

Мотор Сич

Монополист с прозрачной структурой бизнеса
Виталий Горовой, gorovoy@ufc-capital.com

21 июля 2010 г.
Машиностроение

	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/EBITDA	P/E
2008	346.5	79.0	41.0	1.73	8.13	14.61
2009	387.9	69.2	0.7	1.54	9.28	823.04
04.2009-03.2010	544.0	180.1	115.3	1.10	3.57	5.20
2010П	543.1	190.1	111.7	1.10	3.38	5.37

Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

Компания «Мотор Сич» является одной из крупнейших в мире компаний, занимающихся выпуском авиационных двигателей и промышленных газотурбинных установок. На заводе реализован полный цикл создания авиадвигателей: от разработки, производства и испытания до сопровождения в эксплуатации и ремонте. «Мотор Сич» выпускает более 60 типов и модификаций двигателей для более 80 видов самолетов и вертолетов разного назначения. Кроме того, предприятие производит широкий спектр продукции наземного назначения и потребительских товаров.

- ▶ Одним из важнейших экспортных рынков для «Мотор Сич» является Российская Федерация (по результатам 2009 г. в эту страну было продано около 60% произведенной компанией продукции). Однако в новой военной доктрине РФ изменились требования к продукции, потребляемой военной отраслью этой страны. Чтобы не потерять значимый рынок, «Мотор Сич» планирует до конца 2010 г. недалеко от российского города Дубна ввести в эксплуатацию завод по сервисному обслуживанию своей продукции.
- ▶ Среднедневной объем торгов акциями «Мотор Сич» за последние полгода на «Украинской бирже» составил \$364 тыс., в ПФТС – \$94 тыс.
- ▶ Мы ожидаем, что по результатам 2010 г. «Мотор Сич» увеличит чистую прибыль по сравнению с 2009 г. на 17% – до \$112 млн., показатель EBITDA – на 21% до \$190 млн. Рентабельность по чистой прибыли составит 21%, рентабельность по EBITDA – 35%.
- ▶ Справедливая стоимость акций «Мотор Сич», рассчитанная нами с использованием метода дисконтирования денежных потоков и сравнительного анализа, находится на уровне \$526, что на 82% выше текущей цены акций компании.

Текущая цена: \$288
Справедливая цена: \$526
Потенциал роста: 82%

Тикеры

ПФТС / УБ / Bloomberg MSICH

ADR / GDR + / BC21

Количество акций в 1 ADR / GDR 0.2 / 0.1

Структура акционеров

КУА «Гарант Инвест» 47.0%

Вячеслав Богуслаев 15.0%

Депозитарные расписки 11.0%

Bartens Allians (США) 9.7%

Business House Helena (Кипр) 6.1%

Казначейские акции 4.0%

Другие 7.2%

Структура капитала

Количество акций 2 077 990

Капитализация, \$ млн. 599.2

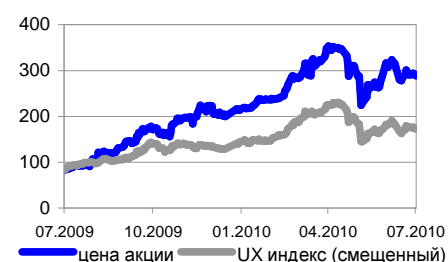
Чистый долг, \$ млн. 43.6

EV, \$ млн. 642.8

Динамика курса акций, \$

Минимум за год 83

Максимум за год 353



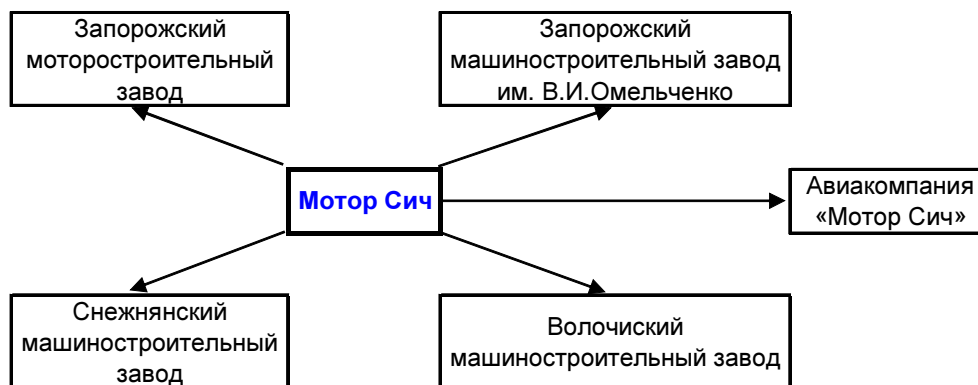
Структура компании

«Мотор Сич» является одной из крупнейших в мире компаний по выпуску авиационных двигателей и промышленных газотурбинных установок.

