

## МОТОР СИЧ: Предварительные итоги 2011

### СТАБИЛЬНЫЙ РОСТ ВОПРЕКИ ТРУДНОСТЯМ В РОССИИ

Мы подтверждаем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** акции MSICH с целевой ценой \$632 в ожидании предварительных результатов за 2011. Мы прогнозируем рост чистой прибыли в 2011 и 2012 на 50% и 25% соответственно. Предыдущие предварительные годовые данные были опубликованы 2 февраля 2011.

**Ожидается сильная финансовая отчетность за 2011.** Доход может возрасти на 20% до \$758 млн, EBITDA на 31% до \$289, чистая прибыль на 53% г/г до \$240 млн. В 2011 компания установит новый рекорд по рентабельности за последние 10 лет: маржи EBITDA и чистой прибыли составят 38% и 32%, соответственно. Рост чистого дохода соответствует плану компании 22,6%, заявленному в марте; операционная маржа два квартала подряд превосходит ожидания аналитиков, и ежегодная прибыль может оказаться столь же успешной.

**Трудности в России – замещение импорта.** В 2011 Климов увеличил выпуск вертолетных двигателей на 31% до 260 ед., запланировав до 2013 довести выпуск до 600 ед. и до 2017 вдвое снизить долю Мотор Сич до 35%. Салют намерен начать производство полного цикла двигателей АИ-222-25 для Як-130 в Омске, постепенно отходя от существующей модели сотрудничества по принципу 50/50. Благодаря Сатурну, производство крылатых ракет Х59 в России больше не зависит от двигателей Р95 Мотор Сич, а вертолет Ансат остался без запорожских двигателей. Наконец предпочтение России SSJ-100 перед Ан-148, косвенно негативно влияет на двигатель продажи Д-436-148 Мотор Сичи. В целом шаги России по замещению импорта так или иначе охватывают двигатели, приносящие Мотор Сич свыше 50% дохода.

**Долгосрочные контракты смягчают риск замещения импорта.** В 2011 Мотор Сич заключила исторический договор с Вертолетами России по производству 1300 ед. в течение 5 лет на общую сумму \$1,2 млрд. Еще один долгосрочный контракт на 250 двигателей АИ-222-25Ф подписан с Китаем. Эти контракты заполнили книгу заказов Мотор Сич и увеличили прозрачность денежных потоков в ближайшие 5 лет.

**Перспективы 2012.** Благодаря быстрорастущему сегменту вертолетов и росту заказов российской оборонки, мы прогнозируем прирост чистого дохода в 2012 на 18% до \$893 млн, 90% из которых уже подкреплены заказами. Чистая прибыль может возрасти на 25% до \$299 млн, не считая собственного производства вертолетов Мотор Сич, которое способно дополнительно принести \$20 млн при условии государственной поддержки, но из-за неопределенности параметров не может быть включено в прогноз.

**Рекомендация ПОКУПАТЬ.** Анализ ДДП и сравнительный анализ определяет целевую цену на уровне \$632 и 116%-й потенциал роста.

MSICH	ПОКУПАТЬ
Текущая цена*	\$285
Целевая цена	\$632
Потенциал	116%

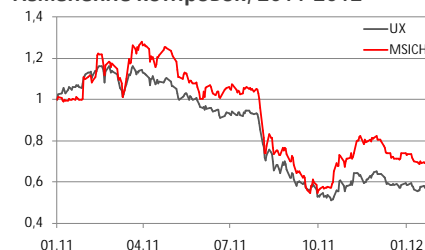
Количество акций, млн	2.08
Стоимость предпр., \$ млн	626
Капитализация, \$ млн	596

52-нед. изменение, %	-26%
52-нед. макс/мин, \$	484/206
Изм. с 52-н макс/мин, %	-42%/37%
Изменение за месяц	1.6%
Изменение за 3 мес.	7%
Free float, \$ млн	143
Ср. дневн. оборот, \$ млн	0,7

