1980х гг. производственные мощности достигли уровня приблизительно в 20 млн ЕРР (единиц работы деления). Дальнейшая замена центрифуг пятого поколения на машины седьмого и восьмого поколений позволила увеличить производственную мощность комплекса к 2010 г. до 25 млн ЕРР.

Производственные мощности по обогащению, млн ЕРР в год



Источник: Атом-пресса

За время своего использования центрифуги успели сменить восемь поколений, однако, центрифуги восьмого поколения будут последней подкритической моделью, поскольку потенциал улучшений конструкции и материалов уже исчерпан. Поэтому при расширении производительности и переходе на агрегаты девятого поколения инженерам пришлось решать целый комплекс очень сложных задач по обеспечению нормального функционирования машины при вращении выше критической скорости.

План, сформулированный программой Минатома «Модернизация обогатительного комплекса к 2010г», предполагает, что в 2010г начнется производство новых центрифуг девятого поколения, которые будут заменять машины шестого поколения, введенные в действие в середине 1980-х гг. На данный момент финансовых данных по новому этапу модернизации в открытом доступе нет. Тем не менее, исходя из стоимости предыдущего этапа модернизации (в 2000г замена всех центрифуг пятого поколения на машины седьмого и восьмого поколений, а также модернизация вспомогательного оборудования обогатительных заводов оценивалась в 36.7 млрд руб или \$1.2 млрд) можно предположить, что на ввод центрифуг девятого поколения также будут выделены довольно внушительные средства. В свою очередь, это создаст новый поток доходов для основного производителя центрифуг – Ковровского МЗ.

Высокая конкурентоспособность технологии

Добываемая естественным образом урановая руда содержит только 0.7% изотопа урана-235, и здесь кроется вся суть проблемы, так как концентрация U235 в топливе для стандартного реактора должна составлять примерно 5%, а в стандартной атомной бомбе должна превысить 75%. В связи с этим на обогащение естественного урана (повышение концентрации U235) и были направлены национальные атомные проекты – американский и британский, японский, немецкий и советский.

На сегодняшний день существуют несколько технологий обогащения урана, среди которых можно выделить основные: газовая диффузия, центрифугирование, лазерная технология. Самой перспективной оказалась технология, основанная на использовании газовых центрифуг, – именно ее разработали советские ученые еще в 50-х гг. прошлого века. Суть технологии заключается в разделении разных по массе изотопов урана в газообразном соединении UF₆ с помощью сильного центробежного поля во вращающемся цилиндре. Если говорить о ее перспективности, то более экономически выгодной технологии на данный момент не существует, и по оценкам экспертов, ее не будет существовать еще примерно 25 лет.

Высокоэффективная центрифужная технология позволяет достичь малой стоимости производства, возможно, порядка \$20 за EPP против, примерно, \$70 за EPP в США (газодиффузионная технология, применяемая за рубежом). Столь существенная разница в себестоимости разделительной работы создает предпосылки для экспорта российской технологии за рубеж (строительство обогатительных заводов в других странах). В случае реализации данной возможности, КМЗ будет основным поставщиком центрифуг, что станет драйвером роста для его финансовых показателей.

Дешевый по мультипликаторам

КМЗ торгуется с существенным дисконтом к своим зарубежным аналогам. P/E'10=2.9x против 21.2x, EV/EBITDA'10=2.7x против 7.9x и EV/S'10=0.4x против 0.5x.

Сравнение с зарубежными аналогами

Название компании	Тикер	Страна	Мсар, \$ млн	EV, \$ млн	P/E '10	P/S '10	EV/EBITDA'10	EV/S'10
Глобальные рынки					21.2	0.3	7.9	0.5
Ковровский МЗ	KVMZ RU	Россия	28.2	60.4	2.9	0.2	2.7	0.4

Источник: данные компаний, оценка Абсолют-Инвест

Рост рентабельности

Предприятие планомерно увеличивает свою рентабельность продаж: в 2007 – 5.7%, в 2008 - 10.5%, по итогам 2009 мы ожидаем 14.6%. Менеджеры компании ставят перед собой цель достичь 15-18% путем размещения дополнительных производств для атомной энергетики.

Рентабельность компании

Параметр	2007	2008	2009П	2010П	Цель
Валовая рентабельность	20.36%	23.44%	27.47%	27.97%	
Рентабельность EBITDA	6.44%	11.44%	15.58%	16.16%	
Рентабельность продаж	5.65%	10.47%	14.62%	15.28%	15-18%
Чистая рентабельность	0.63%	3.21%	6.51%	6.98%	

Источник: данные компаний, оценка Абсолют-Инвест

РИСКИ

Высокая политическая зависимость

Высокая зависимость всего атомного рынка от внешнеполитической конъюнктуры может оказать негативное влияние на заказы Ковровскому заводу и его хозяйственную деятельность в целом. Показательными примерами могут быть импортные ограничения агентства по закупкам Евратома и торговые ограничения в Соединенных Штатах.

Китайский фактор

В 1992 г. Россия и Китай подписали соглашение о строительстве на территории КНР газового центрифужного завода для обогащения урана. Несмотря на то, что по данному соглашению были поставлены центрифуги предыдущих поколений, передача технологии в Китай может оказать в долгосрочной перспективе отрицательное влияние на конкурентоспособность России на мировом рынке обогащения.