На заводе реализован полный цикл создания авиадвигателей от разработки, производства и испытания до сопровождения в эксплуатации и ремонте.

На заводе реализован полный цикл создания авиадвигателей

Структурные единицы «Мотор Сич»



Источник: данные компании.

Запорожский моторостроительный завод производит авиадвигатели, осуществляет их ремонт и обслуживание, изготавливает приводы для газо- и нефтеперекачивающих агрегатов, передвижные автоматизированные электростанции, потребительские товары.

Запорожский машиностроительный завод им. В. И. Омельченко занимается литейным производством и испытанием двигателей. Кроме того, на заводе изготавливаются газотурбинные электростанции.

Снежнянский машиностроительный завод выпускает детали для авиационных двигателей, узлы для горно-шахтного оборудования и потребительские товары.

Волочиский машиностроительный завод обеспечивает сборку авиадвигателей многотражными деталями и метизами, изготавливает технологическую оснастку. Кроме того, завод выпускает автозапчасти и ряд товаров сельскохозяйственной группы.

Авиакомпания «Мотор Сич» осуществляет как пассажирские рейсы, так и грузоперевозки. Парк авиакомпании включает в себя самолеты и вертолеты.

В организационную структуру компании также входят около 50 основных и вспомогательных цехов и отделы, не связанные с основным производством (медико-санитарная часть, дошкольные заведения, оздоровительные и спортивные комплексы, дом культуры и др.).

В организационную структуру компании входит 4 завода, авиакомпания, около 50 основных и вспомогательных цехов

Продукция завода

«Мотор Сич» выпускает более 60 типов и модификаций двигателей для более чем 80 видов самолетов и вертолетов разного назначения. Кроме того, «Мотор Сич» предлагает на украинском и мировом рынках промышленные

газотурбинные установки, потребительские товары и строительные материалы.

Сотрудничая с КБ «Ивченко-Прогресс», предприятие обладает мощной конструкторской базой для разработки и внедрения новых моделей двигателей и энергетического оборудования.

«Мотор Сич» выпускает авиадвигатели, газотурбинные установки, товары народного потребления и стройматериалы

Номенклатура продукции «Мотор Сич»

Авиационные двигатели

- турбовинтовые
- турбореактивные двухконтурные
- турбовинтовентиляторные
- турбовальные
- вспомогательные



Промышленные установки

- газотурбинные приводы
- газотурбинные электростанции
- газоперекачивающие агрегаты
- ветроэлектростанции



Другая продукция и потребительские товары

- товары для дома
- пром. оборудование
- строительное оборудование
- продукция мед. назначения



Источник: данные компании.

Основными поставщиками сырья, используемого в производственном цикле компании, являются украинские (28 контрагентов) и российские (19 контрагентов) компании, с которыми заключены долгосрочные контракты.

Реализация продукции

Завод продает свою продукцию напрямую авиакомпаниям и эксплуатирующим организациям.

Одним из наибольших источников денежных средств остается поставка новых двигателей, плановые ремонты и техническое обслуживание авиадвигателей.

Фактором, способствующим росту реализации продукции «Мотор Сич» является высокая степень изношенности большинства авиационных парков стран СНГ.

Крупнейшими *российскими* потребителями продукции «Мотор Сич» в 2009 г. были: Казанский вертолетный завод, Улан-Уденский авиазавод, «Климов», Кумертауское авиационное производственное предприятие, Ростовский вертолетный завод.

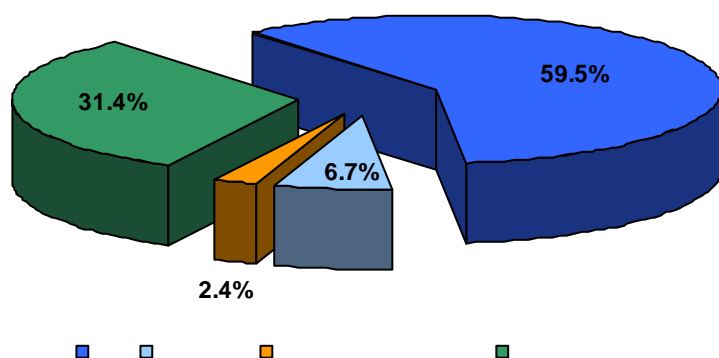
Среди стран *дальнего зарубежья* в 2009 г. наибольшими потребителями продукции «Мотор Сич» были Китай, Алжир, ОАЭ, Индия.