Структура владельцев:	
Менеджмент	76%
Free float	24%

\* Цены за 30 января 2012

Изменение котировок, 2011-2012



Выручка и маржа EBITDA



Источник: Bloomberg, Арт Капитал

#### Финансовые показатели, \$ млн

	Продажи	EBITDA	Чистая прибыль	EBITDA маржа	Маржа ЧП	EV/S	EV/EBITDA	P/E
2010	630	220	157	34,9%	25,0%	1,0	2,7	3,8
2011О	758	289	240	38,1%	31,6%	0,8	2,0	2,5
2012п	893	330	299	36,9%	33,5%	0,6	1,7	2,0
2013п	917	332	297	36,2%	32,4%	0,6	1,7	2,0

# Финансовые прогнозы

## Прогнозы за 4-й квартал и 2011 год

MSICH, \$ млн	4К2010	3К2011	4К2011*	кв/кв	г/г	2010Ф	2011О*
Чистый доход	224	193	265	37%	18%	630	758
ЕБИТДА	91	74	102	37%	12%	220	289
<i>ЕБИТДА маржа</i>	41%	39%	39%	0,0 п.п.	-2,2 п.п.	35%	38%
Чистая прибыль	68	20	131	545%	93%	157	240
<i>ЧП маржа</i>	30%	11%	49%	38,9 п.п.	19,1 п.п.	25%	32%

\* Оценка Арт Капитал

## История финрезультатов и среднесрочные прогнозы

Финансовые результаты (\$ млн)	2006	2007	2008	2009	2010	2011О	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Чистая выручка</b>	245	346	389	480	630	758	893	917	934	972
Себестоим. проданных товаров и услуг	151	195	250	274	336	373	448	469	497	537
<b>Валовая прибыль</b>	94	152	138	206	294	385	445	447	437	436
<b>ЕБИТДА</b>	40	79	69	157	220	289	330	332	322	318
Амортизация	18	19	20	15	20	23	26	29	32	36
<b>ЕБИТ</b>	22	60	49	142	200	265	303	302	289	282
Проценты к уплате	7	7	10	11	9	5	5	6	7	7
<b>Прибыль до налогообложения</b>	14	56	3	128	193	260	299	297	283	275
Налог на прибыль	6	15	2	33	36	20	0	0	0	0
<b>Чистая прибыль</b>	7	41	1	95	157	240	299	297	283	275

Прирост (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011О	2012П	2013П	2014П	2015П
Чистая выручка		41,4	12,2	23,5	31,3	20,2	17,8	2,7	1,8	4,2
ЕБИТДА		98,7	-12,2	126,3	40,0	31,2	14,2	0,6	-3,0	-1,2
ЕБИТ		177,7	-18,6	189,3	41,1	32,5	14,4	-0,3	-4,3	-2,6
Чистая прибыль		450,5	-98,2	12 939,4	65,3	52,5	24,5	-0,7	-4,7	-2,6

Баланс компании (\$ млн)	2006	2007	2008	2009	2010	2011О	2012П	2013П	2014П	2015П
<b>Денежные средства</b>	19	37	21	37	64	56	77	94	100	103
Дебиторская задолженность	56	78	72	106	174	218	317	292	310	319
Запасы	164	228	198	199	282	401	436	519	550	567
Прочие оборотные активы	2	5	7	11	15	28	26	38	40	41
<b>Оборотные активы</b>	<b>241</b>	<b>348</b>	<b>298</b>	<b>352</b>	<b>535</b>	<b>704</b>	<b>856</b>	<b>943</b>	<b>1 000</b>	<b>1 030</b>
Незавершенное строительство	27	27	19	27	36	41	57	72	86	99
Основные средства	142	156	110	115	151	204	243	282	321	359
Нематериальные активы	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Финансовые инвестиции	37	46	31	32	51	61	75	89	102	115
Прочие внеоборотные активы	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>207</b>	<b>229</b>	<b>161</b>	<b>175</b>	<b>238</b>	<b>306</b>	<b>375</b>	<b>443</b>	<b>509</b>	<b>574</b>
Расходы будущих периодов	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Активы</b>	<b>449</b>	<b>577</b>	<b>460</b>	<b>527</b>	<b>774</b>	<b>1 010</b>	<b>1 231</b>	<b>1 386</b>	<b>1 509</b>	<b>1 604</b>
Краткосрочные займы и кредиты	64	71	77	67	55	37	46	61	68	72
Кредиторская задолженность	31	42	33	12	8	13	35	61	68	72
Текущие обязательства	65	87	97	97	190	243	248	266	295	311
Прочие краткосрочные обязательства	2	3	2	2	9	23	25	20	23	24
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>162</b>	<b>202</b>	<b>209</b>	<b>179</b>	<b>262</b>	<b>316</b>	<b>355</b>	<b>410</b>	<b>454</b>	<b>479</b>
Долгосрочные займы и кредиты	0	4	9	14	14	13	7	4	1	0
Прочие долгосрочные обязательства	11	16	7	15	20	20	21	16	4	3
Доходы будущих периодов	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Собственный капитал</b>	<b>276</b>	<b>354</b>	<b>234</b>	<b>319</b>	<b>478</b>	<b>662</b>	<b>847</b>	<b>957</b>	<b>1 050</b>	<b>1 122</b>
<b>Пассивы</b>	<b>449</b>	<b>577</b>	<b>460</b>	<b>527</b>	<b>774</b>	<b>1 010</b>	<b>1 231</b>	<b>1 386</b>	<b>1 509</b>	<b>1 604</b>

