

## Владимирский химический завод

Масштабная модернизационная программа и взвешенный подход к экспансии позволяют предприятию создавать конкурентоспособную продукцию и развиваться

### Характеристика предприятия

История ОАО «Владимирский химический завод» началась в 1930-х годах, когда правительством было принято решение о строительстве комбината пластических масс в г. Владимире. В 1992 г. предприятие было преобразовано в акционерное общество. Несмотря на сложный период перестройки, завод постоянно модернизировался. В рамках этого процесса в 2007 году были заменены основные реакторы полимеризаторов. В начале этого года на ВХЗ была введена в эксплуатацию линия по производству вспененных жестких ПВХ листов. Поскольку основной сферой деятельности завода является выпуск изделий из пластмасс, по итогам 9 мес. 2010 г. почти 70% выручки компании пришлось на кабельные ПВХ-пластикаты.

Одной из ближайших целей деятельности менеджмента ВХЗ является желание создать замкнутый технологический цикл от выпуска сырья до получения готовой продукции. Для этой цели предприятие в конце 2005 года приобрело Дзержинский химический завод, который в настоящее время проходит процедуру банкротства, преобразуясь из самостоятельного юридического лица в филиал ВХЗ. Последний факт может свидетельствовать о желании менеджмента создать простую прозрачную структуру деятельности компании.

### Финансовое состояние предприятия

Финансовое состояние ВХЗ достаточно стабильно. Благодаря взвешенной экономической политике менеджмента, кризис практически не отразился на деятельности предприятия.

#### Рекомендация

**ПОКУПАТЬ**

Тиккер ММВБ	VLHZ
Текущая цена, RUR	114,8
Справедливая цена, RUR	396,2
Потенциал, %	245,1

Кол-во об. акций	5 005 605
Кол-во прив. акций	-
Мсар, млн.RUR	574,6

#### Владельцы об. акций\*, %

Чешор Энтерпрайзис лтд	80,31
Куонтол Менеджмент лтд	15,3
Прочие	4,39

\* По данным отчетности за 3 кв. 2010 г.

Более того, начиная с 2009 года оно демонстрирует впечатляющий рост прибыли, несмотря на некоторое кризисное снижение выручки.

Табл.1. Финансовые результаты ОАО «ВХЗ» за 2006-2010 гг.

Период	2006	2007	2008	2009	9 мес. 2010
Активы, \$ млн.	745,7	918,5	896,3	901,5	1 032,3
Собственный капитал, \$ млн.	278,3	304,8	330,0	375,1	398,1
Выручка, \$ млн.	1 666,5	2 241,2	2 237,2	1 793,7	1 645,3
Прибыль, \$ млн.	26,6	26,5	25,1	73,2	88,0

Источник: данные компании, расчеты ИК «Битца-Инвест»

Существенным риском является повышенная долговая нагрузка. Однако ее стабильно большая величина в течение нескольких последних лет позволяет сделать предположение о том, что ситуация является нормальной и находится под контролем менеджмента.

## Оценка стоимости акций компании

Оценка стоимости акций компании проводилась методом мультипликаторов. Поскольку у ВХЗ отсутствуют аналоги, акции которых были бы достаточно ликвидны для их выбора в качестве эталона, были проанализированы графики мультипликаторов P/S, P/E, P/BV ВХЗ, рассчитанных на основе годовых финансовых результатов, с середины 2007 года.