Наибольшими покупателями продукции украинского завода среди *стран СНГ* (за исключением Российской Федерации) были Азербайджан и Беларусь.

Росту реализации продукции компании способствует высокая степень изношенности авиапарков стран СНГ

Крупнейшими украинскими покупателями продукции в 2009 г. были киевский завод «Авиант» и Харьковское государственное авиационное производственное предприятие (ХГАПП).

Географическая структура продаж компании в 2009 г.



В 2009 г. около 60% реализованной продукции компания продала в РФ

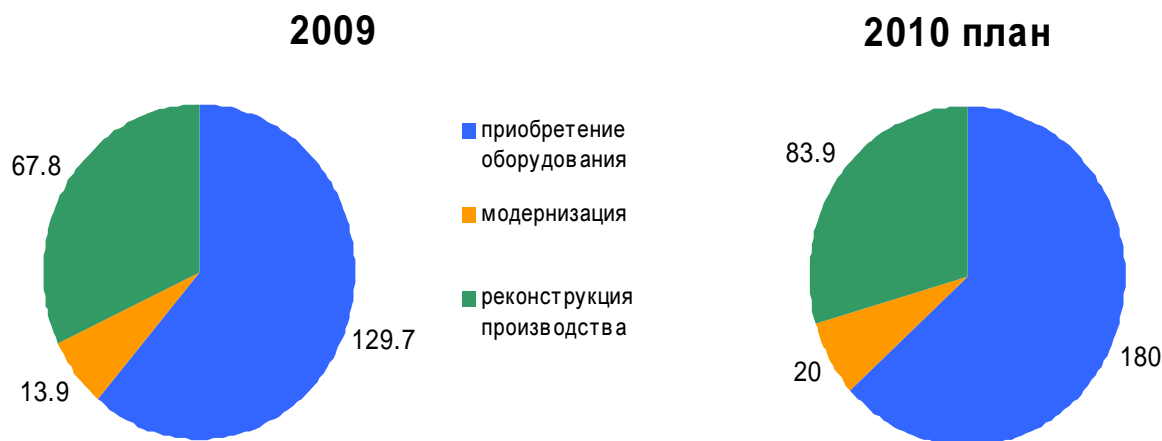
Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

Реконструкция и модернизация

На проведение научно-исследовательских работ и освоение новых видов продукции в 2009 г. компания направила 50.3 млн. грн., в 2010 г. на эти же цели планируется направить 107.5 млн. грн.

В 2010 г. «Мотор Сич» планирует направить на техперевооружение на 34% больше средств, чем в 2009 г.

«Мотор Сич»: фактические и планируемые затраты на техническое перевооружение, млн. грн.



Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

Конкуренция

Основными конкурентами «Мотор Сич» в авиадвигателестроении являются Snecma/Turbomeca (Франция), BMW Rolls-Royce (Германия/Великобритания).

Кроме того, следует отметить постоянные попытки российских конкурентов в лице авиаремонтных предприятий, разработчиков («Климов») и производителей авиадвигателей («Салют», «Сатурн»), а также Министерства Обороны Российской Федерации вытеснить «Мотор Сич» со своего рынка по

Основными конкурентами компании в авиадвигателестроении являются Snecma / Turbomeca и BMW Rolls-Royce

всей номенклатуре продукции, которую традиционно выпускает завод. Для этих целей российские производители занижают цены на свою продукцию, которая схожа по характеристикам с украинской. В то же время российские власти административно ограничивают объемы закупок комплектующих за рубежом, а также требуют обязательного наличия обслуживающих центров на территории РФ для той продукции, которая используется в военной сфере.

Портфель заказов

Некоторые договора, *заключенные в 2010 г.* или находящиеся в процессе подписания:

- поставка двигателей АИ-20Д (сумма – \$110 млн., заказчик – Индия, срок исполнения – три года);
- поставка двигателей ВК-2500, АИ-25ТЛК и АИ-222К-25 (в Китай);
- поставка и ремонт двигателей АИ-25ТЛ, ТВЗ-117 и АИ-9В (в Алжир);
- поставка двигателей Д-36, ТВЗ-117ВМА-СБМ1 и АИ9-3Б (для ХГАПП);
- поставка двигателей АИ-20Д, Д-436-148 и АИ-450-МС (для ГП «Антонов»).

