

Мотор Сич — набирая обороты

Мотор Сич, лидер в СНГ по производству авиадвигателей, продолжит в полной мере пользоваться своим монополистическим положением, демонстрируя двухзначные темпы роста выручки при неизменно-высоких маржах. Освобождение компании от налога на прибыль увеличит денежные потоки компании, снижая и без того невысокий P/E (6.4). По нашим оценкам, перспективы роста компании все еще не учтены рынком; потенциал роста акций составляет 64%.

Мотор Сич — монополист на рынке авиадвигателей СНГ. Мотор Сич является наиболее крупным производителем авиадвигателей в СНГ — 90% средних и тяжелых вертолетов в СНГ и более 60% самолетов в регионе оборудованы запорожскими двигателями. Уникальность завода и его монополистическое положение позволяют компании демонстрировать двухзначные темпы роста выручки при стабильно высокой рентабельности.

Ожидаемый средний рост выручки в 2011-2015 годах = 17%. В настоящее время авиапром СНГ переживает возрождение после более чем 15 летнего застоя — успешно реализуются ряд государственных программ, расширяются экспортные поставки авиатехники.

Рост объемов бизнеса компании будет происходить в следующих сегментах:

- **Вертолетные двигатели.** Согласно планам российского правительства, Россия увеличит годовое производство вертолетов до уровня в 500 машин до 2015 года с 214 единиц в 2010 году (в 2007 году было произведено всего 102 машины), что позволит стране занять 15% мирового рынка вертолетов (в 1980-х РСФСР занимал 25% мирового рынка вертолетов). Учитывая что 70% производимых вертолетов в России оборудованы запорожскими агрегатами, рост производства вертолетных двигателей на Мотор Сич необратим.
- **Грузовая авиация.** Наиболее интересными для Мотор Сичи в данном сегменте являются самолеты Ан-124 “Руслан” и Ан-70. Если Ан-70 это перспективный среднемагистральный самолет, большая часть доходов от которого ожидается после 2013 года, то Ан-124 “Руслан”, производство которого было остановлено в начале 2000-х и должно возобновиться в 2012 году, и в настоящее время продолжает генерировать денежные потоки для компании (ремонт/модернизация двигателей Д18-Т).
- **Пассажирская авиация.** В данном сегменте бизнеса наиболее значимыми для Мотор Сичи являются Ан-140 и Ан-148. Мы ожидаем среднегодового производства в 2011-2018 годах Ан-148 в количестве 23 ед. и Ан-140 в к-ве 10 ед., что будет приносить 1.2 млрд. грн. выручки для MSICH ежегодно.
- **Учебно-боевые самолеты.** Мотор Сич производит двигатели для российского Як-130 и китайского L-15, который станет основным учебно-боевым самолетом формирующийся военной авиации Китая. Мы ожидаем, что в ближайшие 8 лет MSICH произведет более 1.3 тыс. двигателей для данных самолетов что принесет заводу выручку в 8.0 млрд. грн.

Запчасти/обслуживание/модернизация двигателей. На протяжении последних 20 лет программы по модернизации и ремонту авиационных двигателей в СНГ существенно недофинансировались, что привело к значительному отложенному спросу на данную услугу в настоящее время.

ПОКУПАТЬ

Тикер УБ	MSICH
Bloomberg	MSICH UK Equity
Целевая цена, грн.	5689
Текущая цена, грн.	3460
Потенциал роста, %	64%



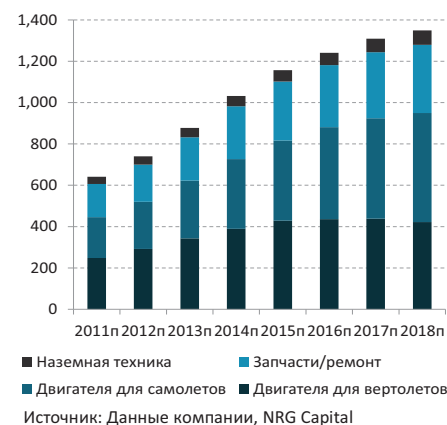
Информация об акциях

Акции в обращении, млн.	2.08
Капитализация, млрд. грн.	7.2
EV, млрд. грн.	7.5
Собственный капитал, млрд. грн.	4.0
Свободное обращение, млрд. грн.	1.7
Цена 12М мин/макс, грн.	1585/3859
Изменение цены 12М мин/макс	118%/(10%)

Структура собственников

Менеджмент	76%
Свободное обращение	24%

Рисунок 13. Структура выручки Мотор Сич, млрд. грн.