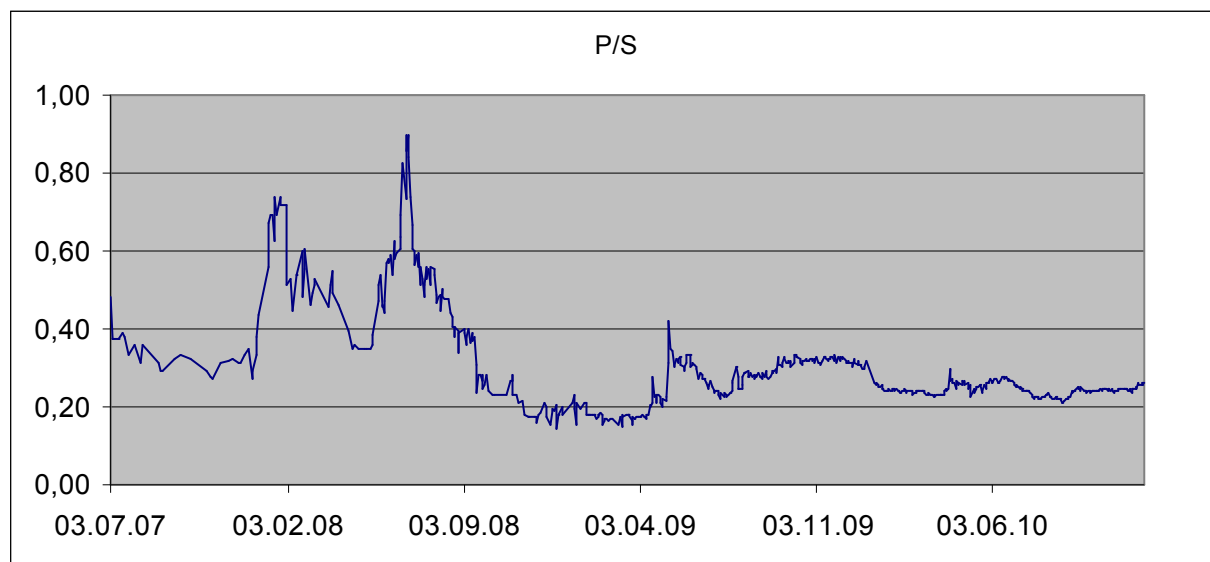


Рис.1. Динамика мультипликатора P/S

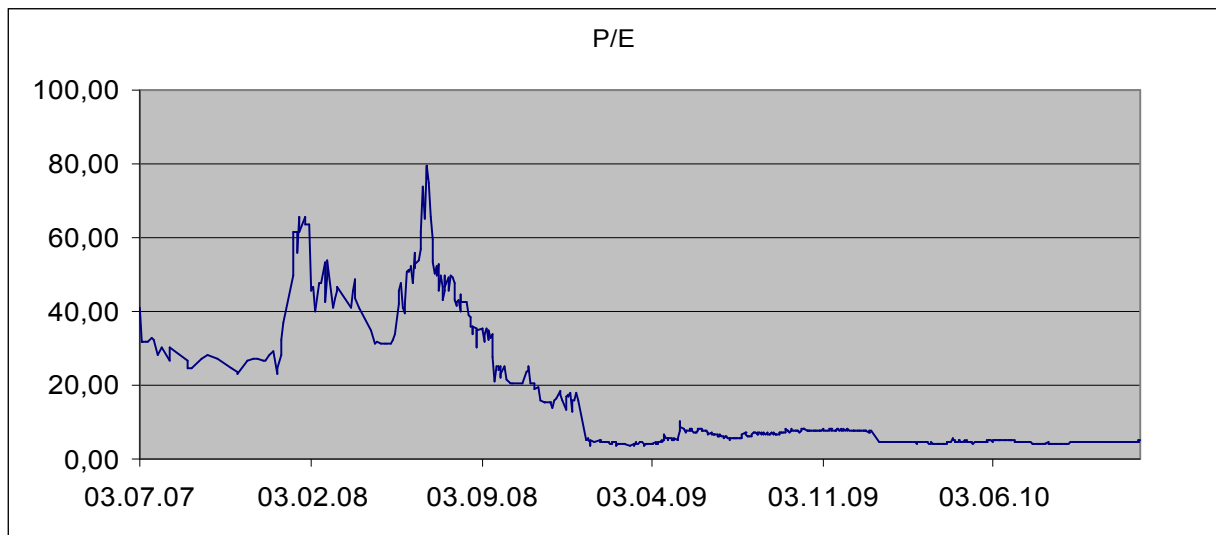


Рис.2. Динамика мультипликатора P/E

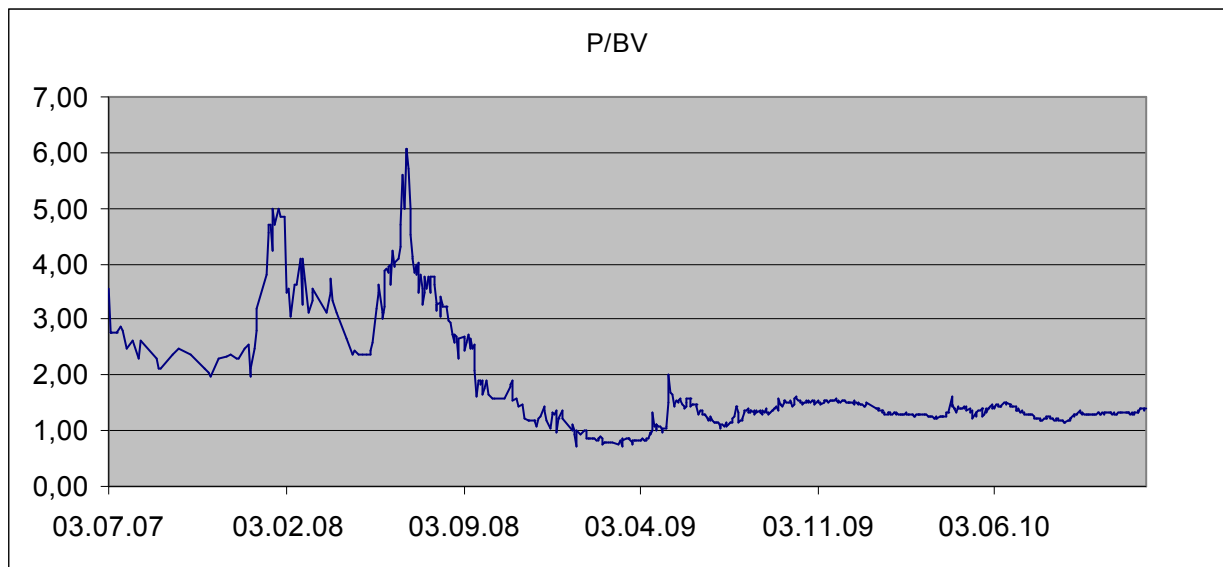


Рис.3. Динамика мультипликатора P/BV

Для получения средних значений мультипликаторов были взяты данные с июля 2007 года по июль 2008 года (до момента начала массовой кризисной распродажи). С учетом полученных значений и прогнозных финансовых показателей на конец этого года справедливая цена обыкновенной акции ОАО «ВХЗ» составила 396,2 руб., что на 245% выше текущих котировок.

## Техническая картина

Хотя акции ВХЗ имеют невысокую ликвидность для полноценного технического анализа, очевидно, что в последние несколько месяцев в них наблюдается определенный спрос, что подталкивает котировки вверх. Вполне вероятно, что недавнее пробитие уровня сопротивления может являться началом более сильного восходящего тренда, тем более что фундаментальная картина по эмитенту позволяет рассчитывать на усиление интереса к его акциям.



Рис.4. Динамика котировок акций ОАО «ВХЗ» за 07.2010-11.2010 на ММВБ

## Перспективы развития и риски

Успешное преодоление кризиса 2008 года является наглядным доказательством перспективности сферы деятельности эмитента. Поскольку в химическом производстве предъявляются повышенные требования к квалификации персонала, данный фактор является сильным преимуществом в конкурентной борьбе, при том что ВХЗ удается сохранять этот кадровый потенциал.

С 2009 года компания начала формировать дивидендную историю. По итогам 2009 года дивиденды составили 7 руб. на акцию. По итогам 6 мес. 2010 г. были утверждены дивиденды в размере 6 руб. на акцию, что примерно соответствует 12%-ной годовой доходности. Судя по росту финансовых показателей, вероятность сохранения дивидендной политики, ориентированной на акционеров, пока также растет.