Низкая ликвидность

Малая капитализация (чуть более \$28 млн) и низкая ликвидность акций КМЗ (за последние три месяца опубликованные на бирже объемы составили около \$50 тыс) предполагают существенный риск для инвесторов.

ОЦЕНКА КОМПАНИИ

Ковровский МЗ является довольно закрытым предприятием в плане раскрытия информации о своей финансово-хозяйственной деятельности, поэтому было принято решение оценивать компанию методом сравнения с аналогами, т.к. недостаточность данных не позволяет создать долгосрочную финансовую модель, используемую при оценке методом DCF.

Таким образом, сравнение производилось на основании следующих мультипликаторов: EV/EBITDA – вес 50%, EV/S – 30% и P/E – 20%. Сравнительный анализ показал, что акции Ковровского МЗ выглядят значительно дешевле, чем акции своих конкурентов, что предполагает значительный потенциал роста. По итогам проведенной оценки, справедливая цена обыкновенной акции составляет \$155, что подразумевает потенциал роста в 172% к текущим котировкам

Сравнение с аналогами

Сравнение с зарубежными аналогами

Компания	Страна	МСар, \$ млн	EV, \$ млн	P/E '10	P/S '10	EV/ EBITDA'10	EV/S'10
AREVA - CI	Франция	15 601.5	25 108.1	21.2	0.9	10.7	1.4
USEC INC	США	493.2	998.9	8.4	0.3	6.8	0.5
INI CORP	Япония	2 567.3	6 072.2	28.9	0.2	7.1	0.4
MITSUBISHI HEAVY IND	Япония	12 442.5	24 432.6	91.3	0.4	10.2	0.7
TOSHIBA CORP	Япония	21 120.2	36 244.6	-44.8	0.3	7.9	0.5
Медиана				21.2	0.3	7.9	0.5
Ковровский МЗ	Россия	28.2	60.4	2.9	0.2	2.7	0.4
Дисконт КМЗ				-86%	-33%	-66%	-20%
Веса				20%	0%	50%	30%

Источник: данные компаний, оценка Абсолют-Инвест

Показатель	KVMZ
Капитализация по мультипликаторам	128.1
Дисконт за низкую ликвидность и размер компании	40%
Справедливая капитализация, \$ млн	76.9
Количество обыкновенных акций	495 380
Справедливая цена одной обыкновенной акции, \$	155
Текущая цена обыкновенных акций, \$	57
Потенциал роста обыкновенных акций, %	172%

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Баланс, \$ млн

	2007	2008	2009П	2010П
Внеоборотные активы	17.6	31.8	28.9	30.1
Нематериальные активы	0.2	0.2	0.2	0.2
Основные средства	12.9	24.6	23.9	25.1
Прочие необоротные активы	4.5	7.0	4.9	4.9
Оборотные активы	49.9	45.9	42.3	47.4
Запасы	25.9	27.2	19.8	23.7
Дебиторская задолженность	20.5	17.5	20.8	21.9
Краткосрочные финансовые вложения	0.0	0.0	0.0	0.0
Денежные средства и эквиваленты	2.9	0.2	1.1	1.1
Прочие оборотные активы	0.7	1.0	0.6	0.6
Всего активов	67.5	77.7	71.3	77.5
Краткосрочные обязательства	49.8	54.1	21.6	25.9
Займы и кредиты	27.2	27.6	9.3	11.1
Кредиторская задолженность	22.6	26.6	12.3	14.8
Прочие краткосрочные обязательства	0.0	0.0	0.0	0.0
Долгосрочные обязательства	0.1	0.4	24.6	22.2
Займы и кредиты	0.0	0.0	24.0	21.6
Прочие долгосрочные обязательства	0.1	0.4	0.7	0.7
Капитал и резервы	17.6	23.1	25.0	29.3
Уставный капитал	4.8	5.0	4.1	4.5
Добавочный капитал	3.9	3.9	3.2	3.5
Нераспределенная прибыль	8.8	14.2	17.1	21.3
Всего пассивов	67.5	77.7	71.3	77.5

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн

	2007	2008	2009П	2010П
Выручка	105.4	153.5	128.1	140.9
Себестоимость	84.0	117.6	92.9	101.5
Валовая прибыль	21.5	36.0	35.2	39.4
Ком. и упр. расходы	15.5	19.9	16.5	16.6
ЕБИТДА	6.8	17.6	20.0	22.8
Амортизация	0.8	1.5	1.2	1.2
ЕБИТ	6.0	16.1	18.7	21.5
Прочие расходы	4.1	4.9	4.8	5.1
Прибыль до налогов	1.9	11.2	13.9	16.4
Налог на прибыль	1.2	6.3	5.6	6.6
Чистая прибыль	0.7	4.9	8.3	9.8

ТРЕЙДИНГ

+7 (495) 231 38 99

Мамонтов Олег

mamont@absolut.ru

Харенков Роман

roman@absolut.ru

Макаров Антон

makarov@absolut.ru

Кан Михаил

kan@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 и продажей 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"

© 1995-2010 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.