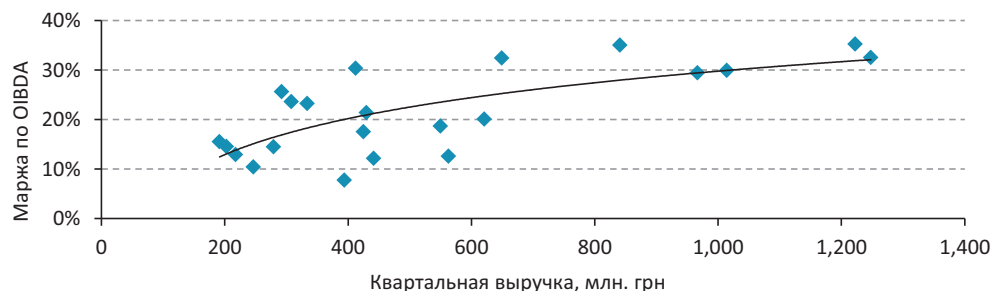


Налоговые льготы — больше прибыли, меньше P/E. Согласно новому Налоговому кодексу, компании аэрокосмической отрасли, в том числе и Мотор Сич, освобождаются от налога на прибыль сроком на 10 лет. Это увеличит суммарную прибыль компании в течении ближайших 8 лет на 2 млрд. грн., и снижает коэффициент P/E, что в свою очередь увеличивает стоимость бизнеса.

Рентабельность — в два раза выше чем у мировых аналогов; сохраниться на таком же уровне. В 2010 году рентабельность компании по EBITDA составила порядка 32% против 15% у мировых аналогов. Мы видим две основные причины высокой рентабельности компании: монополистическое положение в отрасли и низкие затраты на оплату труда.

В будущем мы ожидаем небольшое снижения валовой рентабельности компании (рост цен на цветные металлы), что сполна будет компенсировано эффектом масштаба — в структуре затрат компании значительную часть расходов составляют фиксированные затраты, что приводит к более высоким темпам роста прибыли по сравнению с выручкой. Мы ожидаем что в будущем маржа по прибыли останется на уровне выше 20%.

Рисунок 14. Эффект масштаба в действии: больше выручки — выше рентабель-



Источник: компания, расчеты NRG Capital

Оценка: потенциал роста акций в 64%. Согласно нашей DCF-модели, потенциал роста MSICH составляет 66%. Сравнительный анализ оценил компанию на 62% выше текущей цены — компания торгуется с дисконтом к аналогам как по мультипликаторам EV/EBITDA так и P/E (на 2012 год EV/EBITDA составляет 4.0 а P/E 5.6) хотя заслуживает премии благодаря более высокому ожидаемому росту как выручки так и прибыли. Наша финальная справедливая цена акций MSICH составляет 5689 грн., что соответствует потенциалу росту акций на 64%.

Освобождение от налога на прибыль принесет дополнительно 2 млрд. грн. прибыли для Мотор Сич в ближайшие 8 лет

Рентабельность Мотор Сичи в два раза выше чем у мировых аналогов

Высокий уровень рентабельности по прибыли будет поддержан эффектом масштаба

Потенциал роста акций Мотор Сич равен 64%

Ми-8



Ан-148



Ан-124 "Руслан"



Як-130



Ключевые показатели, млн. грн.

Год	Выручка	EBITDA	Прибыль	Маржа по EBITDA	Маржа по прибыли	P/E	EV/Sales	EV/EBITDA	Чистый долг	Долг / Капитал	Ч. долг / EBITDA
2008	2047	175	4	9%	0%	1230.8	2.4	28.1	609	0.36	3.5
2009	3740	1198	741	32%	20%	9.8	2.0	6.3	467	0.26	0.4
2010	4212	1342	870	32%	21%	8.3	1.8	5.6	396	0.18	0.3
2011П	5097	1658	1130	33%	22%	6.4	1.5	4.5	(1,029)	0.14	нег.
2012П	5876	1854	1301	32%	22%	5.6	1.3	4.0	(2,024)	0.12	нег.