Одним из основных рисков для нынешних акционеров является возможность принудительного выкупа акций мажоритарным владельцем в связи с преодолением 95% барьера. Однако здесь следует учесть, что в 2008 году уже возникала ситуация, когда владельцем 95,6% акция являлось одно лицо, однако никакого выкупа за этим не последовало. Впоследствии указанный пакет был распределен между двумя оффшорными структурами. Таким образом, вряд ли у мажоритария в ближайшее время возникнет намерение выкупать недостающие до 100% акции. Однако даже если оно возникнет, длительная история рыночных торгов позволит определить объективную цену, устраивающую как продавцов, так и покупателя.

Кроме того, нельзя исключать, что ВХЗ в ближайшей перспективе может влиться в какой-либо крупный химический холдинг, поскольку он является привлекательным объектом, занимающим определенную перспективную нишу. При этом развитие в рамках холдинга может получиться гораздо более динамичным.

**Примечание для инвесторов:** акции ВХЗ можно приобрести как через «голосового» брокера с помощью индикативной системы RTS Board, так и на ММВБ. При этом следует иметь ввиду, что их ликвидность на ММВБ низкая, вследствие чего даже небольшая сделка может спровоцировать серьезное изменение котировок.

Также не рекомендуется приобретать данные низколиквидные акции начинающим инвесторам, поскольку, несмотря на привлекательный целевой уровень, изменение их

*котировок в среднесрочной перспективе может носить непредсказуемый характер, и возможны достаточно глубокие кратковременные «просадки».*

Рушан Зарипов,  
Аналитик ЗАО «ИК «Битца-Инвест»  
Тел. (495) 600-8174  
zaripov@bitza.ru

**© 1993-2010 Битца-Инвест. Все права защищены.**

Дополнительная информация предоставляется по требованию. Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях и не является побуждением к покупке или продаже ценных бумаг. При подготовке обзора использовались источники, которые ИК "Битца-Инвест" считает надежными, однако не руководство ни сотрудники не могут гарантировать точности этой информации и не несут ответственности за возможные потери инвесторов, связанные с использованием данной информации. Вознаграждение аналитиков не зависит от того, какие рекомендации и какие взгляды выражаются ими в аналитических обзорах. ИК «Битца-Инвест» может совершать сделки с ценными бумагами, упомянутыми в настоящем обзоре, как за свой счет, так и по поручению клиента.