# Раскрытие информации

## Засвидетельствование аналитика

Имя (имена) аналитика (-ков), который (-ые) является (являются) автором (-ами) данного отчета, указывается (-ются) на титульной странице данного отчета и таким образом подтверждает (-ют), что: 1) выводы, изложенные в данном отчете, точно отображают личное мнение автора (авторов) о рассматриваемых акциях и эмитентах; а также, что 2) гонорар автора не зависит, ни прямо, ни опосредованно, от конкретных рекомендаций или выводов, содержащихся в данном отчете.

## Принцип определения инвестиционного рейтинга

Инвестиционный рейтинг отображает ожидания аналитиков ИГ «АРТ КАПИТАЛ» относительно будущего роста стоимости акций эмитента следующим образом:

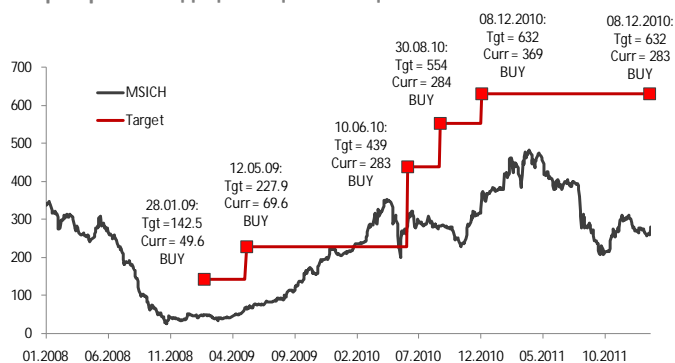
Рекомендация	Потенциал
ПОКУПАТЬ	>20%
ДЕРЖАТЬ	5%-20%
ПРОДАВАТЬ	<5%

Мы рекомендуем продавать акции с положительной доходностью до 5%, поскольку существуют депозиты и облигации с эффективной внутренней доходностью до 10%. В силу того, что акции являются более рисковыми активами, чем долговые инструменты, при одинаковой доходности ниже 5% на год, предпочтение нужно отдать долговым инструментам рефинансирования, а капитальные активы, соответственно, продавать. Ожидаемый потенциал роста может колебаться в зависимости от движения цены и волатильности рынка. Такие колебания допустимы и будут приводить к изменению рекомендаций по конкретным бумагам. Кроме того, мы используем рекомендацию **СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА**, которая присваивается эмитентам повышенной рискованности. К критериям повышенной рискованности мы относим возможность резкого ухудшения финансового состояния эмитента, существенное различие между разными видами оценок стоимости эмитента и низкий экспертный рейтинг, определяемый ответственным аналитиком.