Договора о *поставке двигателей, заключенные в предыдущие годы*, исполнение которых продолжается в 2010 г.:

- Д-436-148 и АИ-450МС (для ГП «Антонов»);
- ТВЗ-117ВМ(ВМА) и АИ-9(9В) (для Улан-Уденского авиационного завода, Кумертауского авиационного производственного предприятия, «Климова», ВВС Алжира, министерства обороны Беларуси);
- ВК-2500 (для Ростовского вертолетного завода, «Климова»);
- ТВЗ-117ВМА-СБМ1 и АИ9-3Б (для Ирана);
- Д-36 (для ХГАПП);
- АИ-25ТЛК (для Китая).

Общая сумма средств, ожидаемая «Мотор Сич» в 2010 г. от завершения исполнения ранее заключенных контрактов на поставку авиадвигателей, составляет **\$115 млн.**

Договора о *ремонте двигателей, заключенные в предыдущие годы*, исполнение которых продолжается в 2010 г.:

- АИ-25ТЛК (для Китая);
- ТВЗ-117ВМ(ВМА), АИ-25ТЛ, АИ-9(АИ-9В), АИ-20Д (для Колумбии, Перу, Южной Кореи, Словакии, Бангладеш);
- Д-36, Д-136, ТВЗ-117ВМ, АИ-9В, АИ-20Д (для различных российских и украинских компаний).

Общая сумма средств, ожидаемая «Мотор Сич» в 2010 г. от завершения исполнения ранее заключенных контрактов на ремонт авиадвигателей, составляет **\$48 млн.**

В 2010 г. продолжается исполнение договоров о *поставке и ремонте наземной техники, заключенных в предыдущие годы*. Эти договора предусматривают поставку таких видов продукции:

- газотурбинных приводов семейства Д-336 (для Узбекистана и Украины);

Компания сформировала портфель заказов, обслуживать который она будет ближайшие 2-3 года

- -2500 -6000 (« » « »);
- -55 ().
- ! " , # «\$ %» 2010 & ' ()% * ' , * \$16 .

- # 2010 & «\$ %» ' % + & +)" & :
- , -436-148 - -450\$ - (* & + * -148;
- - -25 ./ (.O)- + ' % - % * * ;
- 121171\$ - \$ 11 - \$ -28 , / -52, / -28/29, # \$ -17, \$ -24, \$ -28, / -32, / -50;
- - -222-25 - * % - % * 3 -130;
- - -22/-254 - & & / \$ 1-15;
- - -450 - / -22 « » , # *

2010 &' &)): » 2010 . «

- & 13-1171\$ - \$ 1 (-26). () & ') -26 -26\$;
- & 13-1171\$ - \$ 11 (\$ -17, \$ -8\$ 1);
- & %) «\$ %1 -5-1500/5-96».

/ &, 2010 & «\$ %» + ' #) & , (4). % + ' + & % # . \$ &)" ' + # , , + ' * .

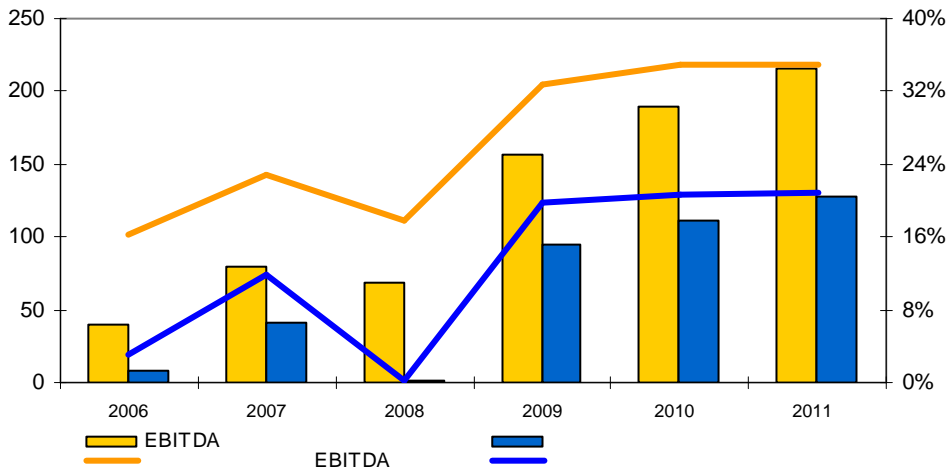
SWOT-

- -
- -
- -
- -

- - !
- "## - \$!
- % "& , \$

/ «\$ %» | 2010 & % %) + « » |
) & % 2009 & 5.2 ' 205.6 . & ., 2010 . 5.2 ,
 ' + EBITDA – 3.1 ' 284.4 . & . 5 * EBITDA – 3.1 ,
 ' # % 2.2 ' 966.4 . & . – 2.2

« »: (\$.;)
 (%;)



: , UFC Capital.
 ' + 2008 & # 6 † # & ,
 ' & + &7 & ' , ,
 & * ' ' # # .
 1 # , «\$ %» %
 & + ' () 6) ' +
 # % (+7 ' .
 «\$ %» % + #) ') . ! ((2010 &
 & & " 6) 31 *
 & 13.4%. 1 & &
 ' , % (# ' .
 1 («\$ %»,
 (& 25 2010 & ' ' 2009 &
 5.9 . & .)
 3.1 & . (0.14% %
).

1.

(DCF)

1 (DCF- ' ' % ()
 " 6 # «\$ %» 2010 & &
 % , # % & ' 20%
) 2009 &

, \$.

	2010!	2011!	2012!
' (543.1	614.9	696.1
	321.8	364.3	412.5
)	221.3	250.5	283.6
EBITDA	190.1	215.2	243.6
*	24.3	27.5	31.1
'	165.8	187.7	212.5
+	111.7	127.8	146.0

: UFC Capital.

1 DCF- & % + & ' ' + *
 # (& , + % , % + *
 * & (+ ' + + *
 * (* %) +.

DCF-

, %	9.0
- , %	30.0
. \$	0.95
, %	28.9
WACC, %	27.3
/ , \$.	373.5
, \$.	695.6
EV, \$.	1 069.0
O , \$.	80.5
, \$.	1 025.5
" # # DCF, \$	493.5

: UFC Capital.

% + 6 # & '
 «\$ %» 1 % & ,
 " * % + 2010 & # * &
 25%) 2009 & (*
 " 6 ' 40%). ! , % 6
 # & " &) % +
 15%.
 + * # * «\$ %»
 (, % +
 \$493.5.

' , + ' + * , %)
 + «\$ %» \$558.4.

3.

« »

\$ % , %) + &
 % + 7 % ' + , % *
 + ' # * + & ' .

!

	#	&	,\$! # ,%
/		493	71
		558	93
) " #		526	82

: UFC Capital.

' , () + «\$
 %» * \$526, % 82% (" &
 . \$ & .

, \$.

	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.03.2010
, # *	16.6	6.4	23.5	36.9
" 7	20.4	14.8	13.1	7.8
' # +	23.0	25.3	17.6	28.7
, & ' # +	54.9	46.8	88.4	89.5
2	227.7	197.7	198.5	229.6
, &	5.3	7.5	11.1	13.5
"	347.9	298.5	352.2	406.0
!	155.7	109.8	115.3	117.5
, &	73.7	51.3	59.7	75.5
"	229.4	161.1	175.1	192.9
"	577.3	459.6	527.3	598.9
/ %	70.9	76.5	67.5	67.1
" ' # + & % ' +	0.0	0.0	0.0	0.0
' # +	42.2	33.2	12.0	9.6
, & " ' +	89.4	99.3	99.5	145.2
"	202.5	209.0	179.0	222.0
, & %	0.0	6.3	12.1	11.2
, & & % 7 ' +	4.0	2.6	2.4	2.2
, & & % ' +	16.4	7.4	15.0	15.1
"	20.4	16.3	29.5	28.5
	55.6	36.4	35.1	35.4
8 +	124.7	81.8	171.6	200.0
, &	174.2	116.1	112.2	113.0
"	354.4	234.4	318.9	348.4
"	577.3	459.6	527.3	598.9

: , UFC Capital.

, \$.

	2007	2008	2009	04.2009-03.2010
#! \$ ()	346.5	387.9	479.8	544.0
+ ')	194.9	249.7	274.2	309.0
1 + ()	151.6	138.2	205.6	234.9
, & *	182.2	261.7	317.9	339.6
& *	254.8	330.7	366.6	394.5
EBITDA	79.0	69.2	156.9	180.1
'	18.8	20.3	15.2	15.6
+ () +	60.2	48.9	141.7	164.4
, & *	18.6	32.2	9.6	7.0
4 *	7.4	10.1	10.8	11.1
, & *	15.8	68.4	12.8	8.7
' + % +	55.6	2.6	127.7	151.5
& #				
& + % +	14.6	1.9	32.6	36.2
% ()	41.0	0.7	95.1	115.3

: , UFC Capital.

« »
01034, 47, ! 1
.: +380 (44) 391-37-78 ! : +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

& '(
dorfman@ufc-capital.com

)
landa@ufc-capital.com

*
gorovoy@ufc-capital.com

)
kost@ufc-capital.com

oliynyk@ufc-capital.com

lyshen@ufc-capital.com

© 2010 "" «2 ».) !!
/
;
%
!
\$
!