## Список Рекомендаций Арт Капитал на январь 31, 2012

Покрытие	Спек.Покупать	Покупать	Держать	Продавать	Пересмотр	Приостановлена	Без оценки
69	1	27	2	1	10	6	22
% от общего	1%	39%	3%	1%	14%	9%	32%

## История рекомендаций и целевых цен



## Список рекомендаций аналитика

Тикер	Компания	Индустрия	Рекомендация	Потенциал
AZGM	Азовобщесмаш	Вагоностроение	ПОКУПАТЬ	1344%
SUNI	Сан Интербрю	Пиво	ПОКУПАТЬ	320%
SVGZ	Стахановский ВСЗ	Вагоностроение	ПОКУПАТЬ	200%
MSICH	Мотор Сич	Авиастроение	ПОКУПАТЬ	116%
LUAZ	Луцкий автомобильный з-д	Автомобилестроение	ПОКУПАТЬ	93%
KVBZ	Крюковский ВСЗ	Вагоностроение	ПОКУПАТЬ	83%
SLAV	Запорожский ПБК "Славутич"	Пиво	ПОКУПАТЬ	74%
SMASH	Сумское маш. НПО им. Фрунзе	Машиностроение (энергетика)	ПРОДАВАТЬ	-9%
LTPL	Лугансктепловоз	Вагоностроение	Пересмотр	
SNEM	Насосэнергомах	Машиностроение (насосы)	Пересмотр	
AVTO	Укравто	Автомобилестроение	Пересмотр	
ZATR	Запорожтрансформатор	Машиностроение (энергетика)	Приостановлена	
KRAZ	АвтоКрАЗ	Автомобилестроение	Приостановлена	



**ИГ «АРТ КАПИТАЛ»**  
Народного ополчения, 1  
Киев, 03151, Украина  
т. +380 (44) 490-51-85, 490-51-84  
[www.art-capital.com.ua](http://www.art-capital.com.ua)

**ДЕПАРТАМЕНТ ПО ТОРГОВЫМ  
ОПЕРАЦИЯМ И ПРОДАЖАМ**

st@art-capital.com.ua  
+380 44 490 92 46

Руководитель департамента по  
торговым операциям и  
продажам

**Константин Шилин**

shylin@art-capital.com.ua

Руководитель направления по  
работе с частными инвесторами  
**Нина Базарова**

bazarova@art-capital.com.ua

Инвестиционный менеджер  
**Ольга Шулепова**

shulepova@art-capital.com.ua

Ведущий инвестиционный  
консультант

**Виталий Бердичевский**

berdichevsky@art-capital.com.ua

Инвестиционный консультант  
**Роман Усов**

usov@art-capital.com.ua

Инвестиционный консультант  
**Марина Седова**

sedova@art-capital.com.ua

Инвестиционный консультант  
**Александр Лобов**

lobov@art-capital.com.ua

Инвестиционный консультант  
**Роман Маргулис**

margulis@art-capital.com.ua

Инвестиционный консультант  
**Оксана Шевченко**

shevchenko@art-capital.com.ua

Инвестиционный консультант  
**Александр Бойкул**

boykul@art-capital.com.ua

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ  
ДЕПАРТАМЕНТ**

research@art-capital.com.ua  
+380 44 490 51 85 (185)

Руководитель  
аналитического  
департамента

**Игорь Путилин**

putilin@art-capital.com.ua

Экономист:

**Олег Иванец**

ivanets@art-capital.com.ua

Старший аналитик:  
Машиностроение

**Алексей Андрейченко**

andriychenko@art-capital.com.ua

Старший аналитик:  
Металлургия

**Дмитрий Ленда**

lenda@art-capital.com.ua

Старший аналитик:  
Потреб. Сектор, ТМТ

**Андрей Патиота**

patiota@art-capital.com.ua

Аналитик:

энергетика, нефть и газ,  
химия

**Станислав Зеленецкий**

zelenetskiy@art-capital.com.ua

Редактор

**Павел Шостак**

shostak@art-capital.com.ua

Данный аналитический обзор был подготовлен аналитиком, имя которого указано на титульной странице документа. Данный обзор имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Описание любой компании или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном обзоре, не предполагают полноты их описания. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в обзоре или исправлять возможные неточности. Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ» считает надежными, ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ» не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем обзоре. ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ» и связанные с ним третьи стороны, должностные лица и/или сотрудники и/или связанные с ними лица могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем обзоре и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем. Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа и могут не совпадать с мнением ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ». Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ».